

Januari 2019

Nedåtrisk från flaskhalsar och
marknadsoro men mjuka centralbanker
förlänger uppgång

Svensk svacka trots mjuk Riksbank
och finanspolitiska stimulanser

Nordic Outlook

Innehåll

04	Internationell översikt: Recession undviks trots risker från flaskhalsar och finansoro
13	Tema: Låg produktivitetstillväxt: Inflationsrisk eller mätproblem?
15	USA: Ekonomin bromsar in men från hög tillväxttakt
18	Tema: Recessionsoro och börsfrossa – vad kan historien lära oss?
20	Eurozonen: BNP planar ut på lägre nivå men fortsatt tillväxt över trend
23	Japan: Momshöjningens effekter avgör tillväxt- och räntebild
24	Storbritannien: Avtalslöst EU-utträde undviks men osäkerhet består
26	Kina: Inbromsningen fortsätter 2019 och nedåtrisker kvarstår
27	Tema: Kinas och USA:s penningpolitik alltmer sammanlänkade
29	Indien: Det kommande valet präglar den ekonomiska politiken
30	Ryssland: Höjda skatter ger låg tillväxt och högre inflation
31	Sverige: Tillväxten bromsar trots expansiv politik
35	Tema: Högersväng men fortsatt röd-grön regering
37	Danmark: Konsumenterna håller igen
38	Norge: God tillväxt i inhemsk ekonomi ger motiv för räntehöjningar
40	Finland: Stark arbetsmarknad trots tillväxtnedväxling
41	Estland: Stram arbetsmarknad och lägre byggande sänker tillväxten
42	Lettland: Låga investeringar och låg produktivitet dämpar tillväxten
43	Litauen: Global nedväxling tynger tillväxten
44	Nyckeldata
49	Kontakter

Internationell översikt

Recession undviks trots risker från flaskhalsar och finansoro

Sencykliska nedåtrisker från flaskhalsar och riskaversion samt fortsatt politisk osäkerhet inom bl a handelsområdet präglar konjunkturutsikterna. Bromskrafterna som den finansiella oron skapar är dock inte starka nog för att utlösa recession. Starka balansräkningar för hushållen samt investeringsbehov i spåren av högt kapacitetsutnyttjande ger underliggande styrka. Måttlig inflation ger också centralbankerna utrymme att mjuka upp normaliserings-takten. Globala tillväxtprognoser skrivs ned ytterligare något men ligger kvar över trend.

Avslutningen på 2018 dominerades **av svaga konjunkturdata och kraftigt försämrad riskapitet i spåren av ökad recessionsoro**. Svaghetstecknen har varit tydligast i Västeuropa och Kina medan den amerikanska ekonomin visat fortsatt styrka. Inköpschefsindex (ISM) för december visade dock en avmattning, inte minst när det gällde nyckelfrågan om orderingången. En rad politiska faktorer har bidragit till att förstärka den finansiella oron. Konflikten mellan Trumpadministrationen och kongressen kunde inte lösas upp utan att budgetkonflikten ledde till nedstängningar av delar av den amerikanska samhällsservicen. President Trump har därtill fortsatt att leverera nyckfulla utspel inte minst på det handelspolitiska området. Att det brittiska parlamentet nu sagt ett tydligt nej till det avtalsförslag som förhandlats fram om villkoren för EU-utträdet gör att hotet om en hård Brexit kvarstår.

Vi ser nu ett typiskt sencykliskt mönster **där negativa ekonomiska och politiska nyheter plötsligt kan utlösa kraftiga och till synes oproportionella reaktioner på finansiella marknader**. Den allra senaste tiden har marknadssentimentet svängt om en del när Federal Reserve (Fed) signalerat ökad lyhördhet för marknadsoro och större benägenhet att anpassa politiken efter inkommande ekonomisk statistik. Återhållsamma inflationssiffror ger Fed utrymme till en sådan attityd och marknadens lättnad över att risken för policymisstag minskat är också rationell. Samtidigt visar starka amerikanska arbetsmarknadsdata att flaskhalsproblem förr eller senare kommer att göra sig gällande och mot detta är förstås inte en mjukare penningpolitik rätt medicin.

I novemberrapporten justerade vi ned prognosen för global tillväxt med ungefär en kvarts procentenhet. Denna gång tar vi ett mindre steg i samma riktning **med nedrevideringar på någon tiondel både 2019 och 2020**, främst hänförligt till svagare utveckling i OECD-länderna. I USA beror det främst på att utbudsrestriktioner i allt högre grad gör sig gällande. För Västeuropa handlar det om en generellt svagare efterfrågan men vi bedömer ändå att tillfälliga faktorer, framför allt anpassningsproblem till nytt regelverk i bilbranschen, förstärkte nedgången under senare delen av 2018. Svensk BNP-tillväxt är också påtagligt nedreviderad bl a som en följd av den svaga avslutningen av 2018. Ekonomisk-politiska lättnader i Kina, såväl när det gäller kredit- och penningpolitik som finanspolitik, samt en fortsatt stark uppgång i Indien gör att tillväxt-ekonomierna (Emerging Markets, EM) fortsätter uppvisa en

BNP-ökning på nära 5 procent 2019 och 2020. Sammantaget gör det att **global BNP växer med 3,5 procent (i köpkraftsjusterade PPP-termer) både 2019 och 2020**.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

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

Generellt står flera tongivande centralbanker inför samma dilemma som Fed om än i olika grad. Arbetslösheten i de utvecklade ekonomierna (OECD-området) ligger nu på sin lägsta nivå sedan 1980 och de flesta prognoser tyder på att den kommer att fortsätta sjunka de närmaste åren trots att tillväxten saktar in. Men även om löneökningstakten har växlat upp någon procentenhet för vårt sammanvägda mått för de fyra största ekonomierna (USA, eurozonen, Japan och Storbritannien) är nivån alltså historiskt låg. Detta bidrar till ett fortsatt lågt underliggande inflationstryck **som ger centralbankerna möjligheter att ytterligare slå av på takten i en redan långsam normaliseringsprocess**. Vi tror att man också kommer att utnyttja detta manöverutrymme och har därför justerat ned prognoserna för styrräntorna. Vi tror nu att Fed nöjer sig med en höjning i juni 2019 och sedan **stannar på en**

nivå för fed funds på 2,75 procent. Också för centralbankerna i Västeuropa är prognoserna nedjusterade; med i storleksordningen 25 till 50 punkter.

Mjukare centralbanker får också konsekvenser för de finansiella prognoserna i övrigt. Framför allt befäster det gällande lågräntemiljö. **Vi tror t ex inte att amerikanska 10-årsräntan orkar ta sig över 3 procent igen** under prognosperioden efter den senaste tidens nedgång på ca 60 punkter sedan toppnoteringarna nära 3,25 procent i höstas. Den tyska 10-årsräntan har också fallit tillbaka till extremt låga nivåer runt 0,2 procent och **med ytterst försiktiga steg från ECB tror vi inte den når högre än 0,70 procent under prognosperioden.**

2018 har präglats av gradvis nedskruvade vinstförväntningar men det dramatiska börsfallet i slutet av året var snarast drivet av dåliga makrodata och ökad recessionsoro. Värderingen har nu kommit ned och P/E-talen för globala index ligger runt 13. USA drar upp genomsnittet medan Europa ligger på ca 12 och EM så lågt som 10. Pågående rapportssäsong för fjärde kvartalet 2018 blir viktig och kommer att sätta tonen för en stor del av 2019. **Vinstestimaten kommer troligen att justeras ned mot en ökningstakt på ca 5 procent för 2019.** Börserna kommer att fortsätta vara mycket känsliga för recessions signaler och därmed också präglas av fortsatt hög volatilitet. Har vi rätt vår prognos om att en recession undviks ser vi utsikterna för en svagt stigande börs kommande året.

Nyckfullt samspel mellan marknad och realekonomi

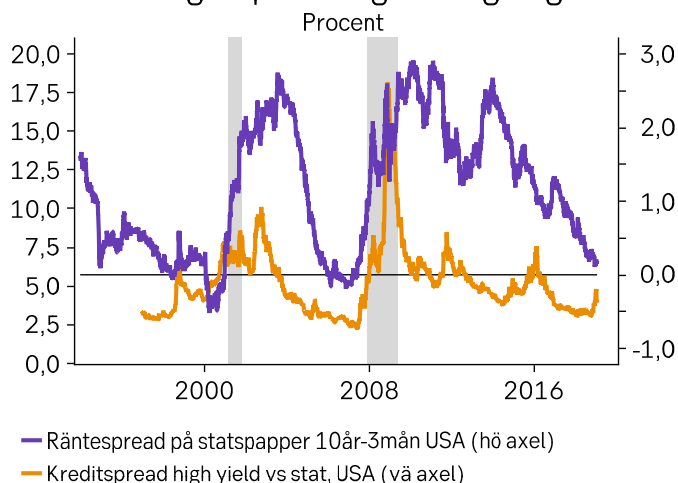
Samspelet mellan real och finansiell ekonomi präglas nu av ett typiskt sencykliskt mönster. Investerare är extra känsliga för negativa nyheter som ökar recessionsrisken och därmed radikalt ändrar förutsättningarna för företagets vinstutsikter. Konjunkturbedömare måste å sin sida ta hänsyn till i vilken grad rådande finansiella oro kommer att få realekonomiska effekter; antingen genom att den redan nu förebådar minskande vinster och i förlängningen lägre investeringar eller genom att en nedgång i tillgångspriser försvagar balansräkningarna för hushåll och företag på ett sätt som via förmögenhetskanalen hämmar konsumtion och investeringar. Som diskuterades i förra Nordic Outlook (se fördjupningsbox) har vi sett 18 amerikanska börsfall av en storleksordning på minst 10 procent sedan mitten av 1980-talet, alltså under en period då vi bara haft 3 recessioner. Under den tunna handeln runt julhelgen var vi dock nere på minustal runt 20 procent, vilket bara hänt 4-5 gånger under perioden utan att följas av en recession.

Marknaden för företagsobligationer ger också viktiga signaler om ekonomins tillstånd, framför allt när det gäller högriskföretag. **Ränteskillnaderna mot statspapper har ökat en del under rådande orosperiod och volymminskningen i nyemissioner har varit avsevärd,** framför allt på europa-marknaden. Generellt är dock nivån på spreadarna fortsatt låg i ett historiskt perspektiv och de har också sjunkit tillbaka en del under de senaste veckornas återhämtning av riskapiten.

En negativt lutande avkastningskurva (där korta räntor är högre än de långa) är en historisk pålitlig recessionsindikator (se temaartikel *"Recessionsoro och börsfrossa – vad kan historien lära oss?"*). Det finns dock episoder, t ex 1994 och 1998, där avkastningskurvans lutning varit nästan helt flack utan att utlösa recession. Vid dessa tillfällen var dock resursutnyttjandet relativt måttligt, **vilket gav Fed utrymme att mjuka upp sitt agerande för att dämpa recessionsriskerna.** 1994 skedde det

med viss fördröjning medan man 1998 ganska omedelbart genomförde räntesänkningar.

Kurvlutning & spreadar ger viktiga signaler



Källa: Macrobond, SEB

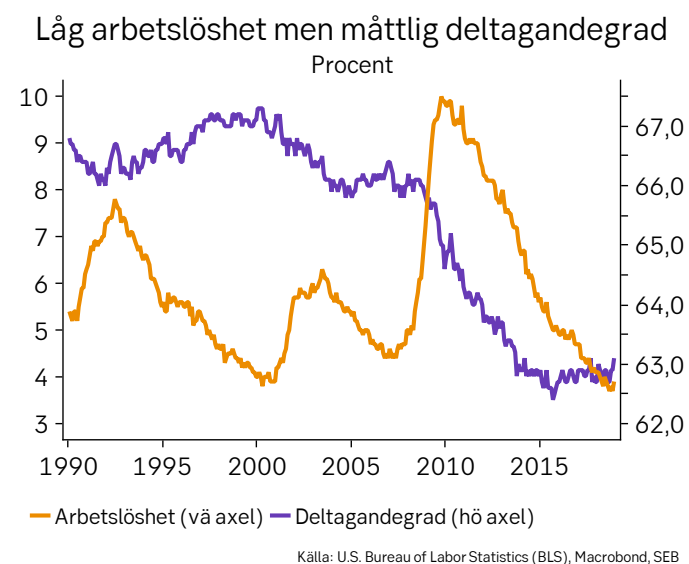
Situationen vid Feds första räntesänkning inför recessionen runt millennieskiftet har också bäring på dagens situation. Då hade börsnedgången varit av ungefär samma storleksordning som den vi sett under slutet av 2018 (runt 15 procent för breda USA-index) och tillväxten hade börjat bromsa in något. Arbetsmarknaden var dock, liksom nu, mycket stram och arbetslösheten låg på 30-årslägsta under 4 procent. I denna miljö kom Feds sänkning mycket oväntat och ledde till ett glädjeskutt på hela 14 procent på en dag på Nasdaq-börsen, som dock bara visade sig utgöra ett kort avbrott i den nedåtgående börstrend som skulle vara i ytterligare 2 år. Även om det finns stora skillnader med dagsläget, inte minst att dagens börsvärdering är mycket mer försiktig än då, är detta ett bra exempel på att **det i vissa situationer inte går att förlänga en högkonjunktur med lättare penningpolitik.**

I nuvarande situation är vår och de flesta andra ekonomers slutsats att den finansiella orons påverkan på realekonomin inte är tillräckligt stark för att utlösa en recession. Centralbankerna mjukare attityd har istället potentialen att i viss mån stärka riskapiten. I en sådan situation kan underliggande styrkefaktorer som starka balansräkningar för hushållen och investeringsbehov i spåren av högt resursutnyttjande åter göra sig gällande. **Det skulle innebära att vi kan hoppas på att utvecklingen framöver ska följa mönstret från 1994 och 1998 och inte det från 2001.**

Ju längre in i konjunkturcykeln vi kommer desto mer ökar dock nedåtriskerna. Argumenten för en stark efterfrågan brukar alltid finnas till hands långt in i en mogen högkonjunktur och de brukar inte vara uttömda när nedgången väl kommer. När recessionen verkligen utlöses beror det ofta på att finansiella marknader gör bedömningen att biasen i konjunkturprognosen har alltför stor slagsida åt det negativa hållet. Uppsidan är inte stängd, men av utbudsskäl är den så liten att det inte är försvarbart att positionera sig för fortsatt högkonjunktur. Då utlöses en finansiell reaktion som till slut tvingar fram så kraftiga nedrevideringar av BNP-utsikterna att recessionsspiralen inte längre går att stoppa. **Vår bedömning är dock att recessionsrisken i nuläget ligger runt 20-25 procent.**

USA: Arbetsmarknaden avgörande

Den amerikanska ekonomin bromsade in gradvis under 2018 efter en tillväxttopp på 4,2 procent andra kvartalet. Ekonomin växte dock över trend också under senare delen av året. Den senaste tiden har dock osäkerheten på efterfrågesidan ökat bl a genom nedgången i inköpschefsindex (ISM) för december. Handelsstörningar har också kommit mer i fokus även om de konkreta effekterna av ökade spänningar hittills varit små. Nedstängningen av delar av den offentliga verksamheten i spåren av konflikten mellan Trump och kongressen kommer också att hämma tillväxten något i början på 2019. Även om det bara rör sig om temporära effekter kan ändå recessionsoron öka om första kvartalet skulle visa mycket svaga siffror. Sammantaget tror vi ändå att efterfrågan i ekonomin hålls uppe, främst genom goda förutsättningar för en fortsatt konsumtionsuppgång. **Som helårsgenomsnitt väntas BNP-tillväxten gradvis dämpas från 3,0 procent 2018 till 2,4 resp. 1,7 procent 2019-2020.**

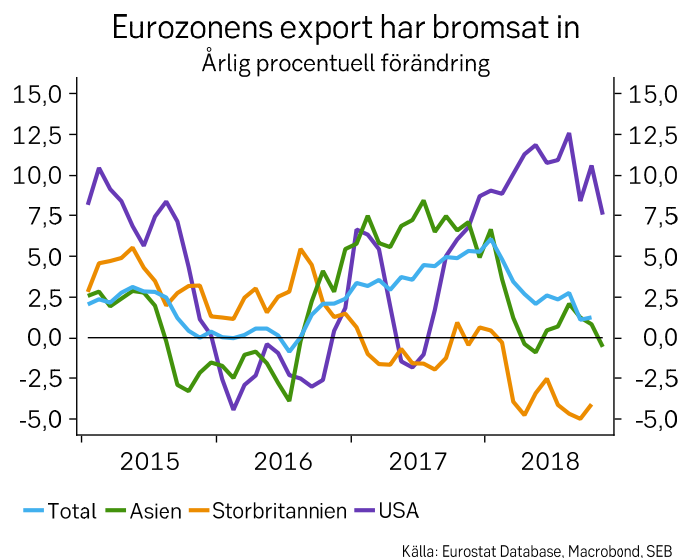


Restriktioner på utbudssidan spelar en allt större roll för dämpningen ju längre in i prognosperioden vi kommer. Den senaste månadsnoteringen på arbetsmarknaden var intressant på flera sätt. En exceptionellt snabb sysselsättningsökning på 312 000 i december lyfte den genomsnittliga uppgången för 2018 till imponerande 220 000 per månad. Trots detta steg arbetslösheten till 3,9 procent från de rekordlåga 3,7 som dessförinnan noterats tre månader i rad. Denna kombination möjliggjordes av att deltagandegraden på arbetsmarknaden steg med två tiondelar till 63,1 procent. Sedan september har deltagandegraden därmed stigit med 0,4 procentenheter. Fortfarande ligger den totala deltagandegraden långt under de nivåer som uppnåddes perioden 1990-2005 (se graf), viket delvis beror demografiska effekter. När det gäller åldersgruppen 15-64 år har deltagandegraden ökat med 2 procentenheter sedan bottennoteringen 2015. Om hänsyn tas till åldersgruppsproblematik tyder våra kalkyler på att **det finns utrymme för en uppgång på ytterligare ungefär 2 procentenheter**. Potentialen för ytterligare nedgång i arbetslösheten är nu liten och vi räknar med att botten något under 3,5 procent nås vid kommande

årsskifte. I en sådan situation blir utvecklingen för deltagandegraden avgörande för hur länge recessionen kan skjutas upp.

Eurozonen: Viss rekyl uppåt från nedpressad nivå

Utvecklingen i Väst Europa skiljer sig på flera sätt från den amerikanska. Svaghetstecknen dominerade hela 2018 och det är i högre grad vikande efterfrågan som dominerar hotbilden. Indikatorer har fallit och inköpschefsindex (PMI) ligger nu på lägsta nivån sedan 2013. BNP-tillväxten har i kvartalstakt växlat ned från 0,7-0,8 procent 2017 till 0,2 procent tredje kvartalet 2018. Man kan peka på flera tillfälliga förklaringar som vädereffekter och framför allt omställningsproblem i bilindustrin som en konsekvens av genomförda regeländringar. Generellt tycks nedgången till övervägande del drivits av omvärldsfaktorer som kinesisk avmattning, orosmoln kopplade till Brexitprocessen och handelspolitiska spänningar.



Den mångfacetterade politiska situationen fortsätter att kasta en skugga över utvecklingen. På vissa punkter kan situationen klarna men i huvudsak kommer osäkerhetsnivån att förbli förhöjd. Hotet om upptrappat globalt handelskrig skadar den exportberoende regionen. Brexit hämmar därtill handeln med en viktig exportmottagare och gör företag tveksamma att satsa framåt. I Frankrike har de "gula västarnas" strejker dragit ner aktiviteten i inhemska sektorer som tjänster och handel. Osäkerheten kring Italiens regering och finanspolitik är fortsatt stor. Även om Rom och Bryssel verkar ha grävt ned stridsyxorna för tillfället återstår problem med svag tillväxt, hög offentlig skuldsättning och dåliga lån i banksektorn.

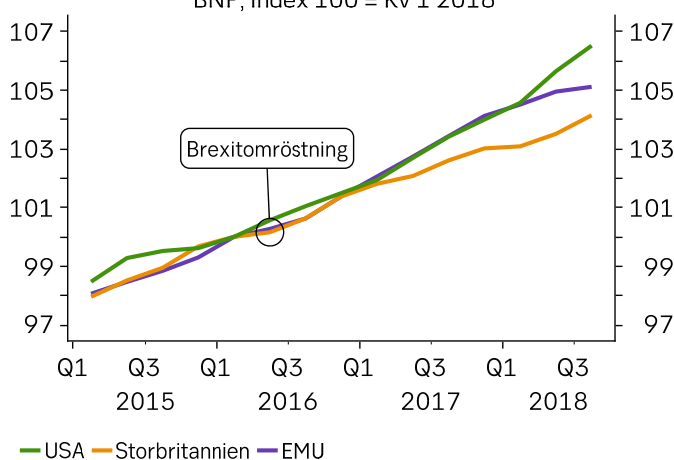
De underliggande förutsättningarna för inhemsk expansion är dock fortsatt goda med stora investeringsbehov i spåren av ett högt kapacitetsutnyttjande samt gynnsamma villkor för hushållens konsumtion, bl a beroende på en alltmer expansiv finanspolitik. Vi förutser därför en viss rekyl uppåt i sentimentsindikatorer och kvartalsmässiga BNP-siffror. **BNP-tillväxten väntas som årsgenomsnitt hamna på 1,6 resp. 1,7 procent 2019 och 2020;** en nedrevidering med 0,3 resp. 0,1 procentenheter men samtidigt något över trend och tillräckligt för att möjliggöra en viss ytterligare nedgång av arbetslösheten.

Parlamentsnederlag ger ökad osäkerhet om Brexit

Premiärministerns nederlag i omröstningen om utträdesavtalet ur EU var den största förlusten någonsin i det brittiska parlamentet. Att detta avtalsförslag nu ska gå att rädda med några mindre justeringar är osannolikt utan regeringen är nu tvingad att välja en annan väg. I nuläget är det svårt att se vilken väg som kan vara framkomlig, vilket gör ett beslut och ett utträde redan den 29 mars i år allt mindre sannolikt. Troligen förlängs därmed utträdestiden med minst tre månader. Negativa konsekvenser av brexitbeslutet vad gäller tillväxt och investeringar har varit synbara sedan början på 2017 trots att olika aktörer sannolikt utgått från att det skulle vara möjligt att hitta en fungerande övergångslösning. Om ingen alternativ lösning snabbt presenteras är det därför rimligt att tro att risken för ett avtalslöst utträde nu får allt större negativa effekter på ekonomin.

Storbritannien tappar mark vs USA och EMU

BNP, Index 100 = Kv 1 2016



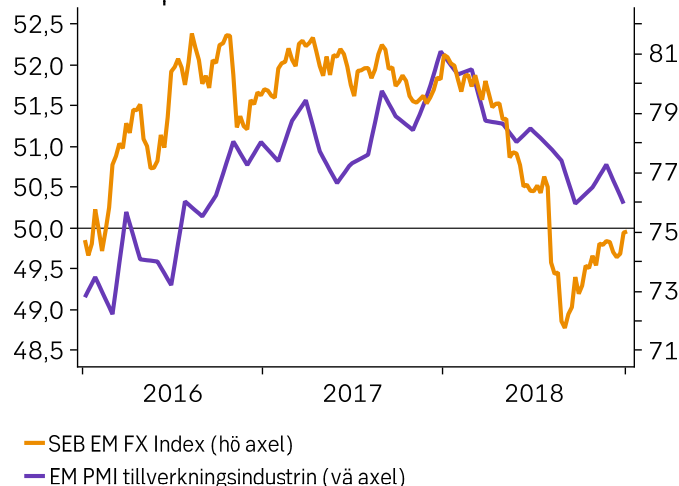
Källa: BEA, ONS, Eurostat

Vår prognos baseras visserligen på antagandet att ett avtalslöst utträde undviks men osäkerheten om den framtida relationen består. **Svaga investeringar bidrar till att BNP-tillväxten fastnar runt 1½ procent trots det svaga pundet**, vilket innebär att Storbritannien tappar mark gentemot de flesta andra ekonomier. Trots tillväxt under trend är arbetsmarknaden stram och vi ser tydliga tecken på accelererande lönetillväxt. Detta skapar oro hos centralbanken för det framtida kostnadstrycket och bidrar till ytterligare räntehöjningar under prognosperioden.

Måttlig avmattning för EM-ekonomier

BNP-tillväxten i EM-ekonomierna mattades av 2018. Nedgången har varit tydligast för tillverkningsindustrin där nivån för inköpschefsindex (PMI) i slutet av året var den näst lägsta sedan augusti 2016. Utvecklingen är i hög grad driven av att dämpad industriproduktion i USA, EU och Kina lett till en avmattning för internationell handel. Förväntningar om svagare global efterfrågan har också drivit ner råvarupriserna, vilket försämrat många råvaruexporterande EM-länders externbalans samt ökat oron för hur finansiering av utlandslån ska hanteras. BNP-tillväxten för vårt aggregat för EM-ekonomierna ser dock bara ut att ha sjunkit marginellt 2018; till preliminärt 4,9 procent från 5,0 procent 2017. **2019 dämpas takten ytterligare till 4,7 procent för att sedan öka något till 4,8 procent 2020.**

EM inköpschefsindex visar vikande tillväxt



Källa: IHS Markit, Macrobond, SEB

Finansmarknaderna har fokuserat på den inbromsning som pågått i ungefär ett år, vilket lett till kraftiga börs- och valutafall i länder med stora utländska finansieringsbehov som Turkiet och Argentina, samt även Sydafrika, Indien och Indonesien. Sett ur ett historiskt perspektiv är dock tillväxttakten i världsekonomin och EM-länderna god och tillväxten i internationell handel ligger, trots dämpningen, kvar på hyfsade 3–5 procent i årstakt. **Utsikterna för tillverkningsindustrin ter sig osäkra men å andra sidan ser konsumtion och arbetsmarknad fortsatt starka ut i merparten av länderna i vårt EM-aggregat.** Men framför allt bidrar ekonomisk-politiska lättnader i Kina, såväl när det gäller kredit- och penningpolitik som finanspolitik (se temaartikel: *Kinas och USA:s penningpolitik alltmer sammanlänkade*), samt en fortsatt stark uppgång i Indien till att EM-ekonomierna förblir en viktig motor i världsekonomin.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

En anledning till att se med lite tillförsikt på 2019 är att **inflationen är fortsatt dämpad i EM-ekonomierna** med vissa undantag. Lägre olje- och energipriser har bidragit till att hålla tillbaka prisökningarna men även kärninflationen har varit dämpad. En del räntehöjningar är att vänta, framförallt under första delen av 2019, som svar på den inflationsimpuls som kommer från en generell försvagning av EM-valutorna 2018. En fortsatt måttlig inflation och Feds mer duvaktiga hållning skapar utrymme för räntesänkningar i länder som Kina, Mexiko, Ryssland och Turkiet vilket ger stöd åt tillväxten på lite sikt. **Risken för en räntechock som kan strypa kapitalflödena till**

EM-länderna och orsaka betalningssvårigheter har minskat, om än inte försvunnit.

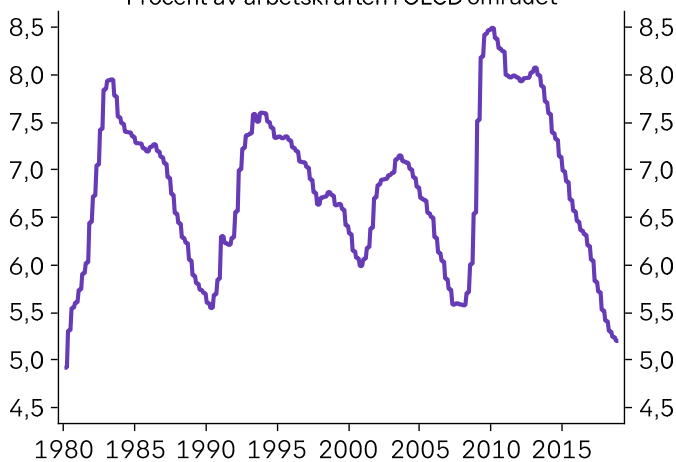
Även om inbromsningen i vårt huvudscenario inte är tillräckligt kraftig för att leda till en bredare kris lär volatilitet och osäkerhet fortsätta att prägla 2019 liksom 2018. Oro för en djupare nedgång i Kina samt effekterna av handelskriget kommer sannolikt att orsaka perioder av riskaversion och marknadsfluktuationer. EM-ekonomier kommer också att vara särskilt känsliga för oron för en amerikansk hårdlandning. Därtill är Östeuropa mycket sårbar om en hård Brexit får negativa konsekvenser för europeisk handel.

Neddragningar från OPEC+ stabiliserar oljepris

Oljepriset har i början på 2019 legat runt 55-60 USD/fat (Brent) efter ett kraftigt fall från 86 USD/fat i början av oktober 2018. En viktig orsak till fallet var att "OPEC +" (OPEC + Ryssland + nio andra länder) ökade produktionen kraftigt från och med maj och fram till OPEC-mötet i början av december 2018. Svagare makroindikatorer i kombination med stark tillväxt i amerikansk oljeproduktion samt spekulativa ompositioneringar bidrog också. Nu sänker emellertid OPEC+ produktionen betydligt. Nedskärningarna påbörjades redan i december 2018 och intensifieras under första halvåret 2019. Därtill tror vi att prisfallet sedan oktober 2018 kommer att leda till dämpade investeringar i utvinning av skifferolja i USA 2019 och därmed en svagare tillväxtbana för amerikansk oljeproduktion. Vi tror att detta leder till att **oljepriset hamnar runt 65 USD/fat som årsgenomsnitt för 2019** och att det stiger ytterligare under 2020.

Arbetslösheten på 38-årslägsta

Procent av arbetskraften i OECD-området



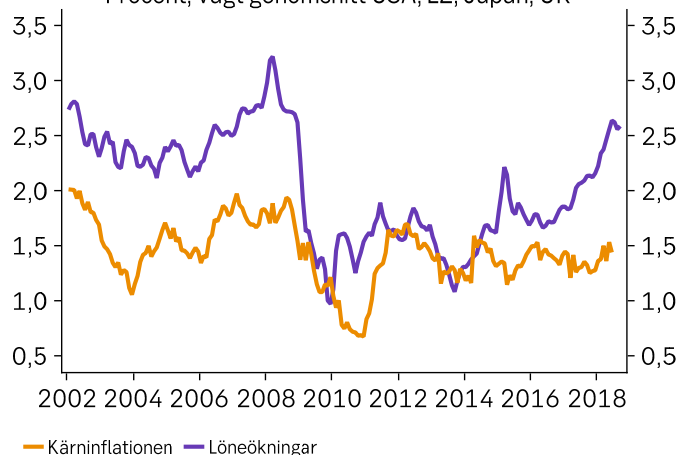
Källa: OECD, Macrobond, SEB

KPI-inflationen faller tillbaka

Trots att oljepriset nu stabiliseras och framöver väntas stiga svagt är KPI-inflationen tydligt på väg nedåt när effekterna från tidigare prisuppgångar faller ur 12-månaderstalen. Totala KPI kommer därmed att ligga lägre än kärninflationen (där volatila komponenter som energi och livsmedel exkluderas) under större delen av 2019. Kärninflationen har i huvudsak fortsatt att röra sig sidledes den senaste tiden och trots ett relativt högt resursutnyttjande har företagen haft svårt att övervärta högre insatskostnader till konsumentledet. Det är heller inte sannolikt att sommarens torka i Europa får några större effekter.

Stigande löner men låg kärninflation

Procent, vägt genomsnitt USA, EZ, Japan, UK



Källa: Macrobond, SEB

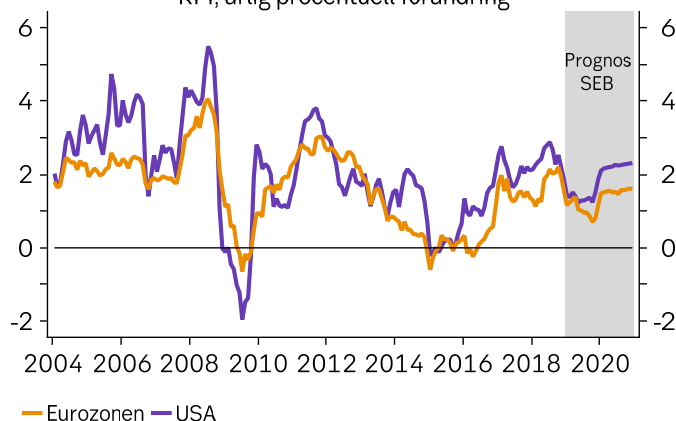
Framöver blir den stora frågan för inflationsutvecklingen i vilken mån den rekordlåga arbetslösheten kommer att leda till högre lönetryck. **Löneökningstakten sammanvägt för de fyra största utvecklade ekonomierna har växlat upp från 1,7 procent våren 2017 till ca 2,5 procent** (se graf). Det är fortfarande 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 produktivitetstrenden efter Lehman-krisen 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**. Den relativt goda utvecklingen av såväl hushållens köpkraft som företagens vinster gör dock att det finns skäl att misstänka att nationalräkenskaperna kan underskatta den underliggande produktivitetstrenden (se temaartikel sid 13). Därmed skulle också inflationstrycket från kostnads-sidan i form av uppmätta enhetsarbetskostnader (Unit Labour Costs, ULC) kunna vara överdrivet. Mot bakgrund av detta samt en mer dämpad konjunkturutveckling ser vi mindre risker på uppsidan i inflationsprognosen jämfört med situationen i förra prognosen.

Centralbanker slår av på takten i normaliseringen

Under 2018 breddades reträtten från den ultralätta penningpolitiken när Bank of England, Norges Bank och till slut också Riksbanken hängde på Feds räntehöjningar samtidigt som ECB trappade ned och avslutade sina obligationsköp. Politiken kunde motiveras med allt stramare arbetsmarknad och tecken på acceleration i lönerna i flera stora länder. En mer osäker konjunkturbild gör att oron för långsiktiga inflationsrisker nu tonas ned. Börsfall och tendenser till ökade kreditspreadar bidrar till att de finansiella förhållandena stramas åt något. Marknadsbaserade inflationsförväntningar har därtill vänt ned igen i spåren av nya fall i oljepriserna samtidigt som underliggande inflationsmått förblivit modesta med få tecken på att ta fart. I USA har räntemarknaden t o m periodvis börjat diskontera vissa räntesänkningar på lite sikt.

KPI-inflationen faller tillbaka

KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Denna förändrade riskbild avspeglar sig i den senaste tidens uppmjukning i centralbankernas signalering.

Fed-ledamöternas genomsnittsprognoser för 2019 reviderades ned från tre till två höjningar i december och bedömningen av neutral ränta sänktes en aning. Under inledningen av 2019 har Fed mjukat upp retoriken ytterligare med signaler om en räntepaus. ECB valde vid sitt möte i december att inte gå emot marknadens nedställda ränteförväntningar och indikerade ökad osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen. Riksbanken modererade, på samma sätt som Norges Bank tidigare gjort, sin inledande höjning genom att samtidigt dra ned antalet planerade höjningar framöver. Hur penningpolitiken utvecklas framöver beror på hur snabbt och i vilken omfattning konjunkturen mattas. Vår bild, med en nedväxling av BNP-tillväxten till nivåer något över trend, och en inflation kvar på måttliga nivåer, ger utrymme att gå försiktigt fram för att försöka förlänga expansionen.

Vi tror nu att Fed nöjer sig med att höja räntan en gång under 2019 (juni). Styrräntan stannar därmed på 2,75 procent, ungefär i linje med Feds nya bedömning av en neutral ränta. Minskningen av balansräkningen fortsätter däremot enligt plan, även om Feds Powell öppnat för en mer flexibel hållning även i denna del av politiken. ECB har behållit formuleringen om att första räntehöjningen kommer tidigast efter sommaren och vi räknar inte med några policyförändringar i närtid. Vår prognos är nu att ECB:s första räntehöjning kommer i december i år och att man då nöjer sig med att höja depositräntan med 15 punkter till -0,25 procent. **Först mot slutet av 2020 höjs både depositränta och refinänta till 0,00 respektive 0,25 procent.**

Prognosen för december 2020 hamnar därmed för både Fed och ECB 50 punkter under Nordic Outlook i november. Vi räknar liksom tidigare med att ECB säkerställer fortsatt tillgång på billig likviditet genom beslut om nya TLTRO-lån till rörlig ränta under våren samtidigt som förfallande obligationer återinvesteras. I Japan förblir inflationsmålet utom räckhåll och **Bank of Japan fortsätter sin ultralätta penningpolitik med svagt negativ styrränta** och ett riktmärke för långa räntor kvar kring noll. Kina håller sin ränta stabil, för att undvika utflöden av kapital, men **stimulerar tillgången på krediter genom andra åtgärder, bl a ytterligare sänkningar av bankernas kassakrav.**

Storbritanniens utträdesprocess drar ut på tiden och så länge osäkerheten består lämnar Bank of England styrräntan oförändrad. Annars påkallar den strama arbetsmarknaden

räntehöjningar och vi räknar med **en höjning i år till 1,00 procent följt av en höjning till 1,25 procent 2020**; 0,50 procentenheter lägre än tidigare prognos.

Inhemsk styrkefaktorer ger stöd för fortsatt normalisering också från Norges Bank. **Vår tidigare prognos om två höjningar under 2019 står fast och följs av ytterligare 2 steg under 2020.** Även Riksbanken verkar ha breddat sitt perspektiv och politiken styrs nu i högre grad än tidigare av det inhemska resursläget. Den tidigare starka kopplingen till ECB:s politik har släppts och oron för kronförstärkning tonats ned. Att även svensk ekonomi är på väg att bromsa in samtidigt som inflationen förblir låg talar dock för att Riksbanken får mjuka upp sin räntebana ytterligare något. Vår prognos är att nästa höjning kommer i oktober och att **Riksbanken nöjer sig med en höjning under 2020 till en nivå på 0,25 procent**; 50 punkter under novemberprognosen.

Centralbankers styrräntor

Procent

	16 Jan	Jun 2019	Dec 2019	Jun 2020	Dec 2020
Federal Reserve	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75
ECB (refinänta)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Bank of England	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Riksbanken	-0,25	-0,25	0,00	0,00	0,25
Norges Bank	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75

Källa: Centralbanker, SEB

Toppen nådd för amerikanska långräntor

De senaste månaderna har präglats av stora kast på obligationsmarknaden och amerikanska 10-årsräntor har fallit med cirka 50 räntepunkter sedan toppen på nära 3,25 procent i höstas. Nedgången i obligationsräntor har varit nära kopplad till lägre förväntningar på kommande Fed-höjningar. Efter att ha rört sig i stort sett sidledes under 2018 har också marknadens inflationsförväntningar fallit de senaste månaderna. Nedgången har varit störst när det gäller den korta sikten men även långsiktiga inflationsförväntningar har sjunkit.

Riskaptitens utveckling kommer förmodligen att avgöra rörelseriktningen för långräntorna de närmaste månaderna. Vår bedömning är att förbättrad riskaptit, något högre inflationsutsikter till följd av stigande amerikanska löner samt en **sista höjning från Fed åter kommer att lyfta 10-årsräntan till 3,0 procent i mitten på 2019.** Marknaden prisar dock redan in en relativt hög sannolikhet för en räntesänkning under 2020 och det mesta talar därför att vi inte kommer tillbaka till höstens nivåer utan har passerat toppen för långa amerikanska räntor. **Prognosen om 10-årsränta på 2,75 procent vid slutet av 2019 och sedan en fortsatt nedgång till 2,40 procent vid slutet av 2020** innebär en rejäl justering gentemot tidigare prognos. Budgetunderskottet gör att det amerikanska emissionsbehovet i stort sett fördubblas de närmaste 10 åren samtidigt som Fed fortsätter att banta sin balansräkning enligt

plan. Givet att Fed håller fast vid denna plan kommer storleken vid slutet av 2019 närma sig den övre gränsen i det intervall som Fed tidigare har angett som en långsiktigt lämplig nivå. En ändrad kommunikation från Fed kan få visst signalvärde men vår bedömning är att utbudssidan inte kommer vara en drivande faktor för amerikanska räntor under 2019.

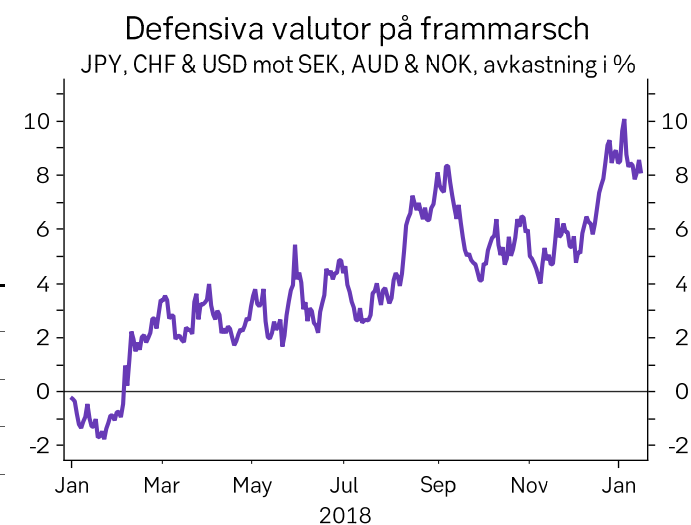
Ränteskillnaden mellan USA och Tyskland har fallit något de senaste månaderna genom ett större fall för amerikanska räntor. På kort sikt är det rimligt att skillnaden kan öka något igen när Fed höjer räntan ytterligare en gång. I takt med att ECB börjar röra sig i en något mindre expansiv riktning samtidigt som Feds höjningscykel är avslutad väntas spreaden **gradvis sjunka till 170 räntepunkter i slutet av 2020**.

Svenska korta räntor har stigit något efter Riksbankens höjning i december men att Riksbanken mjukade upp räntebanan framöver dämpade reaktionen. Räntedifferensen mot Tyskland har i stort sett legat stilla runt 30 räntepunkter. Differensen väntas stiga till 40 punkter vid slutet av 2019, när Riksbanken hinner höja ännu en gång innan ECB agerar. Vi tror att Riksbanken från och med hösten 2019 kommer återinvestera en tredjedel av sina innehav i de obligationer som förfaller i december 2020 (cirka 70 miljarder i nominella och realränteobligationer). **På så sätt kommer Riksbankens andel av utestående nominell stock hållas oförändrad runt 50 procent till slutet av 2020.**

Norska statsobligationer har handlats med en stor spread mot sina tyska motsvarigheter under flera års tid. Detta kan förklaras med skillnader i penningpolitik och den oförmåliga utvecklingen i EUR/NOK-kursen. Vi väntar oss att positiva utsikter för NOK-kursen och låga räntor i omvärlden kan ge en ökad efterfrågan på norska statspapper. En mer försiktig policy-normalisering från ECB än tidigare antaget, i kombination med fortsatta räntehöjningar i Norge, gör ändå att den 10-åriga räntedifferensen ligger kvar på historiskt höga nivåer. Vi prognostiserar en **räntespread på 150 punkter i slutet av 2019**.

Valutamarknaden vid ett vägsäl

Valutamarknaden fortsätter att sakna starka trender, trots en del kraftigare rörelser för t ex yenen. Valutarörelser verkar främst genereras av kortare perioder med förhöjd stress och oro på finansiella marknader kopplad till någon enskild händelse. Däremellan har valutorna inte rört sig nämnvärt. Som vi lyfte fram i höstas drivs valutamarknaden främst av oro för global avmattning. Grafen nedan visar att en valutakorg med de mest **defensiva valutorna kontra mer riskmässigt offensiva valutor trendmässigt har utvecklats positivt sedan februari 2018**.



Tolkningen av dollarns utveckling beror i hög grad på vilka valutarelationer man fokuserar på. Vi har tidigare lyft fram att

Stora fall i obligationsräntor

10-åriga statsobligationsräntor i procent



Källa: Macrobond, SEB

I Tyskland handlas en 10-årig ränta nästan 30 räntepunkter lägre än vid inledningen av 2018 och börjar återigen närma sig nollstrecket med en räntenivå runt 0,20 procent. Utöver den senaste tidens nedgång i USA pressas europeiska räntor av svaga data och sänkta förväntningar på ECB-höjningar. Marknaden prissätter nu en första höjning med 15 punkter först under sommaren 2020. Med tanke på dagens extremt nedtryckta nivåer och vår prognos om försiktiga ECB-höjningar mot slutet av 2019 tror vi tyska räntor gradvis **stiger till 0,50 procent vid slutet av 2019 och till 0,70 procent vid slutet 2020**; en nedjustering med 30 punkter jämfört med NO i november. Att ECB vid årsskiftet avslutade sina nettoköp av obligationer har hittills inte påverkat statsobligationsräntorna men däremot avspeglats i större ränteskillnader på kreditmarknaden. ECB:s plan att under lång tid framöver återinvestera alla sina innehav i den 2 600 miljarder euro stora QE-portföljen väntas förbli en dämpande faktor, särskilt för tyska räntor. Under 2019 kommer återinvesteringarna dock bara uppgå till ungefär hälften av ECB:s köp under 2018.

10-åriga statsobligationsräntor

	16-Jan	Jun 2019	Dec 2019	Dec 2020
USA	2,73	3,00	2,75	2,40
Tyskland	0,21	0,30	0,50	0,70
Sverige	0,50	0,65	0,90	1,15
Norge	1,75	1,90	2,00	2,05

Källa: Centralbanker, SEB

dollarns defensiva egenskaper åter blivit mer framträdande när den har stärkts mot mindre valutor. Traditionella drivkrafter som starkare amerikansk tillväxt, fortsatt åtstramning från Fed och ett högre ränteläge har stärkt dollarn gentemot andra större valutor, men effekterna har varit betydligt svagare än normalt. Utifrån ett jämviktsperspektiv förefaller dollarn vara rimligt värderad mot t ex euron medan den ter sig övervärderad mot mindre valutor såsom SEK, NOK samt mot EM-valutor. Huvudfåran av analytiker verkar nu tro på en dollarförsvagning framöver, men vår bedömning är att ett flertal dollarpositiva faktorerna alltjämt har viss betydelse och motverkar en försvagning i närtid. Vi räknar med att EUR/USD ligger kvar runt 1,15 under första halvåret 2019. Därefter tror vi dock på en svagare dollar i takt med att andra centralbanker börjar strama åt samtidigt som vårt relativt optimistiska tillväxtscenario talar för fortsatt hyfsat god riskapitet. **Prognosen för EUR/USD är 1,18 i slutet av 2019 och 1,26 i slutet av 2020.**

Defensiva kvaliteter ställs mot negativa ränteutsikter för yenen. Den japanska yenen har fortsatt att stärkas så fort oron för den globala ekonomin tilltar. Detta var tydligt under den börsoro som avrundade 2018 då USD/JPY föll från 114 i mitten på december till 105 i början på januari. Nedgången i USD/JPY förstärktes också av nedgången i amerikanska räntor i spåren av förväntningarna på mjukare Fedpolitik. En miljö med hyfsad tillväxt och stigande långräntor utanför Japan är negativ för yenen, men när prognoserna nu revideras i en riktning som försvagar dessa krafter får en undervärderad yen utrymme att stärkas. Prognosen att **USD/JPY gradvis ska röra sig ned mot 100 i slutet på 2020 ligger fast.**

Valutakurser

	16-Jan	Jun 2019	Dec 2019	Dec 2020
EUR/USD	1,14	1,15	1,18	1,26
USD/JPY	109	108	104	100
EUR/GBP	0,89	0,85	0,83	0,86
EUR/SEK	10,26	10,15	9,95	9,70
EUR/NOK	9,73	9,40	9,20	8,90

Källa: Centralbanker, SEB

Brexitförhandlingarnas utveckling fortsätter att vara den dominerande drivkraften för pundet. Pundet är fortsatt undervärderat sedan försvagningen i samband med EU-omröstningen. Efter att parlamentet röstat nej till utträdesavtalet fortsätter osäkerheten att hålla pundet svagt. Ett kontrollerat utträde baserat på ett avtal bör ge viss pundförstärkning under 2019. Däremot kvarstår osäkerheten om hur ekonomin ska reagera på lång sikt när banden till EU klipps mer tydligt 2021 eller 2022. Det bör ge en viss bestående negativ effekt på pundet de närmaste åren. Vår prognos är att **EUR/GBP ligger kvar runt dagens nivå på ca 0,90 i närtid. Pundet förstärks därefter temporärt till 0,83 under 2019 innan vi ser en ny försvagning till 0,86 i slutet på 2020.** Skulle Storbritannien krascha ut hjälper det inte att pundet redan är undervärderat utan vi får räkna med en påtaglig försvagning.

Riksbankens agerande fortsätter att vara den viktigaste drivkraften för kronan. Även om höjningscykeln nu påbörjats

gör den långsamma takten att den svenska styrräntan kommer att ligga lägre än i omvärlden under prognosperioden. Det gör att de positiva effekterna på kronan blir begränsade. I viss mån verkar kronan alltjämt påverkas negativt av uppblående geopolitisk osäkerhet och perioder med fallande riskapitet. Om kronan ska fortsätta att stärkas under 2019 krävs det att vårt mer optimistiska tillväxtscenario bidrar till hyfsad riskapitet. Under 2019 fortsätter kronan att stärkas långsamt och **EUR/SEK når 9,95 i slutet av 2019 och 9,70 i slutet av 2020.** Med en svag krona i utgångsläget räknar vi 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.**

Allt talar för en starkare NOK. Sedvanligt säsongsmönster i kombination med fallande oljepris sänkte den norska kronan markant innan årsskiftet. Fundamenta talar dock entydigt för en starkare NOK med stark inhemsk efterfrågan, ökande oljeinvesteringar, stigande oljepris, ytterligare räntehöjningar samt en vändning på bostadsmarknaden. Det är svårt att tänka sig en mer solid grund för en prognos där valutan närmar sig mer fundamentalt motiverade nivåer. **Prognosen är att EUR/NOK når 9,20 i slutet av 2019 och sedan fortsätter ned till 8,90 i slutet på 2020.**

Försiktig börsvärdering ger motståndskraft

I förra Nordic Outlook var vår vy att en mindre tydlig trend och större volatilitet skulle prägla börserna framöver. I huvudsak har utvecklingen följt detta mönster när den skarpa nedgången under slutet av 2018 nu följts av en markerad rekyl kring och efter årsskiftet. Prognosen att vinster och värdering skulle ge stöd till marknaderna har dock hittills kommit på skam. **Istället har riskviljan försvagats av oväntat svag ekonomisk statistik.**

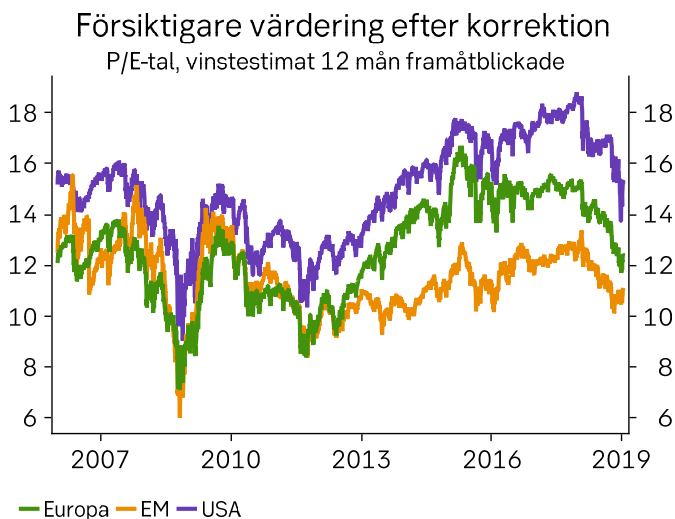
I början av höstens nedgång var volymerna i handeln relativt begränsade och placerarna avvaktande. Mot slutet av kvartalet, när osäkerheten ökade, ökade också säljtrycket och kurserna föll rejält. Det återspeglas också av att flertalet större kapitalförvaltare och strateger tydligt justerade ned sina prognoser för de aggregerade, globala vinstprognoserna för 2019. Under december såg vi också att bolagsanalytikerna följde efter. När man jämför det euforiska stämningssläget i början på året med den dystra avslutningen har **andelen nedrevideringar i förhållande till upprevideringar under loppet av 2018 inte varit dystare sedan 1988.** När det gäller revidering av vinstutsikterna i absoluta tal är det dock ännu en bit ner till nivåerna från tidigare lågvattenmärken recessionsåren 2001 och 2008.

Vår bedömning är att förvaltare och strateger idag i snitt räknar med vinstökningar runt, eller strax under 5 procent (lägre för Europa) medan bolagsanalytikerna, där hittills redovisade revideringar gått från 10 till 8 procent, just nu snarast återfinns runt nivån 7 procent. Då förvaltarna snabbare anpassar sig efter förändrade förutsättningar är det rimligt **att tro på fortsatta nedrevideringar från bolagsanalytikerna** som en följd av den svagare tillväxtbilden.

Nedrevideringar är sällan goda nyheter för börserna, vilket bevisas av säljtrycket och kursfallen under slutet av förra året. De kraftiga kursfallen, och det faktum att vinsterna ändå utvecklas positivt gör dock att värderingarna nu kommit ner tydligt. P/E-talen för de större marknaderna har fallit rejält under året, från nivåer runt 16 till runt 13 för världsårsindex inklusive EM. USA ligger fortfarande i topp med värdering strax

under 15 medan Europa handlas runt P/E 12 och EM på drygt 10. Räknat från toppen för ungefär ett år sedan har P/E-talen fallit med drygt 25 procent. Det är i linje med tidigare perioder med tillväxtoro som 2015, men mindre än vad vi oftast ser i ett recessionsscenario. Ur ett historiskt perspektiv är det långt ifrån avskräckande nivåer. Även om vinstprognoserna kan komma att justeras ned något ytterligare **ger värderingar utrymme för modesta uppgångar om osäkerheten dämpas.**

innebär att en inbromsning är väl inprisad i dagens kurser. Givet vårt försiktigt positiva tillväxtscenario bör tecken på stabilisering kunna ge förnyad optimism även om ökad osäkerhet talar för fortsatt stora svängningar på resan. **Vi räknar med svagt positiv börsavkastning för året, där den största potentialen rimligen finns i nedpressade EM.**



Källa: {Property Source not found.}, Macrobond, SEB

De relativt stora portföljflyttningar vi sett under fjolåret, med acceleration under sista månaderna, har också lett till att placerarkollektivet går från en **tämligen offensiv positionering med hög andel aktier till betydligt mer balanserade portföljer**. Fjolåret präglades också av en rotation inom aktier, från mer riskfyllda positioner som EM och cykliska bolag till en mer försiktig positionering mot amerikanska aktier och läkemedelsbolag. Vår vy är att placerarna därmed anpassade sina portföljer för en period med svagare och mer volatil utveckling. Det ger uppgångspotential vid positiva tillväxtöversraskningar. Man har dock knappast tagit höjd för ett mer recessionsliknande scenario, vilket innebär att ökande recessionsrisker troligen skulle skaka om börserna.

Vi står nu inför rapportssäsongen för fjolårets fjärde kvartal. På aggregerad nivå kommer säkerligen goda vinster att redovisas, särskilt i USA där skattereformen fortfarande bidrar. Överlag ser 2018 ut att bli det starkaste vinstökningssåret sedan inledningen av återhämtningen runt 2010. Vi ser dock en del oroande tecken, delvis kring redovisade vinster men framför allt avseende företagens framåtblickar. Redan i rapporterna för kvartal tre talade inte minst svenska och nordiska bolag om tecken på svagare orderingång och stigande kostnader. Bland de svagare makrosiffror vi sett den sista tiden återfinns fallande inköpschefsindex där orderkomponenten tagit mest stryk vilket oroar i detta perspektiv. Från nordiska bolag signaleras, med några undantag, att detta inte får stor effekt i fjärde kvartalets siffror. Företagen verkar å andra sidan allt mindre villiga att uttala sig om framtidsutsikterna, vilket talar för en ökad osäkerhet och risk för svagare utsikter.

Börsutvecklingen de kommande månaderna avgörs sannolikt av hur den pågående inbromsningen fortskrider, och hur placerarna bedömer recessionsrisken. Vi bedömer att förra årets nedgång

Tema: Produktivitet

Låg produktivitetstillväxt: Inflationsrisk eller mätproblem?

Återhämtningen efter finanskrisen har präglats av en svag produktivitetstillväxt trots nya tekniksprång med AI och robotisering. Det kan tala för att tidigare tumregler mellan löner och inflation bör omprövas. Men det finns även mer godartade tolkningar. Att lågräntepolitiken och svaga balansräkningar efter finanskrisen ser ut att ha spelat en viktig roll betyder att den låga produktivitetstillväxten kan vara övergående. Därtill finns faktorer som pekar mot mätproblem. I så fall överdrivs också risken för kostnadsdriven inflationschock.

Arbetslösheten i industriländerna är nu nere på sin lägsta nivå sedan 1980. Även om det finns utsikter till ytterligare fall kommer flaskhalsproblem inom en inte alltför lång framtid att begränsa potentialen för ytterligare högkonjunktur och BNP-tillväxt över trend. **Tittar man istället på BNP-utvecklingen under det gångna decenniets ekonomiska uppgång får man ett annat perspektiv.** BNP i USA har bara ökat med 21 procent under perioden 2010-2018, vilket är lägre än genomsnittet för återhämtningar under efterkrigstiden. BNP-tillväxten i USA har i genomsnitt legat på 2,6 procent, vilken är lägre än genomsnittet för återhämtningar under efterkrigstiden och mer tydligt sett till tidsperioden efter 1980.

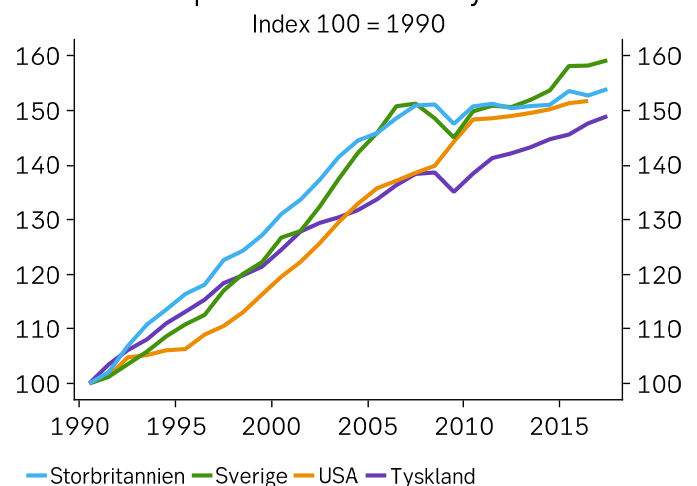
Utvecklingen återspeglar den mycket svaga produktivitetstillväxt som uppmäts sedan finanskrisen. Att produktiviteten faller under inledningen av en kris är normalt eftersom det tar tid att anpassa produktionsapparaten till en lägre efterfrågan. Produktiviteten brukar dock stiga snabbt när efterfrågan återhämtar sig och företagen har mycket ledig kapacitet. Produktivitetens utveckling har stor betydelse för inflationsutvecklingen och tolkningen av den senaste tidens löneutveckling. IMF hävdar t ex att Phillipskurvan fungerar som tidigare om man justerar för den lägre produktivitetstillväxten.

Den låga produktivitetstillväxten kan förefalla lite paradoxal mot bakgrund av den allt mer intensiva debatten om tekniksprång och robotisering. Den vid det här laget klassiska formuleringen – att teknologiska framsteg syns överallt *utom* i statistiken – kan antyda att mätproblem är en viktig del av förklaringen (läs mer nedan). USA-ekonomen Robert Gordons tes, att den starka produktivitetens utvecklingen under slutet av 1990-talet/början av 2000-talet inom framförallt IT-/telekom-sektorn var undantaget, inte regeln, ser ut att ha vunnit allmän acceptans. **Det skulle indikera att problemet delvis är strukturellt** men förklarar inte fullt ut den exceptionellt svaga utvecklingen efter krisen.

Möjligen har de senaste årens innovationer, kopplade till nya kommunikationstjänster, haft större betydelse för konsumenterna än i företagets produktion medan framtida teknologier som AI och robotar ännu inte börjat slå igenom. Rena sammansättnings-effekter vad gäller arbetskraften (högre andel lågproduktiv arbetskraft bl a via migration) men även branschperspektiv (lägre vikt för kapitalintensiv industri) är en mer generell förklaring som dock inte förklarar svag produktivitetens utveckling

inom respektive sektor, särskilt industrin. Enligt IMF kan en åldrande befolkningen ha bidragit till att bromsa tillväxten i produktiviteten eftersom förmågan att utveckla nya färdigheter kan antas avta över en viss ålder. Avtagande tillväxt i världshandeln och brott mot den tidigare trenden av stigande utbildningsnivåer är andra exempel på strukturella faktorer som bromsat utvecklingen.

Kan produktiviteten ta ny fart?



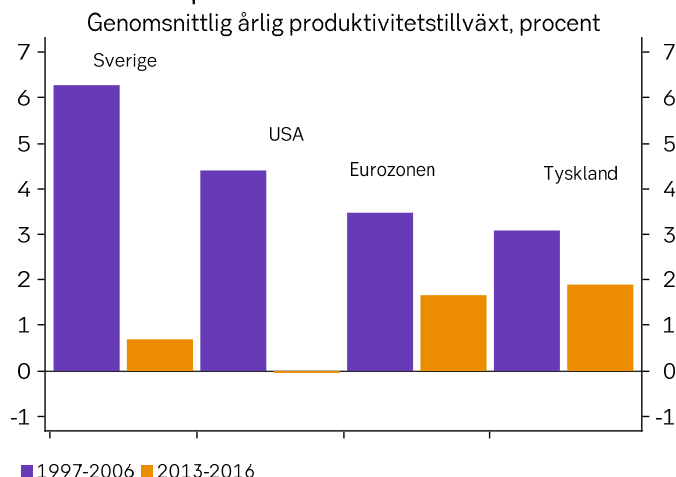
Källa: OECD

Att produktiviteten tenderar att utvecklas särskilt svagt efter djupa finansiella kriser är också en intressant observation. Det kan handla om **felallokering av kapital under en föregående boom** men även att lågräntemiljön efter krisen dämpar omvandlingstrycket och möjliggör för zombieföretag att överleva. Behovet av balansräkningsanpassning kan begränsa förmågan och incitamenten för produktivitetshöjande investeringar i ny teknologi till förmån för mer kortsiktiga satsningar. IMF-studier visar att produktiviteten efter krisen **varit svagare i finansiellt ansträngda företag jämfört med mer kapitalstarka konkurrenter** med likartad produktivitetstrend innan krisen. Man kan hitta liknande skillnader när man jämför länder med mer ansträngda kreditmarknader, t ex på många håll i Europa, och mer välfungerande. Åtgärder som syftar till att städa upp och stärka den finansiella sektorn skulle mot denna bakgrund kunna ge en återgång till en högre produktivitetstillväxt.

Överdrivs problemen med svag produktivitet?

Det finns olika sätt att belysa frågan om nationalräkenskaper verkligen mäter produktivitet på ett relevant sätt. Det är extra viktigt i det paradoxala läge vi nu befinner oss där vi å ena sidan har en intensiv samhällsdebatt om att teknikutvecklingen går snabbare än någonsin och att 40-50 procent av de sysselsatta idag inom några decennier ska ersättas av robotar. Å andra sidan söker vi förklaringar till den svaga produktivitetens utvecklingen och oroar oss bl a för att omvandlingstrycket i ekonomin hämmas av lågräntemiljön.

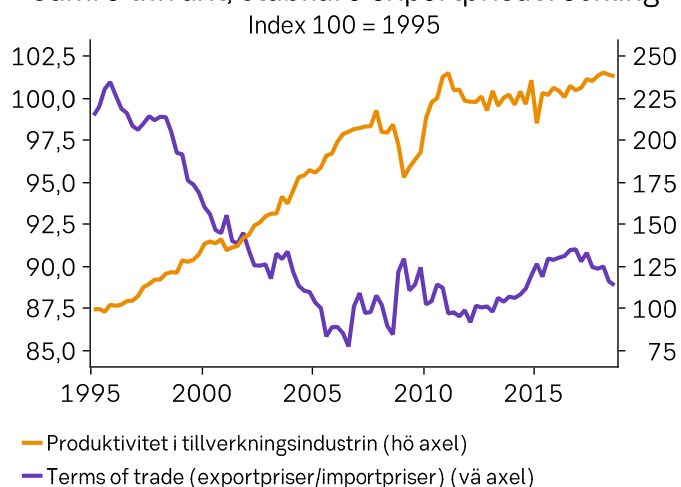
Fallande produktivitetstillväxt i industrin



Källa: Macrobond, SEB

En genomgång av hur produktiviteten i olika länder och sektorer **visar att det är inom industrin som produktiviteten stagnerat de senaste åren**. Produktivitetens utvecklingen i tjänstesektorer har dämpats i betydligt mindre grad. Jämför man t ex den gyllene perioden 1997-2006 med perioden efter 2013 har produktivitetstillväxten i amerikansk industri sjunkit från 4 ½ till 0 procent medan motsvarande svenska nedgång skett från 6,3 till 0,7 procent. En uppdelning i delsektorer (för svensk del) visar att mer än halva nedgången förklaras av telekom- och datasektorn där produktiviteten gått från att öka med i snitt 25 procent per år till att falla med 5 procent.

Sämre tillväxt, stabilare exportprisutveckling



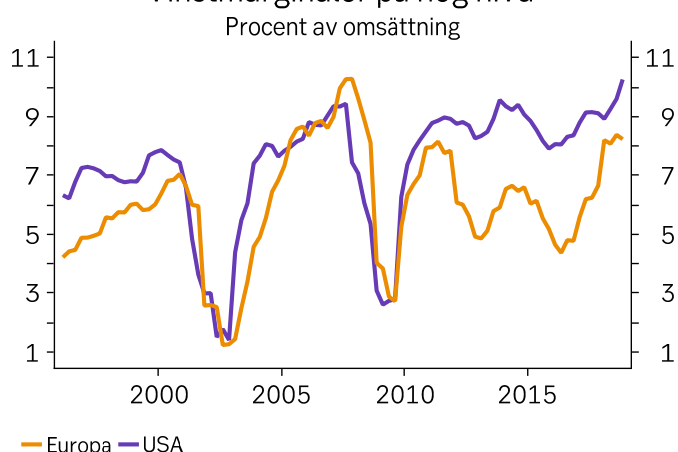
Källa: SCB

Telekomsektorns utveckling är en bra illustration av hur svårt det kan vara att tolka produktivitet. Den extremt starka

produktiviteten matchades av snabbt fallande priser vilket höll tillbaka telekomsektorns intäkter och därmed den svenska exporten i löpande priser. **Prisfallen på elektronikprodukter var en viktig förklaring till att bytesförhållanden (terms-of-trade) stadigt försämrades mellan 1996 och 2006.** Under de senaste 10 åren har en betydande del av elektronikproduktionen flyttat utomlands och det är troligen detta, och inte avstannande teknikutveckling, som ligger bakom raset i produktivitet. Utvecklingen i sektorn har alltså bidragit till att produktiviteten i svensk industri stannat av. Konsekvenserna av detta för industrins intäkter i löpande priser mildras dock väsentligt av att av fallet i terms-of trade också avstannat.

Tittar man på ekonomins användningssida uppstår också tolkningsproblem när det gäller den låga produktiviteten. Trots relativt låga nominella löneökningar gör frånvaron av produktivetsförbättringar att enhetsarbetskostnaderna (Unit Labour Cost, ULC) stiger relativt snabbt. Låg KPI-utveckling tyder på att företagen har svårt att överväldna kostnadsökningar i höjda priser, vilket borde resultera i fallande vinstmarginaler. Visserligen har många detaljhandelsföretag problem i nuläget och svårt att hantera konkurrensen från e-handeln, **men vinstnivån i näringslivet har generellt legat fortsatt högt i både USA och Europa.** Man kan möjligen förklara detta med att andra priser på efterfrågesidan ökar snabbare än konsumentpriserna. Detta tar sig rent bokföringsmässigt uttryck i att BNP-deflatoren, som väger samman alla delkomponenter, under de senaste fem åren ökat snabbare än KPI.

Vinstmarginaler på hög nivå



Källa: Bloomberg

Det är dock svårt att komma ifrån intrycket att hushållens reala köpkraft och företagens lönsamhet sammantaget har utvecklats på ett så gynnsamt sätt att det inte är fullt förenligt med den låga produktivitetstrend som nationalräkenskaperna visar. Annorlunda uttryckt indikerar detta **att BNP-utvecklingen på senare år kan ha underskattats bl a som en följd av att inte alla nya ekonomiska aktiviteter fångas upp.** Detta skulle vara positivt också i den meningen att riskerna för en inflationschock orsakat av ett ackumulerat kostnadstryck är mindre. När man tittar på hela ekonomin tillkommer därtill för svensk del en tendens att underskatta produktivitetens utvecklingen i offentlig sektor (se Sverigeavsnittet) som vi bedömer dragit ned BNP-produktiviteten med 0,3 procentenheter de senaste åren.

USA

Ekonomi bromsar in men från hög tillväxttakt

Aktiviteten i ekonomin väntas bromsa in gradvis under kommande år men låg under tredje kvartalet fortfarande klart över potentiell tillväxt. Arbetsmarknaden bedöms stärkas ett tag till men samtidigt blir tecknen på flaskhalsproblematik allt tydligare. Inflationstrycket är måttligt och lägre energipriser gör att KPI-inflationen faller klart under 2 procent 2019. Fed höjde åter styrräntan i december och väntas höja ytterligare en gång 2019. Osäkerheten kring antalet höjningar och tidpunkten för dessa är dock stor.

BNP-tillväxten bromsade in något tredje kvartalet till 3,4 procent i uppräknad årstakt jämfört med 4,2 procent andra kvartalet. Detta är fortfarande klart över potentiell tillväxt och indikatorer ligger generellt kvar på relativt höga nivåer. Konsumentförtroendet är alltså högt och inköpschefsindex (ISM) ligger högt trots en tydlig nedgång för tillverkningsindustrin i december. Bland generellt starka hårddata är det framförallt privat konsumtion som imponerat. Vi har dock stärkts i vår syn att BNP-tillväxten fortsätter att bromsa in. Investeringarna var oväntat svaga tredje kvartalet och det finns skäl att anta att de även framöver kommer att hämmas av ett lite högre ränteläge, lägre oljepris samt oro för ökande handels-spänningar. Inte heller nettoexporten väntas ge något större tillväxtbidrag på grund av dollarförstärkning och i viss mån handelsstörningar. Bostadsmarknaden är inne i en tydlig inbromsning även om sektorns betydelse för ekonomin minskat jämfört med situationen före finanskrisen. Sammantaget innebär detta att tillväxten i högre grad blir beroende av hushållens konsumtionsagerande. Vår prognos är att **BNP-tillväxten gradvis dämpas från 3,0 procent 2018 till 2,4 resp. 1,7 procent 2019-2020**; en nedjustering med två tiondelar både 2019 och 2020.

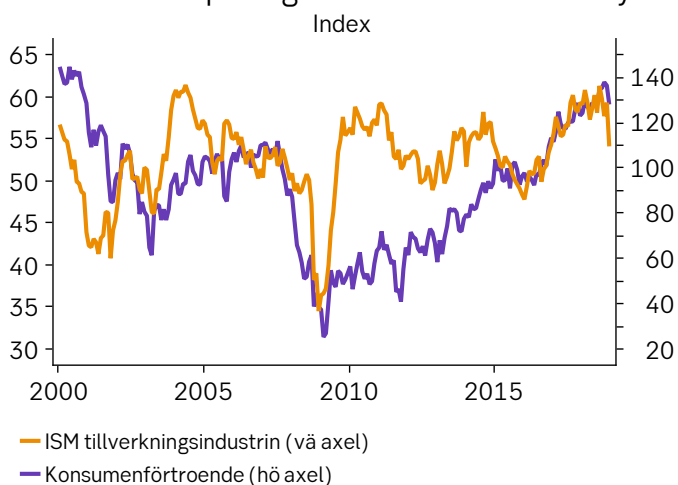
Handelspolitik och skuldtak orosmoln 2019

Handelsspänningarna mellan USA och Kina har åtminstone i närtid mildrats. Överenskommelsen på G20-mötet innebär ett **"eldupphör" fram till 1 mars**. USA avstod därmed från den höjning av tullarna på kinesisk import som planerats till 1 januari, vilket skapar möjligheter för fortsatta förhandlingar. Det finns dock inga tydliga tecken på en mer permanent avspänning och det finns en stor risk för att förhandlingarna bryter samman. USA:s arrestering av Huawei finanschef är en klart försvårande faktor som sannolikt gör Kina mindre benäget att gå med på eftergifter. Även om en uppgörelse gällande tullarna kan nås kommer den bredare konflikten mellan USA och Kina att leva vidare. **Spänningarna sträcker sig långt bortom tullfrågor** och innefattar framtvungen teknologiöverföring från utländska till kinesiska företag, cybersäkerhet men även inflytandet över sydkinesiska sjön och mer generellt Kinas alltmer framskjutna positioner på de politiska, militära och ekonomiska områdena. En mer hårdnackad attityd gentemot Kina är dessutom en av få frågor som förenar Republikaner och Demokrater.

Handelskonflikten mellan USA och Europa kvarstår men har inte förvärrats. I grunden finns utsikter för uppgörelser då USA och Europa delar en stark oro kring Kinas agerande. Kraftigt höjda amerikanska tullar på europeisk bilimport utgör dock en fortsatt risk. Sammantaget väntas **handelsstörningarna få relativt liten effekt på amerikansk tillväxt och inflation** även om företagens investeringar och export dämpas en del.

Strax före jul lyckades Republikaner och Demokrater nå en budgetöverenskommelse som dock president Trump vägrade underteckna. Därmed stängdes ett antal statliga myndigheter ned den 22 december på grund av brist på finansiering. En tillfällig nedstängning av viss statlig verksamhet får små realekonomiska effekter men risken ökar nu för att budgetkonflikten kan eskalera och utvecklas till ett nytt bråk om **skuldtaket**. Höjningen av skuldtaket är egentligen en formalitet som är nödvändig för att USA ska kunna täcka underskottet i statsbudgeten genom fortsatt upplåning. Frågan om skuldtaket har dock blivit ett återkommande politiskt tröskoämne på senare tid (senast 2017). I ett värsta scenario kan USA tvingas ställa in betalningarna. Detta är dock inget som någon vill hållas ansvarig för vilket talar för att skuldtaket kommer att höjas i likhet med tidigare episoder. Bråk om skuldtaket riskerar dock att resultera i finansiell oro. Skuldtaket behöver formellt höjas i mars men finansdepartementet kan genom olika åtgärder undvika att skuldsättningen slår i taket ytterligare några månader.

Indikatorer på höga nivåer trots nedåttrekyl



Källa: Conference Board, Institute for Supply Management (ISM), Macrobond, SEB

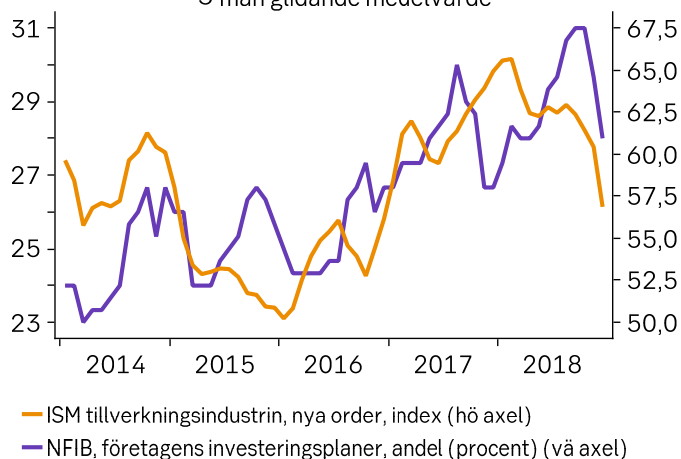
Fed höjde som väntat åter styrräntan i december till 2,50 procent och vår bedömning är att centralbanken **höjer ytterligare en gång 2019**. Under 2020 väntas styrräntan ligga kvar på 2,75 procent.

Investeringar och export bromsar in

Investeringarna var oväntat låga tredje kvartalet då bidraget till BNP-tillväxten nästan uteslutande bestod av lageruppbyggnad. Bygginvesteringarna fortsätter att utvecklas svagt när bostadsmarknaden bromsar och hämmade tillväxten för tredje kvartalet i rad. Det har också blivit allt tydligare att de resurser som frigjorts genom företagsskattesänkningar främst används till ökade utdelningar och aktieåterköpsprogram snarare än till produktionsutbyggnad.

Flera faktorer pekar på en dämpad investeringsutveckling också framöver. Den kraftiga oljeprisnedgången hämmar satsningarna i gruv- och oljeindustrin. Oron kring handelskonflikter och tullar kan på sikt verka dämpande men det finns ännu få tecken på att företag verkligen ändrat sina investeringsplaner. Ett något högre ränteläge bidrar också till att dämpa investeringsviljan. I den positiva vågskålen finns kapacitetsutnyttjandet som fortsatt närmar sig de 80 procent där investeringarna normalt skjuter fart. Även företagens ökande svårigheter att rekrytera personal skapar drivkrafter för investeringar som kan snabba på automatiseringsprocesser. Sammantaget bedömer vi att **investeringstillväxten hamnade på 5,3 procent 2018, dämpas till 2,9 procent 2019 och till 2,3 procent 2020.**

Dämpade investeringsutsikter i näringslivet
3-mån glidande medelvärde



Källa: NFIB, Macrobond, SEB

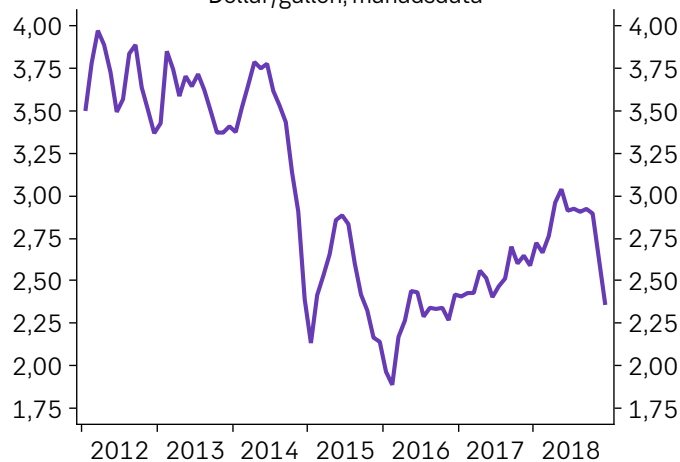
Som väntat slog nettoexportens bidrag till BNP-utvecklingen om i kraftigt negativ riktning under tredje kvartalet. Orsaken var en rekyl nedåt efter det att amerikanska exportörer gjorde stora ansträngningar att förekomma kinesiska importtullar genom att tillfälligt höja exporten kraftigt under andra kvartalet. Dollarförstärkningen under 2018 tillsammans med handelsspänningarna verkar nu generellt dämpande på exporten. I kombination med stark importefterfrågan gör det att **tillväxtbidraget från nettoexporten blir neutralt kommande år.**

Tillväxten allt mer beroende av privat konsumtion

Privat konsumtion har fortsatt imponera och gav tredje kvartalet ett bidrag till BNP-tillväxten på nästan 2,4 procentenheter motsvarande 70 procent av den totala kvartals-tillväxten. Konsumtionen var fortsatt stark under fjärde kvartalet och bedöms ha accelererat något jämfört med föregående kvartal. Konsumentförtroendet har inte dämpats nämnvärt av börsoron utan ligger kvar nära rekordhöga nivåer. De lägre bensinpriserna gör att hushållens köpkraft ökar. Samtidigt fortsätter stigande sysselsättning och försiktigt

accelererande löner att ge stöd. De **senaste kvartalets snabba konsumtionsökning kommer dock inte gå att upprätthålla.** Effekterna av förra årets skattesänkningar mattas av samtidigt som hushållen möter stigande räntor på både bolån och konsumtionslån. Trots den väntade inbromsningen kommer privat konsumtion att utgöra huvuddrivkraften för tillväxten. Vår prognos är att **konsumtionsökningen hamnar på 2,7 procent 2018 och 2,5 procent 2019. 2020 bromsar konsumtionstillväxten in ytterligare till 1,9 procent.**

Bensinprisfall ger konsumtionsstöd
Dollar/gallon, månadsdata



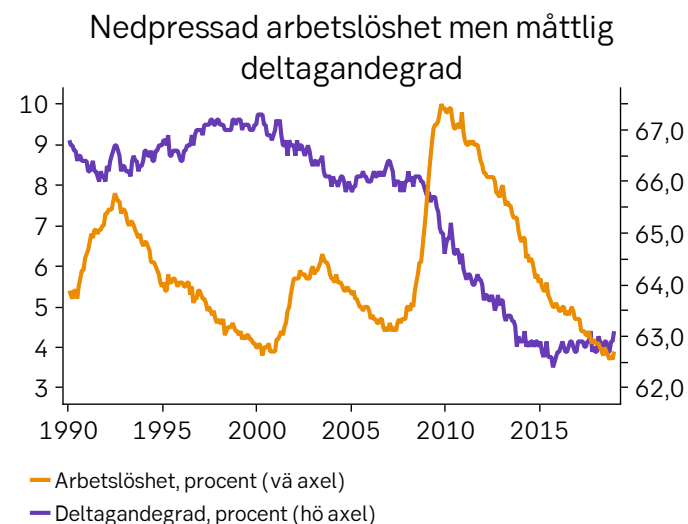
Allt tightare arbetsmarknad

Vi håller fast vid synen att arbetsmarknaden, trots det redan strama läget, **måttligt kan fortsätta stärkas ett tag till.** Den senaste månadssiffran för december visade på en ökning av sysselsättningen med hela 312 000, vilket innebar att den genomsnittliga ökningen per månad under 2018 hamnade på imponerande 220 000. Sysselsättningsuppgången dämpas troligen framöver i takt med långsammare BNP-tillväxt. För 2019 räknar vi med en genomsnittlig ökning på 160 000 vilket är klart snabbare än befolkningsökningen i arbetsför ålder.

Arbetslösheten låg under perioden september-november 2018 på 3,7 procent, vilket var den lägsta nivån sedan slutet av 1960-talet. I december steg dock arbetslösheten till 3,9 procent trots den snabba ökningen av sysselsättningen. Detta reflekterar en ökande förvärvsfrekvens. Vår prognos är att arbetslösheten åter vänder nedåt den närmaste tiden och bottnar något under 3,5 procent vid kommande årsskifte.

Löneökningstakten har fortsatt accelerera försiktigt och uppgick i december till 3,2 procent i årstakt; **ännu måttligt** mot bakgrund av det heta arbetsmarknadsläget. Även om uppgången i sysselsättning nu dämpas innebär en allt tightare arbetsmarknad med ökande tecken på flaskhalsproblematik att lönerna troligen växlar upp ytterligare. Feds konjunkturrapport *Beige Book* indikerar att många amerikanska företag möter rekryteringssvårigheter. Förutom högre löner tvingas företagen även erbjuda utökade anställningsförmåner. Enligt NFIB:s indikator nådde företagens kompensationsplaner nya rekordnivåer i slutet av förra året. Samtidigt finns alltså **indikatorer som pekar på ett visst mått av lediga resurser** på arbetsmarknaden. Det bredaste arbetslöshetsmåttet, U-6, ligger ännu över de låga nivåer som nåddes år 2000. Deltagandegraden har under de senaste åren pendlat nära 63 procent vilket är klart under toppnivån kring 67 procent vilken i likhet med U-6 nåddes år 2000. Sedan augusti har den också ökat från

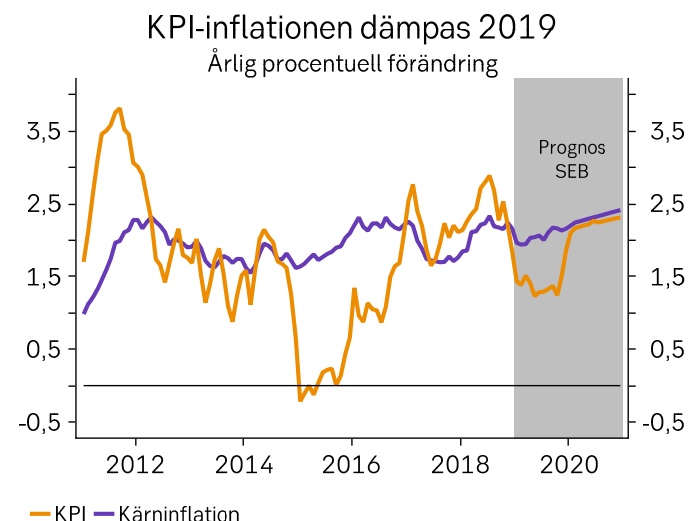
62,7 procent till decembernoteringen på 63,1 procent och vår prognos över sysselsättning och arbetslöshet innebär att upptäckten fortsätter en bit till.



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

Måttligt inflationstryck

Inflationstrycket är dämpat. I december föll KPI-inflationen till 1,9 procent, vilket drevs av energiprisnedgången. Med nuvarande nivåer för olje- och bensinpriser **hamnar KPI-inflationen klart under 2 procent 2019**. Även dollarförstärkningen bidrar till mer dämpad inflation nästa år genom lägre importpriser. Effekten av höjda tullar blir liten. Importen från Kina är inte tillräckligt omfattande och tullsatserna inte tillräckligt höga för att ge några större effekter på inflationen. Dessutom har amerikanska företag i första hand låtit tullarna slå igenom på sina marginaler snarare än i högre priser i konsumentledet. Inflationförväntningarna har också fallit tillbaka tydligt sedan i höstas, vilket framför allt speglar nedgången i energipriser. Mått som helårsgenomsnitt var **KPI-inflationen 2,5 procent 2018**. **2019** väntas inflationen hamna på **1,4 procent** och **2020 2,2 procent**. Även kärn-KPI dämpas 2019.



Källa: Macrobond, SEB

PCE-inflationen var i november 1,8 procent och **Feds målvariabel kärn-PCE** låg på 1,9 procent. De uppdaterade prognoser som Fed presenterade i samband med decembermötet visar att centralbanken förväntar sig att inflationen ligger på tvåprocentmålet vid slutet av både 2019

och 2020. Vår prognos är att **kärn-PCE ökar med 1,8 procent 2019** och med **2,0 procent 2020**.

Fed närmar sig neutral nivå och stannar vid 2,75

Fed höjde åter räntan på decembermötet till 2,5 procent trots spekulationer om att Trumpkritik och börsoro skulle kunna stoppa en höjning. Osäkerheten kring penningpolitiken under 2019 har dock ökat såväl när det gäller antalet höjningar som tidpunkten för dessa. Feds räntehöjningar har gjort att styrräntan närmast sig uppskattningar av den neutrala räntenivån. Efter decemberhöjningen ligger **styrräntan något under Feds medianprognos för neutral nivå** som reviderades ned till 2,8 procent. Enskilda Fedledamöter redovisar bedömningar som innebär att nuvarande räntenivå redan är i linje med eller till och med något över neutral nivå. Vid decembermötet skiftade Fedledamöternas individuella prognoser för räntebanan ("dot plots") till att indikera två i stället för tre höjningar 2019. Två höjningar skulle innebära att fed funds ligger på 3,0 procent vid slutet av 2019, något över neutral nivå. Marknadsprissättningen indikerar dock oförändrad styrränta 2019, vilket reflekterar tvivel på att Fed ska kunna fortsätta höja räntan i ett läge med börsoro och inbromsande tillväxttakt.

Feds kommunikation tyder på att man **försöker öka sin flexibilitet** och lämna mönstret från 2018 med en räntehöjning per kvartal. På decembermötet mjukade Fed upp **formuleringen** som använts i pressmeddelandena **om fortsatt gradvisa räntehöjningar** ("further gradual increases") genom att lägga till "some". Fed har även kommunicerat att man nu ska bli mer **databeroende**, vilket innebär att man lägger större vikt vid hur ekonomiska variabler verkligen utvecklas inför penningpolitiska beslut. Även det tidigare beslutet att från och med januari arrangera **presskonferenser** efter samtliga räntemöten är ett sätt att öka flexibiliteten för penningpolitiken.

Feds strävan att öka sin flexibilitet göra det svårare att prognosticera penningpolitiken. Jämfört med *Nordic Outlook November* har vi **reviderat vår prognos** och bedömer nu att Fed **endast höjer räntan en gång under 2019** (juni). Vi har även **tagit bort den höjning vi tidigare förutspått under 2020**. Därmed stannar Feds räntehöjningar vid 2,75 procent.

Vår bedömning är att minskningen av balansräkningen kommer att fortsätta enligt plan. Visserligen ändrade Powell kommunikationen i januari och slog fast att minskningen kan ändras vid behov men vår bedömning är att det är troligare att Fed väljer att plocka bort ytterligare räntehöjningar än att minskningen av **balansräkningen** modifieras. Reduceringen bygger på förutsägbarhet och balansräkningens storlek ligger ännu klart över den övre gränsen i det intervall som Fed angett som en uppskattning av balansräkningens lämpliga långsiktiga storlek.

Under 2019 kommer Fed att **se över det penningpolitiska ramverket**. I fjol publicerades ett antal tal där Fedledamöter bland annat diskuterade alternativ till inflationsmålet och det så kallade "golv-system" som gör att fed funds ligger nära målet. Ändringar av ramverket skulle kunna få tydliga penningpolitiska konsekvenser, inte minst för balansräkningens storlek.

Tema: Recessionsoro

Recessionsoro och börsfrossa – vad kan historien lära oss?

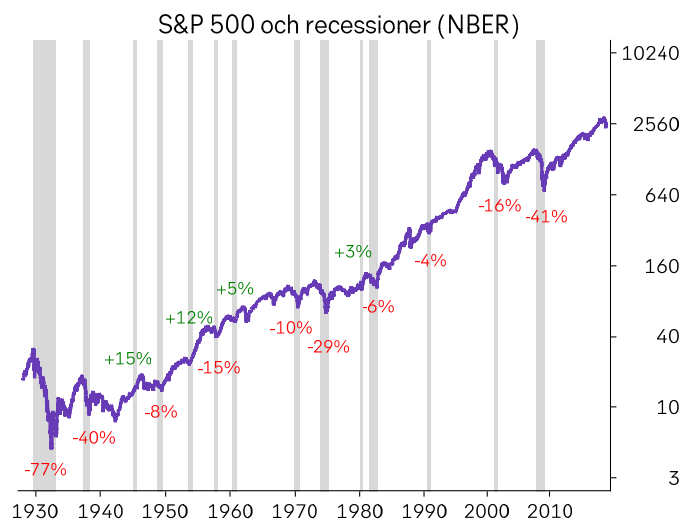
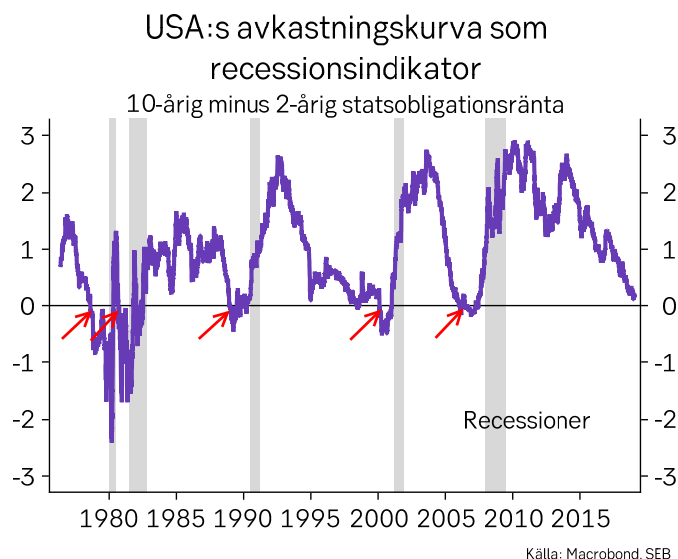
Oron för att en ny amerikansk recession lurar runt hörnet har ökat under hösten. Räntemarknaden, som historiskt varit bäst på att förutsäga kommande recessioner, är nu mycket nära att ringa i alarmklockan. I den här artikeln diskuteras vad avkastningskurvan har att säga om utvecklingen framöver och vad det historiskt inneburit för börserna. Orosmolnen är många men det finns också positiva saker att hoppas på om de historiska sambanden skulle visa sig hålla även framöver.

En av de historiskt mest pålitliga indikatorerna för att förutspå en kommande recession i USA är lutningen på avkastningskurvan, eller helt enkelt skillnaden mellan långa och korta räntor. Mer specifikt brukar man mäta skillnaden mellan den 10-åriga och den 2-åriga statsobligationsräntan. Eftersom det normalt kostar mer att låna pengar på tio än på två år är oftast ränteskillnaden (10 minus 2 år) positiv. Ibland byter dock kurvorna plats så att tvååriga räntor blir högre än tioåriga räntor och lutningen på avkastningskurvan blir då negativ. En negativ lutning på avkastningskurvan har korrekt förutsett alla nio recessioner som inträffat i USA sedan 1955. Under de senaste 40 åren är det bara vid ett tillfälle (1998) som den givit en felaktig signal men då var å andra sidan lutningen bara minimalt negativ (som mest 7 räntepunkter) under en väldigt kort tid.

för amerikanska recessioner högtintressant inte bara i USA utan även för finansiella marknader i hela världen.

... men nästan alltid dåliga för börserna.

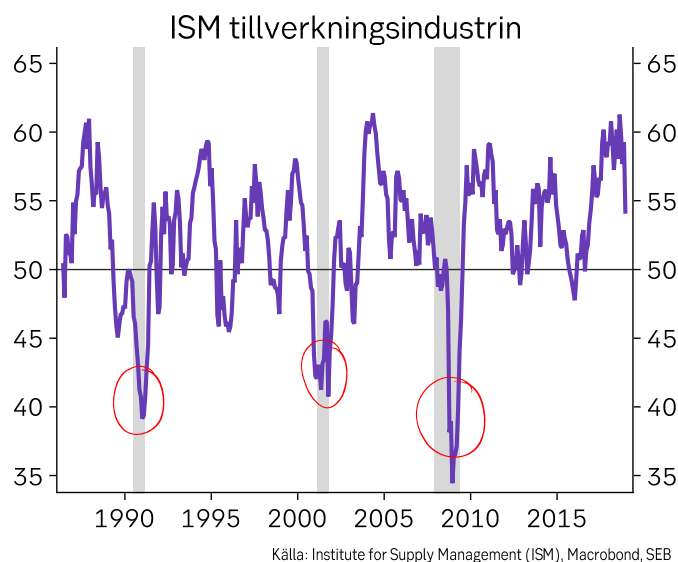
Precis som för ekonomin i stort är också normaltillståndet för aktiemarknaden att kurserna stiger. Sedan 1928 har den årliga tillväxten på S&P 500 (exklusive direktavkastning) varit i snitt 5.7 procent. Det tydligaste undantaget från normalläget är just de perioder då ekonomin varit i recession. Ser man till de recessioner som inträffat från depressionen på 1930-talet fram till idag har S&P 500 fallit under hela 10 av de 14 recessionsperioderna. Medan börser kan fortsätta utvecklas relativt bra även under perioder med svagare tillväxt så är recessioner, med negativ tillväxt, alltså nästan alltid förknippade med en dålig börsutveckling vilket syns i grafen nedan.



Recessioner är ovanliga...

Lyckligtvis är recessioner relativt ovanliga och det är nästan 10 år sedan USA senast befann sig i recession. Normaltillståndet för en ekonomi är tvärtom att den växer. USA har under de senaste 100 åren haft 18 recessioner och sammanlagt har ekonomin befunnit sig i recession knappt 20 procent av tiden. Under senare decennier har recessioner dessutom blivit mer sällsynta och under det senaste halvsekle har USA bara sett sju recessioner som sammanlagt varat 14 procent av tiden. Eftersom det historiska mönstret länge varit att den amerikanska ekonomin ligger först i konjunkturcykeln blir risken

Något som kan te sig underligt är att de flesta ekonomiska indikatorer idag visar på en rätt stark utveckling för den amerikanska ekonomin. Det nationella inköpschefindexet, ISM, som historiskt har varit en utmärkt indikator för BNP-tillväxten de närmaste kvartalen, har visserligen börjat falla men ligger fortfarande mycket över de låga nivåer (strax över 40) som normalt är förenliga med recession i ekonomin.

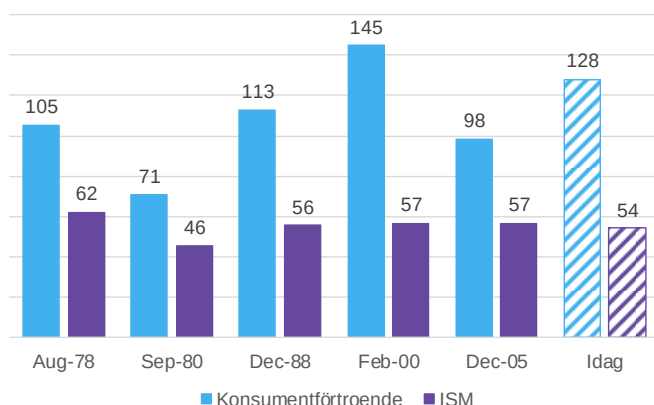


Arbetsmarknaden är stark med nära rekordlåg arbetslöshet och hög jobbtillväxt. Tillväxten ångar på och BNP växte med hela 3,5 procent (uppräknat till årstakt) under det senaste rapporterade kvartalet. En högst relevant fråga är alltså vad det är räntemarknaden oroar sig för som inte syns i andra indikatorer? Ett sätt att besvara den frågan är att gå tillbaka i historien och titta på hur några av dessa ekonomiska indikatorer såg ut vid tidigare tidpunkter när avkastningskurvan blev negativ och samtidigt korrekt förutspådde en kommande recession. Det ger svar på om dagens situation är unik eller om det brukar se ut ungefär på det här sättet vid tidpunkten då avkastningskurvan blir negativ.

Arbetsmarknaden: Ekonomin har historiskt ofta präglats av bra jobbtillväxt och relativt låg arbetslöshet när kurvan inverterar. Det är i sig inte underligt eftersom arbetsmarknaden är en laggande indikator som brukar vara stark sent i cykeln. Vid tidigare tillfällen när avkastningskurvan blivit negativ har jobbtillväxten faktiskt varit ungefär lika hög som den är idag. Att arbetsmarknaden är stark stödjer snarare tesen att en recession närmar sig i takt med att utbudsrestriktioner blir mer påtagliga när företagen får allt svårare att hitta arbetskraft.

Ledande indikatorer: För industriförtroendet ISM och konsumentförtroendet är bilden också tydlig. Inför alla de fem senaste recessionerna utom den 1981 har ISM vid tidpunkten då avkastningskurvan inverterat faktiskt legat på starkare nivåer än idag. Även konsumentförtroendet har vid dessa tidpunkter oftast legat relativt högt.

ISM och konsumentförtroende vid tillfällen då avkastningskurvan blivit negativ

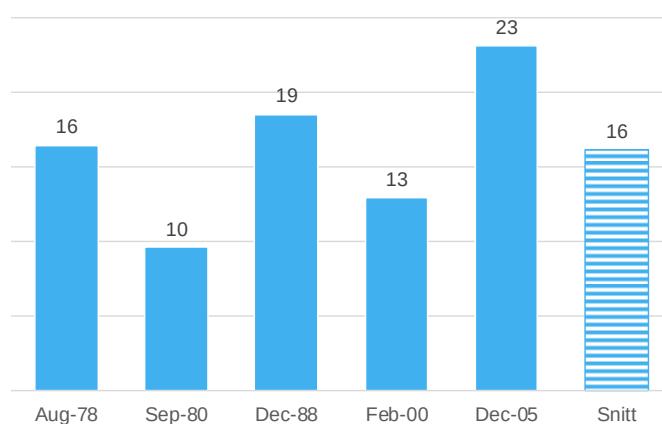


Sammantaget är det svårt att hitta övertygande stöd för att dagens ekonomiska indikatorer avviker så mycket från det historiska mönstret att vi kan säga att *"det är annorlunda nu"*. Därmed blir det också svårt att bortse från en kommande signal från räntemarknaden om att en recession ligger runt hörnet.

När börjar nästa recession?

Nästa högstintressanta fråga är naturligtvis vad "runt hörnet" faktiskt kan innebära i tid. Det historiska mönstret från de senaste fem recessionerna visar att det har tagit allt mellan 10 och 23 månader från att avkastningskurvan blivit negativ till att recessionen börjat. Om vi väljer att gå på snittet som är 16 månader skulle det alltså ta fram till sommaren 2020 innan ekonomin går in i recession. Det scenariot bygger naturligtvis på att avkastningskurvan fortsätter att flacka och faktiskt blir tydligt negativ i början av 2019.

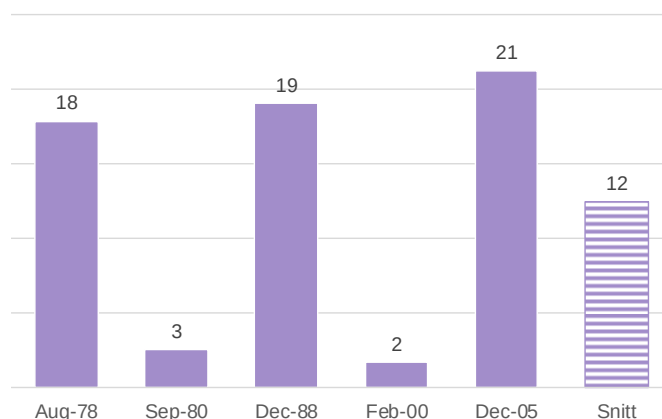
Antal månader från att avkastningskurvan blivit negativ till recessionen börjar



När toppar börsen?

Hur lång tid brukar det då ta från det att avkastningskurvan blir negativ tills dess att börsen toppar? Som framgår av grafen nedan så spretar det en hel del. Toppen för S&P 500 har infallit alltifrån knappt två månader efter att kurvan inverterat till 21 månader efter. I snitt har det vid de senaste fem recessionerna tagit 12 månader. Extra intressant är också att hittills så har börsen under (åtminstone) de senaste fem recessionerna aldrig toppat före avkastningskurvan blivit negativ. Om det mönstret håller även framöver så kommer börsen att sätta en ny topp innan de riktigt dåliga tiderna börjar.

Antal månader från att avkastningskurvan blivit negativ till börsen toppat



Eurozonen

BNP planar ut på lägre nivå men fortsatt tillväxt över trend

2018 präglades av besvikelser. En rad faktorer låg bakom avmattningen varav flera var av tillfällig karaktär som t ex nedgången i bilförsäljning. Framöver finns utsikter för en rekyl uppåt i sentimentsindikatorer och en återhämtning för exporten. Företagens investeringsbehov och stabila förutsättningar för hushållens ekonomi innebär att underliggande positiva drivkrafter för inhemsk ekonomi finns kvar. Politisk osäkerhet och i viss mån tilltagande utbudsrestriktioner gör dock att tillväxten de närmaste åren stannar vid 1,6-1,7 procent.

Utsikterna för eurozonens ekonomi har gradvis försämrats sedan toppen vid årsskiftet 2017/2018. **Ekonomiska data har i huvudsak överraskat negativt och orosmolnen har hopat sig på flera fronter.** Indikatorer har fallit och inköpschefsindex (PMI) ligger nu på lägsta nivån sedan 2013. BNP-tillväxten har i kvartalstakt växlat ned från 0,7-0,8 procent 2017 till 0,2 procent tredje kvartalet 2018. Viktigt för prognosen framöver är nu att bedöma i vilken grad **avmattningen orsakats av tillfälliga faktorer** och i vilken mån **drivkrafterna varit inhemska eller kommit utifrån**. Flera faktorer är av tillfällig karaktär som t ex vädereffekter som hämmade byggandet i början på året och därefter jordbruket under sommaren. Under hösten har bilindustrin påverkats negativt av regelförändringar (se ruta). Omvärldsfaktorer som kinesisk avmattning och orosmoln kopplade till Brexitprocessen och handelspolitiska spänningar har också spelat en roll.

BNP prognoser

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Tyskland	2,2	1,5	1,2	1,4
Frankrike	2,2	1,5	1,3	1,5
Italien	1,6	0,9	0,7	1,2
Spanien	3,0	2,5	2,2	2,0
Eurozonen	2,4	1,9	1,6	1,7

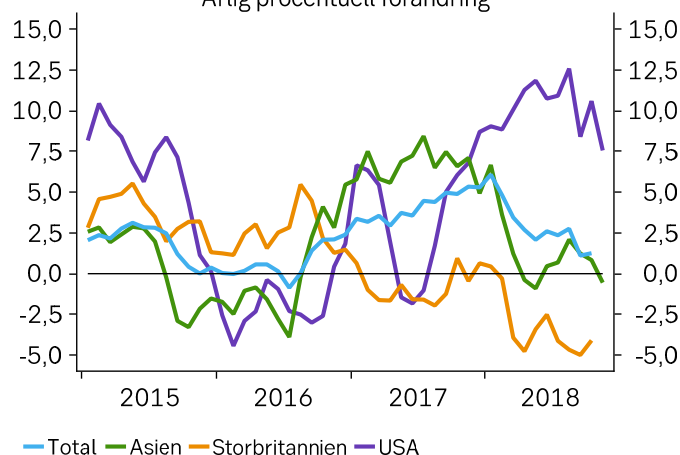
Källa: Eurostat, SEB

Givet den relativt stora vikt vi tillmäter tillfälliga och externa faktorer är utsikterna goda för en viss rekyl uppåt i såväl sentimentsindikatorer som kvartalsmässig BNP-tillväxt. Global efterfrågan väntas förbli relativt stark vilket bör möjliggöra en viss exportåterhämtning. De underliggande förutsättningarna för inhemsk expansion är fortsatt goda med stora investeringsbehov i spåren av ett högt kapacitetsutnyttjande samt gynnsamma villkor för hushållens konsumtion, bl a beroende på en allt mer expansiv finanspolitik. Samtidigt är det inte realistiskt att tro att vi ska komma tillbaka till tillväxtsiffrorna från 2017. Osäkerheten kommer att förbli förhöjd på en rad punkter, vilket hämmar efterfrågan samtidigt som utbudsrestriktioner på arbetsmarknaden nu också börjar skönjas, framför allt i Tyskland. Sammantaget innebär prognosen att **BNP-tillväxten som årsgenomsnitt hamnar på 1,6 respektive 1,7 procent**

2019 och 2020, vilket är något över trend och tillräckligt för att möjliggöra en viss ytterligare nedgång av arbetslösheten.

Den mångfacetterade politiska situationen fortsätter att kasta en skugga över utvecklingen. På vissa punkter kan situationen klarna men i huvudsak kommer osäkerhetsnivån att förbli förhöjd. Hotet om upptrappat globalt handelskrig skadar den exportberoende regionen. Brexit hämmar därtill handeln med en viktig exportmottagare och gör företag tveksamma att satsa framåt. I Frankrike har de "gula västarnas" strejker dragit ner aktiviteten i inhemska sektorer som tjänster och handel. Osäkerheten kring Italiens regering och finanspolitik är fortsatt stor. Även om Rom och Bryssel verkar ha lagt ned stridsyxorna för tillfället återstår problem med svag tillväxt, hög offentlig skuldsättning och dåliga lån i banksektorn. Hotet om ytterligare framgångar för EU-skeptiska krafter i valet till EU-parlamentet i vår bidrar till att Bryssel blir mer passivt när det gäller att driva frågor om ökad europeisk integration. Sannolikheten är också ganska liten för att valet kommer att resultera i ett nytt EU-parlament med större handlingskraft än dagens.

Exporten har bromsat in Årlig procentuell förändring

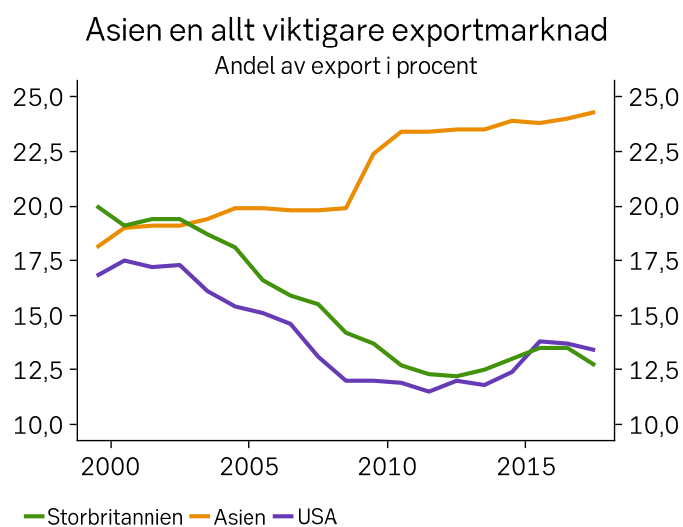


Källa: Eurostat Database, Macrobond, SEB

Inbromsningen har främst drivits av externa faktorer

Avmattningen under 2018 var i hög grad hänförlig till **inbromsande för export**. Vikande efterfrågan på viktiga exportmarknader som Asien och Storbritannien har tyngt och en mer positiv utveckling för USA-handeln har inte kunnat kompensera fullt ut. Bilindustrins problemen förstärkte därtill nedgången under

slutet av 2018. En sannolik normalisering av situationen i bilindustrin och fortsatt hyfsad utveckling av omvärldskonjunktur och handel talar för en ljusning även för eurozonens export. Att den ländersvis strukturen på exporten har förändrats de senaste decennierna kan framöver bli en styrka. För 15 år sedan var USA, Storbritannien och Asien ungefär jämnstora exportmarknader för eurozonen med en andel på knappt 20 procent vardera. I nuläget går ca 25 procent av exporten till Asien medan andelen till Storbritannien och USA krympt så att de tillsammans står för en lika stor andel som Asien. Detta gör eurozonen mindre sårbar för Brexitstörningar och den dämpning i USA vi nu ser framför oss. Trots starkare export är det dock troligt att tillväxtbidraget från **nettoexporten**, som var en viktig tillväxt drivkraft 2017-2018, **ger mer neutrala tillväxtbidrag 2019-2020**. Överskottet i bytesbalansen väntas falla något och ligga kring 3 procent av BNP mot slutet av prognosperioden.



Källa: Eurostat Database, Macrobond, SEB

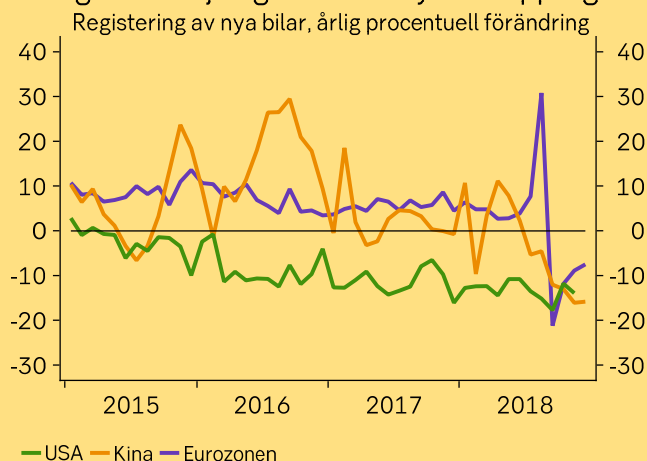
Fler länder öppnar för finanspolitisk stimulans

De senaste årens konjunkturförbättring och besparingsprogram har förbättrat det offentliga saldoto rejält. Läget har bara varit bättre vid ett par tillfällen sedan valutasamarbetet inleddes och budgetramverket infördes. Generellt är regionens offentliga finanser i betydligt bättre skick än i andra stora industriländer som USA, Japan och Storbritannien. Tyskland har nu haft fem år i rad med överskott (rekordhöga 1,7 procent av BNP 2018) och den offentliga skulden har fallit från 80 till 60 procent av BNP. Frankrike, Italien och Spanien dras dock fortfarande med underskott kring 2-3 procent av BNP och med offentliga skuldkvoter på 100 procent av BNP eller högre. Utrymmet för stimulanser skiljer sig således åt men fler och fler länder tar nu **steg från besparingar till stimulanser**. Tyskland lär vara fortsatt försiktiga att utnyttja sin potential medan regeringarna i Italien och Frankrike pressas till stimulanser i spåren av vallöften respektive protester mot besparingar. Bryssel lär reagera försiktigt på regelavvikelser för att undvika att ge ytterligare vind i seglen till EU-kritiska partier i vårens val till EU-parlamentet. En lättare finanspolitik gör att **budgetunderskottet ligger runt 1 procent av BNP hela prognosperioden**. Den offentliga skuldsättningen kryper därmed nedåt i långsam takt.

Upp och nedgång för bilförsäljningen

Bilindustrin är viktig för flera europeiska länder. Totalt sett står EU för ungefär 20 procent av den globala fordonsproduktionen och exportvärdet är ca 3 gånger större än importvärdet. Sysselsättningen i branschen utgör visserligen bara en procent av totalen men enligt Europeiska föreningen för biltillverkare är andelen så stor som 5-6 procent om räknar in underleverantörer mm som är beroende av fordonsproduktionen.

Svag bilförsäljning inte bara nya utsläppregler



Källa: Macrobond, SEB

Stora svängningar i bilförsäljning hösten 2018 bidrog till den generella ekonomiska avmattningen. Den viktigaste faktorn var **förändrade utsläppsregler som EU införde 1 september 2018**. De nya reglerna är mer omfattande än tidigare och flera tillverkare har haft implementeringsproblem, vilket har lett till produktionsstörningar. Historiskt har återförsäljare gjort stora inköp månaderna före regelskärpningar för att kunna sälja och registrera bilarna enligt tidigare mer gynnsamma regelverk. När de nya reglerna väl införts har vi sett en period med lägre registreringar/försäljningar eftersom marknaden mättats. Detta mönster har denna gång varit särskilt tydligt men däremot har den uppstuds som brukar komma i en tredje normaliseringsfas varit svagare än väntad. Men regel förändringarna förklarar inte allt; även **försäljningen till de viktigaste exportmarknaderna Kina och USA har bromsat in**. Därtill kommer att USA-marknaden den senaste tiden varit mest expansiv för lätta lastbilar (pickup) som i liten grad importeras från Västeuropa. Dessutom påverkas bilförsäljningen sannolikt av **övergången till andra drivmedel än de traditionella**. Producenter har fortfarande svårt att få fram billigare alternativ till den breda marknaden, vilket bidrar till att konsumenter tvekar. Sammantaget bedömer vi att den europeiska bilförsäljningen kommer att återgå till mer normala nivåer men en global tillväxtnedväxling gör att man inte kan förvänta sig en stark uppstuds.

Hushållen fortsatt glada men försiktiga

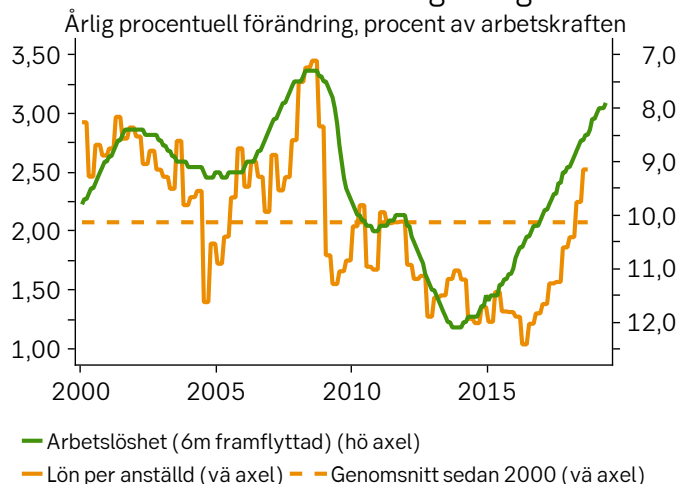
Hushållen är fortsatt relativt optimistiska; trots en nedgång det senaste året är **framtidstron i nivå med tidigare konjunkturtoppar**. Efter en svag sommar växlade detaljhandeln upp mot slutet av 2018 och **utsikterna för fortsatt konsumtionsuppgång är goda**. Sysselsättningen ökar samtidigt som löneökning-

arna växlar upp, finanspolitiken tar steg i expansiv riktning och lägre inflation ger större real inkomstökning. Fortsatt lågt ränteläge och en stark förmögenhetsställning bidrar också. Men hushållssektorn är inte immun mot rådande osäkerhet och viss tvekan präglar hushållens konsumtionsbeslut. Vi räknar därför med att **konsumtionen växlar ned 1,5 procent per år 2019-2020**. Det senaste årets trend med stigande sparkvot från en historiskt låg nivå väntas därför fortsätta.

Sysselsättningsuppgången fortsätter men mattas av

Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och arbetslösheten föll i november till 7,9 procent vilket är den lägsta nivån på 10 år. Av de fyra stora länderna uppvisar Spanien det senaste året störst nedgång (nära 2 p.e.) även om nivån fortfarande ligger på höga 14,8 procent. Tyskland är nere på rekordlåga 3,3 procent och nivån väntas sjunka ytterligare framöver. I Frankrike och Italien har nedgången däremot varit mycket måttlig. Mätt i antal har arbetslösheten fallit med nära 6 miljoner de senaste 5 åren samtidigt som sysselsättningen ökat med det dubbla. **Arbetslösheten fortsätter att falla under 2019 och 2020 till 7,7 respektive 7,5 procent**. Därmed ligger den i linje med jämviktsnivån, som vi bedömer till ca 7,5 procent, i slutet av 2020.

Förbättrad arbetsmarknad ger högre löner



Källa: ECB (European Central Bank), Eurostat, Macrobond, SEB

Den starka arbetsmarknaden med ökande bristtal på framförallt välutbildad personal och positiva anställningsplaner **sätter allt tydligare spår i lönebildningen**. Löneökningstakten (lön per anställd) har nu nått ca 2,5 procent, vilket är 1 procentenhet högre än för ett år tidigare och knappt 0,5 procentenhet över genomsnittet sedan 2000. Längre drevs den måttliga uppgången av ökad löneglidning men det senaste halvåret är det främst avtalade löner som växlat upp vilket ger en mer bestående effekt. **Löneökningarna tilltarytterligare något framöver till 2,6 respektive 2,8 procent 2019-2020**.

Efter att legat kring målet faller nu inflationen

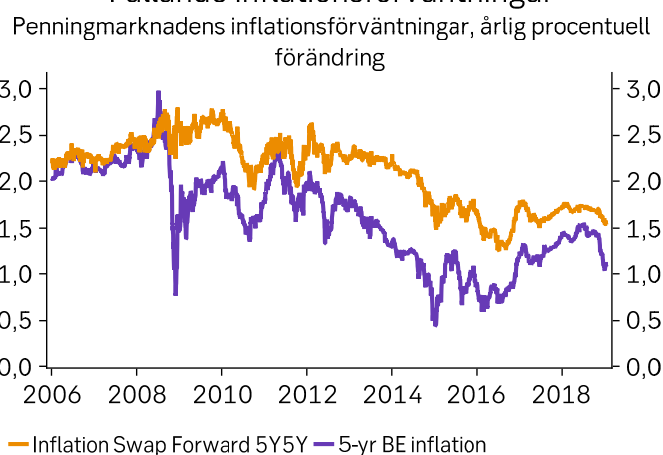
Efter att ha legat på eller över målet under stora delar av andra halvåret 2018 **föll inflationen i december till 1,6 procent**. I linje med vår tidigare prognos ser vi nu att fallande energipriser och baseeffekter pressar ner inflationen under ECB:s mål. Energiprisfallet fortsätter att pressa ner inflationen kommande månader. Sommarens torka kan ge viss inflationseffekt men hittills har bidragen varit små. I detta läge blir stigande löner en viktig pusselbit för ECB. Men även om lönerna växlat upp är impulsen inte tillräckligt stark för att inflationsmålet ska nås. Den underliggande inflationen har sedan 2013 legat stabilt

kring 1 procent och väntas stiga långsamt de kommande åren till ca 1,5 procent. Historiskt har inflationen haft svårt att nå över målet utan draghjälp av mer volatila komponenter som energi och mat. **Mätt som årsgenomsnitt faller inflationen till 1,1 procent i år och stiger därefter till 1,5 procent 2020**.

Sannolikheten för ECB-höjning 2019 minskar

ECB har nu tagit första steget bort från den okonventionella penningpolitiken genom att **från och med januari avsluta obligationsköpen** (kuponger och förfall återinvesteras). Vid senaste ECB-mötet i december tydliggjorde ECB att målsättningen är att stocken av obligationer köpta i olika länder ska behållas på i stort sett samma nivå som i slutet av 2018 och att övergången till ECB:s nya kapitalkvot (som innebär minskade andelar för t ex Italien) ska ske gradvis för att inte försämra marknadens funktionssätt. Nuvarande kommunikation tyder på små, om ens några, policyförändringar i närtid och att räntan höjs tidigast efter sommaren 2019. Även om ECB alltså ser balanserade risker för ekonomin tilltar dock motvinden när BNP växlar ned samtidigt som inflationen och inflationsförväntningarna faller. **Marknaden har de senaste månaderna blivit mer duvaktig och prisar överhuvudtaget inte in någon förändring av räntan i år**.

Fallande inflationsförväntningar



Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

I denna miljö tror vi nu på en något mjukare väg framåt än tidigare. Vi bedömer att ECB i någon mån går marknaden till mötes med en första höjning först i december i år och att man då nöjer sig med att höja depositräntan med 15 räntepunkter. År 2020 fortsätter en mjuk höjningscykel med 1 höjning av hela räntekorridoren med 25 punkter. **Risken är tydligt på nedsidan och sannolikheten har ökat att första höjningen senareläggs ytterligare**. För att tillgodose fortsatt tillgång på billig likviditet för banker väntar vi oss **under våren besked om nya TLTRO-lån** till rörlig ränta. Vad gäller frågan om efterträdare till Mario Draghi, vars mandat går ut i slutet av oktober, så kommer diskussioner, och spekulationer, att dugga tätt. Bundesbankschefen Jens Weidmann har lyfts fram som en het kandidat men vi tror att Tyskland är mer intresserad av ledande positioner i Bryssel än Frankfurt. Finlands Erkki Liikanen har nämnts som en kompromisskandidat om det inte går att nå en enighet om en kandidat från något av de större länderna.

Japan

Momshöjningens effekter avgör tillväxt- och räntebild

Med tidsbegränsade skattelättnader försöker Abe-regeringen mildra den omtvistade moms-höjningens negativa konsumtionseffekter 2019 och 2020. Ekonomin möter både inhemska och omvärldsstyrda nedåtrisker. Inflationsmålet är fortsatt utom räckhåll för Bank of Japan. Därmed fortsätter centralbanken sin ultralätta penningpolitik trots avtagande nytta och växande lönsamhetspress inom banksektorn p g a den flacka avkastningskurvan.

Japans BNP-tillväxt uppvisar en fortsatt hög volatilitet. Efter ett starkt andrakvartal 2018 sjönk BNP med 0,3 procent under tredje kvartalet främst p g a ett **negativt exportbidrag** till följd av produktionsstörningar kopplade till bl a sommarens extremväder samt vikande global efterfrågan. **BNP-tillväxten 2018** väntas landa på **1,1 procent**. Under **2019** och **2020** blir BNP-tillväxten **1,0** och **0,8**. Ekonomin fortsätter därmed att växa snabbare än sin trend på 0,5 procent men nedåtriskerna dominerar.

Den planerade **momshöjningen 1 oktober 2019 från 8 till 10 procent** är ett riskmoment och ger ett negativt BNP-bidrag på ca **0,5 procentenheter 2020**. Samtidigt klingar effekterna från tidigare finanspolitiska stimulanser gradvis av medan OS-relaterade investeringar (Tokyo 2020) är på väg att slutföras. För att **mildra momseffekten** på privat konsumtion – som står för 60 procent av BNP – genomför Abe-regeringen **vissa tidbestämda skattelättnader** för t ex hushållens räntekostnader och bilköp. Regeringen eftersträvar att finanspolitikens inverkan på tillväxten **2020 ska vara neutral** och målet om balans i de offentliga finanserna har senarelagts till 2025 från tidigare 2020. Budgetunderskottet blir årligen 2-3 procent av BNP 2019-2020 medan offentlig skuld ligger kvar på strax under 240 procent av BNP.

Japanska företag visar på fortsatt god framtidstro (Tankan) och höga vinster ger utrymme för investeringar 2019-20. Ekonomin är också i stort sett opåverkad av handelskriget mellan USA och Kina. Handelsavtalet Japan-EU från juli förra året träder i kraft 1 februari vilket påverkar företagen positivt. Samtidigt återupptar Japan handelsförhandlingarna med USA i början av 2019.

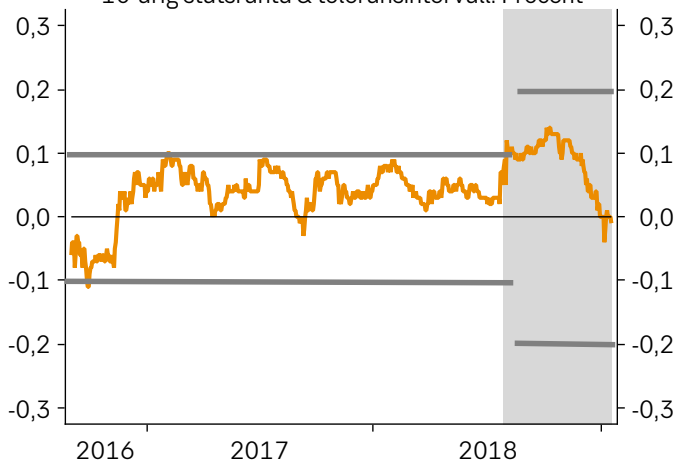
Med en **arbetslöshet på i dag runt 2,5 procent** är ekonomin ansträngd. Bank of Japan (BOJ) uppskattar produktionsgapet till +2 procent av BNP. Arbetslösheten väntas falla till **2,2 procent i slutet av 2019 och 2,0 procent i slutet av 2020**. Sett från ekonomins utbudssida skapar **demografisk motvind** fortsatta påfrestningar men åtgärder för att öka arbetskraften bär frukt; kvinnors och äldre personers deltagandegrad har stigit samtidigt som antalet utrikes födda på arbetsmarknaden ökar. Fr o m 1 april möjliggör regeringen ökad arbetskraftsinvandring med 340 000 utländska arbetare på fem år. Regeringen oroas av att antalet födda 2018 bedöms bli det lägsta på 120 år.

En accelererande minskning av den arbetsföra befolkningen driver upp bristtalen, särskilt inom tjänstesektorn, och **lönertillväxten**. 2018 års lönertillväxt på 2 procent kan kopplas till arbetskraftsbristen men beror också på en större utbetalning av

sommarbonus. **Under 2019 och 2020 väntas årlig lönertillväxt landa på mellan 1,5 och 2 procent.**

Trots lönertillväxt ligger **inflationsriskerna fortfarande på nedsidan** och centralbanken står inför fortsatta utmaningar att uthålligt nå inflationsmålet 2 procent. Ett lågt oljepris är tillväxtmässigt gynnsamt för den oljeberoende japanska ekonomin men försvårar uppfyllandet av inflationsmålet. Momsen höjer tillfälligt inflationen men **BOJ bedöms ändå inte klara inflationsmålet; KPI-inflationen exkl. livsmedel var 2018 1,0 procent. I år och 2020 väntas inflationen bli 1,0 och 1,3 procent.**

Lägre långränta minskar värdepappersköpen
10-årig statsränta & toleransintervall. Procent



Källa: Macrobond, SEB

Vi står fast vid prognosen att **BOJ försöker styra räntorna så att de ligger nära 0 procent åtminstone under 2019 trots att variationsbandet utvidgats** (se diagram). Monetära basen fortsätter därmed att växa med 5-10 procent årligen. Långsiktiga inflationsförväntningar (5-10-åriga) hos hushåll, företag och ekonomer har de senaste åren legat besvärande stabilt på runt 1,2 procent. Penningpolitiken innebär fortsatta **påfrestningar för det finansiella systemet** genom **lönsmamhetspress** samtidigt som den ultralätta politiken uppmuntrar till **ökat risktagande**. Vår bedömning är att **USD/JPY handlas till 104 i slutet av året och 100 i slutet av 2020**; en yenförstärkning p g a ökad global riskaversion gör uppfyllandet av inflationsmålet ännu svårare.

Storbritannien

Avtalslöst EU-utträde undviks men osäkerhet består

Det brittiska EU-utträdet har redan hämmat tillväxten via svagare investeringar och fortsätter att styra den ekonomiska utvecklingen i Storbritannien under prognosperioden. Vi räknar alltså med att ett avtalslöst utträde undviks men osäkerheten om den framtida relationen består. Trots tillväxt under trend är arbetsmarknaden stram och vi ser tydliga tecken på accelererande lönetillväxt. Det här skapar oro hos centralbanken för det framtida kostnadstrycket och bidrar till ytterligare räntehöjningar under prognosperioden.

Efter en svag inledning på 2018 accelererade brittisk tillväxt till 0,6 procent på kvartalsbasis tredje kvartalet. Detta var delvis en rekyl efter det svaga första halvåret och överdriver därför den underliggande styrkan i ekonomin. Det oklara läget när det gäller EU-utträdet har troligen också haft en tillfällig expansiv effekt genom att brittiska företag bygger upp lager samt tidigare lägger försäljning för att överbrygga ett eventuellt avtalslöst EU-utträde i mars. Månadsdata för fjärde kvartalet tyder på en viss avmattning men ändå hyfsad avslutning på året. Samtidigt är det tydligt att **Storbritanniens EU-utträde hämmar den underliggande ekonomiska aktiviteten**; givet den svaga valutan och utvecklingen i omvärlden borde tillväxten ha varit starkare de senaste två åren.

en tillväxtrisk när hushållens konsumtion utgör drygt 60 procent av BNP.

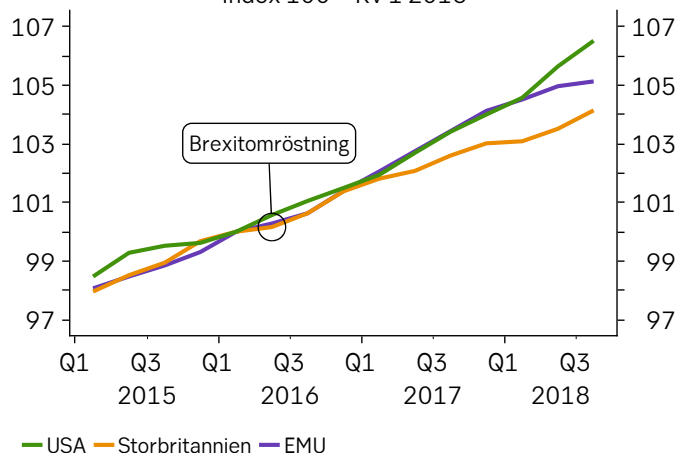
Osäkerheten om EU-utträdet har bidragit till att investeringarna fallit de senaste tre kvartalen. En enkät om företagens investeringsplaner indikerar också lägre optimism vad gäller investeringar framöver. Kommer ett utträdesavtal på plats bör dock **investeringarna återhämta sig mot slutet av 2019 och under 2020**. I vårt huvudscenario räknar vi därför med små förändringar i tillväxten under prognosperioden. **BNP-tillväxten 2018 och 2019 väntas bli 1,4 resp. 1,3 procent och därefter förutses en viss acceleration till 1,6 procent 2020**. Skulle Storbritannien däremot lämna EU utan en övergångslösning blir de negativa konsekvenserna betydande. **Skattningar tyder på att de långsiktiga effekterna kan dämpa tillväxten med mellan 0,4 och 1,0 procent per år under de kommande 15 åren**. Rimligen bör effekterna vara störst inledningsvis, vilket talar för en recession i Storbritannien.

Den brittiska arbetsmarknaden är fortsatt stram även om sysselsättningsuppgången har bromsat upp under hösten. Det senaste året har sysselsättningen ökat med i genomsnitt 86 000 personer per månad. Arbetslösheten bottnade ur på 4,0 procent under sommaren men ligger nu på 4,1 procent, vilket alltså är en historiskt låg nivå. Normalt ska en så pass stram arbetsmarknad driva på lönetillväxten och **de senaste månaderna har den nominella lönetillväxten också tagit fart. I oktober steg lönerna med drygt 3,5 procent i årstakt**, vilket är den snabbaste uppgången på nästan tio år. Arbetskraftsutbudet påverkas nu även negativt av att EU-medborgare i ökad utsträckning väljer att lämna Storbritannien och nettoinvandringen från EU-länder till Storbritannien har fallit till den lägsta nivån sedan 2012, vilket på sikt kan förvärra de redan strama förhållandena på den brittiska arbetsmarknaden.

Ett svagt pund har gynnat den brittiska exportsektorn. Trots det visar den senaste statistiken att **handelsbalansunderskottet återigen ökar och bytesbalansunderskottet växte till 5% under kv 3**. Det väcker vissa farhågor inför EU-utträdet. Allt tyder på att ett framtida frihandelsavtal mellan Storbritannien och EU (om det blir av) främst kommer att omfatta varuhandel medan tjänstehandeln kommer att drabbas av olika begränsningar. Utträdet kommer därför troligen ha en negativ inverkan på brittisk bytesbalans även om det är svårt att bedöma hur stor effekten blir. Vi räknar vidare med att pundet

BNP i USA, Storbritannien och EMU

Index 100 = Kv 1 2016



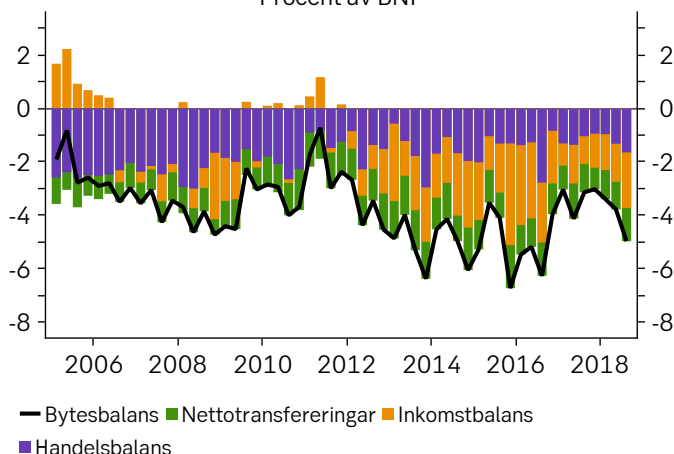
Källa: BEA, ONS, Eurostat

Det oklara läget för EU-utträdet i slutet på mars gör prognosen extra osäker. Vid ett mer kontrollerat utträde med en övergångslösning, som alltså är vårt huvudscenario, bör de **negativa ekonomiska konsekvenserna av utträdet bli ganska begränsade**. Samtidigt kvarstår alltså osäkerheten om hur en framtida handelsrelation mellan EU och Storbritannien kommer att utformas. Men det är inte bara Brexit som utgör en risk. **Hushållens sparkvot ligger alltså kvar på historiskt låga nivåer** och den reala lönetillväxten är alltså låg. Behovet av en konsolidering och ett ökat sparande hos hushållen bör rimligen dämpa hushållens efterfrågan under prognosperioden vilket är

stärks om det brittiska parlamentet slutligen accepterar ett utträdesavtal vilket också borde dämpa exporten något.

Storbritanniens bytebalans försämrats

Procent av BNP



Källa: U.K. Office for National Statistics (ONS)

Osäkerheten runt EU-utträdet spiller också över på utsikterna för penningpolitiken. Styrräntan höjdes till 0,75 procent i augusti förra året när tillväxten repade sig samtidigt som centralbankens bedömning är att KPI-inflationen ligger kvar över målet under prognosperioden. Det verkar dock som att **centralbanken i första hand fokuserar på den strama arbetsmarknaden och den accelererande lönetillväxten** som man befärar kan komma att driva upp det inhemska kostnadstrycket. Även om vår bedömning är att KPI-inflationen följer utvecklingen i den underliggande inflationen och faller något under målet under 2019, tror vi att centralbanken fortsätter att höja räntan givet ett ordnat EU-utträde. När nu utträdet verkar dra ut på tiden gör det att Bank of England dröjer med ytterligare åtstramning så länge osäkerheten består. I år räknar vi med **ytterligare en räntehöjning i vårt huvudscenario till 1,0 procent i slutet av 2019** och den långsamma takten består med en höjning till 1,25 procent under 2020.

Pundets värde styrs nästan helt av de pågående utträdesförhandlingarna och den inhemska politiska situationen.

Problemen med att förankra det förhandlade avtalet i parlamentet har försvagat pundet eftersom risken för ett avtalslöst utträde har ökat påtagligt. Fortsatt osäkerhet avseende det brittiska utträdet gör att en riskpremie på pundet alltjämt är befogad. Vi räknar med att pundet fortsätter att handla på en ganska svag nivå mot euron så länge den osäkerheten består. Skulle parlamentet acceptera ett avtal som medför ett ordnat utträde räknar vi med att pundet stärks när den riskpremien faller. Vidare bör **stramare penningpolitik ge ytterligare sjuds åt pundet under året och EUR/GBP ligger på 0.83 i slutet på 2019, och 0.86 i slutet på 2020.**

Brexitprocessen – från besvärlig till surrealistisk

Med röstsiffrorna 202 för och 432 emot röstades uppgörelsen om EU-utträdet ned av det brittiska underhuset. Det var det största nederlaget någonsin i en omröstning i det brittiska parlamentet. Efter det tydliga utfallet förefaller den plan för EU-utträdet som regeringen har förhandlat med EU under de senaste två åren vara död. Det räcker inte med några mindre justeringar eller enstaka eftergifter från EU för att förändra ett så massivt motstånd i parlamentet. Regeringen är nu tvingad att välja en annan väg om man vill lämna EU under ordnade former.

Även om ett avtalslöst utträde den 29 mars alltjämt gäller så kan det nog uteslutas eftersom ett sådant utträde saknar stöd i underhuset. Men vad finns det då för andra alternativ? Att omförhandla avtalet med EU i grunden är ett alternativ men det är knappast en gångbar väg framåt eftersom det skulle tvinga parterna att göra avkall på sina grundprinciper. EU vill t ex värna de fyra friheterna och tillåter inte att Storbritannien väljer ut godbitarna av ett medlemskap. Vill britten vara en del av EU:s inre marknad och dra nytta av den måste man samtidigt acceptera olika inskränkningar och skyldigheter som omfattas av ett medlemskap. Avtalet var just en sådan kompromiss som tog hänsyn till parternas grundläggande principer, men kunde trots det inte accepteras av det brittiska parlamentet. Då återstår egentligen bara alternativet med ett avtalslöst utträde, vilket innebär att alla relationer klipps fullt ut vid midnatt den 29 mars utan övergångslösning, utan frihandelsavtal och utan avtal om den framtida relationen på något av de områden där EU-medlemskapet idag innebär ett naturligt samarbete.

Det har även talats om andra alternativa lösningar som att söka medlemskap i EFTA kompletterat med en begränsad tullunion för att säkerställa en öppen gräns mellan Irland och Nordirland. Ett annat förslag är att helt enkelt avbryta utträdesprocessen helt, vilket legalt är följt möjligt, för att sedan formulera vilken typ av relation Storbritannien vill ha med EU efter utträdet och därefter inleda en ny utträdesprocess enligt artikel 50. Ett annat alternativ är att helt enkelt vältra över avtalet på folket i en ny folkomröstning om Storbritannien ska lämna EU baserat på överenskommelsen eller stanna i EU. Frågan är bara varför ett utfall från en ny folkomröstning skulle göra det enklare för parlamentet att godkänna samma avtal som man just har ratat?

Oavsett vad som händer med det brittiska EU-medlemskapet i framtiden så börjar en sak bli allt tydligare. Ett beslut och ett utträde redan den 29 mars i år är allt mindre sannolikt. Nästan oavsett vilket alternativ man förordar så är tiden för knapp. Vi räknar därför med att utträdestiden förlängs med minst 3 månader såvida man från brittiskt håll inte återkallar utträdesansökan innan dess. Alla alternativ har sina för- och nackdelar men oavsett vilket lösning som i slutändan förordas är det en mycket besvärlig process att bryta upp en relation mellan nationer som har utvecklats på alla nivåer under nästan ett halvsekel.

Konsekvenserna av det brittiska utträdet vad gäller tillväxt och investeringar har varit synbara sedan början på 2017, trots att olika aktörer sannolikt antagit att det skulle vara möjligt att nå en acceptabel övergångslösning utan omfattande inskränkningar. Om ingen alternativ lösning snabbt presenteras är det rimligt att tro att risken för ett avtalslöst utträde nu får allt större negativa konsekvenser på ekonomin.

Kina

Inbromsningen fortsätter 2019 och nedåtrisker kvarstår

Aktiviteten i kinesisk ekonomi fortsätter att tappa momentum. Tillverkningsindustrin pressas av pågående handelskrig och minskad inhemsk efterfrågan p g a strukturella reformer. Tillväxten faller till 6,3 procent i år och 6,1 procent 2020. Handelskriget kastar långa skuggor över stämningsläget. En svagare US-dollar och mjukare Fed minskar försvagningsstrycket mot yuanen och möjliggör en viss förstärkning mot dollarn i år och 2020.

Officiella och preliminära inköpschefsindex **PMI** för tillverkningsindustrin har fallit gradvis sedan maj 2018 till under 50. Därmed befinner sig **industrin i "kontraktionszonen"** vilket bekräftar utmaningarna för den ekonomiska politiken under 2019 och 2020. Industriproduktionen sjunker p g a varaktig svaghet i textil- och bilproduktion och trots miljökravslättnader som håller uppe aktiviteten i metall- och stålindustrin. Bilförsäljningen har bromsat in kraftigt det senaste halvåret och detaljhandelsförsäljningen har överlag överraskat åt det svagare hållet.

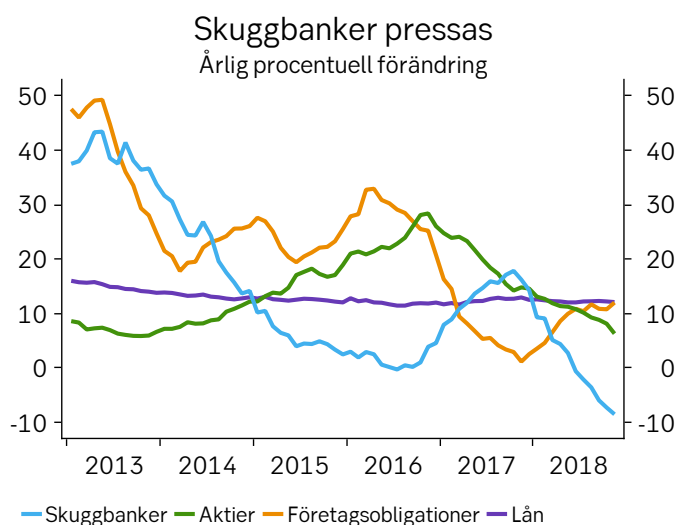
Under 2019 väntas utmaningarna öka ytterligare efter ett totalt sett bra tillväxår **2018 på 6,6 procent** (i linje med officiellt tillväxtmål på "runt 6,5 procent"). Första halvåret 2018 var starkt medan andra halvåret blev klart svagare än väntat. Ekonomin söker fortfarande efter en botten för inbromsningen medan strukturella reformer och handelskrig håller tillbaka ekonomisk aktivitet. **BNP-tillväxten blir 6,3 och 6,1 procent 2019 och 2020.**

Det finns också **ljusglimtar** i vissa data, t ex en stabilisering i investeringstillväxten; statskontrollerade företag uppvisade en svag investeringsökning i slutet av 2018. Tjänstesektorn, som utgör mer än hälften av BNP, uppvisar fortsatt expansion enligt inköpschefsindex. Vi bedömer dock att en **bredare återhämtning synliggörs först under andra halvåret 2019.**

Handelskriget med USA har påverka stämningsläget; Kinas börser föll t ex med drygt 25 procent 2018. Förhandlingarna med USA fortskrider inför deadline 1 mars och signalerna i början av året är positiva. Om ingen överenskommelse nås höjer USA tullarna på kinavaror från 10 till 25 procent. Trots senaste tidens tecken på framsteg i handelssamtalen fortsätter Washington att kräva strukturreformer. Kina har å sin sida redan tonat ned retoriken kring "Made in China 2025". Men det lär bli mycket svårare att nå uthålliga avtal. I närtid kan framsteg i handelssamtalen ge viss positiv tillväxteffekt.

Strukturella reformer är i fokus. Merparten av tillväxtinbromsningen beror på effekter av åtgärder som syftar att minska finansiella stabilitetsrisker och miljöpåverkan. **Kinesiska myndigheter har gjort tillslag mot skuggbanker**, vilket har gjort det svårare för små och medelstora företag att få tillgång till krediter. Finansiella förhållanden har sammantaget blivit stramare trots fortsatt stabil utlåning från bankerna. Trots att centralbanken har fortsatt att sänka kassakraven (se nedan) säger anekdotisk information att vissa företag har fått produktionsstörningar på grund av uteblivna krediter.

Kinas penningpolitik förblir – utifrån ett ränteperspektiv – officiellt neutral 2019 och 2020 (för mer om Kinas policydilemma, se temaartikel på s 27) men centralbanken vidtar olika åtgärder som ska utöka säkerställa kreditaccess för små och medelstora företag. I januari 2019 sänktes kassakravet med 1 procentenhet till 13,5 procent. Vi räknar med att kassakravet sänks ytterligare tre gånger under 2019 till 12,0 procent; under 2020 hålls kravet oförändrat. Hittills sänkta kassakrav har emellertid haft måttlig effekt på kreditutbudet vilket tvingar centralbanken att pröva åtgärder som förbättrar penningpolitikens transmission. Mot bakgrund av det utmanande makroekonomiska läget föredrar många banker att äga statsrisk istället för företags- och kreditrisk.



Källa: CEIC, SEB

Kinesiska yuanens återhämtning väntas fortsätta. **Mot dollarn** handlas yuanen till **6,75 och 6,55 i slutet av 2019 och 2020.** En något svagare dollar, förhoppningar om framsteg i handelssamtalen samt att kinesiska obligationer inkluderas i Bloomberg Barclays obligationsindex från april 2019 har minskat pressen på yuanen. Även en mjukare Fed ger visst yuansöd. Däremot utgör ett sammanbrott i handelsförhandlingarna med USA en stor försvagningsrisk för yuanen.

Tema: Policyhuvudvärk

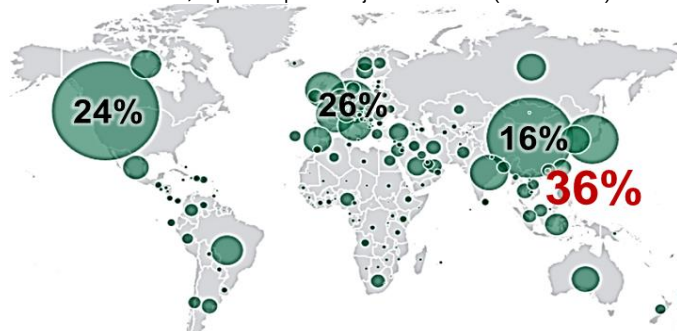
Kinas och USA:s penningpolitik alltmer sammanlänkade

Kinas tilltagande tecken på ekonomisk svaghet har blivit en allt viktigare pusselbit för Federal Reserve att väga in i sina penningpolitiska beslut. Kinas finansiella balans möter växande utmaningar i takt med att USA höjer och Kina låter sina styrräntor ligga still. Destabiliserande valutautflöden från Kina riskerar tillföra global finansoro och tvångsutförsäljningar av amerikanska statspapper i ett läge med oroväckande stora amerikanska budgetunderskott.

Kinas BNP-tillväxt på 6,6 procent 2018 fortsätter att imponera. **Bilden av 2019-20 är dock betydligt mer utmanande** efter höstens tilltagande tecken på ekonomisk svaghet. Kinas strukturella och cykliska inbromsning komplicerar Pekings val av optimal ekonomisk-politisk mix (se mer om Kinas ekonomi på sidan 26).

Kinas ekonomiska och finansiella utveckling har kommit att spela en allt viktigare roll vid utformningen av USA:s penningpolitik. **Federal Reserve** (Fed) brukar inte namnge enskilda länder i sin analys av omvärldsläget men i ett av senhöstens penningpolitiska protokoll **omnämndes Kina hela nio gånger** – bara en gång kopplades Kina ihop med den pågående handelskonflikten.

Asien utgör 36 procent av världsekonomin
BNP 2019, löpande pris. Miljarder dollar (Källa: IMF)



För **USA:s del utgör total export bara ca 10 procent av USA:s BNP** (8 procent går till Kina). Att Asiens ekonomier står för 36 procent av global BNP och att asiatiska varor och tjänster är integrerade i globala produktionskedjor innebär att också Kinas både ekonomiska tillväxt och finansiella balans är relevant för USA. Därmed **påverkas Feds monetära frihetsgrader**.

Korträntedifferens nu uttraderad...pressar yuane

Sedan slutet av 2015 har Fed höjt styrräntan från 0,25 till 2,50 procent. Under samma period har Kinas centralbank PBoC höjt räntan (7-dagars) från 2,25 till 2,50 procent. Det gör att **korträntedifferensen Kina-USA nu i princip är uttraderad**. Därmed har kinesiska yuane tappat räntestödet den haft de senaste tio åren. Det har bidragit till spekulationer om att **yuane ska passera 7,00 mot dollarn**. För fem år sedan var räntedifferensen ca 4 procentenheter och USD/CNY låg då på 6,10.

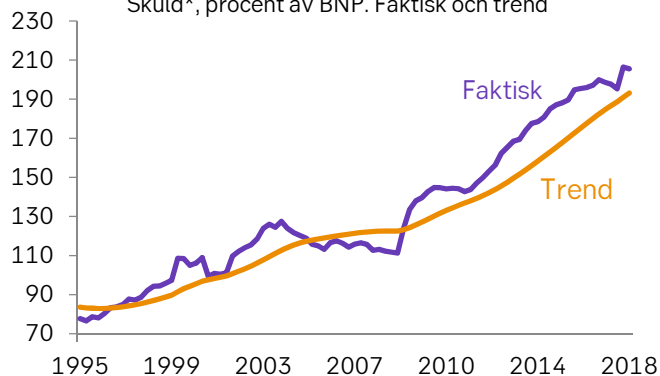
Den stora flödesrisken för yuane – och Fed – är om dels korträntedifferensen Kina-USA blir negativ, dels världen börjar tro på en svagare yuan mot dollarn. Det riskerar att skapa utflöden av kapital (se mer om storleken på sidan 28). Vår bedömning är

att Kina vill undvika så långt det är möjligt att låta yuane passera 7-nivån mot dollarn. Vår prognos är att **USD/CNY ligger på 6,75 i slutet av 2019 och 6,55 i slutet av 2020**. Genom att låta yuane stärkas med ca 5 procent mot dollarn mildras också risken för nya handelskonflikter med USA.

Vår prognos är att Fed höjer räntan ytterligare. Därmed skulle korträntedifferensen bli negativ vilket utmanar vår prognos för yuane. Mot bakgrund av Kinas skulduppbyggnad skulle Peking av finansiella stabilitetsskäl följa Fed och höja räntan. På Kinas nedåtrisker för tillväxten kan dock räntehöjningar ge problem.

Kinesisk skulduppbyggnad på hög nivå

Skuld*, procent av BNP. Faktisk och trend



* Total utlåning till privat icke-finansiell sektor. Källa: BIS

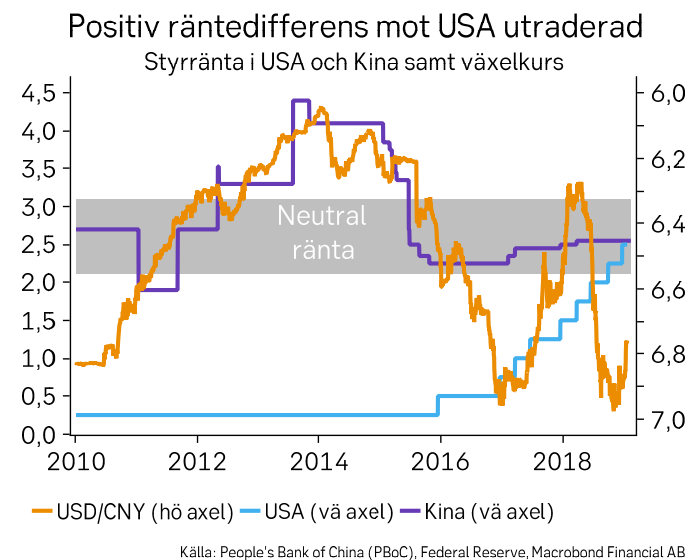
Sedan Lehman-kollapsen 2008, med efterföljande amerikanska okonventionella penningpolitik, har kinesiska företag – statliga och privata – samt utländska företag i Kina dragit stora finansieringsfördelar av låga räntor och tro på starkare yuan. En snabbt ökande kinesisk dollarskuld – idag på runt **3 000 miljarder dollar** – har varit en del i Kinas totala skulduppbyggnad (se graf).

Kreditpolitik omprövas – kinesisk ränta ligger still

Peking har därför 2017 **prioriterat en "kreditsanering"** för att dels minska finansiella stabilitetsrisker, dels göra den ekonomiska tillväxten mindre kreditberoende. Sett i backspegeln förefaller kreditpolitiken ha fått **större negativ tillväxteffekt** än planerat som delvis kan förklaras av att den sammanfallit med handelskrig och cyklisk inbromsning. Därför har Peking, utan att ändra långsiktig plan, valt att under 2018 **mjuka upp kreditrestriktioner** och försöka undvika att bygga in finansiell instabilitet.

Kinas **ekonomiska politik 2019-20** sammanfattas bäst med orden **diskretionär gradualism**. Därmed stimuleras tillväxten ge-

nom riktat stöd till specifika grupper. Under 2018 sänkte PBoC **kassakravet** för stora banker fyra gånger med totalt 2,5 procentenheter till 14,5 procent. I januari 2019 sänktes kassakravet igen med 1 procentenhet till 13,5 procent. Kravet sänks ytterligare tre gånger under året till 12,0 procent för att därefter lämnas oförändrade 2020. Målet med ökad kreditexpansion är underlätta kreditgivning till små och mellanstora företag vilka påverkats av t ex handelstullar och utrensning av skuggbanker. **Styrräntorna** lämnas dock oförändrade under prognosperioden trots ökade tillväxtrisker i Kinas ekonomi – räntesänkningar riskerar att påskynda rörelsen mot negativ räntespread mot USA.



Även finanspolitiken är expansiv. I år sänks **skatter och avgifter** för motsvarande över 1 procent av BNP, lättnader riktade mot hushållen och företag. Med en offentlig skuld på 72 procent av BNP (IMF:s mått som är högre/bredare än det officiella skuldmåttet) finns beredskap för ytterligare åtgärder. Lokala regeringar uppmanas också att **tidigarelägga infrastruktursatsningar**; det ökar åter på lokal och regional nivå men är det mest effektiva verktyget för att snabbt få upp Kinas tillväxttakt.

Kina: Starka muskler för att hantera kapitalutflöden
Kinas utlandsställning 2017. Miljarder dollar

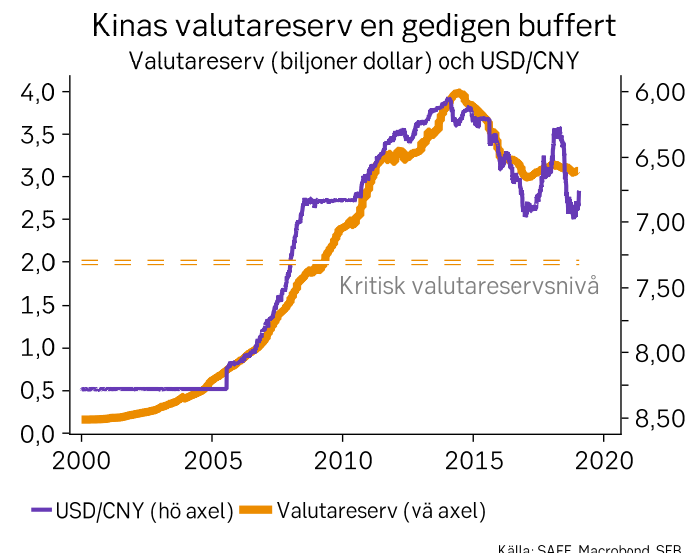
	Tillgång	Skuld
Direktinvesteringar	1 522	2 951
Portföljaktier	308	726
Obligationer	211	403
Bankinlåning	419	463
Lån	684	415
Handelskrediter	621	289
Övrigt	57	44
Valutareserv	3 206	--
Total	7 028	5 291

Korträntedivergens mellan Kina och USA under 2019 och 2020 – antingen genom att Kina sänker och/eller USA höjer – riskerar alltså att skapa destabiliserande utflöden. Att Kinas och USA:s BNP-tillväxt mattas samtidigt underlättar för Fed och PBoC att kunna föra en synkroniserad räntepolitik som inte är destabilise-

rande för egna landet och därmed för världen. **Både USA:s och Kinas neutrala ränta**, d v s den nivå på räntan som vare sig stimulerar eller hämmar ekonomisk tillväxt, **uppskattas¹ ligga på ca 2,6 procent**. Där ligger redan både Fed och PBoC idag.

Växande risk för destabiliserande valutautflöden

De senaste 20 åren har **Kinas valutareserv** vuxit från 160 till i dag **3 062 miljarder dollar**. En klart bidragande faktor har varit bytesbalansöverskott mot omvärlden (ackumulerat 3 200 miljarder dollar t o m 2017) samt utländska företags omfattande direktinvesteringar i Kina.



Vår slutsats är att yuansen sannolikt kan stå emot destabiliserande kapitalutflöden **även om USA höjer räntan ytterligare något** men det kräver även att Peking tydligt visar att man **inte har för avsikt att låta yuansen försvagas**.

Destabiliserande valutautflöden har två huvudkällor:

■ **Kinas dollarlån amorteras**. Dessa lån uppskattas, som nämnts ovan, uppgå till ca 3 000 miljarder dollar. En rimligt stor andel av dollarlånen bör ha använts för att finansiera Kinas köp av aktier och bolag i utlandet. Men om dollarlånen använts i Kina finns numera goda skäl att ersätta dessa med yuanylån. Det innebär att yuan säljs i utbyte mot dollar och kapitalutflöde uppstår. För att stabilisera yuansen kan PBoC tvingas till valutainterventioner genom t ex försäljningar av amerikanska statspapper.

■ **Utländets direktinvesteringar i Kina**. Av tabellen över Kinas tillgångar och skulder mot omvärlden (utlandsställning) framgår att utlandets största fordran på Kina utgörs av direktinvesteringar i kinesiska företag (2 951 miljarder dollar). Vår bedömning är att en hel del av dessa investeringar är oskyddade mot rörelser i yuansen bl a baserat på en tro om en starkare yuan. Om den bilden förändras och yuansen tappar i värde finns skäl att valuta-säkra direktinvesteringar genom t ex nya lån i yuan – återigen kan PBoC tvingas sälja amerikanska statspapper.

Kinas valutareserv är tillräckligt stor för att kunna hantera en hel del kapitalutflöden. Men för USA kan minskad valutareserv ge utförsäljningar av statspapper i ett läge där USA:s budgetunderskott är oroväckande höga och Fed minskar sitt eget innehav. Därför ligger det i Feds intresse att noga följa Kinas ekonomi och korträntedifferensens utveckling.

¹ Estimater för neutral ränta är framtagna av SEB (för USA) och av Internationella valutafonden IMF (för Kina).

Indien

Det kommande valet präglar den ekonomiska politiken

Tillväxten har toppat men får stöd från Modiregeringen som driver den ekonomiska politiken i en allt mer expansiv riktning inför parlamentsvalet i april-maj. Detta gäller både finans- och penningpolitik. Spänningarna mellan regering och centralbank (RBI) har resulterat i ett ledarskifte på RBI som väntas föra en mer duvaktig politik framöver. Rupien återhämtade sig i takt med det sjunkande oljepriset men ledarskiftet för RBI och oro kring centralbankens självständighet har lett till förnyad försvagning.

Tredje kvartalet bromsade BNP-tillväxten in till 7,1 procent i årstakt jämfört med 8,2 procent andra kvartalet. Trots inbromsningen är tillväxttakten relativt stark i ett historiskt perspektiv och inköpschefsindex ligger klart över 50-nivån för både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn. Industriproduktionen fortsätter utvecklas starkt och ökade i oktober med över 8 procent i årstakt. Bilförsäljningen, som är en bra indikator på hushållens efterfrågan, har dock stagnerat. Valet i april-maj rycker närmare och en mer expansiv ekonomisk politik från regeringen kommer åtminstone i närtid ge extra skjuts till tillväxten. Vår bedömning är att **BNP ökade med 7,6 procent 2018**. Framöver väntas BNP öka med **7,8 procent 2019** och **7,3 procent 2020**.

Oljeprissvängningarna får rejält genomslag tack vare den omfattande nettoimporten av energi. Det **lägre oljepriset** skapar nu ett antal **positiva effekter**. Underskottet i bytesbalansen vidgades tredje kvartalet men det kraftiga oljeprisfallet gör att underskottet hålls i schack framöver. Till detta bidrar även rupieförsvagningen som ger visst exportstöd och minskar underskottet i handelsbalansen. Ett lägre oljepris gör även att statens utgifter för bränslesubventioner minskar.

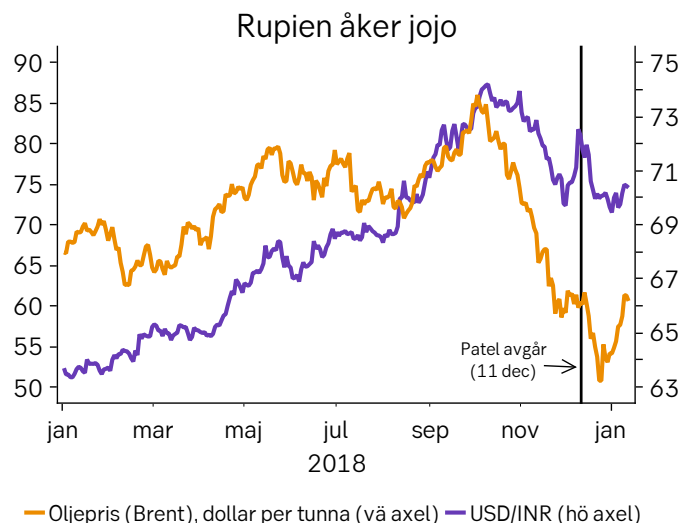
Den ekonomiska politiken präglas allt mer av det kommande **parlamentsvalet i april-maj**. Modis BJP-regering har redan tidigare genomfört åtgärder som gjort finanspolitiken mer expansiv, bland annat genom att efterskänka lån till jordbrukare. Öväntat svaga resultat för BJP i delstatsvalen i december kan tolkas som motstånd mot regeringens reformprogram. Även om BJP fortfarande har goda chanser inför valet har bakslagen i valen skapat oro i regeringen och risken för att den kommer att föra en än mer expansiv ekonomisk politik har ökat.

I december föll KPI-inflationen till 2,2 procent, vilket var den femte månaden i rad med inflation under målet på 4 procent. Dämpningen drivs dock till stor del av lägre livsmedelsinflation och KPI-inflationen väntas accelerera igen. Kärninflationen dämpades något men väntas ligga kvar på en hög nivå framöver när kapacitetsutnyttjandet drivs upp av fortsatt god tillväxt. Hushållens inflationsförväntningar dämpades något i december. Mätt som helårsgenomsnitt blev **inflationen 4,0 procent 2018**. Vår prognos är att inflationen hamnar på **3,7 procent 2019** och **4,3 procent 2020**.

Spänningarna mellan regeringen och centralbanken tog en oväntad vändning i december då **RBI-chefen Urjit Patel avgick**.

Regeringen har försökt påverka centralbankens politik på flera områden, bl a genom att förespråka mjukare hantering av bankregleringar och en mer duvaktig räntepolitik men även genom en höjning av den utdelning som tillfaller statskassan. Patels företrädare, Raghuram Rajan, fick inte sitt mandat förlängt av regeringen, sannolikt på grund av hans frispråkighet och Patels avgång reser **åter frågetecken kring centralbankens självständighet**. Regeringen utsåg snabbt Shaktikanta Das till **ny centralbankschef**. Das har en bakgrund från finansdepartementet och bedöms vara mer benägen att anpassa politiken enligt regeringens önskemål. Resultatet blir sannolikt en **mer tillväxtfrämjande politik på kort sikt** vilket kommer att skada förtroendet för RBI:s självständighet.

RBI höjde under 2018 styrräntan två gånger till nuvarande nivå på 6,50 procent. Vår bedömning är att RBI med Das i ledningen kommer att föra en mjukare penningpolitik och vår **prognos** är att **centralbanken** nu är **klar med styrräntehöjningar**.



Källa: Macrobond Financial AB, Intercontinental Exchange (ICE), Macrobond, SEB

Efter att ha bottnat ur på en rekordlåg nivå mot dollarn i oktober återhämtade sig **rupien** i takt med det lägre oljepriset. Spänningarna mellan regeringen och RBI satte dock ny fart på rupieförsvagningen. Sedan början av 2018 har rupien tappat mer än tio procent mot dollarn. Vår prognos är att **USD/INR vid slutet av 2019 och 2020** ligger på **69,9** respektive **69,0**.

Ryssland

Höjda skatter ger låg tillväxt och högre inflation

BNP-tillväxten stabiliseras på en låg nivå i år på grund av höjda skatter och stram finans- och penningpolitik. Sanktionerna är inte avgörande men bidrar till att hålla tillbaka tillväxten. President Putin har utlovat ekonomiska och social förbättringar men genomgripande reformer för att förbättra produktivitetstillväxten kommer inte att genomföras. Rubeln försvagades 2018 men kommer nu sannolikt att stabilisera sig tack vare högre oljepriser och en gradvis lägre risk för sanktioner mot den ryska staten och centralbanken.

Rysk BNP växte med knappt 1,6 procent de första tre kvartalen 2018. Tillgänglig statistiken för fjärde kvartalet pekar på att aktiviteten i ekonomin ökade något och för helåret väntas BNP-tillväxten landa på 1,6 procent. Industriproduktion och jordbrukssektorn växer, men den importsubstitutionspolitik som initierades efter att USA och EU införde sanktioner 2014-2015 har inte gett det lyft som myndigheterna hoppats på. Privat konsumtion bidrog, tillsammans med exporten, mest till tillväxten 2018 men den momshöjning som trädde i kraft 1 januari 2019 gör att hushållens köpkraft mattas av något i år. Sammantaget **väntar vi oss BNP växer med 1,6 procent 2019** och att låga investeringar, en åldrande befolkning och svag produktivitetstillväxt bidrar till att **tillväxten endast når sin potential på runt 2 procent 2020**.

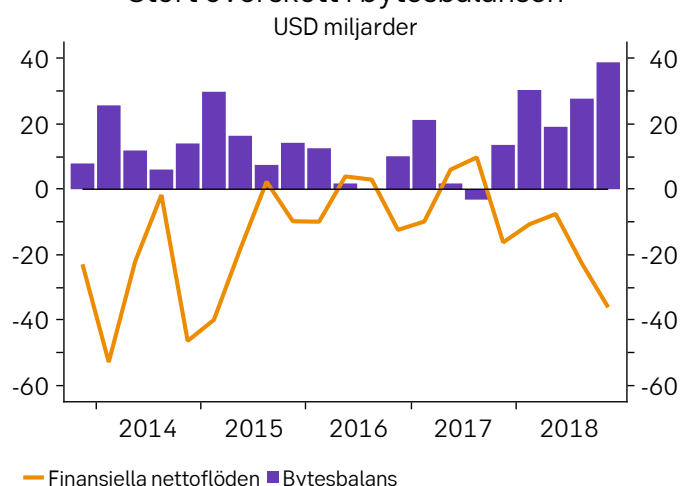
Omfattande sanktioner mot ryska staten eller centralbanken ingår inte i vårt huvudscenario, men är en betydande riskfaktor. Vår bedömning är dock att Kreml undviker att eskalera krisen med Ukraina samt att försöka påverka val i väst i betydande omfattning vilket begränsar motiven till nya sanktioner mot ryska staten. Ytterligare sanktioner mot enskilda personer och företag är att vänta, men effekten på makroekonomin blir relativt liten.

Inflationen steg gradvis förra året från ca 2,2 procent i årstakt i januari till 4,2 procent i december; något över centralbankens mål på 4,0 procent. Baseeffekter är en del av förklaringen, men ökningen drevs främst av en svagare rubel samt högre mat och drivmedelspriser. Nominella löneökningar på ca 10 procent i årstakt har också bidragit till accelerationen. **Inflationen ser ut att stiga ytterligare till strax över 5.0 procent i år** på grund av momshöjningen från 18 till 20 procent, **innan den faller tillbaka till runt 4,0 procent 2020**. Centralbanken har fört en stram och proaktiv penningpolitik i syfte att dämpa prisökningarna innan de driver upp inflationsförväntningarna. Den inriktningen har lyft bankens anseende bland internationella investerare, men mer jobb återstår för att övertyga konsumenter och företag i Ryssland. Vi väntar oss att centralbanken låter styrräntan ligga kvar på 7,75 procent vid nästa möte i februari, men att de höjer till 8,00 procent i mars då inflationen ser ut att falla i alltför långsam takt för att minska prisförväntningarna.

Trots en stram penningpolitik föll rubeln med mer än 15 procent mot dollarn 2018. Försvagningen var driven av lägre oljepriser och försämrade relationer, med framför allt USA, efter införandet av nya sanktioner i spåren av ryska försök till valpåverkan och cyber-attacker mot amerikanska och internationella organisationer. Flykten av privat kapital accelererade till USD

67,6 miljarder 2018 från 25,2 miljarder 2017, men täcks helt och hållet av bytesbalansöverskottet. Finansdepartementets köp av utländsk valuta vid oljepriser över USD 40 per fat innebär dock att rubeln förhindras från att stärkas kraftigt. Vår prognos är att **rubeln stabiliseras och slutar 2019 på 67,50 mot dollarn**. Under 2020 väntas rubeln försvagas något till en nivå mot dollarn runt 71, vilket delvis mildrar den relativt höga inflationens effekter på konkurrenskraften. Prognosen domineras av risker som kan försvaga rubeln ytterligare.

Stort överskott i bytesbalansen



Källa: Central Bank of the Russian Federation (CBRF), Macrobond, SEB

Förändringar i oljepriset har tidigare haft stor effekt på BNP-tillväxten, men en budgetregel som infördes 2018, vilken innebär att en del av oljeexportens intäkter avsätts i en statlig reservfond, kommer att minska volatiliteten i BNP. Det federala budgetutfallet 2018 ser ut att landa i ett överskott på ca 1,5 procent av BNP; det största sedan 2007. Satsningar på att förbättra demografin, sjukvården, utbildningssystemet, bostäderna, infrastrukturen, vetenskaplig utveckling samt den digitala ekonomin är på väg. Kreml kommer dock inte spendera överskottet de närmaste åren då man prioriterar en återuppbyggnad av budgetreserverna som dränerats sedan 2014. Finansieringen av satsningarna på ekonomin kommer att ske utanför budgeten via statligt ägda företag. Vi förväntar budgetöverskottet i år blir i paritet med förra årets men att statskulden ökar något till ca 15 procent av BNP på grund av garantier som ställs för upplåning av statliga institutioner.

Sverige

Tillväxten bromsar trots expansiv politik

Tillväxtutsikterna har mörknat de senaste månaderna med oroande signaler från såväl inhemsk ekonomi som exportindustrin. Därmed försvagas de krafter som kan kompensera för det kraftiga fallet i bostadsbyggandet som nu är på väg. En expansiv ekonomisk politik ger ändå visst stöd och 2020 växlar BNP-tillväxten upp igen. Låg inflation bidrar till att Riksbanken mjukar upp penningpolitiken något jämfört med decemberbanan och nöjer sig med en räntehöjning per år. I slutet av 2020 ligger styrräntan därmed på 0,25 procent.

BNP-fallet på 0,2 procent i kvartalstakt tredje kvartalet berodde delvis på tillfälliga faktorer som svag konsumtion orsakat av den nya bonus-malus skatten på bilar. Trots att data under fjärde kvartalet inte heller övertygat tyder det mesta på en BNP-rekyl uppåt. Att sentimentsindikatorer fallit tillbaka på bred front för såväl företag som hushåll tyder dock på att vi är inne i en mer underliggande avmattningsperiod. Främst beror detta på att bostadsinvesteringarna, som varit den främsta tillväxtmotorn de senaste åren, minskar kraftigt 2019. **BNP saktar in från 2,2 procent 2018 till 1,6 procent i år**; en betydande nedjustering med 0,6 procentenheter. Ungefär halva revideringen beror på överhängeffekter från försvagningen i slutet av 2018. **År 2020 väntas BNP återhämta sig något till 1,9 procent** när det negativa bidraget från bostadsbyggandet klingar av.

En expansiv finanspolitik, fortsatt låga räntor och en svag krona talar för att en ännu allvarligare ekonomisk avmattning kan undvikas. De underliggande förutsättningarna för investeringar och konsumtion är också goda. Ändå överväger nedåtriskerna även i Sverige. Skulle den internationella ekonomin gå in i en recession är **Sverige extra sårbart med tanke på de högt uppdrivna bostadspriserna** och bristen på penningpolitisk ammunition.

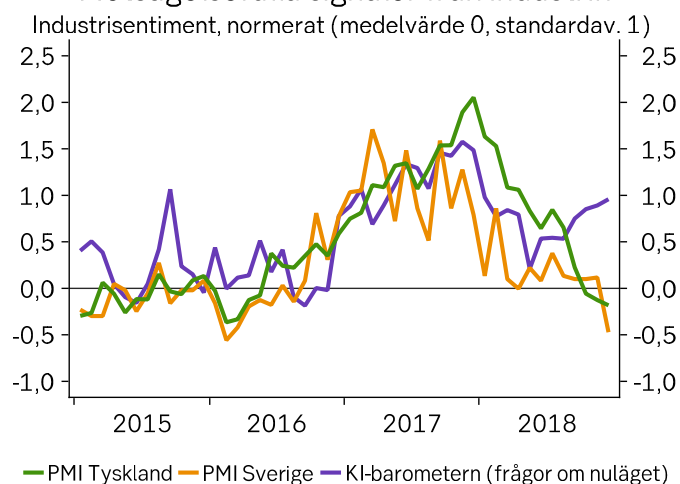
Lägre oljepriser gör att KPIF-inflationen faller under två procent i början av sommaren. Ett visst tryck uppåt från svag växelkurs och högre livsmedelspriser, i spåren av den torra sommaren, talar för att KPIF exklusive energi tillfälligt stiger i början av detta år, men det underliggande inflationstrycket fortsätter att vara måttligt. Trots motvind från inflationen räknar vi med att **Riksbanken åter höjer räntan i oktober i år**. Därefter genomförs ytterligare en höjning under 2020 så att styrräntan i slutet av prognosperioden ligger på 0,25 procent.

Politiken tar nu ett rejält steg i högerliberal riktning genom budgetsamarbetet mellan Socialdemokraterna, Miljöpartiet, Centern och Liberalerna. Därmed kan en ny Löfvenledd S+MP-regering tillträda. Ett sådant samarbete är både lugnande och oroande; vi får en regering med stabila möjligheter att få igenom sina budgetar men svekdebatter och interna slitningar innebär ett latent hot mot samarbetet som mycket väl kan brytas under mandatperioden. Finanspolitiken blir något mer expansiv än vi tidigare räknat med 2019 när det gemensamma programmet ska rullas ut. Trots det är de offentliga finanserna starka i ett europeiskt perspektiv; det offentliga saldot hamnar runt 0,5 procent av BNP under 2019 och 2020 och skuldkvoten fortsätter att falla.

Ökad osäkerhet om industrikonjunkturen

Indikatorer för industrin fortsätter att ligga på en hyfsad nivå. Det gäller framför allt KI-barometern där optimismen kring orderingång och produktion faktiskt ökat de senaste 3-4 månaderna. Det finns dock en risk för att **KI-barometern över-skattar den underliggande styrkan** och den tydliga nedgången för inköpschefsindex (PMI) i december var oroande. PMI-nedgången för industrin har i huvudsak sammanfallit med den tyska utvecklingen även om nedgången i Sverige varit något mildare vilket troligen beror på den svaga kronan och en lägre exponering mot bilindustrin. Vår prognos är att industriproduktionen ökar i en hyfsad takt framöver, främst driven av en förväntad **ökning av exporten med 3,4 procent i år och 3,3 procent 2020**. Detta är dock beroende av att europakonjunkturen återhämtar sig på det sätt som ligger i vår prognos.

Motsägelsefulla signaler från industrin



Källa: Konjunkturinstitutet, SCB, SEB

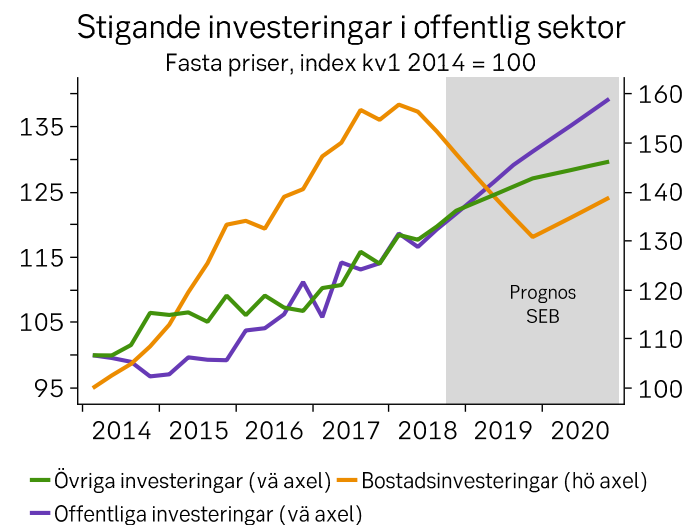
Överskottet i bytesbalansen har gradvis fallit från toppnoteringar på 8 procent av BNP före finanskrisen till i nuläget ca 2 procent efter en acceleration nedåt det senaste året. Att detta kunnat ske trots den svaga nivån på kronan reser frågan om en högre kostnadstrend i Sverige, jämfört med framför allt Tyskland, har urgröpt den relativa konkurrenskraften. Jämviktscursen för EUR/SEK har i så fall glidit uppåt de senare åren. I viss mån bedömer vi att så är fallet men med tanke på den höga vinstnivån i valutaexponerade branscher är det mycket svårt att se något generellt konkurrenskraftsproblem i svensk industri.

De viktigaste orsakerna till lägre överskott är snarare kapacitetsrestriktioner i exportindustrin i kombination med en snabb importökning i spåren av stark inhemsk efterfrågan. Med en avmattning i inhemsk efterfrågan är vår prognos att överskottet i bytesbalansen återhämtar sig något under de närmaste åren.

Bostadsbyggandet faller kraftigt i år

De senaste årens starka investeringsuppgång mattas nu betydligt i takt med omslaget för bostadsbyggandet. Antalet påbörjade bostäder vände tydligt nedåt tredje kvartalet 2018 och **2019 väntas bostadsinvesteringarna minska med 12 procent**. Därmed slår de senaste årens positiva bidrag till BNP-tillväxten om till ett kraftigt negativt som väntas kulminera på 0,7 procentenheter i slutet av 2019.

För övriga investeringar är bilden mer blandad. Ett högt kapacitetsutnyttjande och en god lönsamhet i svensk industri, delvis på grund av den svaga kronan, talar för stigande industriinvesteringar. Men SCB:s enkätundersökning visar på fortsatt stor tveksamhet i många branscher, vilket troligen återspeglar en ökad osäkerhet avseende hållbarheten för den mogna globala konjunkturen. Vår prognos är att industriinvesteringarna ökar med 3 procent i år. De offentliga investeringarna har under de senaste 2-3 åren varit mer expansiva än på länge och snabb befolkningstillväxt innebär att efterfrågan på offentlig service fortsätter att öka i en takt som kräver rejäla nyinvesteringar både i år och nästa år. Andra expansiva områden är investeringar i infrastruktur och logistik medan byggandet av affärslokaler nu mattas av kraftigt i spåren av detaljhandels problem. Sammantaget väntas **investeringarna öka med 2,0 procent i år och 2,8 procent 2020**. Exkluderas bostäder är uppgången fortfarande robust med ökningstal på 5,3 resp. 3,7 för 2019-2020.



Försiktiga hushåll trots starka finanser

Trots stark arbetsmarknad och ökande inkomster **fortsätter hushållen att vara försiktiga** och konsumtionsökningen tredje kvartalet 2018 var den långsammaste sedan 2012. Fallande bilköp till följd av ändrade skatteregler vid halvårsskiftet samt ändrade EU-regler för utsläpp var en viktig faktor men även detaljhandeln var svagare än på länge. Att hushållens framtids-tro fallit till sin lägsta nivå sedan början av 2016 talar emot en tydlig vändning uppåt i närtid. Utan en markant försvagning på arbets- och/eller bostadsmarknaden är dock en hyfsat stark konsumtionsutveckling det mest troliga. Hushållens inkomster

fortsätter öka i god takt i år och köpkraften förstärks nu av fallande oljepris. En i utgångsläget rekordhög sparkvot ger också stöd. Vi räknar med att **privat konsumtion ökar med 1,7 procent både i år och 2020**, vilket innebär en tillväxt en bit under trenden på 2,5 procent för perioden 2015-2018. Konsumtionsökningen per capita är dock betydligt mer blygsam och klart under den långsiktiga historiska trenden.

Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Real disponibel inkomst	1,8	2,4	2,7	1,6
Privat konsumtion	2,2	1,6	1,7	1,7
Sparkvot, procent av inkomst	15,1	16,0	16,3	16,2

Källa: SCB, SEB

Bostadspriserna har i huvudsak rört sig sidledes det senaste året. Kortsiktiga indikatorer, som SEB:s boprisindikator, har försvagats den senaste tiden och ett stort utbud av relativt dyra nyproducerade lägenheter i storstäder talar för ett visst ytterligare prisfall. Vi håller därför fast vid **vår prognos att priserna faller med ytterligare 3-4 procent i år**. Med ett prisfall på ca 5 procent under andra halvåret 2017, blir den totala nedgången för bostadspriserna knappt 10 procent. Förväntade räntehöjningar från Riksbanken bedöms också bidra till att sätta ytterligare press på bostadspriserna. Vi fortsätter dock att tro att omslaget på boräntorna inledningsvis inte blir fullständigt och ränteutgifterna som andel av hushållens inkomster stiger mycket måttligt och ligger i slutet av 2020 på 2,9 procent jämfört med dagens 2,5.

SCB:s mätmetod underskattar offentlig konsumtion

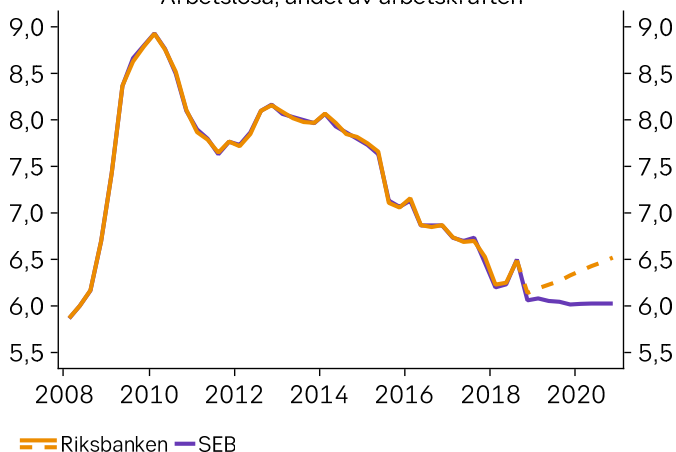
Problem med mätmetoder för offentlig konsumtion fortsätter att hålla tillbaka BNP-tillväxten, vilket vi tidigare lyft fram. Trots att den offentliga sysselsättningen växer snabbt visar den offentliga konsumtionen en ytterst modest ökning beroende på de trubbiga mätmetoder för konsumtionsvolym som SCB använder. Vi bedömer att **effekten av detta drar ned BNP-tillväxten med 0,3 procentenheter** och förklarar en del av de senaste årens svaga produktivitetsutveckling i ekonomin som helhet. Både SCB och Konjunkturinstitutet har under de senaste månaderna lyft fram detta, men konstaterar bara lakoniskt att nya mätmetoder gör siffrorna svårtolkade. Inget tyder därför på att man kommer att ändra mätmetoderna så att de harmonierar med de som övriga EU i praktiken tillämpar. Vår prognos är därför att ökningen av den offentliga konsumtionen stannar vid 0,2 procent i år, vilket dock också reflekterar en viss underliggande dämpning.

Arbetslösheten planar ut

Arbetslösheten var ovanligt svårtolkad under 2018 med stora nedgångar i början och slutet av året, men stigande nivåer under sommaren. Sysselsättningen var dock stark under hela året och vår bedömning är att arbetslösheten i grunden uppvisade en fallande trend under 2018 och att de låga nivåerna under fjärde kvartalet kommer att bestå. Samtidigt finns tydliga tecken på att **arbetsmarknaden är på väg in i en lugnare fas**. Anställningsplanerna i näringslivet föll i december till den lägsta nivån sedan 2014 och vi räknar med att sysselsättningen nu mattas på ett sätt som gör att arbetslösheten planar ut runt 6 procent.

Arbetslösheten stabiliseras

Arbetslösa, andel av arbetskraften

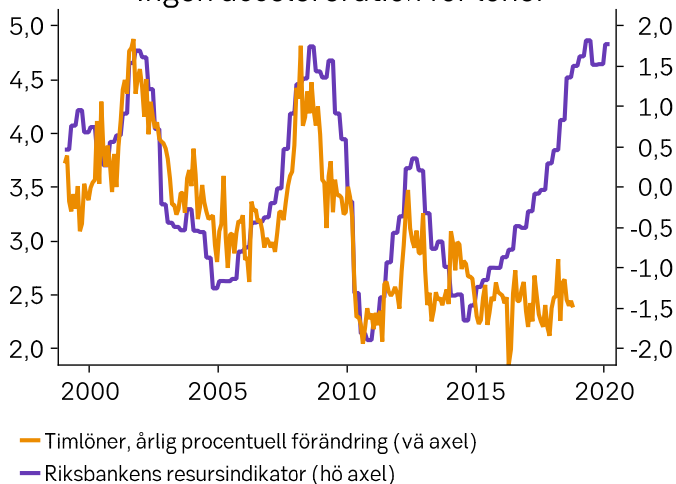


Källa: Riksbanken, SCB, SEB

Sencyklisk uppgång för avtalade löner

Trots den senaste tidens nedgång ser arbetslösheten i Sverige ut att permanentas på en nivå som ligger klart högre än genomsnittet i Nordeuropa. I förra Nordic Outlook drog vi ändå slutsatsen att **jämviktsarbetslösheten i Sverige antagligen är lägre än de knappt sju procent** som Konjunkturinstitutets och Riksbankens analyser tyder på. Att en så stor andel företag upplever svårigheter att rekrytera lämplig arbetskraft kan i hög grad bero på att sysselsättningen ökar så snabbt (speed-limit-effekt) och behöver inte vara så starkt kopplat till arbetslöshetens nivå i sig. Att löneökningarna ännu inte visar några tendenser till att växla upp stödjer denna slutsats.

Ingen acceleration för löner



Källa: Medlingsinstitutet, Riksbanken, SEB

Det blir alltmer tveksamt om löneökningstakten överhuvudtaget hinner stiga före det att nya löneavtal ska träda i kraft i början på 2020. Högre inflationsförväntningar och fortsatt god arbetsmarknad talar för att **löneavtalen hamnar högre än de 2,2 procent per år som 2017 års avtalsrörelse landade i**. Det finns dock också återhållande faktorer. Vår prognos tyder t ex på att inflationen kommer att ligga en bit under målet när förhandlingarna pågår, vilket gör att parterna kommer att fortsätta att tvista om huruvida inflationsmålet kan fungera som ankare. Därtill lär de internationella utsikterna för perioden 2020-2022 te sig osäkra. Vår sammanvägda bedömning är att löneavtalen hamnar ca 0,5 procentenhet högre än i förra avtalsrörelsen,

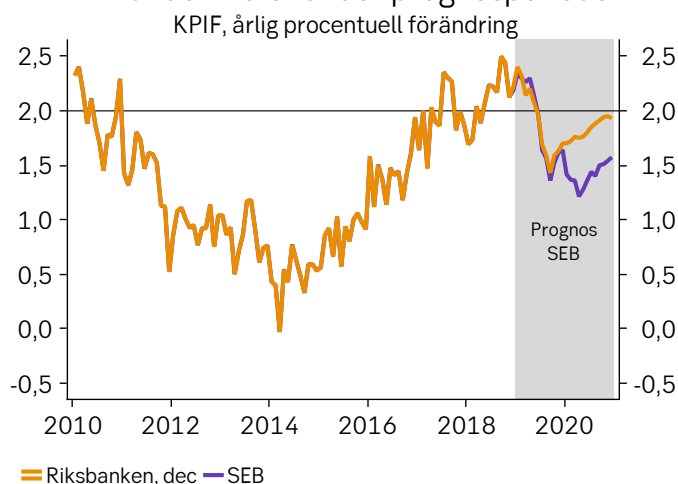
vilket tillsammans med svagt stigande löneglidning pressar upp löneökningstakten till i genomsnitt 3,2 procent för 2020.

KPIF faller under 2 procent i vår

KPIF-inflationen har legat över 2 procent under större delen av 2018; i hög grad drivet av stigande energipriser. Oljepriset har nu fallit betydligt, men fortsatt höga elpriser under vintern gör att inflationen i Sverige faller långsammare än i många andra länder. KPIF fortsätter att ligga över målet fram till maj 2019. När även elpriserna faller tillbaka under **andra halvåret bottnar KPIF på 1,3 procent för att sedan stiga till något över 1,5 procent under 2020**.

En rad olika krafter drar nu åt lika håll i prognosen. Kortsiktiga indikatorer som producentpriser på konsumtionsvaror och detaljhandelns prishöjningsplaner i KI-barometern pekar på ett visst fortsatt tryck uppåt på inflationen de närmaste månaderna. Högre hyreshöjningar beräknas öka inflationstakten med några tiondelar under 2019 och 2020 jämfört med snittet de senaste tre åren. Denna effekt motverkas dock av att den huspris-komponent som ingår i räntekostnadsberäkningen gradvis närmar sig noll de närmaste fem åren efter att ha gett ett positivt bidrag till inflationen på 0,2-0,3 procentenheter de senaste 20 åren. Även om effekten är liten innebär således utplanande huspriserna en långsiktig nedåtpress på inflationen.

KPIF under målet under prognosperioden



Källa: Riksbanken, SCB, SEB

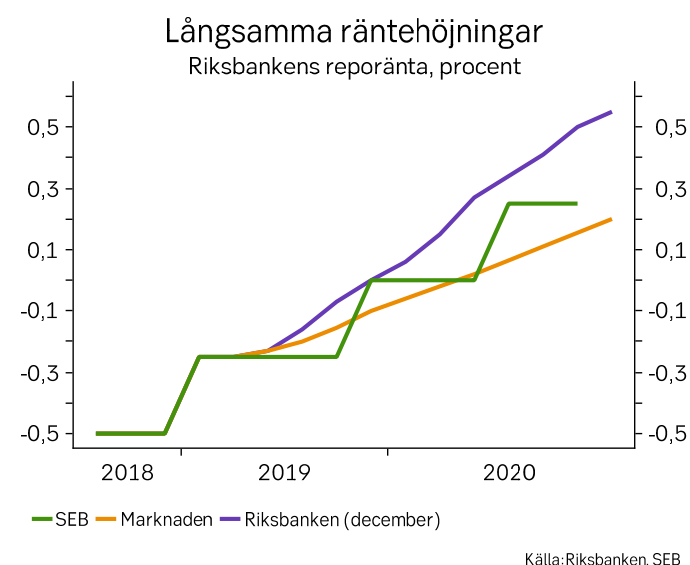
Kärninflationen (KPIF exklusive energi) överraskade på nedsidan under större delen av förra året. Drivet av svagare växelkurs och något högre livsmedelspriser vände dock KPIF exklusive energi svagt uppåt efter sommaren, men föll sedan tillbaka. KPIF exklusive energi väntas kulminera en bit under två procent under våren och därefter vända nedåt igen under resten av 2019. **KPIF exklusive energi har de senaste 20 åren i genomsnitt legat så lågt som på 1,3 procent**. Och trots en trend med svagare krona och högre priser på livsmedel har KPIF exklusive energi bara nått två procent en enda månad den senaste treårsperioden och då med hjälp av en metodförändring som gav en ovanligt stor säsongsmässig uppgång för paketresor. Det är därför osannolikt att så blir fallet de närmaste åren trots den ökade löneökningstakten.

Inflationsmotvind ger försiktigare räntehöjningar

Riksbanken höjde i december räntan för första gången sedan 2011 trots att inflationen överraskat på nedsidan och därtill i en miljö med ökad konjunktur såväl internationellt som i Sverige.

Efter att tydligt signalerat att räntehöjning var nära förestående valde Riksbanken alltså att agera för att undvika spekulationer om att en höjning helt skulle utebli. För att balansera räntehöjningen sänktes räntebanan och den signalerar nu en höjning under andra halvåret 2019 (mest sannolikt i september) och därefter ytterligare två höjningar under 2020.

Att direktionen blivit mer beslutsam när det gäller kommande räntehöjningar är tydligt. De senaste årens mantran om att det är betydligt allvarigare om inflationen överraskar på nedsidan än på uppsidan och att det är svårt att höja långt före ECB, bl a beroende på riskerna för en snabb kronförstärkning, har tonats ned betydligt. Att Riksbanken höjde räntan trots att man samtidigt tydligt justerade ned sin inflationsprognos i december bekräftar också bilden av att fokus har skiftat från avvikelser i inflationsutsikterna **mot en bredare syn på konjunktur, inflation och graden av penningpolitisk stimulans.**



Givet vår prognos om en fortsatt hyfsad internationell konjunktur och försiktiga höjningar från andra europeiska centralbanker är det rimligt att flera höjningar kommer att genomföras. Frågan är dock hur stor toleransen mot låg inflation verkligen är. Riksbankens inflationsprognos ligger tydligt högre än vår för andra halvåret 2019. Om vi får rätt är det troligt att inflationsförväntningar också på längre sikt vänder nedåt under de närmaste 6-12 månaderna. Bristtalen i KI:s barometer och Riksbankens resursindikator lär också sjunka det närmaste året, vilket **försvagar argumenten för att inflationstrycket kommer att stiga.** I denna miljö tror att Riksbanken kommer att mjuka upp sin räntebana något och vår prognos är att nästa räntehöjning genomförs i oktober 2019 och att man sedan nöjer sig med en höjning under 2020 så att styrräntan i slutet av året ligger på 0,25 procent.

Riksbanken nöjer sig med att hålla halva statskulden

Svenska korta räntor har stigit något efter Riksbankens höjning i december men jämfört med tidigare höjningscykler har reaktionerna varit mycket måttliga. Svenska långräntor har fallit i linje med den internationella utvecklingen och i likhet med tyska räntor handlas en svensk 10-årsränta cirka 20 punkter lägre än vid inledningen av 2018. Trots Riksbankens räntehöjning i december har ränteskillnaden mot Tyskland varit i stort sett oförändrad på ungefär 30 räntepunkter den senaste månaden. Att nästa Riksbankshöjning väntas komma före ECB:s talar för att skillnaden mellan en svensk och tysk 10-årsränta

ökar till **40 räntepunkter vid slutet av 2019, vilket innebär en nivå på 1,0 procent.**

Fram till mitten av 2019 har Riksbanken planerat att köpa ytterligare 20 miljarder kronor genom återinvestering av de obligationer som förfaller under våren och kommer vid halvårsskiftet äga 50 procent av den utestående stocken. Nästa förfall är i december 2020 där Riksbanken innehar ca 60 miljarder nominellt och ca 10 miljarder i en realränteobligation. Riksbanken ska senast vid sitt möte i april signalera sin strategi och vi ser en relativt stor sannolikhet att Riksbanken kommer annonsera fortsatta köp under hösten 2019. För att inte öka sin balansräkning till ett innehav till närmare 60 procent av den utestående nominella stocken av statsobligationer tror vi dock att Riksbanken nöjer sig med återinvestera en tredjedel av sina förfall i förtid. **Riksbankens andel av den nominella stocken kommer då att förbli i stort sett oförändrad runt 50 procent.**

Kronan återhämtar sig långsamt

Riksbankens agerande fortsätter att vara den viktigaste drivkraften för kronan. Även om höjningscykeln nu påbörjats gör den långsamma takten att den svenska styrräntan kommer att ligga lägre än i omvärlden vilket gör att de positiva effekterna på kronan blir begränsade. Minusräntan fortsätter att påverka valutaflöden, bland annat via stora terminsavdrag för att valutasäkra exportintäkter i dollar. Exportörer drar sig dessutom från att växla alla utländska intäkter och placera dem på kronkonto givet att det kostar (minusränta). Kronan har blivit mindre känslig för geopolitisk osäkerhet och perioder med fallande riskaptit har inte försvagat kronan i speciellt stor omfattning. Under 2019 fortsätter kronan att stärkas långsamt **och EUR/SEK når 9,95 i slutet av 2019 och 9,70 i slutet av 2020.** Med en svag krona i utgångsläget räknar vi 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.** Skulle Fed sänka räntan under prognosperioden lär SEK-förstärkningen bli dramatisk. Vi gör bedömningen att svenska institutioner har en betydande öppen valutaexponering mot USD, vilket skapar potential för betydande kronpositiva flöden (sälja USD/SEK).

Tema: Ny svensk regering

Högersväng men fortsatt röd-grön regering

Sverige har nu äntligen fått en ny regering efter att Centerpartiet och Liberalerna förhandlat fram ett reformprogram och släppt fram en Löfven II-regering. Den ekonomiska politiken tar därigenom en rejäl sväng i högerliberal riktning. Ett sådant samarbete är både lugnande och oroande; det ger en fungerande regering på kort sikt men svekdebatter och interna slitningar kan stjälpa samarbetet i förtid. De offentliga finanserna är fortsatt goda men överskotten faller när konjunkturen bromsar in och reformlistan ska genomföras.

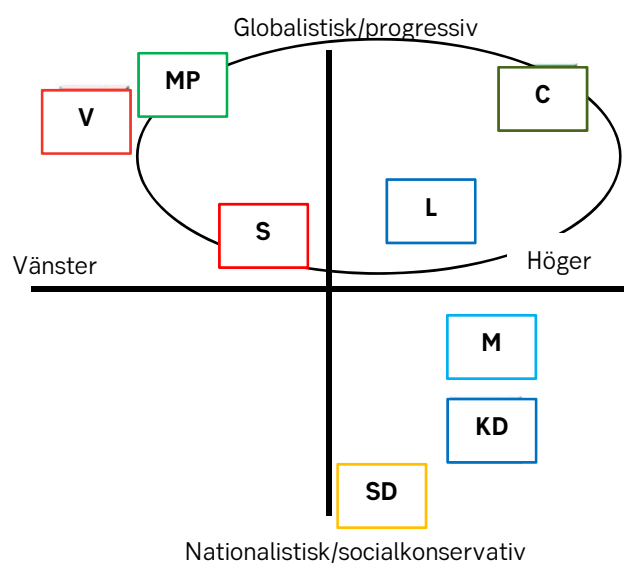
Klart för Löfven II efter samarbetsavtal med C och L

Drygt fyra månader efter valet har nu riksdagen godkänt en ny statsminister efter att Centerpartiet (C) och Liberalerna (L) beslutat sig för att släppa fram en regeringskoalition mellan Socialdemokraterna (S) och Miljöpartiet (Mp). För att undvika beroende av Sverigedemokraterna tar alltså C och L det stora steget att bryta upp alliansarbetet efter nära 15 år. Uppgörelsen gäller budgetsamarbete, inte det löpande regerings-samarbetet. För att riksdagen skulle tolerera en ny Löfven-regering krävdes dock att Vänsterpartiet skulle lägga ned sina röster. Initialt var V-reaktionerna mycket negativa. Delvis beroende på att politiken tar en rejäl sväng åt höger men framför allt på att det framförhandlade dokumentet explicit anger att ett syfte är att ställa V utan politiskt inflytande. Men efter ett par extra dagar kunde Löfven lugna Vänsterpartiet tillräckligt för att välja den gula istället för den röda knappen. Sannolikt bidrog även att Vänsterpartiet varken såg alternativen Kristersson (M) i en fjärde omröstning eller ett extraval som mer attraktiva alternativ.

Ekonomisk politik får en mer högerliberal riktning

Den överenskommelse i 73 punkter som presenterats är en rejäl omsvängning av politiken i höger-liberal riktning jämfört med den senaste mandatperioden då S+MP-regeringen förhandlat fram budgeten tillsammans med V. Politiken innebär också en tydligare reformagenda jämfört med den försiktighet som präglade Alliansens andra mandatperiod 2010-2014. Det gäller t ex friare hyressättning, djävare reformer på arbetsmarknaden och en större skattereform. Mycket är ännu oklart om hur reformagendan ska finansieras, men vi räknar med att finanspolitiken för 2019 bli än mer expansiv. Den M+KD-budget som klubbades igenom i december lär kompletteras med en extra budget i vår för att snabbt få politiskt genomslag. Ett motiv för att agera skyndsamt är också att mildra intern oro inom C och L för att regeringen ska försöka begrava reformer i utredningar. Sammantaget räknar vi med att finanspolitiken ger ett expansivt bidrag nära en procent av BNP 2019 även om en del reformer kommer att finansieras med skattehöjningar (bl a en grön skatteväxling).

Svenska riksdagspartiers positionering i två dimensioner



Ett nytt politiskt landskap

Den regeringskonstellation som nu bildats innebär en stor förändring av det svenska politiska landskapet. När de fyra borgerliga partierna bildade Alliansen 2004 var syftet att försöka bryta Socialdemokraternas dominans. Nu splittras Alliansen på ett ganska dramatiskt sätt. C och L försöker visserligen avdramatisera sitt agerande och beskriva det som en logisk konsekvens av att de rödgröna, med en parlamentsrösts övervikt, återigen blev större än Alliansen i valet. Man hävdar att det då är nödvändigt att söka någon typ av uppgörelse med Socialdemokratin för att hålla SD borta från inflytande. Reaktionerna från allianskollegorna har dock varit hårda och fördömande. Framöver kommer C och L förmodligen att ständigt anklagas för att alltför lättvindigt släppt fram en S-ledd regering. Framför allt kommer diskussionen att gälla hur stor del av uppgörelsen som verkligen utgör konkreta politiska förslag och hur stor del som är möjligt att förhålla och begrava i segdragna utredningar. Att Alliansen nu spricker är en framgång för både Socialdemokrater och Sverigedemokrater som får nya strategiska samarbetsmöjligheter. SD får inget inflytande på kort sikt men ser förmodligen ökade möjligheter att närma sig M och KD på sikt.

Också Socialdemokraterna, och i viss mån Miljöpartiet, tar dock stora politiska risker genom uppgörelsen. Delar av arbetarrörelsen t ex fackföreningar och hyresgäströrelsen ser sina intressen hotade och partiets vänsterflygel ser eftergifterna som oacceptabla. Vänsterpartiet kommer samtidigt att kunna profilera sig som det enda parti som står upp för traditionella jämlikhetssträvanden och lär ha stora möjligheter att fånga upp missnöjda väljare på Socialdemokraternas vänsterkant.

S, Mp, C och L:s 73 punkter

Överenskommelsen betonar att det är ett begränsat budget-samarbete och endast gäller de punkter som satts på pränt. De binder upp regeringspartiernas politik, men ger samtidigt utrymme för S och Mp att agera inom områden som inte täcks av samarbetet. Få reformer har en prislapp i nuläget och nedan sammanfattas uppgörelsen inom olika områden:

Allmänt ekonomi/statsfinanser: Värnskatten tas bort, en omfattande skattereform genomförs, sänkt skatt för pensionärer, mer pengar till kommuner, småföretagar-reformer, inget förbud mot vinst i välfärden.

Jobb/företagande: Mer vuxenutbildning, ROT/RUT byggs ut, Arbetsförmedlingen reformeras och privata aktörer tillåts, förändrad a-kassa, "moderniserad arbetsrätt" (bl a utökade undantag från turordningsreglerna).

Regionala satsningar: Bredbandssatsningar på landsbygden, inga nya myndigheter till Stockholm, fler servicekontor i mindre orter, höghastighetståg. Mer förnybar energi, förbättrad konkurrenssituation för jordbruket, stärkt äganderätt inom skog.

Klimat: Flygskatten behålls, satsningar på fossilfria transporter.

Integration: Snabbare väg in på arbetsmarknaden för nyanlända, språkkrav för medborgarskap, stopplagen förlängs.

Bostäder: Fri hyressättning för nybyggnation, flyttskatten tas bort, regelförenklingar för byggande, investeringsstöd.

Skolan och sjukvård: Satsningar på ökad kunskap, personal, kvalitet och kortare köer. Stopp för nya konfessionella skolor.

Migration: Tillfälliga stopplagen förlängs men mer generös familjeåterförening. Parlamentarisk utredning om framtida migrationspolitik.

Trygghet och säkerhet: Förstärkning av försvaret fullföljs, fler poliser, stärkt medias oberoende.

arbetarrörelsen kommer också att skapa en så stor press att det kommer att finnas en latent risk för att samarbetet ska spricka under mandatperioden.

Finanspolitiken fortsatt expansiv

Moderaternas och Kristdemokraternas budget, som vann riksdagsomröstningen i december, innebär en finanspolitisk stimulans på 0,6-0,7 procent av BNP för 2019 och kompletterande budgetar från nya regeringen spär på stimulanserna med ytterligare någon tiondel. Cykliskt sett kommer stimulansen lägligt när ekonomin nu bromsar in men viktiga strukturreformer sköts av naturliga skäl på framtiden i det låsta politiska läge som rådde i höstas. Även om större strukturella reformer tar tid verkar det inom det nya budgetsamarbetet finnas öppningar och förslag inom flera områden som lyfts fram de senaste åren som skatter, bostäder och integration.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2017	2018	2019	2020
Finansiellt sparande	1,5	0,9	0,6	0,5
Lånebehov (mdr)	-62	-80	-48	-10
Offentlig bruttoskuld	40,8	37,4	35,1	33,6

Källa: SCB, SEB

De offentliga finanserna fortsätter att vara starka. Den offentliga skulden är nu t ex betydligt lägre än den var vid konjunkturtopparna 2000 och 2007. Däremot toppade överskottet i finansiellt sparande 2017 på 1,5 procent av BNP på en lägre nivå. 2000 och 2007 bidrog en betydligt lägre arbetslöshet till att överskottet låg något över 3 procent. Förra året föll överskottet enligt våra prognoser till kring 1 procent av BNP. Vår bedömning är att finanspolitiken kommer att förbli expansiv även år 2020 om än i något mindre grad än under 2019. Därmed minskar budgetöverskottet något och når 0,5 procent av BNP 2020. **Den offentliga skuldkvoten skulden fortsätter dock nedåt i relativt snabb takt som andel av BNP.**

Sammanfattningsvis kommer en S-ledd regering med de förutsättningar som nu förhandlats fram att föra en mer högerliberalt inriktad ekonomisk politik. Uppgårelsen gör att regeringen utan problem får igenom sin budget kommande år. De förändringar som nu föreslås inom skatte-, bostads- och arbetsmarknadspolitiken skulle kunna utgöra grunden för ett fortsatt reformarbete. Men frågan är hur intresserade t ex Moderaterna är att gå in i breda uppgörelser i den nya situationen. Svekdebatten inom såväl borgerligheten som

Danmark

Konsumenterna håller igen

Tillväxten saktade av rejält under de första tre kvartalen i fjol, men vi tror att detta döljer en mildare nedgång i underliggande tillväxt till 1,5-2 procent. Inhemsk efterfrågan förblir robust, även om åtstramade lånevillkor, svagare konsumentförtroende och långsammare boprisuppgång talar för ett fortsatt högt hushållssparande. Exporten möter svagare efterfrågan, medan konkurrenskraften förblir god. Efterfrågan i eurozonen är främsta nedåtrisen. Centralbankens intervention till stöd för DKK är inte starten på en större rörelse.

Dansk tillväxt saktade av till strax över 1 procent under 2018, lägre än vår prognos på 1,5 procent i november. Detta överdriver dock svagheten i ekonomin beroende på mer tekniska variationer i tillväxtprofilen. Justerat för dessa väntas en mer gradvis inbromsning i den underliggande tillväxten från nära 2,5 procent 2017 till **2 procent 2019 och 1,7 procent 2020**.

Resultatet har blivit en fortsatt uppgång i hushållens sparkvot, vilket håller tillbaka konsumtionen. Inkomstillväxten hålls dock uppe av en fortsatt årlig sysselsättningstillväxt på nära 2 procent och stigande reallöner. Stigande bostadspriser fortsätter också att ge stöd, även om ökningen avtagit till en mer hållbar takt under 5 procent.

Sparkvoten ser ut att ligga kvar på en hög nivå, men så länge som sysselsättning och reallöner fortsätter att stiga i nuvarande takt, bör konsumtionen ändå förbli hyfsad. Vår prognos är en tillväxt på **2 procent 2019 och 2,2 procent 2020**.

Investeringarna i näringslivet lyftes tillfälligt under första halvan i fjol av stora fartygsköp från utlandet, men växer även bortsett från dessa. Kapacitetsutnyttjandet har planat ut och efterfrågan på viktiga exportmarknader dämpats. **Investeringarna i bostäder ser ut att fortsätta att ge robusta bidrag till tillväxten, med stöd av den relativt höga prisnivån.**

Låg inflation och stark externbalans

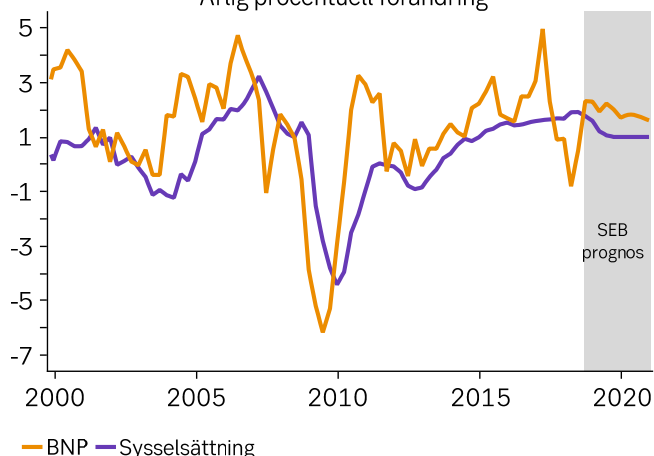
Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Arbetslösheten har gått ner under 5 procent för första gången sedan 2009, men **löneinflationen är fortfarande lägre än på viktiga exportmarknader och inflationen ligger under eurozonsnittet** för både total KPI och kärninflationen. Överskottet i bytesbalansen krymper till alltjämt imponerande 6 procent av BNP, medan överskottet i handelsbalansen stabiliserats efter en svacka under första halvåret.

Att 2019 är ett valår kan ha bidragit till en något mer expansiv finanspolitik. Bortsett från detta väntar vi oss inte att politiska händelser ska ha någon påverkan på vare sig ekonomin eller marknaderna.

Centralbanken, Danmarks Nationalbank (DNB) intervenerade i december för att stärka kronen efter att spotkursen mot EUR stigit över DKK 7,465, men det ser inte ut att vara fråga om bestående utflöden. Politisk osäkerhet i eurozonen gör det också osannolikt med sådana utflöden. Vi tror inte att DNB kommer att tvingas höja räntan, men en liten rörelse är trolig om interventionerna fortsätter under januari.

Stark jobbtillväxt ger stöd för BNP

Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond, SEB

Konsumtion och export bakom nedgången

Det finns två huvudskäl till den förväntade avmattningen. För det första talar åtstramade lånevillkor och svagare konsumentförtroende för att hushållens sparkvot förblir hög. För det andra ser bidraget från utrikeshandeln ut att försvagas när global tillväxt avtar. I ett bredare perspektiv får dock tillväxten fortsatt stöd från stark sysselsättningstillväxt och stigande reallöner. Främsta risken för prognosen är en kraftigare nedgång i efterfrågan i omvärlden vilket skulle kunna slå mot både exporten och kreditmarknaden.

Privat konsumtion var stark under första halvan av 2018 men ser ut att ha mattats under andra halvan. Den senaste banklåneundersökningen visar att lånevillkoren åter börjat stramas åt. Detta bidrog, tillsammans med kraftiga prisfall på finansiella tillgångar under fjärde kvartalet, förmodligen till lägre konsumentförtroende och mer dämpade prisuppgångar på bostäder under senare delen av året.

Norge

God tillväxt i inhemsk ekonomi ger motiv för räntehöjningar

De ekonomiska utsikterna förblir ljusa trots den senaste tidens oljeprisfall. Investeringarna i oljesektorn väntas öka markant, med positiva efterfrågeeffekter på fastlandsekonomin. Det gör Norge mer motståndskraftigt mot avmattningen i omvärlden. Bostadsinvesteringarna stabiliseras och bruttoinvesteringarna blir en viktig drivkraft för tillväxten tillsammans med en god utveckling i privat konsumtion. Slutet utbudsgap, stigande lönetryck och inflation vid målet gör att Norges Bank fortsätter att höja räntan.

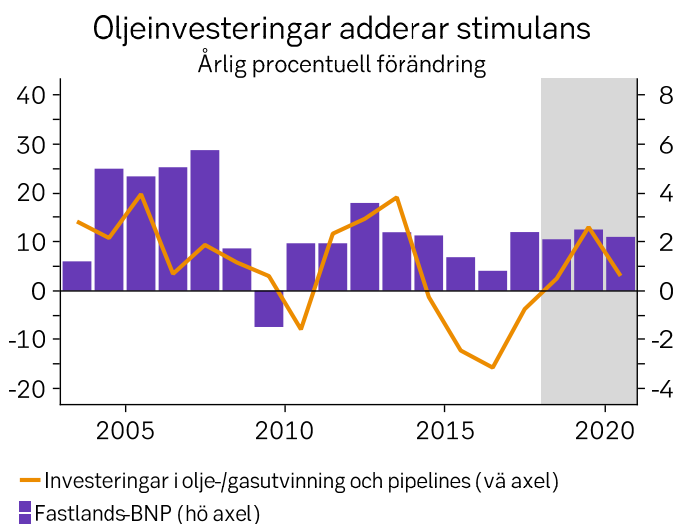
Den norska ekonomin har återhämtat sig från den oljelerade svackan under 2014-2016. Utbudsgapet är slutet och ekonomin befinner sig i ett cykliskt uppsving. Ökningstakten i fastlands-BNP (exklusive olja, gas och shipping) ser ut att ha avtagit under kvartal 3, men justerat för tillfällig svaghet i jordbrukssektorn efter sommarens torka, växte ekonomin i linje med trend (nationalräkenskaper för fjärde kvartalet publiceras 8 februari). Tillväxten väntas vara kvar över trend under kommande år, drivet av accelererande oljeinvesteringar, stöd för privat konsumtion från starka fundamenta i hushållssektorn samt vändningen i bostadsinvesteringarna. Stramare penningpolitik och starkare krone gör ändå att återhämtningen blir måttlig. **Vi prognostiserar en tillväxt i fastlandsekonomin på 2,5 procent under 2019 och 2,2 procent 2020.** Positiva bidrag från oljesektorn lyfter total BNP med 2,8 procent under 2019 och 2,5 procent 2019. Vi väntar oss inga tillväxtbidrag från finanspolitiken.

som Johan Sverdrup Fas 2 och Johan Castberg, kommer att fortsätta enligt plan. Vi väntar oss att **oljeinvesteringarna ökar med 13 procent under 2019 och med 3 procent 2020.**

Kraftigt ökade investeringar i oljesektorn ger stimulans till övrig ekonomi, vilket gör Norge mer motståndskraftigt mot avmattningen i omvärlden. Detta syns redan i olika sentimentsundersökningar som visar att tillverkningsindustrin förblivit optimistisk kring orderingång och produktion. Investeringarna i tillverkningssektorn väntas förbli starka, men till följd av en kraftig upprevidering av investeringarna för föregående år i de senaste nationalräkenskaperna har vi sänkt prognosen något.

Bostadsinvesteringarna planar ut

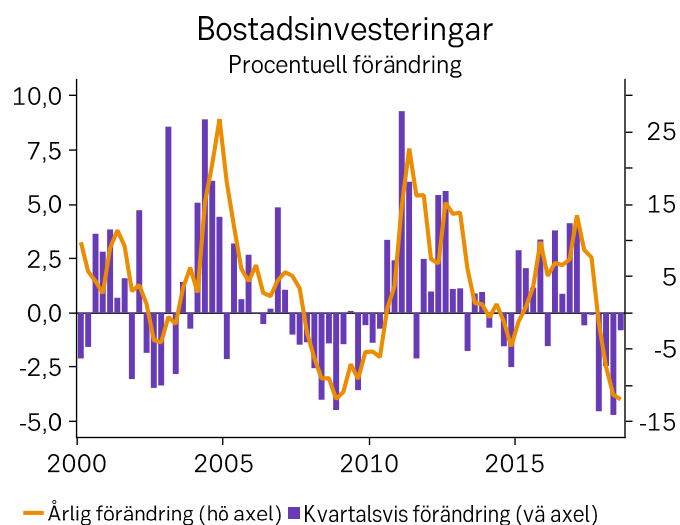
Korrekturen på bostadsmarknaden orsakade ett brant fall i byggaktiviteten. Bostadsinvesteringarna har fallit med totalt 13 procent sedan början av 2017 och dragit bort ungefär en halv procent av tillväxten i BNP sedan 2018. Utsikterna framöver är likväl positiva efter att nationalräkenskaperna för tredje kvartalet i fjol visade att bostadsinvesteringarna planar ut och att igångsättningarna vänt upp. Vi väntar oss att investeringarna i nya bostäder åter växer i år, även om bidraget till BNP under kommande år blir måttligt.



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Fortsatt goda utsikter för oljeinvesteringar

Trots ganska betydande fall i oljepriset sedan början av oktober gör kostnadsänkningar att många oljeinvesteringar blir lönsamma under kommande år. Nedreviderade oljeprisantaganden kan leda till något långsammare tillväxt i investeringar i prospektering och fält i drift. I grova tal 45 procent av de planerade investeringarna under 2019 kan dock hänföras till utvecklingen av nya fält och de största projekten,



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Både korrekturen i bopriserna och den därpå följande vändningen under de senaste två åren visade sig vara måttlig. Ett ökat antal färdigställda bostäder har fått utbudet att stiga till

åttaårshögsta. Medan detta kan absorberas av en stark efterfrågan på bostäder har prisuppgången mattats. Prisökningarna på befintliga bostäder dämpades till 0,7 procent under 2018 från 5,9 procent året innan. Ökad tillväxt i hushållens realinkomster ger stöd för bostadspriserna under kommande år, men högre räntor och långsammare befolkningstillväxt talar för att uppgången blir måttlig. **Vi väntar oss årliga prisökningar på nära 2 procent under 2019 och 2020.**

Solid konsumtion drivet av stigande realinkomster

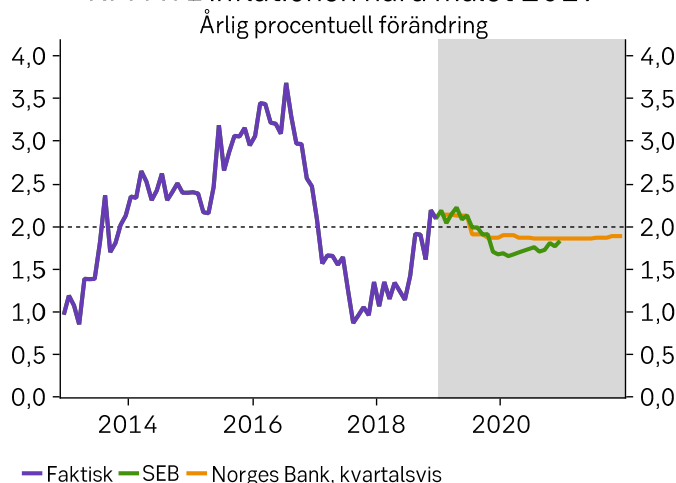
Privat konsumtion mattades något under tredje kvartalet, men detta speglar kraftig ökade elpriser efter sommars torka, vilket hämmat utvecklingen i hushållens reala disponibelinkomster. Konsumtionsvaror drabbades särskilt hårt och det finns tecken på att svagheten höll i sig under fjärde kvartalet. Hushållens inkomster väntas öka snabbare framöver på grund av stadig ökning i reallönerna och högre sysselsättning. Vi väntar oss att privat konsumtion växer med nära 2,5 procent under både 2019 och 2020. Högre räntor förblir ett sänke och risken för ökat försiktighetssparande kvarstår.

Arbetsmarknaden har förbättrats påtagligt de senaste två åren, drivet av rejäla sysselsättningsökningar. När ekonomin tog ny fart i föl accelererade utbudet av arbetskraft och nedgången i arbetslösheten saktade av. Enligt AKU:s (arbetskraftsundersökningarnas) mått pendlade arbetslösheten kring 4 procent under 2018. Sysselsättningsindikatorer tyder på att arbetsmarknaden fortsätter att förbättras, men ytterligare uppgång i arbetskraftsdeltagandet gör att fallet i arbetslösheten framöver blir måttligt. Vi väntar oss en AKU-arbetslöshet på i genomsnitt 3,8 procent under 2019 och 3,7 procent under 2020.

Inflation vid målet 2019

KPI-ATE-inflationen (exklusive skatter och energi) steg under andra halvan av 2018 för att sluta strax över Norges Banks 2-procentsmål. Uppgången drevs av en kombination av högre varupriser – som ett resultat av svagare växelkurs för kronen – och en normalisering av dessförinnan ovanligt låga matpriser.

KPI-ATE-inflationen nära målet 2019



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

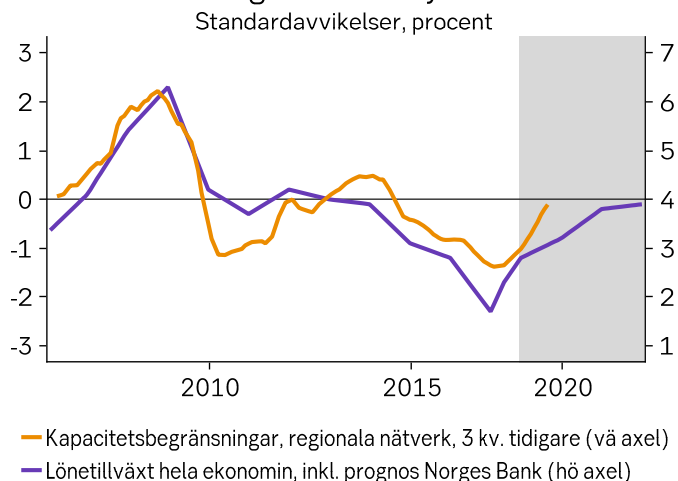
Uppåttrycket från valutakursen intensifieras på kort sikt, men effekten avtar senare under året. Som ett resultat kommer **KPI-ATE-inflationen att ligga kvar över 2 procent under första halvan av 2019, för att därefter falla med en halv procentenhet.** Inflationen stiger sedan gradvis mot målet under 2020, drivet av högre resursutnyttjande och stigande lönetillväxt. KPI-

inflationen har förblivit hög, trots fallande oljepriser, på grund av stigande elpriser. Terminkontrakten tyder på att elpriserna stiger ytterligare i början av 2019 för att sedan åter falla. Även om nedgången blivit fördröjd tror vi fortfarande att KPI-inflationen sjunker under 1,5 procent.

Ingen kursändring från Norges Bank

Norges Bank påbörjade en höjningscykel i september 2018 genom att lyfta sin styrränta till 0,75 procent. Centralbanken har signalerat en gradvis höjningsbana, där **nästa steg väntas i mars**. Även om globala tillväxtutsikter har försvagats något och förväntningarna på penningpolitisk normalisering i omvärlden skalats ned, har Norges Bank hållit fast vid planen på att höja styrräntan med 50 punkter till 1,25 procent under 2019. Stabilt positiva utsikter för inhemsk tillväxt och inflation motiverar en stramare politik för att undvika överhettning. Vi väntar oss ett resursutnyttjande över det normala (positivt utbudsgap) och tillväxt över trend i fastlandsekonomin under 2020. **Vi håller fast vid vår prognos om två ytterligare höjningar till 1,75 procent under 2020**, men väntar oss att takten därefter dämpas.

Stigande lönetryck



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

Fundamenta ger stöd för NOK

Valutan var överraskande svag under 2018, givet styrkan i de vanliga drivkrafterna för kronen. Den bästa förklaringen är att svag riskapitet skadat små och relativt illikvida valutor som NOK. Positiva fundamenta borde ge bättre stöd för kronen under 2019. Högre oljepriser kombinerat med vändningen i oljesektorns investeringscykel kommer att generera positiva flöden i NOK. Marknadens ränteförväntningar är alltför försiktiga. Vi väntar oss att **EUR/NOK-kursen faller från 9,20 i slutet av 2019 till 8,90 under 2020.**

Norska statsobligationer (NGB:s) har handlats med en stor spread mot sina tyska motsvarigheter under flera års tid. Detta kan förklaras med ECB:s mycket mjuka penningpolitik och den oförmånliga utvecklingen i EUR/NOK-kursen. Vi väntar oss att positiva utsikter för NOK-kursen och låga räntor i omvärlden kan ge en ökad efterfrågan på norska statspapper. En mer försiktig policynormalisering från ECB än tidigare antaget, i kombination med fortsatta räntehöjningar i Norge, gör ändå att den 10-åriga räntedifferensen ligger kvar på historiskt höga nivåer. Vi prognostiserar en **räntespread på 150 punkter i slutet av 2019.**

Finland

Stark arbetsmarknad trots tillväxtnedväxling

Efter en acceleration de senaste åren saktar nu aktiviteten i ekonomin ner även om tillväxten ligger kvar över trend och genomsnittet i eurozonen. Fallande global tillväxt och oroshärdar runt om i världen sätter spår i utvecklingen när företag och hushåll tvekar trots flera positiva faktorer. Kapacitetsutnyttjandet ligger annars på en nivå där företagens investeringar brukar växla upp. Hushållens konsumtion ökar bara svagt trots att sysselsättningen stiger snabbt. BNP-tillväxten revideras ner till 2 procent per år 2019 och 2020.

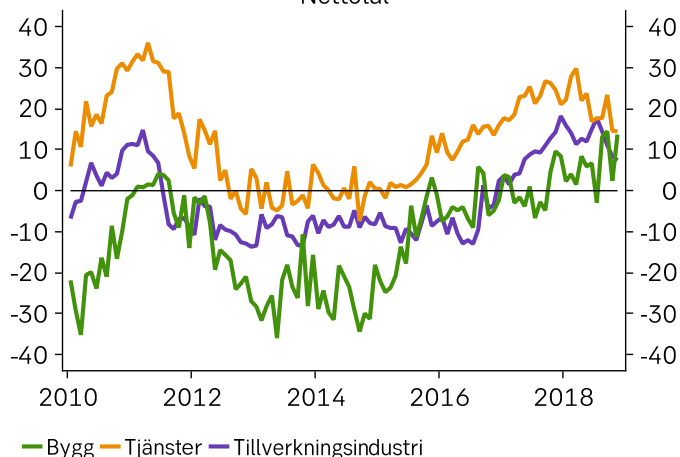
När eurozonen bromsade in uppvisade finsk ekonomi motståndskraft under större delen av 2018 men **på flera områden har utsikterna nu försämrats**. Även om sentimentet försämrats är nedgången inte lika kraftig som i eurozonen som helhet och inom byggsektorn ligger den t o m högre än för ett år sedan. Detta talar för en måttlig avmattning med en BNP-tillväxt på ca 2 procent 2019 och 2020.

Arbetsmarknaden har varit förvånansvärt stark och **antalet anställda har de senaste kvartalen ökat med hela 2,5-3 procent i årstakt**. Detta är i linje med de snabbaste uppgångarna de senaste 30-40 åren och senast vi såg en så snabb uppgång var kring årsskiftet 2007-2008. Byggsektorn är mest expansiv men uppgången är branschmässigt bredbaserad. Arbetslösheten har fallit med över 1 procentenhet senaste året och antalet lediga platser är rekordhøgt vilket tyder på en fortsatt nedgång om än i långsammare takt när tillväxten bromsar in och företag får svårare att hitta personal. Mätt som årsgenomsnitt blir **arbetslösheten 7 respektive 6,6 procent 2019 och 2020**. Den sk konkurrenskraftspakten har hållit tillbaka lönerna senaste åren men löneökningstakten växlar nu upp försiktigt och når 2 procent både 2019 och 2020.

Inflationen har legat kring 1,5 procent det senaste halvåret och fallande oljepris kommer att verka dämpande även framöver. Med endast svagt stigande löner ligger inflationen, mätt som årsgenomsnitt, kvar på dagens nivå 2019 och stiger därefter något under 2020. I nuläget är **reallönerna i stort sett oförändrade** vilket bidrar till svag hushållskonsumtion. Hushållens reala inkomstökning drivs i nuläget främst av att fler blir sysselsatta. Trots att sysselsättningen ökar snabbt har konsumentförtroendet fallit om än till fortsatt hyfsad nivå. **Detailhandeln och konsumtionen har varit förvånansvärt svag** men hushållens tvekan kan delvis förklaras av global osäkerhet, skakiga börser och att sparkvoten under krisåren pressats ner till historiskt låg nivå. Hushållens konsumtion drivs upp till drygt 1,5 procent per år 2019-2020 när sysselsättningen fortsätter att öka och inkomsterna växlar upp något.

Besparingsprogram och de senaste årens konjunkturuppgång har förbättrat de offentliga finanserna och 2018 ser underskottet ut att stanna på -0,5 procent av BNP samtidigt som den offentliga skulden kommit ned till 60 procent av BNP samt valet i april i år gör att **finanspolitiken lättar på svångremmen och blir svagt expansiv kommande år**. Underskottet minskar i och med det endast svagt framöver men skulden ligger mot slutet av prognosperioden under 60-procentsgränsen.

Hyfsat sentiment trots allt
Nettotal



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

Exporten har mött motvind och gav ett negativt tillväxtbidrag mot slutet av förra året. Produktionen i tillverkningsindustrin har växlat ner till kring 2,5 procent men den fallande trenden bryts och vi tror på en uppgång med 2,5-3 procent de kommande två åren. Investeringssidan ser mer positiv ut. **Investeringarna fortsätter att öka främst drivet av bostadsbyggande och offentlig sektor**. Bygglovsstatistik tyder på att bostadsinvesteringarna kommer att bromsa in framöver men näringslivets investeringar väntas å andra sidan växla upp. Maskininvesteringarna föll visserligen kraftigt tredje kvartalet 2018, men mot bakgrund av företagens hyfsat goda framtidstro och höga kapacitetsutnyttjande tror vi att nedgången var tillfällig. Utlåningen till icke-finansiella företag har växlat upp rejält senaste året och ökar nu med 6 procent i årstakt vilket också tyder på god investeringsvilja. **Totalt ökar investeringarna med 3-3,5 procent per år 2019-2020**.

Estland

Stram arbetsmarknad och lägre byggande sänker tillväxten

Efter ett starkt 2018 pekar nu flera indikatorer på en inbromsning. BNP steg med 3,8 procent under de tre första kvartalen 2018 men tillväxten var inte bredbaserad; byggande och fastigheter bidrog med hälften av uppgången mätt i förädlingsvärde. Antalet byggnadstillstånd har fallit samtidigt som det råder full sysselsättning och exporten bromsar in. Vi väntar oss en gradvis inbromsning och BNP ökar med 2,8 procent 2019 och 2,5 procent 2020.

Estland har de senaste åren haft **en av eurozonens snabbaste tillväxttakter** men flera av faktorerna som drivit utvecklingen tappar nu kraft. Mycket av inbromsningen kan kopplas till arbetsmarknaden. Den djupa recessionen gjorde att en stor mängd kvalificerad arbetskraft fanns att tillgå, vilket hjälpt företag att expandera snabbt. Mellan 2010 och 2017 steg sysselsättningsgraden från 54 till 68 procent, vilket är en av de högsta nivåerna inom EU. Utvecklingen bidrog även till att hushållens konsumtion ökade. Men nu råder **full sysselsättning sedan en tid** vilket sätter press uppåt på löner samtidigt som produktivitetens utvecklingen inte imponerar. **Genomsnittliga löner har sammanlagt ökat med 23 procent** de senaste tre åren. Även om genomsnittliga lönekostnader fortfarande är ca hälften av de nordiska ländernas är utvecklingen en utmaning för företagen som inte lyckats höja sina priser i motsvarande mån.

allt av energi, medan handel med andra varor stagnerade. Under tredje kvartalet bromsade varuhandeln in i reala termer. Svagare internationell konjunktur har lett till minskad efterfrågan från landets största handelspartners Sverige och Finland. Med tanke på att denna trend väntas fortsätta har vi reviderat ner exportprognosen till 2,2 procent 2019.

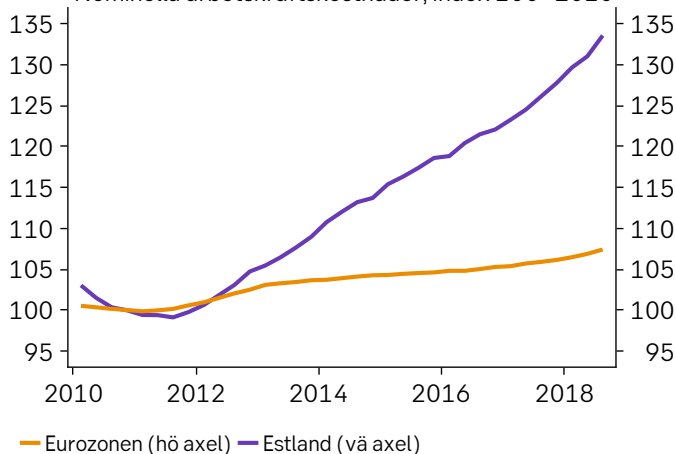
Inhemsk efterfrågan har varit i bättre skick med stabil utveckling för hushållens konsumtion och investeringar. En **stor ökning av grundavdraget** för inkomstskatt har drivit upp konsumtionen 2018 och kommer också att ge positiv effekt 2019 när skatteåterbetalningar sker. Hushållen har också varit optimistiska om bostadsmarknaden, men trenden verkar ha toppat och en negativ demografisk utveckling sätter spår kommande år. Enligt vår prognos ökar hushållens konsumtion med 4,0 procent 2019 och med 3,4 procent 2020. Efter två år med **hög inflation** väntas kostnadsökningen bromsa in. HIKP-inflationen faller från 3,4 procent 2018 till 2,6 procent 2020.

Även om investeringarna totalt sett ökade tredje kvartalet 2018 fortsatte trenden med **fallande investeringstakt i näringslivet**. Med tanke på det osäkra ekonomiska läget och det strukturella skiftet från tillverkningsindustri till tjänster är det osannolikt att trenden reverseras under prognosperioden. Samtidigt ligger offentliga investeringar som andel av BNP på en av de högsta nivåerna inom EU och offentliga investeringar kommer även 2019 och 2020 att ge stora bidrag till tillväxten. Utsikterna är mer osäkra efter 2020 när EU:s investeringsstöd kommer att minska. Sammanlagt väntar vi oss att investeringarna ökar med 3,6 procent 2019 och 2,0 procent 2020.

Parlamentsvalet kommer att hållas i mars och både skatte- och finanspolitiken är i stort fokus. **Fler expansiva åtgärder är sannolika** men diskussioner om skattereform har också skapat viss förvirring och osäkerhet som behöver redas ut. Nästa koalition kommer troligen att bestå av både vänster- och högerpartier och framtida regeringspolitik väntas ligga i mittfåran av det politiska landskapet.

Snabbt ökande arbetskraftskostnader

Nominella arbetskraftskostnader, index 100=2010



Källa: Eurostat

Exporten motsvarar ca 75 procent av BNP men Estlands kostnadsfördel har försämrats. Flera av de största exportföretagen är dotterbolag till nordiska företag som tidigare flyttat produktion till Estland för att dra nytta av lägre lönekostnader. När denna konkurrensfördel nu minskar blir det mer och mer troligt att vissa företag kommer att omstrukturera sin verksamhet, vilket kommer att sätta spår i Estlands ekonomi. Till det kommer effekter av andra strukturella problem och negativa cykliska effekter. Exporttillväxten 2018 drevs framför

Lettland

Låga investeringar och låg produktivitet dämpar tillväxten

Den lettiska tillväxten toppade 2018 på 4,5 procent. I linje med global utveckling faller även den lettiska tillväxten till 3,5 procent 2019. Trots det minskar lönetrycket endast måttligt när arbetsmarknaden stärks ytterligare. Den största utmaningen är att öka produktiviteten och få upp den låga investeringstakten samt fortsätta med strukturella reformer. Inflationstrycket är fortsatt måttligt. Svårigheter att bilda en ny regering och att få igenom en ny statsbudget skapar osäkerhet men ger små risker för den ekonomiska utvecklingen.

Lettisk ekonomi fortsatte att expandera i imponerande takt 2018 med en BNP-tillväxt på 4,5 procent med byggande som främsta drivkraft. **Tillväxten dämpas nu gradvis till 3,5 respektive 3,2 procent 2019-2020.** Privat konsumtion blir den främsta drivkraft framöver med en ökningstakt på 3½-4 procent understödd av en stark arbetsmarknad och en solid reallöneuppgång. Investeringarna stimuleras av EU-fonder även om företagets riskapitet dämpas något av extern osäkerhet och stigande kostnader i byggsektorn. Avmattning i omvärldsefterfrågan kommer att dämpa exporten.

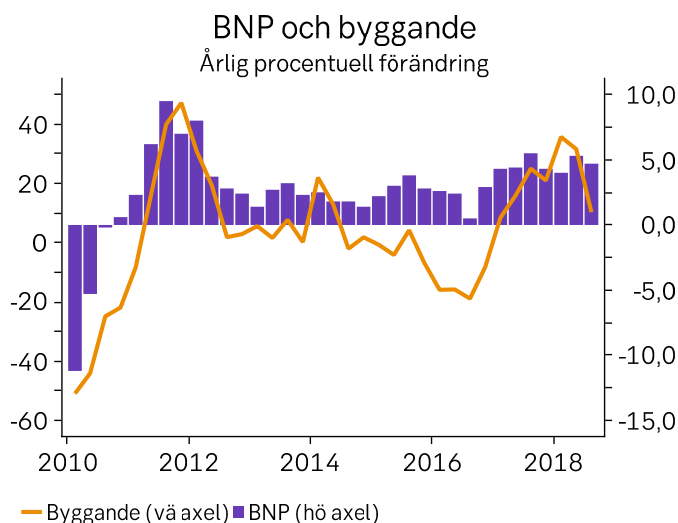
Byggandet kommer att stå i fokus de kommande åren och flera signaler på överhettning är nu tydliga. De tre första kvartalen 2018 steg byggproduktionen med 22 procent och kostnadsökningarna börjar få sidoeffekter. Sektorn lockar till sig arbetskraft från andra branscher men också immigranter och stigande kostnader gör att många projekt skjuts upp. Tillflöde från EU-fonder stimulerar aktiviteten i sektorn 2019-2020 men frågetecknen avseende såväl produktionskapacitet som effektivitet sätter gränser för expansionstakten. Bland övriga sektorer har information- och kommunikationstjänster överraskat positivt (+12 procent) under årets tre första kvartal och vi ser förutsättningar för en robust tillväxtuppgång även i år. För detaljhandeln räknar vi med en ökning med 3,5 procent 2019. Utsikterna för **tillverkningsindustrin** har försämrats men stöds av inhemsk efterfrågan och **ökar med 3-3,5 procent i år.**

Inflationstakten uppgick i november till 3 procent med en likartad utveckling för såväl tjänste- som varuinflation. Inflationutsikterna för de kommande två åren är blandade. Inflationstrycket från omvärlden är fortsatt dämpat men å andra sidan kommer stigande inhemskt kostnadstryck att pressa upp priserna på tjänstesidan. Vi ser också stigande priser på mat, elektricitet och uppvärmning. **Inflationen väntas uppgå till 2,9 procent 2019 och sedan dämpas något till 2,5 procent 2020.**

Arbetslösheten har fallit till 7 procent; nära lägsta noteringar före krisen. Samtidigt uppgår sysselsättningsgraden till höga 65,3 procent. Efterfrågan på arbetskraft kommer att förbli hög men potentialen för ytterligare fall i arbetslösheten är liten. Vid **slutet av 2019 väntas arbetslösheten nå ned till 6 per cent.** Antalet vakanser kommer att fortsätta att växa. Arbetskraftens rörlighet och planerna för bostadsbyggande kommer att ligga högt på regeringens agenda. Det kommer också att bli nödvändigt att hantera immigrationsfrågan. I nuläget är nettoflödet i balans; utvandringen av letter kompenseras med invandring från länder med lägre löneläge. Det kommer att

krävas ytterligare några år med relativt höga löneökningar för att dämpa utvandringen av produktiv inhemsk arbetskraft.

De genomsnittliga **löneökningarna väntas sakta in något från 8 procent 2018 till 7 procent 2019**, vilket innebär att den genomsnittliga månadslönen når 1100 euro. Trycket uppåt på löner gäller även offentlig sektor vilket pressar de offentliga finanserna och tvingar regeringen att hålla uppe takten i arbetet med strukturella reformer och besparingar. Konkurrensen om arbetskraft är mycket hård i hela Central- och Östeuropa vilket drivit på årliga löneökningar i intervallet 8-13 procent. Även om tillväxten dämpas innebär högt resursutnyttjande och en negativ demografisk trend att arbetsgivarna inte kan räkna med någon större lindring av problemen. När stigande löner pressar vinsterna kommer företagen att tvingas höja investeringstakten för att mildra problemen med arbetskraftsbrist.



Källa: Latvian Central Statistical Bureau

Tiden för att bilda en ny regering är nu den längsta sedan återställandet av självständigheten 1990. En 5-parti koalition som samlar en majoritet i parlamentet har möjlighet att bilda en center-höger regering. I frånvaro av regering börjar året med en prolongeringsbudget där existerande politik inte ändras. Det har skapat viss osäkerhet avseende planerade utgiftsökningar men **så här långt har vi inte sett några tecken på att den politiska osäkerheten hotat ekonomin.** En ny regering kommer troligen att finnas på plats under första kvartalet.

Litauen

Global nedväxling tynger tillväxten

Tillväxten 2018 växlade ned som förväntat men den övergripande bilden är ändå positiv. Den största risken för tillväxten på kort sikt är kopplad till utvecklingen för Litauens största handelspartners. Arbetsmarknaden är fortsatt stram och därmed positiv för hushållen. Inflationen ligger 2019-2020 kvar på ca 2,5 procent. Uppgången i bostadspriser har mattats av och vi väntar oss ingen snabbare uppgång framöver. Finanspolitiken fortsätter att vara svagt expansiv.

2018 var ytterligare ett år med god tillväxt. BNP-tillväxten blev nära 3,4 procent drivet av stark privat konsumtion och investeringar. Samtidigt mattades exporttillväxten av p g a både utbuds- och efterfrågefaktorer. Sämre utsikter på exportmarknaderna bidrar till en mer försiktig prognos kommande år. **Vi reviderar ned vår prognos för 2019 från 3,0 till 2,9 procent och 2020 från 2,6 till 2,4 procent.**

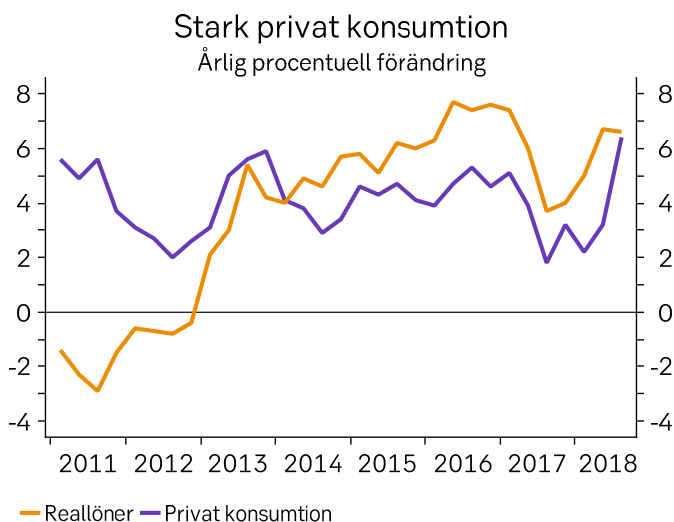
Sentimentsindikatorer har fallit endast svagt de senaste månaderna och pekar fortsatt på en positiv syn bland både företag och hushåll. **Det finns ännu inga tydliga tecken på att företag kommer skjuta upp sina investeringar 2019.** Om utsikterna utomlands försämrats ytterligare kan en omvärdering dock ske. Om vi därtill mot förmodan får en hård Brexit kan effekterna bli markanta för Litauens exportörer. Det är också värt att notera att **investeringar finansierade av EU-fonder kommer att toppa i år vilket stöttar byggsektorn.**

Den snabba uppgången i löner fortsatte 2018. Under tredje kvartalet steg lönerna med 10 procent jämfört med för ett år sedan. I motsats till tidigare år ökade lönerna i offentlig sektor snabbare än för privatanställda. Missnöjet med låga löner i offentlig sektor ökade rejält förra året och lärarstrejken var ett tydligt uttryck för detta. **En anledning till deras relativt låga löner är en ineffektiv organisation inom dessa sektorer.** Ytterligare en anledning är landets offentliga budget som är relativt liten (33,6 procent av BNP) som begränsar möjligheten att höja löner. Offentlig sektor har inget annat val än att försöka åtgärda denna situation de kommande åren.

2018 minskade inflationstakten från 3,7 till 2,5 procent vilket är en relativt låg takt givet den snabba uppgången i löner. Lägre inflation och en snabb lönetillväxt hade en positiv effekt på hushållens konsumtion. Vid inledningen av 2019 kommer inflationen att påverkas när offentligt reglerade priser stiger; tex ökar priset på el och naturgas med 15 respektive 12 procent. Även om vi tar dessa faktorer i beaktande ligger vi kvar med prognosen att **inflationen blir 2,5 procent i genomsnitt både 2019 och 2020.**

Bostadspriserna steg med 6,6 procent i årstakt tredje kvartalet 2018. Det är den långsammaste uppgången sedan mitten av 2016. Priserna steg mest i mindre städer samtidigt som huvudstaden Vilnius hade en 3-procentig uppgång. Ett tillräckligt tillflöde av nya bostäder och större osäkerhet om hushållens inkomster kommer att begränsa boprisuppgången framöver.

Regeringens **finanspolitik fortsätter att vara svagt expansiv** trots ett begränsat överskott. Vi ligger kvar med vår prognos att saldot kommer att bli 0,2 respektive 0,0 procent av BNP 2019-2020. Lägre skatter på arbete kommer att ha en viss positiv effekt på hushållens konsumtion i år. Det tidigare nämnda problemet med begränsat offentlig finansiellt utrymme består när det inte beslutas om nya inkomstkällor.



Källa: Statistics Lithuania

Arbetsmarknaden fortsätter att bli hetare. Den genomsnittliga arbetslösheten har fallit från 7,1 till 6,3 procent 2018. Vi väntar oss att arbetslösheten stabiliseras nära 6 procent de kommande två åren. Arbetslöshetsnivån på landsbygden ligger dock kvar på en relativt hög nivå p g a låg mobilitet och strukturella faktorer samtidigt som den är rekordlåg i Vilnius. Brist på inhemsk arbetskraft gör att företagen fortsätter att importera arbetskraft från bl a Ukraina och Vitryssland framför allt inom bygg- och transportsektorerna.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP OECD	2,5	2,4	1,9	1,8
BNP världen (PPP)	3,7	3,7	3,5	3,5
KPI OECD	2,3	2,7	1,5	2,1
Oljepris, Brent (USD/fat)	55	72	65	75

USA

Årlig procentuell förändring

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

Eurozonen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	10 534	2,4	1,9	1,6	1,7
Privat konsumtion	5 743	1,6	1,3	1,5	1,6
Offentlig konsumtion	2 173	1,2	1,0	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
Export	4 867	5,2	3,5	3,5	3,5
Import	4 392	3,9	3,0	4,0	4,0
Arbetslöshet (%)		9,1	8,2	7,7	7,5
KPI		1,5	1,7	1,1	1,5
Hushållens sparkvot (%)		6,3	6,2	6,0	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,0	-1,0	-0,8	-0,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		86,8	85,9	83,7	82,7

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Finansiella prognoser

Officiella räntor		16-Jan	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
USA	Fed funds	2,50	2,75	2,75	2,75	2,75
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Storbritannien	Repo rate	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25
Obligationsräntor						
USA	10 years	2,73	3,00	2,75	2,50	2,40
Japan	10 years	-0,01	0,00	0,05	0,05	0,10
Tyskland	10 years	0,21	0,30	0,50	0,60	0,70
Storbritannien	10 years	1,31	1,50	1,70	1,80	1,90
Växelkurser						
USD/JPY		109	108	104	102	100
EUR/USD		1,14	1,15	1,18	1,23	1,26
EUR/JPY		124	124	123	125	126
EUR/GBP		0,89	0,85	0,83	0,85	0,86
GBP/USD		1,29	1,35	1,42	1,45	1,47

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr SEK	2017	2018	2019	2020
BNP	4 579	2,1	2,2	1,6	1,9
BNP, dagkorrigerat		2,4	2,3	1,6	1,7
Privat konsumtion	2 041	2,2	1,6	1,7	1,7
Offentlig konsumtion	1 196	0,0	0,6	0,2	0,1
Bruttoinvesteringar	1 143	6,0	4,5	2,0	2,8
Lagerinvesteringar, förändr i % av BNP föregående år		0,1	0,2	0,0	0,0
Export	2 076	3,2	3,0	3,4	3,3
Import	1 908	4,8	3,2	3,2	2,6
Arbetslöshet (%)		6,7	6,2	6,0	6,0
Sysselsättning		2,3	1,8	1,4	0,8
Industriproduktion		4,5	4,1	3,5	3,2
KPI		1,8	2,0	2,0	1,7
KPIF		2,0	2,1	1,9	1,4
Timplöneökningar		2,3	2,5	2,7	3,2
Hushållens sparkvot (%)		15,1	16,0	16,3	16,2
Real disponibel inkomst		1,8	2,4	2,7	1,6
Bytesbalans, % av BNP		3,2	2,0	2,5	3,0
Statligt lånebehov, mdr SEK		-62	-80	-48	-10
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		1,5	0,9	0,6	0,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		40,8	37,4	35,1	33,6

Finansiella prognoser	16-Jan	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Reporänta	-0,25	-0,25	0,00	0,00	0,25
3-månaders ränta, STIBOR	-0,08	-0,15	0,00	0,10	0,25
10-års ränta	0,50	0,65	0,90	1,05	1,15
10-års räntedifferens mot Tyskland	29	35	40	45	45
USD/SEK	9,00	8,83	8,43	7,97	7,70
EUR/SEK	10,26	10,15	9,95	9,80	9,70
KIX	117,7	117,1	115,0	112,4	110,8

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	220	2,8	2,3	1,9	2,0
Privat konsumtion	119	1,3	1,1	1,6	1,7
Offentlig konsumtion	52	-0,5	1,5	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	47	4,0	2,2	3,4	3,0
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		-0,2	1,6	-0,6	0,0
Exports	78	7,5	2,0	3,5	3,5
Imports	80	3,5	3,8	2,0	3,0
Arbetslöshet (%)		8,6	7,5	7,0	6,6
KPI, harmoniserat		0,8	1,2	1,3	1,5
Timplöneökningar		-1,2	1,0	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-0,7	-0,3	0,0	0,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,7	-0,5	-0,4	-0,4
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	0,9	2,8	2,5
BNP (Fastlandet)	2 768	2,0	2,1	2,5	2,2
Privat konsumtion	1 443	2,2	1,9	2,6	2,5
Offentlig konsumtion	778	2,5	1,9	1,8	1,6
Bruttoinvesteringar	819	3,6	0,6	4,7	2,2
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		0,1	0,0	0,0	0,0
Export	1 096	-0,2	0,5	2,6	3,3
Import	1 064	1,6	2,3	2,8	2,3
Arbetslöshet (%)		4,2	3,9	3,8	3,7
KPI		1,9	2,8	2,3	1,5
KPI-ATE		1,4	1,5	2,0	1,8
Årslöneökningar		2,3	2,7	3,2	3,7

Finansiella prognoser	16-Jan	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Folioränta	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75
10-års ränta	1,75	1,90	2,00	2,05	2,05
10-års räntedifferens mot Tyskland	154	160	150	145	135
USD/NOK	8,54	8,17	7,80	7,28	7,06
EUR/NOK	9,73	9,40	9,20	8,95	8,90

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr DKK	2017	2018	2019	2020
BNP	2 178	2,3	1,1	2,0	1,7
Privat konsumtion	995	2,1	2,5	2,0	2,2
Offentlig konsumtion	536	0,7	0,3	0,6	0,9
Bruttoinvesteringar	462	4,7	6,2	1,9	4,4
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		-0,1	0,1	-0,2	0,0
Export	1 188	3,7	0,3	2,9	3,3
Import	1 033	3,6	3,5	1,5	4,0
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,4	4,8	4,5	4,2
KPI, harmoniserat		1,1	0,7	1,2	2,0
Timplöneökningar		1,7	2,2	2,4	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	16-Jan	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,30
10-års ränta	0,22	0,35	0,55	0,65	0,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	1	5	5	5	5
USD/DKK	6,55	6,49	6,32	6,07	5,92
EUR/DKK	7,47	7,46	7,46	7,46	7,46

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	42	4,1	3,4	2,9	2,4
Privat konsumtion	26	3,4	4,1	3,5	3,1
Offentlig konsumtion	7	-0,4	0,4	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	8	6,8	7,9	6,0	5,0
Export	34	13,6	4,1	3,2	2,7
Import	33	12,0	3,7	4,7	4,2
Arbetslöshet (%)		7,1	6,3	6,1	6,0
KPI		3,7	2,5	2,5	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,5	0,5	0,2	0,0
Skuld, offentlig sector, % av BNP		39,4	34,8	38,0	37,0

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	25	4,5	4,5	3,5	3,2
Privat konsumtion	15	5,1	4,6	3,7	3,2
Offentlig konsumtion	4	4,1	4,0	2,7	2,5
Bruttoinvesteringar	5	16,0	13,7	7,5	6,5
Export	15	4,8	3,0	2,7	2,8
Import	14	9,5	6,0	5,8	5,5
Arbetslöshet (%)		8,9	7,4	6,4	6,0
KPI		2,9	2,5	2,9	2,5
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	3,6	2,8	2,5
Privat konsumtion	12	2,6	4,4	4,0	3,4
Offentlig konsumtion	5	0,6	-0,3	1,8	1,8
Bruttoinvesteringar	5	12,5	0,1	3,6	2,0
Export	18	3,5	2,4	2,2	2,8
Import	17	3,6	5,9	4,2	3,4
Arbetslöshet (%)		5,8	5,7	6,0	6,3
KPI		3,7	3,4	2,6	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,2	0,2	0,0	-0,1
Skuld, offentlig sector, % av BNP		8,7	8,3	7,8	7,5

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

Eugenia Fabon Victorino

SEB Singapore
Kina
+65 6505 0583

Richard Falkenhäll

Storbritannien,
Valutamarknaden
+46 8 506 23133

Lina Fransson

Obligationsmarknaden
+46 8 506 232 02

Dainis Gaspuitis

SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth

Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund

Tillväxtekonomier
+46 8 506 231 77

Olle Holmgren

Sverige
+46 8 763 80 79

Johan Javeus

+46 8 506 230 19

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

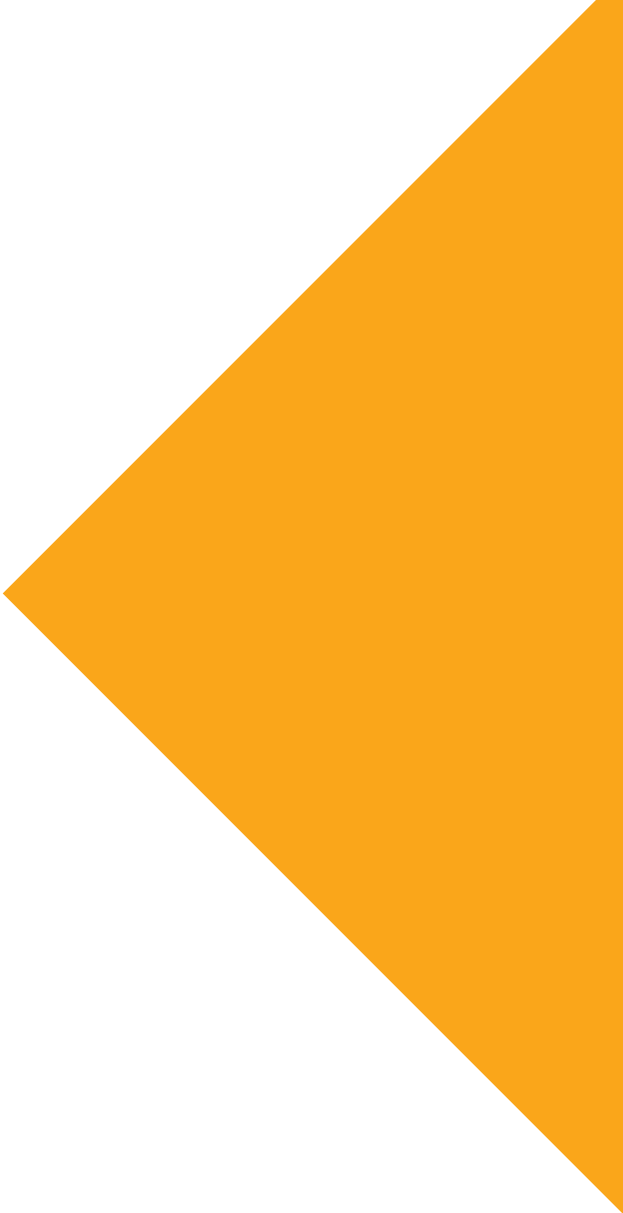
Denna rapport publicerades
den 22 januari 2019.

Avstämning för valuta- och
räntenoteringar var den 16
januari 2019.

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