

Research Reports

Fedsänkningar och handelspolitiska
ljusglimtar underlättar mjuklandning

Riksbanken lämnar minusräntan i
december trots stigande arbetslöshet

Nordic Outlook

November 2019

Innehåll

4	Inledning
5	Global ekonomi
6	Internationell översikt
15	Tema: EM-ekonomierna
18	Tema: Handelskriget 2.0
21	Räntemarknaden
22	Tema: Minusräntans värld
25	Valutamarknaden
26	Aktiemarknaden
27	Norden
28	Sverige
31	Tema: Kommunsektorn
34	Norge
36	Danmark
37	Finland
38	Baltikum
39	Litauen
40	Lettland
41	Estland
42	Nyckeldata
48	Research kontakter



Finna rätta vägen ut En labyrint av utmaningar

Ett minst sagt händelserikt 2019 – färgat av recessionsdebatter, historiska minusräntor, handelskonflikter och brexitförvirring – är på väg att gå i mål. Den tydliga globala tillväxtavmattningen som präglade i stort sett hela världen 2019 har varit, åtminstone delvis, politiskt självförvällad och väntas sätta avtryck även 2020-2021.

Vi fortsätter se inbromsningen som multidimensionell. Den är m a o inte enbart framkallad av handelsosäkerhet utan har såväl cykliska som strukturella och psykologiska inslag. Tillsammans stör dessa krafter globala investerings- och produktionscykler liksom det internationella handelsystemet. De väntas nu ge något större tillväxteffekter än vi räknade med i början av året.

I låginflationsmiljön har flertalet centralbanker – Norge undantaget och förmodligen också Sverige – reagerat på nedåtriskerna för tillväxten genom att sänka räntor och återuppta QE-program. Men vi är inte ensamma om att resa frågor kring minusräntor och penningpolitikens effektivitet om den inte samtidigt går hand i hand med mer kraftfull finans- och strukturpolitik. Vi ser nu fram emot en möjligen ny ekonomisk-politisk debatt under ledning av bl a nya ECB-chefen Christine Lagarde.

Minusräntorna, även på värdepapper med lång löptid, har vänt upp och ned på världen. Men de skapar också utrymme för ökad tillväxt genom offentliga satsningar på t ex infrastruktur, klimatet och utbildning. Tillväxt-ekonomierna – som står för runt 60 procent av global ekonomi – kan nu dra fördel av att USA sänker räntan och att investeringskapital söker sig till dessa länder. Att tillväxtregioner uppvisar tecken på stabilisering i konjunkturen inger hopp för 2020 och håller tillbaka risken för en global recession under nästa år.

Som alltid försöker vi få ett helikopterperspektiv på utvecklingen. Vår sammantagna bedömning av läget finner du i vår nya *Nordic Outlook November 2019*. Här hittar du även fyra intressanta och fördjupande teman:

- EM-ekonomierna: tecken på ljusning
- Handelskriget 2.0: prövande och vingliga framsteg
- Minusräntans värld: de "mörka sidorna"
- Sveriges kommunsektor: klämd från alla håll

Vi hoppas att *Nordic Outlook November 2019* kan erbjuda både trevlig läsning och nya insikter och önskar alla ett riktigt framgångsrikt 2020!

Robert Bergqvist

Chefsekonom

Håkan Frisén

Prognoschef

Global ekonomi

Låg inflation och stram arbetsmarknad
överbelastar penningpolitik och
passiviserar finanspolitik

USA

48,3

Nivån för ISM-index för tillverkningsindustrin i oktober. Trots hyfsad BNP har amerikansk ekonomi under hösten påverkats negativt av global industrisvaghet och osäkerhet kopplad till handelskonflikter.

Euroområdet

13%

Hushållens sparkvot första halvåret 2019. Osäkerhet om den allmänekonomiska utvecklingen har dämpat konsumtionsviljan. Kan oron skingras finns därför potential för en konsumtionsuppgång.

Emerging Markets

4,0%

BNP-tillväxt 2019, den lägsta sedan finanskrisen. Vi ser dock en ljusning för EM-ekonomierna när handelsoron minskar samtidigt som låg inflation möjliggör ytterligare centralbanksstimulanser.

Storbritannien

4,6%

Underskottet i den brittiska bytesbalansen som andel av BNP. Trots det svaga pundet har underskottet förblivit högt och nu har även överskottet i tjänstebalansen börjat minska.

Feds räntesänkningar och framsteg i handelsförhandlingarna har skapat ökad global tillförsikt. BNP är dock nedjusterad för både 2019 och 2020, men recessionsriskerna har minskat och år 2021 växlar tillväxten åter upp. Kvarvarande politisk osäkerhet begränsar dock uppsidan. Med fortsatt låg inflation ligger stimulansbördan på penningpolitiken trots dess avigsidor. Finanspolitiken blockeras av sencyklisk jobbstyrka och stela regelverk.

Utsikterna för global ekonomi har stabiliserats de senaste månaderna. Federal Reserves tre räntesänkningar, vissa framsteg i handelsförhandlingarna mellan USA och Kina samt tecken på bottenkänning för industrikonjunkturen – inte minst i Asien – har bidragit till en större tillförsikt. Det har bl a avspeglats i börserna som stigit markant och nu ligger på rekord-höga nivåer. Att Fed ser ut att lyckas med sin ambition att förlänga den ekonomiska uppgången med sin "mid-cycle"-korrektur har även avspeglats i en rekyll uppåt för obligationsräntorna. Detta har i sin tur gjort USA:s avkastningskurva lite brantare och därmed är räntemarknadens recessionssignaler inte lika tydliga.

Lägre recessionsrisk trots nedreviderad global BNP.

De positiva signalerna bidrar till att vi justerat ned sannolikheten för en recession de närmaste åren. Vi gör nu bedömningen att den är 20-25 procent. Vi har dock samtidigt sänkt vår prognos för global BNP med två tiondelar för både 2019 och 2020 till 2,9 resp. 3,0 procent. Detta beror på en nedrevidering av prognosen för tillväxtekonomierna (Emerging Markets, EM) med två resp. tre tiondelar för de båda åren. Prognosen för de utvecklade ekonomierna är i stort oförändrad. I USA steg visserligen BNP lite snabbare än väntat under tredje kvartalet men samtidigt har sentimentsindikatorer försvagats varför tillväxten troligen saktar in tydligt det närmaste halvåret. För 2021 tror vi som tidigare att global BNP växlar upp till 3,3 procent bl a beroende på att vi redan ser tidiga tecken på en stabilisering och vändning för EM-ekonomierna (se temartikel sid 15).

Mjuklandning trots att historien talar emot. Vår prognos för global BNP ligger något lägre än konsensus framför allt för 2020. Generellt verkar dock den sencykliska miljö vi befinner oss i bidra till en ovanligt stor samstämmighet bland prognosmakare. Fortsatt låg inflation ger centralbanker ett betydande manöverutrymme att svara på tidiga varningssignaler om vikande efterfrågan. Fed har därtill signalerat att man är beredd att tillåta en inflation över målet under en tid för att förlänga uppgången. Varningssignaler som uppskruvad skuldsättning i privat sektor eller överdrivna investeringsexcesser i företagen lyser också med sin frånvaro. Detta lägger en ganska stor bevisbörd på den som lägger en regelrätt recession som huvudprognos.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
USA	2,9	2,2	1,7	1,9
Japan	0,8	1,2	0,7	0,5
Tyskland	1,5	0,5	0,6	1,1
Kina	6,6	6,1	5,7	5,9
Storbritannien	1,4	1,3	1,4	1,5
Euroområdet	1,9	1,0	1,1	1,3
Norden	1,8	1,6	1,9	1,8
Baltikum	4,2	3,4	2,3	2,4
OECD	2,3	1,6	1,4	1,6
EM	4,7	4,0	4,2	4,5
Världen, PPP	3,6	2,9	3,0	3,3

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

Arbetslöshet och geopolitik sätter restriktioner på uppsidan.

Att vi nu noterar en arbetslöshet på 40-års-lägst i OECD-området som helhet och 50-årslägst i USA gör å andra sidan att en påtaglig uppväxling av tillväxttakten så här sent i cykeln inte verkar sannolik. Arbetslösheten kan sjunka en bit till, framför allt i euro-området och trenden mot ökad förvärvsfrekvens kan också fortsätta i bl a USA. För att möjliggöra ett större tillväxtlyft krävs dock att produktiviten växlar upp markant. Vi kan se vissa tendenser till detta i bl a USA och man kan inte utesluta att effekter av tekniska landvinningar i den s k Fjärde industriella revolutionen gör sig gällande med viss fördröjning. Det är dock osannolikt att vi kommer att få något tydligt trendbrott under prognosperioden. Kvarvarande politisk osäkerhet lägger också ett tak på tillväxtutsikterna. Även om vårt huvudscenari är att ett avtalslöst Brexit kan undvikas och att handelsförhandlingarna mellan USA och Kina tar försiktiga steg framåt kommer frågetecknen på såväl global som europeisk nivå att bestå.

Svårt hitta balans mellan penning- och finanspolitik.

Att prognoserna landar i slutsatsen att rådande sencykliska miljö består under ganska lång tid påverkar också den ekonomisk-politiska debatten. En fråga gäller hur allvarliga avigsidorna med det extrema ränteläget ver-

kligen är i form av t ex ökade finansiella risker, vidgade ekonomiska klyftor eller försvagat omvandlingstryck i ekonomin (se temaartikeln "Minusräntans värld" på sid 22 där även utmaningar för liv- och pensionsbolag diskuteras). Man kan se en trend där centralbanker oroar sig alltmer för dessa avigsidor och för bristen på ammunition när det gäller att möta nästa nedgång. Men å andra sidan har man inte så stort val när inflationen är låg och det faktiskt finns en möjlighet att pressa ned arbetslösheten till ännu lägre nivåer. Det finns dock flera skäl att tro att finanspolitiska stimulanser i nuläget skulle vara mer effektiva än en än mer extrem inriktning av penningpolitiken. Men förutom låsningar i finanspolitiska regelverk i t ex euroområdet och Sverige finns också en tvekan att lägga om budgetpolitiken i expansiv riktning så här sent i cykeln. På så sätt riskerar rådande miljö med såväl låg inflation som låg arbetslöshet att leda till en assymetri där penningpolitiken överutnyttjas och finanspolitiken förblir alltför passiv.

Kortsiktiga nedåtrisker för räntor, därefter högre. De långa räntorna har, som nämnts ovan, rekylat upp efter bottennoteringar i september i spåren av minskade recessionsrisker. Vi tror att centralbankerna inte är helt klara med stimulanserna. Fed levererar en sista försäkringssänkning i början av nästa år medan ECB sänker till -0,60 procent i mars 2020. Det betyder att internationella obligationsräntor väntas falla tillbaka något fram till mitten av 2020 innan rörelsen uppåt fortsätter under främst 2021. Strukturella nedåtkrafter i form av låga inflationsriskpremier och låga realräntor fortsätter dock att verka. I slutet av perioden ligger 10-åriga USA-räntor på 2,00 procent och tyska på noll. Att Riksbanken och ECB rör sig åt olika håll talar för en något ökad ränteskillnad mellan svenska och tyska 10-åringar till dryga 50 punkter i slutet av 2020 och 2021.

Dollarn tappar när tillväxtutsikterna lättar. Vårt försiktigt positiva scenario innebär att defensiva valutor som t ex dollarn tappar mark. Ytterligare en sänkning från Fed bidrar också till att EUR/USD gradvis stiger till 1,20 vid utgången av 2021 även om USD fortsätter att dra fördel av en relativt omvärlden högre ränta. Låg risk för en hård Brexit i närtid har stärkt pundet men på sikt kvarstår nedåtriskerna från kommande handelsförhandlingar med EU. Det är samtidigt osäkert om en återgång till nollränta i Sverige räcker för att locka tillbaka flödena in i kronan. Minskad oro för global konjunktur bidrar dock till en förstärkningstrend för kronan som handlas till 10,20 mot euron i slutet av 2020 och 10,00 i slutet av 2021. Årets kraftiga försvagning av norska kronan är svårförklarlig, men prognosen om en gradvis starkare NOK kvarstår och EUR/NOK står i 10,00 i slutet av 2020 och 9,70 i slutet av 2021.

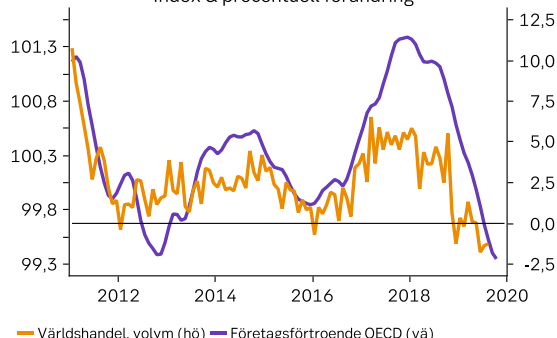
Börsen får stöd av ultralåga räntor och kombinerade utdelningar/återköp. Dämpade tillväxtutsikter, små vinstökningar och värdering nära historiska toppar begränsar dock potentialen och huvudscenariot är en försiktig uppgång och fortsatt risk för volatilitet.

Omskakat globalt handelssystem

De ekonomiska störningarna av handelsrelaterade konflikter har blivit allvarligare än vad vi förutsåg i början

av 2019. Handelskrigets direkta effekter av tullar etc är dock mindre än de indirekta effekterna i form av t ex investeringsosäkerhet. Inte bara ekonomiska värden står på spel utan främst USA och Kina är på kollisionskurs även när det gäller områden som ideologi, säkerhetspolitik och teknologiskt ledarskap. Studier från Fed och IMF tyder på att de totala negativa effekterna dämpar global BNP med som mest 0,8 procent. I vårt huvudscenario är effekten som störst 2019 varefter den negativa impulsen gradvis avtar i styrka.

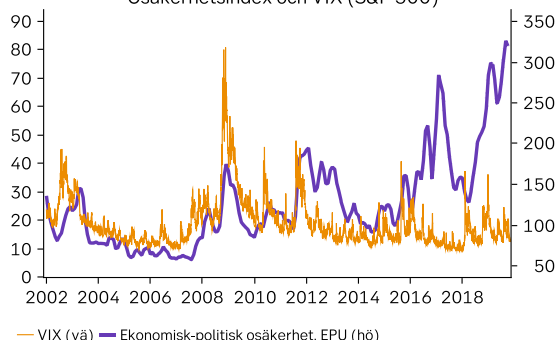
Global handel har tappat fart
Index & procentuell förändring



Källa: OECD, Macrobond, SEB

Delavtal på väg för USA och Kina. Finansiella marknader reagerade positivt när den senaste förhandlingsrundan resulterade i en begränsad muntlig överenskommelse där USA skjutit upp planerade tullhöjningar från 25 till 30 procent i utbyte mot ökade kinesiska inköp av amerikanska jordbruksvaror. Parterna har också enats om att avstå från valutakrigsföring samtidigt som Kina förbundit sig att ytterligare öppna upp sin finansmarknad för utländska företag. Detta har lett till förhoppningar om ytterligare framsteg i kommande förhandlingar. Vi ser en hög sannolikhet för en begränsad överenskommelse mellan presidenterna Trump och Xi före årsskiftet. Att Trump uppenbart inte vill äventyra USA-ekonomin det närmaste året bidrar också till att Vita huset troligen skjuter på beslutet om biltullar mot bl a EU. Förhandlingarna med EU kompliceras dock av att Trump vill exportera mer jordbruksvaror till Europa, vilket framför allt Frankrike lär försöka stoppa.

Hög global osäkerhet men låg volatilitet
Osäkerhetsindex och VIX (S&P 500)



Källa: Economic Policy Uncertainty, Chicago Board Options Exchange (CBOE), Macrobond, SEB

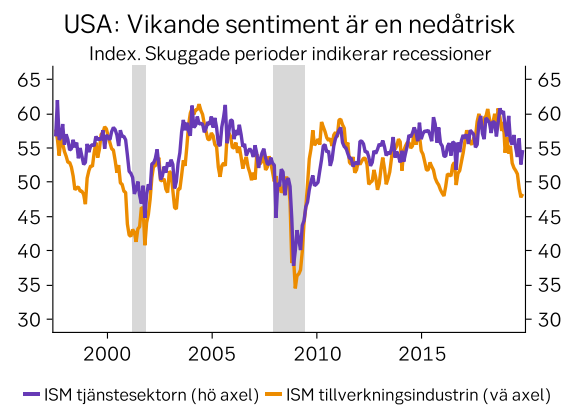
Osäkerheten består på sikt. Trots en del framsteg den närmaste tiden väntas osäkerheten om det internatio-

nella handelssystemet bestå. Nästa steg i handelsförhandlingarna – t ex om känsliga frågor som bl a Kinas industripolitik och statliga subventioner – lär bli betydligt tuffare då USA:s krav på dessa områden skulle innebära långtgående förändringar i Kinas ekonomiska modell. Det finns också en bred USA-opinion för en hård politik gentemot Kina som försvårar ett avgörande genombrott. Så länge Trump är president har världen också fått lära sig att avtal med USA inte heller är skrivet i sten, vilket blev uppenbart i maj när Vita huset valde att hota Mexiko med tullar om inte immigrationen till USA begränsades. Därtill råder osäkerhet om WTO:s framtida roll. Brist på förutsägbarhet om handeln riskerar således att varaktigt hämma investeringar och därmed tillväxt och produktivitet. Läs mer om dessa frågor i temartikeln "Handelskriget 2.0" på sid 18.

USA: Fed förlänger historiskt lång uppgång

USA-ekonomin har i huvudsak visat fortsatt motståndskraft. Under tredje kvartalet växte BNP med 1,9 procent, i stort oförändrat från andra kvartalet och marginellt under vår bedömning av långsiktig trendtillväxt (ca 2 procent). Det kraftiga uppsvinget i privat konsumtion under kvartal två (4,6 procent) följdes av en mer trendlik ökning på 2,9 procent. Investeringarna fortsatte att sjunka trots förnyad uppgång för bostadsbyggandet medan utrikeshandeln i stort sett gav ett neutralt BNP-bidrag. Handelskriget har därmed inte fört USA närmare Trumps ursprungliga mål om ett minskat underskott i utrikeshandeln, vilket heller inte är att vänta så länge som USA:s ekonomi fortsätter att växa snabbare än omvärlden.

Sentimentsindikatorer signalerar försvagning. Ekonomin har dock inte varit immun mot global industrisvaghet och handelsosäkerhet. ISM-indexet för industrin har under hösten fallit till nivåer som indikerar krympande produktion medan exportorderingen varit nere på de lägsta nivåerna sedan finanskrisen. Tjänstesektorerna har också påverkats även om nivån där fortfarande ligger en bit över expansionsgränsen 50. Den allra senaste tiden har industrin dock visat tecken på stabilisering med stöd av framgångar i handels-samtalen och tidiga tecken på vändning i Kina/EM. Det minskar risken för att nedgången sprider sig än mer till den övriga ekonomin.



BNP bromsar in ytterligare i närtid. Medan stora företag deppar har sentimentet bland mindre företag och

särskilt hushåll legat kvar på relativt goda nivåer. Hushållens konsumtion stöds av möjligheterna till att refinansiera bostadslån till lägre räntor och på sikt utgör det höga sparande en potential. Långsammare jobbtillväxt innebär dock att privat konsumtion gradvis väntas växla ned i linje med en mer dämpad utveckling för hushållens inkomster. Låga räntor ger stöd för bostadsbyggandet medan företagens investeringar förblir under press från handelsosäkerhet och konjunkturtrötthet. Sammantaget bedömer vi att de negativa impulserna från omvärld och handelsoro ger en tydlig nedväxling av BNP-tillväxten fjärde kvartalet och under första halvåret 2020. Därefter väntas takten växla upp något igen. Som årsgenomsnitt dämpas BNP-tillväxten från 2,2 procent i år till 1,7 år 2020 för att sedan stiga till 1,9 procent 2021.

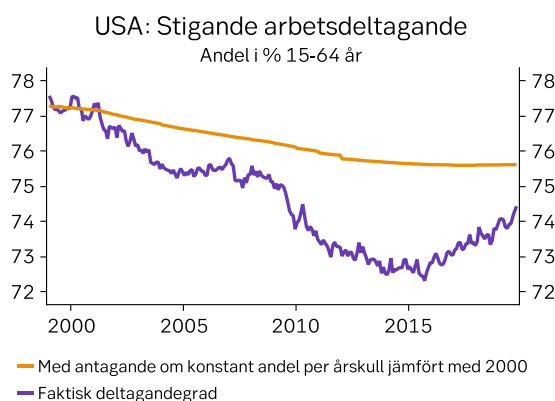
Balanserade risker. På kortare sikt ligger riskerna för prognosen på nedsidan och är främst kopplade till en ny eskalering på handelsområdet. På lite längre sikt bör riskbilden analyseras utifrån möjligheterna för Fed att ytterligare förlänga uppgången. Det är då riskerna för finansiella obalanser samt allvarigare flaskhalsar på arbetsmarknaden som står i fokus. Att de traditionella signalerna på en övermogen konjunktur – snabb skulduppbbyggnad i hushållssektorn och uppdrivna investeringsnivåer i näringslivet – lyser med sin frånvaro är positivt och ökar utsikterna för en fortsatt expansion. Växande skulder i företagssektorn, som gått till att finansiera utdelningar/aktieåterköp och företagsaffärer snarare än reala investeringar, är dock ett osäkerhetsmoment. Sådant risktagande har dock historiskt inte orsakat lika djupa kriser som överhettade kreditykler kopplade till hushåll och bostadsbyggande.

Så länge lönerna inte tar fart på ett tydligare sätt är det svårt att döma ut arbetsmarknaden som osunt överhettad

Fortsatt snabb jobbtillväxt. Sysselsättningen har fortsatt att växa i en imponerande takt. De senaste tre månaderna har ökningen i genomsnitt varit 176 000; vilket fortfarande är klart mer än den underliggande befolkningstrenden. Kraftiga fall i indikatorer för tjänstesektorns sysselsättning de senaste månaderna tyder dock på att efterfrågan på arbetskraft försvagas framöver även om dessa index är notoriskt volatila. Att jobbtillväxten mattas är dock rimligt i ett läge med tilltagande brist på arbetskraft, vilket stöds av rapporter i Feds Beige Book om allt större svårigheter att hitta personer att anställa.

Gränserna testas på utbudssidan. På lite sikt kommer utvecklingen av sysselsättningen att avgöras av potentialen på utbudssidan. Arbetslösheten föll i september

till 3,5 procent, den lägsta nivån på 50 år, för att sedan stiga marginellt till 3,6 procent i oktober. Vi ligger alltså nu klart under Feds senaste estimat på jämviktsarbetslöshet 4,2 procent men så länge lönerna inte tar fart på ett tydligare sätt är det svårt att döma ut arbetsmarknaden som osunt överhettad. Feds politik syftar ju också uttryckligen till att pressa ned jämviktsarbetslösheten genom att ge svagare grupper en möjlighet att komma in på arbetsmarknaden. Även om det finns tecken på ökad uppåttryck på löner för vissa grupper använder sig företagen enligt Beige Book i hög grad av andra incitament (bonus och förmåner) för att attrahera personal. Vår bedömning är att osäkra konjunktutsikter samt hårt konkurrensläge gör företag fortsatt försiktiga med att höja löner.



Arbetsdeltagandet kan fortsätta öka. Vi ser också en potential till en fortsatt ökning av förvärvsfrekvensen. Mått för åldrarna 15-64 år har arbetsdeltagandet de senaste åren stigit från 72,5 procent till en bit över 74 procent. En ytterligare uppgång på 1-2 procentenheter ligger inom räckhåll när vi rensar för den underliggande demografiska trenden. Produktivitetstakten i USA har därtill växlat upp något de senaste åren. Intensifierade effektivitetssatsningar i spåren på ökande rekryterings-svårigheter eller fördröjda resultat av tidigare teknikin-vesteringar är tänkbare förklaringar till detta. Sammantaget är vår bedömning att förhållandena på utbudssidan inte borde sätta käppar i hjulet för fortsatt expansion av USA:s ekonomi de närmaste åren.

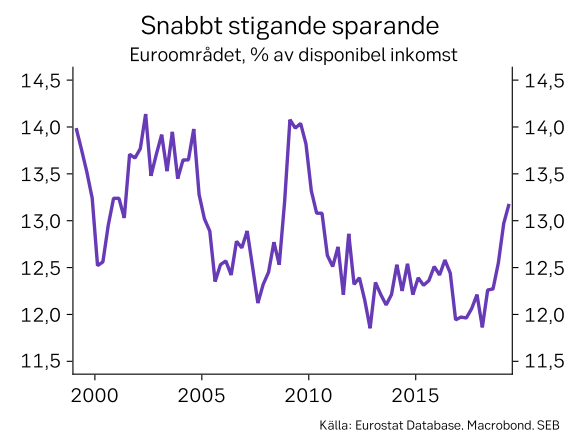
Japans ekonomi möter tilltagande motvind

Japans regering och centralbank fortsätter jobba i rejäl motvind. Som väntat höjdes moms 1 oktober från 8 till 10 procent trots vikande framtidstro inom export-industrin och bland hushållen. Åtgärden var delvis ett svar på omvärldens kritik mot svaga offentliga finanser och behovet av att banta den offentliga skulden som nu ligger på ca 240 procent av BNP. Positiva krafter som stöttat tillväxten under 2019 – tex vårens kejsarinstalla-tion, OS-investeringar och expansiv finanspolitik – klingar av och BNP väntas växa med ca 0,5 procent 2020-2021. Nedåtriskerna dominerar på grund av Kinas in-bromsning och fortsatt handelskonflikt med Sydkorea om bl a teknologiexport (se temaartikel på sid 18). Disinflationskrafterna i ekonomin gör att inflations-målet 2 procent inte nås under prognosperioden. Bank of Japan är under press att göra politiken än mer

expansiv men även i Japan höjs röster mot nya lättnader p g a avtagande nytta. Vi tror på en överlag oförändrad penningpolitik.

Investeringar stöttar euroområdets tillväxt

Sentimentsindikatorerna i euroområdet signalerar en fortsatt svag utveckling framöver. Inköpschefsindex PMI för oktober låg kvar på en låg nivå efter det oväntat stora fallet i september. Tjänstesektorerna fortsätter att visa viss motståndskraft med en PMI-nivå som fortfarande ligger en bit över expansionsgränsen 50, men vissa spridningseffekter från industrinedgången har nu gjort sig gällande. Trots dämpad framtidstro har investeringarna varit den viktigaste drivkraften till BNP-tillväxten det senaste året och framför allt under andra kvartalet 2019. Relativt högt kapacitetsutnyttjande och lågt ränteläge kommer även framöver att gynna investeringsklimatet men det är ändå sannolikt att den generella BNP-inbromsningen gradvis gör att också investeringarna saktar in.



Tydlig uppgång i hushållssparandet. Hushållen har under en längre tid gynnats av stigande tillgångspriser och sysselsättning samt högre reallöner. Konsumenternas framtidstro har visserligen backat något men ligger fortfarande över det historiska snittet. Trots detta har konsumtionsbeteendet varit försiktigt och sparkvoten har ökat relativt kraftigt det senaste året. EU-barometern tyder därtill på att hushållen snarast vill dra upp sitt sparande ytterligare. Hushållens tvekan är alltså främst kopplat till det allmänna ekonomiska och politiska läget och inte till den egna ekonomin. Eftersom det inte är sannolikt att osäkerheten kommer att skingras i speciellt hög grad den närmaste tiden tror vi att konsumtionen under prognosperioden kommer att öka i en måttlig takt på knappt 1,5 procent per år.

BNP-tillväxt, euroområdet

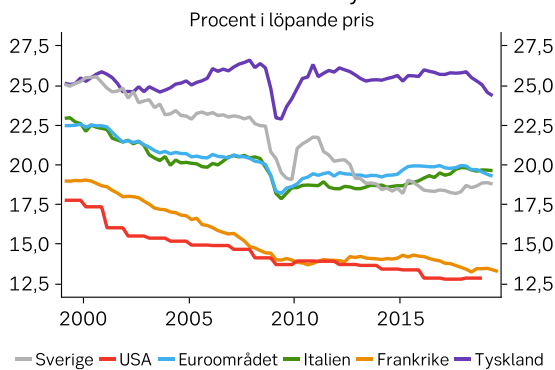
Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Tyskland	1,5	0,5	0,6	1,1
Frankrike	1,7	1,2	1,2	1,4
Italien	0,8	0,2	0,6	0,8
Spanien	2,4	2,0	1,8	1,8
Euroområdet	1,9	1,0	1,1	1,3

Källa: IMF, SEB

Exportvändning dröjer. Med dämpade utsikter för den inhemska ekonomin blir exportutvecklingen, framför allt den tyska, avgörande för möjligheterna att komma ur innevarande svacka. Tysk industri gynnades i särskilt hög grad av den investeringsdrivna globala uppgången 2016–2017 och med en högt uppdriven produktionsnivå är man nu extra känslig för avmattningen i den internationella handeln. Fordonsindustrin pressas av vikan- de omvärldsefterfrågan bl a i spåren av utsläppsregle- ringar och nya konsumtionsmönster. Men sektorn stic- ker egentligen inte ut negativt och flera tongivande pro- ducenter visar nu en tydlig återhämtning. Istället är ned- gången för tysk industri bredbaserad, vilket bl a den ty- ska IFO-indikatorn bekräftat. Det är därför svårt att se någon snabb återhämtning även om den uppväxling vi väntar oss globalt bör gynna Tyskland framöver. Sam- mantaget väntas dock både Tyskland och Italien växa långsammare än genomsnittet under prognosperioden. President Macrons reformpolitik och landets mindre ex- portberoende bidrar däremot till att Frankrike växer snabbare. Efter den tidigare djupa recessionen fortsät- ter dock Spanien att uppvisa den snabbaste tillväxten under hela prognosperioden 2019–2021.

Fallande industriandel men Tyskland sticker ut



Källa: Eurostat Database, U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, SEB

Hyfsad brittisk tillväxt trots Brexit

Den stökiga Brexitprocessen fortsätter att hämma brit- tisk ekonomi och andra kvartalet föll BNP med 0,2 pro- cent jämfört med föregående kvartal. Svagheten i omvärlden, inte minst inom EU, gör dock att det är svårt att avgöra i hur hög grad den politiska osäkerheten verkligen hämmar ekonomin. Att brittiska förtroende- indikatorer tagit rejält med stryk under sommaren och hösten beror nog bara till en mindre del på Brexit- relaterade osäkerhet. I september låg inköpschefs- index under 50-nivån för såväl tillverkningsindustri som tjänste- och byggsektorerna, vilket indikerar en ganska hög risk för negativ tillväxt även framöver. De senaste 20 åren har det bara varit fallet vid två tillfällen (1998 och 2008).

Svagt pund håller uppe exporten. Investeringarna har definitivt hämmats av Brexit och företagen lär vara för- siktiga så länge osäkerheten består. Trots att export- sektorn gynnats av det svaga pundet visade varuhan- deln rekordstort underskott första halvåret 2019. By- tesbalansen pressas också av att överskottet i tjänste- handeln tenderat att försvagas den senaste tiden. Hus- hållens efterfrågan har varit den främsta drivkraften

för tillväxten men den senaste tiden har konsumtionen minskat något trots stark arbetsmarknad och god lönetillväxt. Ett rekordlångt sparande har länge gjort hushållen sårbara för störningar men nu syns tydliga tecken på ökat sparande och bantad skuldsättning. Det minskar hushållens utsatthet på längre sikt, men är samtidigt bekymmersamt för tillväxten i närtid. Sammantaget räknar vi med att BNP växer med 1,3 procent 2019 för att sedan växla upp marginellt till 1,4 resp. 1,5 procent 2020–2021.

Brexitpaus när britterna går till nyval

Trots att EU-sidan tidigare stängt dörren till att omförhandla förra premiärministern Theresa Mays utträdesavtal från 2018 lyckades hennes efterträdare Boris Johnson ersätta den s k back- stoppen. Det brittiska parlamentet tvingade ändå fram en förlängning av utträdesperioden till (senast) 31 januari. Med en regering som saknar egen majoritet och ett splittrat parlament fort- sätter alltså låsningarna i Brexitfrågan. Tory- regeringens förhoppning är nu att tålmodet hos väljarna är på väg att rinna ut och att parlaments- valet 12 december därför ska ge ett tydligt man- dat att lämna EU med det nya avtalet. Opinions- mätningar och vadslagningsodds pekar mot att Tories kommer att stärka sin position i valet, men historien visar att allt kan hända när britterna går till val.

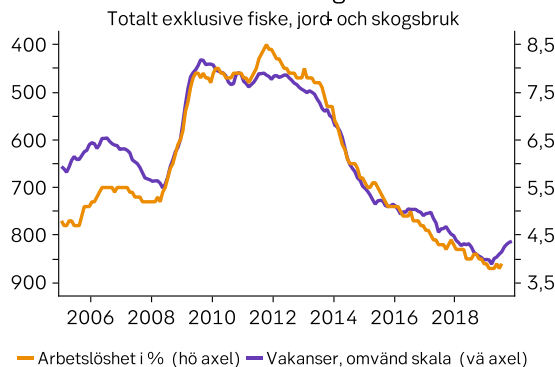
Skulle valet inte resultera i en tydlig majoritet i parlamentet ser vi flera alternativa vägar framåt. 1) Det är alltså tänkbart att Storbritannien lämnar EU med det nya övergångsavtalet. 2) Man kan också lämna men behålla en närmare kopp- ling till EU genom att man t ex stannar kvar i EU:s tullunion. 3) Om parlamentet förblir oförmöget att välja väg är dock det mest troliga att utträdes- beslutet omprövas i en ny folkomröstning där britterna får ta ställning till att lämna EU baserat på utträdesavtalet eller att stanna kvar. Med tanke på hur komplex processen att bryta sig ur EU har varit skulle vi inte förvånas om britterna då väljer att rösta för att stanna kvar i EU.

Ekonomiskt har Storbritannien redan påverkats negativt av Brexit och konsekvenserna av ett utträde styrs av hur nära koppling landet får till EU i framtiden. Ett avtalslöst utträde riskerar att dämpa brittisk tillväxt rejält medan ett mer ordnat utträde kommer att få mer begränsade konsekvenser.

Arbetslösheten har nått botten. Arbetslösheten i Storbritannien är alltså rekordlåg på 3,9 procent men de senaste månaderna har nedgången stannat av. Det finns också flera tecken på att arbetsmarknaden håller på att kylas av. Antalet nyanmällda arbetslösa har ökat det senaste året och antalet vakanser har börjat falla från en rekordhög nivå. Vår prognos är därför att

arbetslösheten gradvis stiger något och når 4,3 procent som årsgenomsnitt 2021. En sådan mild avkylning är antagligen sund men en tydligare försämring riskerar att förstärka uppgången i hushållens sparande, vilket skulle vara extra allvarligt i en situation då Brexit-osäkerhet håller tillbaka investeringarna.

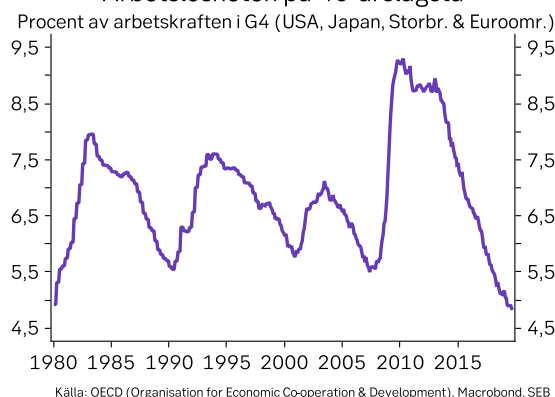
Färre vakanser indikerar stigande arbetslöshet



Phillipskurvan utsätts för nya test

Hittills har den globala arbetsmarknaden visat motståndskraft mot avmattningen i BNP. Vi kan dock se att arbetslösheten visat en tendens till utplaning de senaste 3-4 månaderna. Vår prognos innebär också att vi nu nått botten och att den kommer att ligga kvar på en historiskt låg nivå under prognosperioden. Med andra ord skulle det innebära att även arbetsmarknaden i de västliga industriländerna skulle få mer japanska drag med en stabil arbetslöshet parkerad på en historiskt låg nivå. En sådan utveckling skulle dock bryta mot det historiska mönstret där arbetslösheten regelmässigt snabbt vänt uppåt när den väl bottnat. Framför allt i USA har en stagnerande sysselsättning tidigare lett till svagare privat konsumtion som i sin tur satt igång en negativ spiral med vikande investeringar och med viss fördröjning en stigande arbetslöshet. Det återstår således att se om drivkrafterna bakom denna dynamik verkligen har förändrats.

Arbetslösheten på 40-årslästa

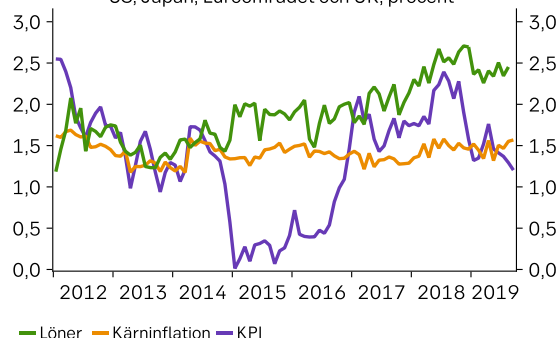


Konvergenstrend för global inflation. Även om det finns variationer är det övergripande bilden om ett fortsatt svagt pris- och lönetryck tydlig. EM-ekonomernas inflation uppvisar nu en tydlig konvergenstrend mot OECD-ländernas takt. Tendensen till uppväxling av

löneökningstakten i OECD-länderna 2017 och 2018 har kommit av sig. Detta beror främst på en nedväxling i Japan men även i euroområdet har uppgången brutits. Även om vi räknar med att löneökningstakten återigen växlar upp från 2,0 till 2,5 procent kommer inflationen i euroområdet förbli besvärande låg för ECB.

Feds målvariabel står emot lite högre löner. I USA har KPI-inflationen (exklusive mat och energi) under hösten visserligen accelererat till de högsta nivåerna på mer än ett decennium. Å andra sidan ligger Feds målvariabel, deflatoren för privat konsumtion exklusive mat och energi (kärn-PCE) fortfarande kvar under 2-procentsmålet. Även om lönerna skulle växla upp ytterligare ett snäpp som ett svar på den heta arbetsmarknaden tror vi att disinflationskrafter i omvärlden bidrar till att hålla tillbaka inflationen även i USA. Marknadsprissatta inflationsförväntningar har också fortsatt att dra sig nedåt och vi håller fast vid bedömningen att den senaste tidens snabbare prisökningar inte utgör ett skifte i trenden. Kärn-KPI väntas falla tillbaka något igen och kärn-PCE ligga kvar ett par tiondelar under målet.

Stabil kärninflation trots lite högre löner



Allt större stöd för en aktiv finanspolitik

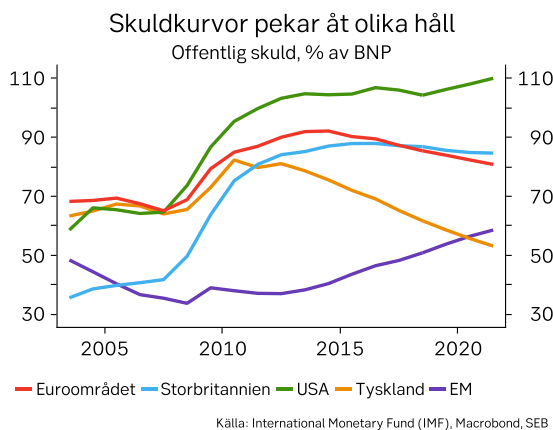
Allt fler röster höjs nu för att finanspolitiken bör spela en större roll i stabiliseringspolitiken. Det handlar t ex om radikala idéer inom ramen för den s k nya monetära teorin (Modern Monetary Theory, MMT) som dyker upp i flera demokraters kampanjer i det amerikanska presidentvalet. Men det kommer också till uttryck i lite uppgivna rop på finanspolitisk hjälp från tunga centralbanksföreträdare som t ex avgående och nyttillträdda ECB-cheferna Mario Draghi och Christine Lagarde. Både penningpolitikens brist på ammunition och tänkbara negativa bieffekter av extremt låga räntor (se temartikeln "Minusräntans värld", sid 22) bidrar till stämningens läget. Därtill innebär förstås det låga ränteläget att det är ovanligt billigt för stater att låna och betala räntor på statsskuden.

Klimatfrågan får spridningseffekter. Det breda och intensiva klimatengagemanget har inte bara skapat ökad legitimitet för att "gröna" investeringar ska kunna särbehandlas och på så sätt göra budgetramverken mer flexibla. Den har nog också bidragit till ett förändrat tonläge när det gäller inställningen till politiska ingrepp i allmänhet. Det verkar åtminstone finnas ökande politisk samtycke om att den offentliga sektorn har många angelägna

uppgifter att ta tag i. Detta utgör en tydlig kontrast till tidigare tongivande nyliberala våg med budskapet att staten i så hög grad som möjligt borde hålla sig borta från det mesta, inte minst stabiliseringspolitiken.

Det verkar finnas en ökad politisk samsyn om att offentlig sektor har många angelägena uppgifter att hantera

Måttlig stimulans trots allt. Även om det alltid finns en viss risk att pendeln slår om väl kraftigt när nya trender lanseras i den ekonomiska politiken lär vi i praktiken inte få se någon drastisk finanspolitisk expansion under prognosperioden. I USA ger Trumps stimulanser ett positivt bidrag till tillväxten också i år men nästa år och 2021 väntas inriktningen i stort sett bli neutral med ett underskott som ser ut att plana ut på ca 5,5 procent av BNP. Det innebär att den offentliga skulden fortsätter att stiga och nå höga 110 procent av BNP år 2021. Man kan dock inte utesluta att nästa års valkampanjer kan präglas av löften om ytterligare satsningar, inte minst från Demokraternas sida. Om en sådan politik sedan sjösätts 2021 utgör de således en uppåtrisk för såväl tillväxt som räntor.



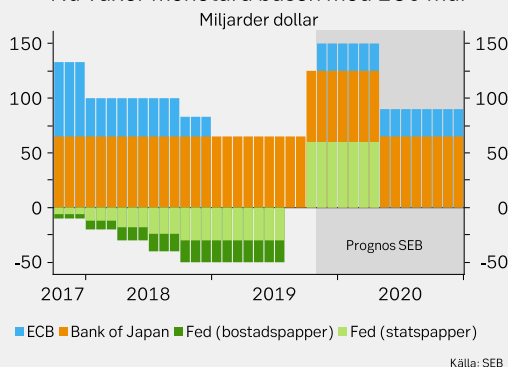
Europeiska låsningar hämmar. De statsfinansiella skillnaderna mellan USA och euroområdet har blivit allt större. Underskottet i euroområdet stannade 2018 på 0,5 procent av BNP, vilket tillsammans med det cykliska toppåret 2000 är den starkaste notering som uppnåtts sedan euron infördes. Skuldnivån har nu kommit ned till ca 80 procent av BNP; ca 6 procentenheter lägre än toppen efter finanskrisen. Pressen från ECB och andra på en mer expansiv finanspolitik har satt vissa avtryck i en mer avspänd syn på regelverket bland politiker i euroområdet. Flera budgetar är svagt expansiva trots att en strikt tolkning innebär att de egentligen borde stramas åt. Men fortfarande verkar regelverket hämmande och i oktober fick 5 medlemsländer, varav 3 stora (Ita-

lien, Spanien och Frankrike), bakläxa för att budgeterna inte var i linje med regelverken. När så många stora länder är bakbundna blir inte den sammanlagda stimulansen särskilt stor. Tyskland är det enda land som har utrymme att substantiellt förändra bilden, men de uppmjukningar i budgetprocessen som föreslagits den senaste tiden förändrar knappast situationen på något avgörande sätt.

Har Fed återstartat sitt QE-program?

I mitten av september uppstod en allvarlig likviditetsbrist i amerikanska banksystemet. Korta räntor steg vilket skapade oro på marknaden. Fed genomförde repooperationer för att tillgodose bristen och lyckades stabilisera ränteläget. Två faktorer bidrog till penningbristen: stora inbetalningar av företagsskatter och emission av statspapper. Bristen på likviditet har överraskat många. Sedan finanskrisen har Fed byggt upp en penningpolitisk portfölj på 4 200 miljarder dollar som finansierats genom utökning av bankreserver ("sedelpress"). Hösten 2017 inledde Fed en bantning av portföljen. I september 2019 upphörde bantningen. I dag uppgår portföljen till 3 600 miljarder dollar.

Nu växer monetära basen med 150 mdr



Det är uppenbart att Fed underskattat behovet av likviditet i systemet. Från mitten av oktober till en bit in i andra kvartalet 2020 avser Fed köpa statskuldväxlar för 60 miljarder dollar per månad. **Har Fed därmed återstartat sitt QE-program?** Svaret är nej. Förklaringen är att dels det finns en likviditetsbrist som Fed bemöter (man avser alltså inte monetarisera systemet), dels avser köpen värdepapper med mycket kort löptid. Likväl kan Fed stå inför problem att kunna erhålla tillräckligt med växlar eftersom placerare väntas föredra att behålla sina växlar som relativt inlåningsräntor ger en högre avkastning. När Fed nu utökar monetära basen med 60 miljarder dollar kommer man att tillsammans med bl a ECB och Bank of Japan att utöka den totala globala monetära basen med 150 miljarder dollar varje månad i minst ett halvår.

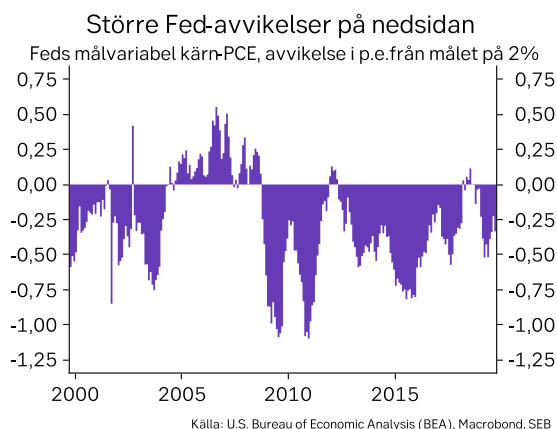
Centralbanker gräver djupt i verktygslådan

Fed har under 2019 utrett hur ett nytt penningpolitiskt ramverk skulle kunna se ut. Ett resultat av arbetet tycks vara att öppna upp för ökad tolerans för att "testa gränserna" för hur lågt arbetslösheten kan falla genom att

öka möjligheterna för mer utsatta grupper att ta sig in på arbetsmarknaden och därigenom pressa ner jämviktsarbetslösheten ytterligare. Att arbetslösheten för närvarande ligger mer än en halv procentenhet under Feds nuvarande bedömning av jämviktsnivån (4,2 procent) behöver därför inte vara ett hinder för fortsatt sänkning. Utvärderingen av det senaste decenniets krispolitik pekar också mot att Feds tillgångsköp inte gav upphov till de befarade negativa sidoeffekterna och att man därför kan vara ännu snabbare och mer aggressiv i sin användning av detta verktyg i nya nedgångsfaser.

Diskussionen har fokuserat på strategier där penningpolitik i efterhand kompenserar för tidigare inflationsmissar

Kompensatoriska inflationsmål på väg? Fed har överlag behållit en skeptisk inställning till negativa styrräntor även om vissa Fedstudier pekat på positiva effekter i andra länder. I stället har diskussionen fokuserat på strategier där penningpolitiken i efterhand kompenserar för tidigare inflationsmissar ("make-up-strategys") genom att medvetet låta inflationen hamna över målet efter en längre period med inflation under målet. En väg skulle vara att definiera målet i termer av ett genomsnitt över en längre period eller som ett intervall, med ökad frihet att låta inflationen röra sig mot de övre eller nedre gränserna för intervallet. Det är lätt att föreställa sig problemen med en sådan strategi i ett läge där centralbanken tvingas kompensera för tidigare avvikelser på uppsidan och strama åt i en lågkonjunktur. En del ledamöter har därför förordat att Fed enbart ska kompensera för perioder med *alltför låg* inflation och inte för perioder med *alltför hög* inflation.



Ny Fedsänkning i januari. Oavsett var dessa diskussioner landar är vår slutsats att Fed i nuvarande läge fortfarande är mest bekymrad över nedsidesriskerna för inflationen efter en lång period där inflationen mestadels

överskratt på nedsidan (se diagram) och därför inte bör ha några problem att tillfälligtvis låta inflationen hamna något över målet nu. Vår prognos är därför att Fed följer upp de tre sänkningarna från 2019 med att sänka räntan ytterligare en gång i januari och att styrräntan sedan planar ut på nivån 1,25-1,50 procent. Skälet är främst, liksom tidigare, att försäkra mot nedsidesrisker från global ekonomi och handel.

ECB letar i vidare i ganska tom verktygslåda. Besvärskelser på nedsidan för såväl tillväxt och inflation under hösten har tvingat ECB att leverera nya stimulanser. De senaste ECB-mötena har bjudit på få överraskningar och fokus ligger nu på att implementera det paket som presenterades i september med lägre styrränta, nya obligationsköp från 1 november och flera räntenivåer för att mildra minusräntans effekter på banksystemet. Svaga ekonomiska utsikter, låg inflation och fallande inflationsförväntningar kommer att fortsätta pressa ECB i expansiv riktning även om utrymmet för ytterligare stimulanser krymper. Vi tror på ytterligare en sänkning av inlåningsräntan med 10 räntepunkter i mars 2020 och att ECB därefter ligger still under resten av prognosperioden. Mötet i oktober var Mario Draghis sista och han har vid sin tid vid ECB-rodret fört politiken långt i expansiv riktning. Nu återstår att se om Christine Lagarde har större framgång med att få medlemsländernas finansministrar att ge finanspolitisk draghjälp.

Centralbankers styrräntor

Procent

	6 nov	Dec	Dec	Dec
	2019	2020	2020	2021
Federal Reserve	1,75	1,75	1,50	1,50
ECB (inlåningsränta)	-0,50	-0,50	-0,60	-0,60
Bank of England	0,75	0,75	0,75	0,75
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Riksbanken	-0,25	0,00	0,00	0,00
Norges Bank	1,50	1,50	1,50	1,50

Källa: Centralbanker, SEB

Bank of England i händerna på Boris Johnson. De senaste årens pundförsvagning är den främsta orsaken till att brittisk inflation har legat över centralbankens mål. Valutaeffekten har dock successivt klingat av och vi räknar med att inflationen ska stabiliseras strax under målet under prognosperioden. Centralbanken har länge haft fokus på den strama arbetsmarknaden och signalerar alltså någon enstaka höjning framöver. De senaste tecknen från arbetsmarknaden minskar därför sannolikheten för en höjning. Vi räknade tidigare med att ett kontrollerat utträde skulle möjliggöra en höjning av styrräntan under prognosperioden, men det verkar inte längre troligt. Framgångarna i förhandlingarna med EU bidrog till ett starkare pund under hösten. Skulle Storbritannien lämna EU med ett avtal finns utrymme för ytterligare pundförstärkning framöver.

Riksbanken ändrar reaktionsfunktion. Riksbanken står fast vid intentionen att höja reporäntan till 0 i december. Att man går mot strömmen på detta sätt, trots svagare konjunktur och vikande inflationsförväntningar, tyder på att man nu lättar lite på tidigare

starka inflationsfokus. Riksbanken är inte så tydlig med motiven men vår tolkning är att man nu verkligen vill lämna minusräntan bakom sig. Det är också troligt att man tagit till sig kritiken avseende nackdelarna med en allt svagare krona och att man inte längre är så intresserad av de temporära inflationsimpulser man kan få från valutan. Den alltmer robusta situationen på bostadsmarknaden kan också spela in. Som motvikt till höjningssignaleringen sänktes räntebanan på längre sikt så att den nu innebär nollränta till början av 2022. Framöver tror vi att tröskeln för att Riksbanken återigen ska sänka räntan till negativt territorium är rejält förhöjd. Eftersom vi tror att man återigen överskattar inflationen i sin prognos ser vi i nuläget inga skäl att tro Riksbanken att ska agera mer aggressivt än vad man nu signalerar för åren 2020 och 2021.

Vi tror att tröskeln för att Riksbanken återigen ska sänka räntan tillbaka in på negativt område är rejält förhöjd

Oförändrad styrränta trots hög inflation. Norges Bank höjde till 1,50 procent i september men signalerade samtidigt en paus i räntehöjningarna. Centralbankens flexibla hållning och en svag valuta har gjort det möjligt att höja fyra gånger trots en mjuk omvärld. Även om Norges Bank hållit fast vid en uppåtrisk för räntan tror vi inte att detta realiserar så länge som inte global tillväxt förbättras och osäkerheten kring handel och Brexit lättar. En räntesänkning är lika långt bort givet tillväxt över trend, slutet utbudsgap och inflation som väntas ligga kvar över målet. Vi väntar oss att styrräntan är kvar på 1,50 procent prognosperioden ut.

BNP-tillväxt, Norden

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Sverige	2,4	1,2	1,2	1,7
Norge	1,3	2,3	3,2	2,1
Danmark	2,4	2,1	1,6	1,5
Finland	1,7	1,2	1,6	1,6

Källa: IMF, SEB

Tema:

EM-ekonomierna

Tecken på ljusning

Utsikterna för tillväxtmarknaderna har varit dystra de senaste två åren. Tillväxten har bromsat in rejält. Oron för negativa effekter av president Trumps handelspolitik har varit påtaglig eftersom ökad protektionism skulle slå särskilt hårt mot de handelsberoende EM-ekonomierna. Vi ser dock tecken på en ljusning för EM inom tre områden. Tillväxten ser ut att ha bottnat ut och vänt svagt uppåt. Inflationen är nära rekordlåga nivåer vilket tillsammans med lägre räntor i USA och EU skapar stimulansmöjligheter för centralbankerna i EM. Vi tror också att handelskriget mellan USA och Kina nu går in i en lugnare fas då Trump inte vill riskera negativa marknadseffekter under ett valår samtidigt som Kina vill minimera risken för en kraftig avmattning av ekonomin.

Tillväxtmarknaderna (Emerging Markets, EM) har tillbringat de senaste två åren i motvind. Global tillväxt har mattats av vilket bidragit till att strukturella svagheter i ekonomier som Turkiet och Argentina utvecklats till valutakriser med kraftigt höjda räntor. Smittoeffekterna har varit tydliga i hela EM-gruppen och därtill också påverkat OECD-länderna. President Trumps politik gentemot speciellt Mexiko och Kina har också lagt sordin på stämningen och lett till oro över hur dessa länder skulle klara en eventuell global recession.

Avmattning sedan 2017. Tillväxten har i likhet med de rika länderna bromsat in rejält sedan 2017 då EM-gruppens BNP expanderade med 5,1 procent. För 2019 har vi reviderat ner prognosen för vårt EM-aggregat till 4,0 procent från 4,2 procent i den senaste Nordic Outlook i september. Tillväxten har varit lägre än väntat i alla regioner från Asien till Latinamerika, Afrika och Östeuropa. Avmattningen har varit tydligast i tillverkningsindustrin medan tjänstesektorn klarat sig bättre.

Trots att BNP-tillväxten i OECD-länderna bromsar in ytterligare 2020 ser vi dock tecken på en viss ljusning för EM-ekonomierna där tillväxten är på väg att bottna ut och därefter vända svagt uppåt. Inbromsningen i Kina fortsätter visserligen men accelerationen ser istället ut att drivas av ekonomier som Ryssland, Brasilien, Mexiko, Turkiet men även till viss del Filippinerna, Indien, Indonesien, Malaysia och Sydkorea.

Ett flertal av dessa ekonomier har nyligen gått igenom recessioner och präglas därmed av ett relativt lågt resursutnyttjande som ger tillväxtpotential på kort sikt. Indien är en viktig pusselbit och vi väntar oss att penning- och finanspolitiska stimulansåtgärder under andra halvåret av 2019 kommer att ge effekt genom att stabilisera och till och med lyfta tillväxttakten 2020. Utvecklingen i Indien är dock svårtolkad på grund av brist på tillförlitlig och frekvent statistik.

Halva BRIC är i en återhämtningsfas, medan den andra hälften bromsar in. Att Kinas tillväxt bromsar in är en del av Pekings ekonomisk-politiska strategi. Avmattningen ser dock ut att bli något kraftigare än väntat både 2019 och 2020. Tillväxten har hållits tillbaka av både svag inhemsk efterfrågan och vikande export. Till skillnad mot tidigare svaghetsperioder har myndigheterna avstått från att stimulera ekonomin genom att öka kredittillväxten på bred front. Inbromsningen syns tydligast i industrisektorn som utgör runt 40 procent av ekonomin. Bostadsbyggandet har dock varit relativt starkt bl a som en följd av regeringens ambitioner att hålla uppe sysselsättningen och minska spekulation och kraftiga prisökningar. Arbetsmarknaden visar på en fortsatt inbromsning och vi väntar oss att Peking kommer att försöka stimulera ekonomin genom att öka utrymmet för lokala myndigheter att göra infrastruktursatsningar. Nästa år väntar vi oss också nya åtgärder för att stärka privat konsumtion. I kombination med finanspolitiska stimulanser kommer detta att lyfta BNP tillväxten till 5,9 procent 2021 från 5,7 procent 2020.

Avmattningen i rysk ekonomi har varit bredbaserad, men inte värre än vad man kan förvänta sig mot bakgrund av inbromsningen i global tillväxt. Rysslands överenskommelse med OPEC att begränsa ökningen i oljeproduktionen har bara varit en svagt hämmande faktor. Svag export, låga investeringar samt en stram budgetpolitik har haft större betydelse. Vi väntar oss att tillväxten vänder svagt uppåt i slutet av 2019 och under 2020 tack vare ökade statliga investeringar och stigande export av olja och gas.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Kina	6,6	6,1	5,7	5,9
Indien	7,4	5,5	6,0	6,5
Brasilien	1,1	0,8	2,0	2,8
Ryssland	2,3	1,0	1,7	1,9
EM-ekonomier, totalt	4,7	4,0	4,2	4,5

Källa: IMF, SEB

Effekterna av Brasiliens reformer kommer att ta tid att visa sig i BNP statistiken. Inbromsningen i global ekonomi, fallet i råvarupriserna och till viss del krisen i Argentina har slagit hårt mot Brasiliens ekonomi vilken har hållits uppe av en långsam återhämtning i privat konsumtion och investeringar. Vi tror att en gradvis återhämtning bland EM-ekonomierna och i råvarupriserna kommer att lyfta Brasiliens BNP tillväxt 2020 och att strukturella reformer bl a av pensions- och

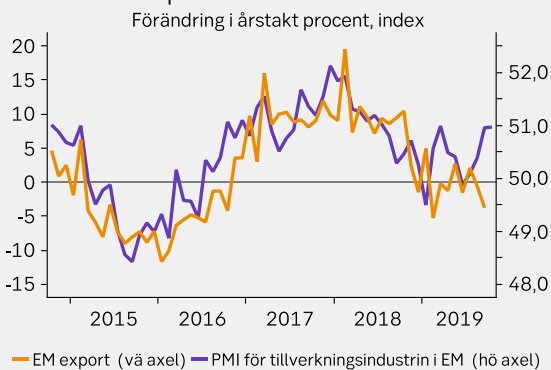
skattesystemen kommer att börja ge effekt 2021 då tillväxten stiger till 2,8 procent.

Tecken på en gradvis vändning i EM börjar visa sig.

Vår försiktigt positiva prognos att EM-tillväxten accelererar till 4,2 procent 2020 bygger på tre observationer och antaganden. Först och främst ser vi tecken på att fallet i tillväxten har bottnat och börjat vända svagt upp. BNP i vårt EM-aggregat accelererade andra kvartalet i jämförelse med det första. Det tydligaste tecknet på att fallet bottnar ut är inköpschefsindex för tillverkningsindustrin i EM-ekonomierna. Även om PMI var oförändrat i oktober har indexet stigit markant sedan juni då den senaste botten nåddes. Uppgången är främst driven av Kina, men även utan Kina har fallet stoppats. Korrelationen mellan sentimentsindex och faktisk tillväxt i industrisektorn och BNP är visserligen svagare än i de mer utvecklade länderna, men en tydlig uppgång på 3-4 månader brukar visa sig även i produktionsstatistikens hårddata.

Stabiliseringen i tredje kvartalet. Månadsdata över ekonomisk aktivitet i tredje kvartalet tyder på att tillväxten i industriproduktionen har fortsatt att röra sig sidledes eller ökat något i nyckelekonomier som Sydkorea, Brasilien, Ryssland, Mexiko, Turkiet, Indonesien, Sydafrika och även Singapore. Ett annat tecken på att tillverkningsindustrin i EM börjat stabiliseras är en viss återhämtning i råvarupriserna. Statistik från Commodity Research Bureau (CRB) visar att råvarupriserna gått upp med nästan 2 procent sedan början på september, drivna av mat- och metallpriser medan andra insatsprodukter till industrisektorn rört sig sidledes.

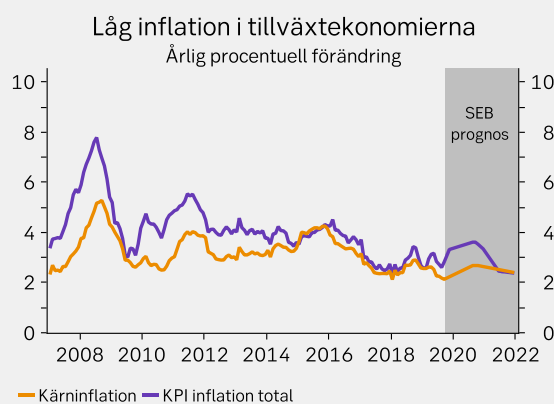
Tecken på att EM-tillväxten bottnat



Internationell handel har också börjat stabiliseras, speciellt export från tillväxtmarknaderna. Den allra senaste månadssiffran för hela EM-gruppen i september var visserligen relativt svag men i huvudsak har nivån rört sig sidledes sedan slutet på 2018. Sydkorea, vilket är den ekonomi i vårt EM-aggregat som först rapporterar handelsstatistik, bekräftar bilden av en stabilisering även i oktober. Handelsvolymerna ligger visserligen lägre än de gjorde för ett år sedan men det beror på ett markant fall i slutet av 2018 och under första halvåret 2019. Viktigt att notera är att PMI för nya exportorder steg bland en majoritet av ekonomierna i vårt EM-aggregat, vilket är ett försiktigt tecken på återhämtning i internationell handel.

Låg inflation ger utrymme för räntesänkningar.

Utsikter till en lättare penningpolitik bidrar också till prognosen om en viss återhämtning bland EM-ekonomierna. Kärninflationen (inflationen rensat från energi- och matpriser) är den lägsta som någonsin uppmätts i tillväxtekonomierna. Den totala inflationen i vårt EM-aggregat ser ut att stiga något 2020, men det beror främst på stigande matpriser. Den enskilt viktigaste faktorn bakom uppgången i matpriser är svinfebern i Kina. Denna har drivit upp priserna på fläskkött vilket haft spridningseffekter på andra matvaror. Att kärninflationen dras med upp av matpriserna och stiger något kommer inte hindra centralbankerna från fortsatta räntesänkningar.



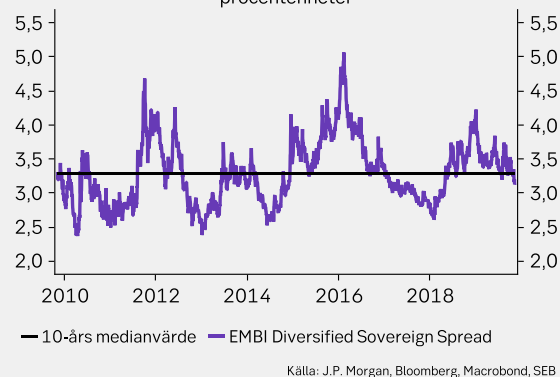
Låg inflation och svagare tillväxt kombinerat med räntesänkningar i bl a USA och euroområdet öppnar möjligheten för centralbanker i EM att ytterligare lätta på penningpolitiken. Ett minst tjugotal centralbanker har redan följt USA:s Fed och sänkt sina styrräntor, men botten är ännu inte nådd. Skillnaden mellan avkastningen i EM och de utvecklade marknaderna har hållit sig relativt stabil under 2019 och legat en bra bit över nivåer som varit gällande under perioder med stark riskaptit. Att skillnaden inte krympt och att en rekordstor andel obligationer globalt sett genererat negativ ränta talar för att kapital kommer att fortsätta att flöda till EM i jakt på avkastning. Penningpolitiska lättnader och kapitalinflöden bör ge stöd åt den ekonomiska aktiviteten i tillväxtekonomierna och till deras valutor.

Så länge USA undviker en recession och Kina bromsar in gradvis finns anledning till optimism.

En risk med lägre räntor och kapitalinflöden till EM är att det kan leda till alltför snabb kredittillväxt, ökade bytesbalansunderskott och accelererande inflation. För tillfället ser vi ingen marknad som visar tecken på den sortens överhettning, men några ekonomier ligger i farozonen som t ex Turkiet, Sydafrika och kanske Indien. Kina har avhållit sig från breda penningpolitiska lättna-

der och stark kredittillväxt efter att lånenivån stigit mot 250 procent av BNP enligt officiell statistik. Utvecklingen i Kina blir mycket viktig för andra EM-ekonomier. Om Kina bromsar in mer än väntat, och om Peking i desperation skulle styra bankerna till ökad utlåning, skulle det innebära en markant ökad risk för global marknadsvolatilitet.

Spread talar för fortsatta kapitalflöden till EM procentenheter



Handelskriget mellan USA och Kina går in i ny fas.

Den tredje anledningen till vår relativa optimism är de senaste framstegen i handelsförhandlingarna mellan USA och Kina. Ett slutgiltigt avtal som innefattar immateriella rättigheter, industripolitik, teknologi och IT-säkerhet kommer med all sannolikhet inte nås innan det amerikanska presidentvalet i november 2020. En begränsad överenskommelse lär dock nås redan i år. Den väntas omfatta ökade kinesiska köp av amerikanska jordbruksprodukter, förbindelse om att inte manipulera valutan renminbin samt förbindelser rörande immaterialrätt (intellectual property rights IP) i utbyte mot amerikanska tullsatsen ligger kvar på nuvarande nivåer eller möjligen att de delvis sänks. Både USA och Kina har starka skäl att nå en begränsad överenskommelse. Trump vill inte ha handelskrigsmolnet hängande över ekonomin och företagssektorn under ett valår. Kina å sin sida vill inte förvärpa den tillväxtavmattningen som pågått sedan slutet på 2017. Peking är även medveten om att oavsett om det är Trump eller en demokrat som sitter i Vita Huset kommer USA hålla en hård linje i förhandlingarna då det råder starkt konsensus om att man måste tvinga Kina att "spela efter reglerna".

Handelskriget mellan framförallt USA och Kina har varit en starkt bidragande faktor till den pessimism som rått gentemot EM. En överenskommelse, om än begränsad, skulle därför sannolikt innebära en attitydförändring vilket i sin tur skulle ge stöd åt investeringar, tillväxt och marknader i EM-länderna det kommande året. Det finns självklart risker i våra prognoser, men så länge USA undviker en recession och Kina bromsar in gradvis finns anledning till optimism.

Tema:

Handelskriget 2.0

Prövande och vingliga steg i rätt riktning

Oförutsägbarhet i det internationella handelssystemet accentuerar de strukturella och cykliska krafter som hämmar både handelsströmmar och global tillväxt. Vår bedömning är att osäkerheten nu får något större negativ effekt på global tillväxt än vad vi förutsåg i början av 2019 även om de direkta effekterna totalt sett fortfarande är hanterbara. Presidentvalet i USA bidrar till att inte ytterligare försämrade handelsläget. Global handel återhämtar sig under 2020 med hjälp av bättre utsikter för tillväxtekonomierna i Asien och Sydamerika. Dessvärre bakbinds WTO i december när skiljedomstolens beslutskraft upphör.

Världshandelns tvära inbromsning (i volym) kan förklaras av flera och ofta sammanlänkade faktorer: tullkriget, mindre ekonomisk-politisk förutsägbarhet som satt globala produktionskedjor i gungning, försvagad telekomcykel, bilsektorns cykliska och strukturella utmaningar och en hämmad exportfinansiering (för ett mer utförligt resonemang kring dessa krafter, se *"Handelskrig & fred"*, *Nordic Outlook September 2019*). Slutsatsen av våra analyser är att även om många länder ingått nya handelsavtal under 2019 – och att USA-Kina-samtalen gör framsteg – finns krafter som fortsätter inverka negativt på både kort och lång sikt.

Global handel har varit en källa till fortsatt besvikelse under hösten. Vi har ändå valt att behålla volymprognosen för 2019 på ca 1 procent. Vi står även fast vid prognosen att handeln volymmässigt växlar upp till ca 2 procent per år 2020-2021. Det senaste året har handeln för Asiens tillväxtekonomier fallit ca 2 procent men har på senare tid uppvisat en återhämtning. Viss osäkerhet råder dock fortfarande om dess uthållighet.

Handelskriget mellan USA och Kina förefaller, i samverkan med andra faktorer, ha fått något större negativa effekter på global tillväxt 2019 än vi räknade med i början av året bland annat p g a svagare investerings-tillväxt. Det påverkar även BNP-prognoserna för 2020 och 2021. Vissa framsteg i USA-Kina-samtalen, monetära lättnader i flertalet länder samt bättre utsikter för tillväxtekonomierna i Asien och Sydamerika begränsar de negativa effekterna på global handel och tillväxt.

Multidimensionell global inbromsning



Globalt handelssystem möter utmaningar

En eskalering av handelskriget mellan USA och Kina riskerar att ytterligare hämma global konsumtion och investeringar. Enligt Internationella valutafonden IMF:s senaste analys kan så mycket som 0,7-0,8 procentenheter av global tillväxt försvinna årligen 2020 och 2021.¹ Detta "sämsta möjliga utfall" tar fasta på att styrräntorna i euroområdet och Japan inte kan sänkas ytterligare för att motverka handelskrigets negativa effekter.

Handelskriget – effekter på global BNP-tillväxt

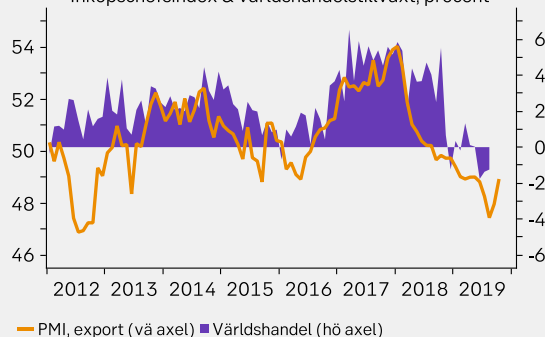
Årlig procentuell förändring

BNP, %	2019	2020	2021	2022
IMF huvudscenario	3,0	3,4	3,6	3,6
Sämsta möjliga utfall*	2,6	2,6	2,9	3,2
Skillnad, %-enheter	-0,4	-0,8	-0,7	-0,4

Källa: SEB, IMF. * Sämsta möjliga utfall inkluderar bl a direkta effekter av annonserade tullar samt negativa effekter på företagsinvesteringar, kreditspreadar samt produktivitet.

Utmanande utsikter för global handel

Inköpschefsindex & världshandelstillväxt, procent



Källa: Macrobond, SEB

Förhandlingarna mellan Japan och Sydkorea har hittills inte gjort några framsteg och utgör ett hot mot hela den asiatiska telekomsektorn. Konflikten, som får näring av olösta frågor från tiden då Koreanska halvön ockuperades av Japan (1910-1945), har befunnit sig i skuggan av handelskriget mellan USA och Kina. Japan fortsätter att försvåra export till Sydkorea av material som är kritiskt för telekomindustrin. Även om effekterna så här långt varit begränsade för den globala telekomindu-

strin är risken stor att exportbegränsningarna inte bara påverkar Asien utan hela den globala telekomindustrin.

Mycket stora ekonomiska värden står på spel för både USA och Kina men det handlar också om uttänkt politisk taktik och att länderna är på kollisionskurs på områden som ideologi, säkerhetspolitik och globalt och regionalt ledarskap i Fjärde industriella revolutionen. IMF:s analys (se ovan) visar att handelskriget baserat på den information som vi har idag kan komma att kosta USA 125 miljarder dollar i utebliven tillväxt i närtid. Motsvarande prislapp för Kina är ca 300 miljarder dollar.

Genomsnittlig tullsats för USA:s och Kinas importerande företag av varor från Kina respektive USA

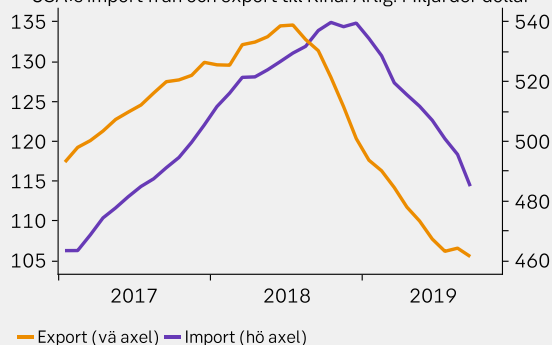
Tullsats, %	Jan 2018	I dag	Dec 2019
USA	3,1	21,0	23,8
Kina	8,0	21,1	25,1

Källa: SEB, The Peterson Institute (October 11, 2019)

För närvarande möter amerikanska importörer av varor från Kina och kinesiska importörer av USA-varor samma genomsnittliga tullsats 21 procent. I stort sett all import från Kina träffas av USA-tullar medan motsvarande sifra för Kina i dagsläget är ca 70 procent. Kinas export till USA har i viss mån hjälpts av att kinesiska yuanen har tappat ca 13 procent mot dollarn från början av 2018 till hösten 2019.

USA:s handel med Kina har minskat

USA:s import från och export till Kina. Årlig. Miljarder dollar



Källa: U.S. Census Bureau, Macrobond, SEB

USA:s import från Kina har minskat med 8 procent under 2019 men även exporten till Kina har på ett år gått ned med ca 20 procent. USA:s handelsunderskott med Kina är idag 390 miljarder dollar. Exportfallet är sannolikt en besvikelse för Vita huset. För USA:s hushåll och företag är minskad handel med Kina en utmaning. Det är svårt att hitta substitut för kinesiska varor och USA:s företag är också en del av Asiens produktionskedjor.

Den totala vinstnivån i kinesisk industri har fallit med drygt 2 procent hittills i år jämfört med motsvarande period 2018. Vinstfallet återspeglar såväl pris- som volym-effekter. Utvecklingen för statsägda företag var mer dystert med vinstfall på nästan 10 procent medan privatägda företagsvinster fortfarande växer med över 5 procent. Kinesiska företags skuldsättning – inte minst i dollar – har ökat kraftigt de senaste åren. Vikande vinster och en vikande konjunktur som kopplad till konflikten med USA ökar även risken för stigande företagskonkurrens som kan äventyra den finansiella stabiliteten. Enligt

¹ Se "Scenario Box 1.2. Trade Tensions: Updated Scenario", IMF World Economic Outlook, October 2019.

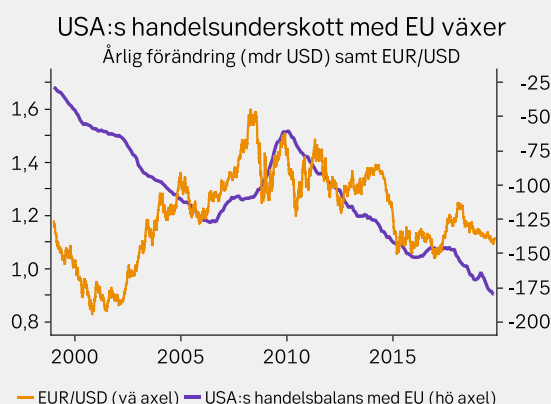
den senaste kreditstatistiken växer företagens skulder fortfarande med drygt 5 procent i årstakt.

Nästa års presidentval i USA spelar roll för hur USA:s handelspolitik utformas det närmaste året. En ytterligare eskalering av konflikterna med Kina riskerar att sätta börser i gungning och sänka USA:s tillväxt 2020. En president som tappar greppet om den ekonomiska utvecklingen och arbetsmarknaden brukar också tappa greppet om Vita huset och kongressen.

Handelskriget USA-Kina: Fas 1-avtalet

USA:s och Kinas presidenter väntas teckna ett delavtal – ”Fas 1” – senare i år. Innehållet ska utgå från den överenskommelse som träffades mellan länderna 11 oktober. Då enades USA och Kina om bl a följande: Vita huset avstår i princip från att höja eller införa nya tullar men existerande tullar kvarstår (15 december är nästa tidpunkt då USA kan komma att införa 15-procentiga tullar på elektronikvaror) liksom USA:s beslut att Kina är en valutamanipulator; Kina har enligt oktoberavtalet lovat att köpa jordbruksvaror för ca 40-50 miljarder dollar per år; skydd av immateriella rättigheter och teknologi. Om USA och Kina undertecknar ”Fas-1”-avtalet senare i år är det just nu troligt att avtalet inbegriper att Washington och Peking börjar trappa ned existerande tullar på varandras varor enligt en förutbestämd plan.

En ny EU-kommission är på väg med Phil Hogan som kommissionär med särskilt ansvar för unionens handelspolitik. Irländaren Hogan har således fått förnyat förtroende efter att i fem år innehaft EU:s ”jordbruksportfölj”. På papperet förefaller Hogan vara en person som kan driva handelssamtalen med USA framåt. Å andra sidan har EU-kommissionens nya ordförande Ursula von der Leyen tydligt signalerat vikten av att värna unionens värden i utvecklingen av relationerna med USA och Kina.



I oktober valde USA att införa tullar mot EU på ett urval av EU:s varor – totalt importvärde på 7,5 miljarder dollar – som svar på Världshandelsorganisationen utslag att EU-subsidier gynnat Airbus; EU har motsvarande klagomål på USA för otillbörligt gynnande av Boeing. Vår prognos är att USA inte verkställer sina biltullar när

Vita huset tar beslut i november. Amerikanska biltullar utgör ett allvarligt hot mot EU:s och Tysklands bilsektor. I handelssamtalen mellan USA och EU väntas Vita huset kräva – i likhet med förhandlingarna med Kina – att EU öppnar upp för att köpa mer amerikanska jordbruksprodukter. Detta lär i sin tur irritera Frankrike som knappast med lätthet skulle gå med på att öka konkurrensen för det franska jordbruket. I dagsläget ser förhandlingsläget besvärligt ut. Vita huset har också riktat kritik mot EU och ECB:s penningpolitik som man uppfattar syftar till att försvaga eurons värde. I förhandlingarna med Kina har Pekings valutapolitik varit ett viktigt inslag. Det lär också gälla EU. Förhandlingsklimatet riskerar att försämrats om tillväxten i USA och EU går ned mer än vad vi räknar med för 2020 och 2021.

Trots förhoppningar om handelspolitiska framgångar

lär osäkerheten om det internationella handelssystemet kvarstå så länge Donald Trump är USA:s president. Ett avtal ingånget med USA är heller inte skrivet i sten vilket blev uppenbart i maj när Vita huset valde att hota Mexiko med tullar om inte immigrationen till USA begränsades. Därtill råder en stor osäkerhet om WTO:s framtida roll. Bristen på förutsägbarhet kring handeln riskerar att dämpa globaliseringen och hämma investeringar och därmed tillväxten och produktiviteten.

WTO – organisation i kris och gungning

Världshandelsorganisationens (WTO) 164 medlemsländer står för hela 98 procent av global handel. Länderna har enats om handelsregler och hur dessa ska efterlevas. Vid G20-mötet i Osaka i juni underströk världsledarna vikten av att snabbt reformera WTO med sikte inställt på att nå resultat på WTO-mötet i Kazakstan i juni 2020. Kritiken mot WTO – av många ansedd som en oberoende institution satt att lösa internationella handelskonflikter – handlar bl a om regelverk som inte förändrats i takt med handelns utveckling och framväxten av nya stora ekonomier som Kina. WTO anses också t ex behandla områden som varor, tjänster och data i separata silos.

I december blir WTO:s skiljedomstol satt ur funktion då USA blockerat tillsättning av nya domare. Lagom till 25-årsdagen 1 januari 2020 lär alltså överprövningsorganet upphöra att fungera. Effekterna på kort sikt må vara hanterbara men risken ökar för nya dispyter när länders rättigheter inte kan provas och försvaras.

Räntemarknaden

Berg-och-dalbana

Globala långräntor har rekylerat upp sedan bottenrekorden i början av september. Cykliska, strukturella och regulatoriska krafter har samspelat. Trots en enligt vår bedömning överdriven prissättning av recessionsrisker under sensommaren har marknaden nu istället tagit höjd för positiva överraskningar. Givet vår bild av viss ytterligare inbromsning väntas globala långräntor, delvis med hjälp av ännu en Fedsänkning, röra sig nedåt innan rörelsen uppåt fortsätter under främst 2021.

Positiva tillväxtförväntningar avspeglas på räntemarknaden.

Framsteg i USA-Kina-samtalen, försiktigt positiva konjunktursignaler för tillväxtekonomierna och minskad oro för ett avtalslöst Brexit har bidragit till ökad optimism. Därtill har minst 20 centralbanker inklusive Fed gjort penningpolitiken mer expansiv under tredje kvartalet, vilket har fått USA:s avkastningskurva att återgå till en positiv lutning (räntedifferensen mellan 10-årig och 2-årig statsränta). Därmed har marknadens recessionsoro dämpats. En amerikansk 10-årig statsränta har stigit 40 räntepunkter från bottennoteringen 1,43 procent i början av september. En tysk 10-årig statsränta noterades samtidigt så lågt som -0,74 procent. Att tyska räntefallet blev så stort bedöms bero dels på en viss brist på tyska statsobligationer, dels regleringar för pensionsbolag (se temaartikel "Minusräntans värld" på sid 22)

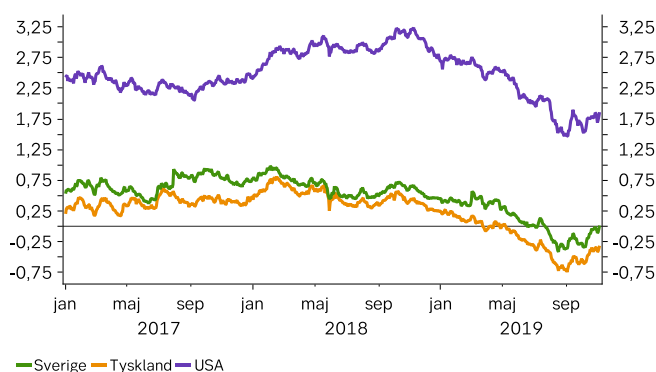
Först ned, sedan upp. Vi delar marknadens slutsats att Fed tar en paus och lämnar styrräntan oförändrad vid mötet i december. Under 2020 prissätter marknaden knappt en sänkning och att det dröjer innan den levereras. Vi bedömer att Fed genomför ännu en sista "försäkringssänkning" redan tidigt 2020 p g a viss tillväxtinbromsning vilket väntas pressa ned USA:s långränta till 1,40 procent under våren 2020. Därefter spås räntan gradvis röra sig uppåt mot 2,0 procent i slutet av prognosperioden – en nivå vi bedömer som relativt långsiktigt normal baserat på neutral ränta och riskpremier.

Tyska räntor fast en bra bit under nollan. ECB levererade som väntat ett stort stimulanspaket vid mötet i september. Därefter har förväntningarna på kommande sänkningar gått ned i takt med minskad tro på flera USA-sänkningar och att marknaden uppfattat ECB:s ledamöter som oeniga kring nyttan av mer stimulanser. Vår slutsats är att oenigheten främst avser QE-programmet. Därför behåller vi prognosen att ECB sänker räntan ännu en gång till -0,60 procent i mars nästa år. Med en marknadsprissättning som indikerar endast 5 punkters sänkning och data som fortsätter att vara överlag svaga är bedömningen att tyska 10-årsräntan åter rör sig nedåt. Vi har dock justerat vår prognos något och bedömer att räntan bottnar på -0,50 procent 2020 för att därefter följa USA-räntorna uppåt under 2021.

Kärninflationen globalt har legat överraskande stabilt på ca 1,5 procent de senaste 15-20 åren. Det finns i dagsläget få saker som antyder att marknaden bör prissätta en högre riskpremie. Realräntor är låga t ex på grund av en åldrande befolkning i flera länder och växande sparöverskott som delvis återspeglar en ökad aptit på säkra placeringar. När växande sparande ställs mot svag produktivitet och svag investeringscykel pressas neutrala räntan nedåt för att hita räntenivån som gör att nivån på både sparande och en investering hamnar i jämvikt. Möjligheten till högre räntor kopplas främst till utsikterna för finanspolitiken. Om t ex euroländerna i allmänhet och Tyskland i synnerhet sätter en mer expansiv politik med fokus på bl a klimatet kan långa räntor stiga mer än i vårt huvudscenario. Likväl bedöms efterfrågan på riskfria, likvida tillgångar vara hög p g a sparöverskott och regleringar för bl a pensionsindustrin.

Vidgad räntespread i spåren av höjning. Trots Riksbankens tydliga signal om en räntehöjning i december och Riksgäldens besked om att öka utbudet av statsobligationer från nästa år är skillnaden mellan en svensk och tysk 10-årig statsränta i stort sett oförändrad jämfört med inledning på året, strax över 30 punkter. En anledning till att svenska räntor inte stigit mer sedan slutet av oktober kan bero på indexförlängningar när den kortaste svenska obligationen blir kortare än ett år i början av december. Vår bedömning är dock att ränteskillnaden kommer öka de närmaste månaderna när Riksbanken och ECB rör sig åt olika håll samtidigt som Riksgälden ökar utbudet av nominella obligationer från en rekordlåg nivå.

Rekyl i globala långräntor efter ökad optimism
10-åriga statsobligationsräntor i procent



Källa: Macrobond, SEB

10-åriga statsobligationsräntor

	6 nov	Dec 2019	Dec 2020	Dec 2021
USA	1,81	1,50	1,50	2,00
Tyskland	-0,31	-0,50	-0,40	0,00
Sverige	0,00	-0,05	0,15	0,55
Norge	1,50	1,40	1,45	1,75

Källa: Centralbanker, SEB

Tema:

Minusräntans värld

Okonventionella penningpolitikens ”mörka sidor”

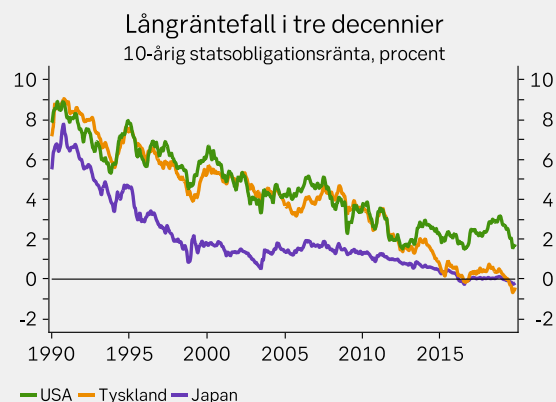
Låga räntor är bra för tillgångspriser. De bidrar också till bl a lägre kostnader för offentliga skulder och frigör därmed finansiella resurser för satsningar på t ex infrastruktur, klimat och utbildning. Allt fler menar att penningpolitikens främsta uppgift numera är att skapa finanspolitiskt manöverutrymme. Men okonventionella penningpolitiken har ”mörka sidor” som behöver vägas mot dess fördelar. Vi ser 6 potentiella problem som talar för att centralbanker kan vilja avstå från minusräntor och nya obligationsköp. Ett av dessa problem berör pensionsbolag.

Den 3 september 2019 satte den tyska 10-åriga statsräntan nytt bottenrekord: -0,74 procent. Tyska räntor var på intet sätt något undantag. Flertalet länder noterade rekordlåga nivåer. Obligationer för ca 17 000 miljarder dollar (se diagram nedan), nästan 30 procent av alla obligationer, handlades till negativ ränta i augusti.

Fallet i långa räntor, som pågått i flera decennier men intensifierades i juli-augusti, återspeglar dels en ökad apettit på säkra placeringar, dels regleringar som tvingat bl a pensionsrelaterade bolag att ta position för ytterligare räntefall (se fördjupningsruta på sid 24).

Under andra halvåret har minst 20 länder valt att sänka styrräntan, ECB har återupptagit köpen av räntepapper (20 miljarder euro per månad) och USA har i förtid avslutat bantningen av sin stora penningpolitiska portfölj. Centralbankernas policyändringar och marknadens bedömning av recessionsrisker förstärkte bitvis varandra i och därmed den nedåtgående trenden för långa räntor. Mer expansiva finansiella förhållanden uppmuntrar till ökat finansiellt risktagande genom bl a köp av tillgångar med lägre kreditvärdighet och sämre likviditet.

Marknadens förväntningar när det gäller världens samlade statsobligationer – den mest säkra och likvida placeringen – är att under de närmaste åren kommer 20-25 procent av utstående obligationsstock handlas till negativ ränta, 70 procent till 0-2 procents avkastning och bara runt 10 procent till en ränta på 2-3 procent. Det är m a o ett helt nytt räntelandskap.



Källa: Macrobond, SEB

Minusräntornas komplicerade värld

Även om räntefallet i både långa och korta löptider har uppenbara strukturella orsaker¹ har centralbankernas penningpolitik de senaste åren syftat till att få ned ränteläget för att stimulera konsumtion och investeringar och få upp inflation och inflationsförväntningar. Deras omfattande köp av bl a stats- och bostadsobligationer har gått hand i hand med att styrräntan satts till nära noll procent eller t o m lägre än så.

Att nominella styrräntor och långa räntor ligger under 0 procent en kortare tid får begränsade och övergående negativa effekter på realekonomin och det finansiella systemet. När den okonventionella politiken sjösattes i samband med den stora recessionen 2008-09 var rimligen utgångspunkten att de var krisverktyg – och oprövade sådana. I takt med att tiden gått och minusräntorna bestått har risken för negativa sidoeffekter ökat.

Vi kan identifiera följande potentiella risker som motiverar centralbanker att väga för- mot nackdelar med en okonventionell politik och som utgör skäl att ta styrräntan tillbaka till nollan och avstå från värdepappersköp:

■ Zombieföretag, kapitalförstöring & klimatpåverkan

Låga räntor möjliggör för ineffektiva och möjligen också klimatfientliga företag att låna pengar. "Zombieföretag" – vilka i genomsnitt är 40 procent mer skuldsatta än sina mer lönsamma motparter² – riskerar att gå under när konjunkturen viker och/eller räntor stiger. Dessa företag hämmar produktivitetstillväxten genom att dels vara ineffektiva, dels tränga undan mer effektiva och troligen också mer klimatvänliga företag. Därtill kan dessa företags konkurser påverka finansiella stabiliteten negativt. I sin senaste Stabilitetsrapport varnar IMF för att nästan 40 procent av alla företagsskulder – till ett värde av hela 19 000 miljarder dollar – kan komma att äventyras p g a att företag drabbas av djup lågkonjunktur.

¹ Fallande nominella och reala räntorna är ett globalt fenomen. Nominella räntor är låga delvis p g a lägre inflationsriskpremier men det finns även andra strukturella drivkrafter. Realräntor är låga t ex på grund av en åldrande befolkning i flera länder och växande sparöverskott som delvis återspeglar en ökad aptit på säkra placeringar. När växande sparande ställs mot svag produktivitet och svag investeringscykel pressas neutrala räntan nedåt för att hitta den räntenivå som gör att nivån på både sparande och investeringar hamnar i jämvikt.

² Se BIS Annual Economic Report 2019, June 2019.

■ Ökad osäkerhet och ökat försiktighetssparande

Okonventionell penningpolitik med minusränta kan leda till en känsla av kris som ökar hushålls och företags försiktighet. Om inflationsförväntningarna redan är på låga nivåer kan en negativ styrränta bidra till att sänka inflationsförväntningarna och därmed pressa upp realräntorna – tvärtemot vad centralbanken eftersträvar i ett läge när nedåtriskerna dominerar i prognoserna.³

■ Onormalt svag valuta minskar omvandlingstryck

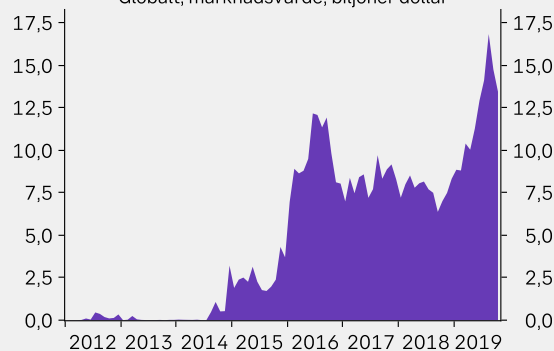
Vissa centralbanker, däribland Riksbanken, har satt valutans fokus för uppfyllandet av inflationsmålet. En svag valuta ska öka den importerande inflation och stimulera exportföretag till investeringar och nyanställningar och därmed ekonomisk tillväxt och högre inflation. Effekten på inflationen är dock övergående. Genom att agera på ett sätt som försvagar valutan bidrar centralbankerna till en onormal växelkurs som påverkar effektiviteten och omvandlingstrycket i t ex exportindustrin vilket kan sänka produktiviteten på längre sikt.

■ Risktagande och uppbyggnad av finansiella risker

Centralbankernas penningpolitik och de låga räntorna tvingar investerare allt längre ut på avkastningskurvan och/eller till köp av värdepapper med högre kreditrisk och ofta sämre likviditet. Genom nya regleringar har t ex banker inte längre samma kapacitet att hårbärga kreditrisk på balansräkningen. Kreditmarknaden har aldrig testats för stress om kreditspreadar börjar gå isär.

Obligationer med negativ ränta

Globalt, marknadsvärde, biljoner dollar



Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

■ Kreditförsörjning påverkas av bankers lönsamhet

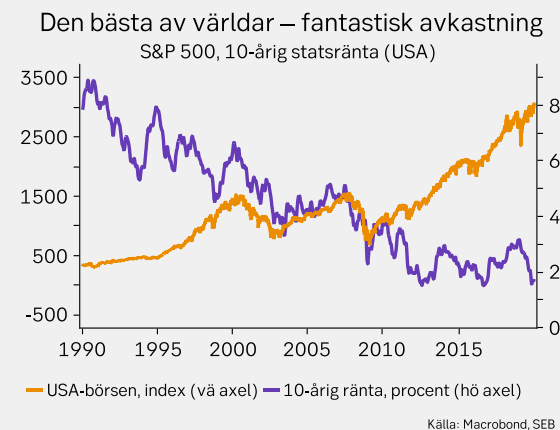
För många banker utgör det skräntenettot en betydande del av intjäningen. Eftersom centralbanker i vissa fall tycks uppmuntra banksystemet att avstå från att införa negativ ränta på hushållens inlåningskonton pressas nettot av lägre räntor för både korta och långa löptider. I förlängningen kan ett svagare banksystem försämrade kreditförsörjningen, speciellt i Europa där bankerna står för ca 65 procent av det totala kreditutbudet. I USA svarar banksystemet för ca 20 procent av kreditförsörjningen; 80 procent kommer från emissioner av företagsobligationer.

■ Pressad pensionsindustri – risk för ökat sparande

Fallande räntor samt regleringar (se fördjupningsruta på sid 24) sänker diskonteringsräntor med vilka framtida pensionsskulder ska framräknas. När skulderna

³ Se "Negative Interest Rates and Inflation Expectations in Japan", FRBSF Economic Letter, August 26, 2019.

stiger och solvensen sjunker kan pensionsbolagen tvingas allokera mer kapital till säkra ränteplaceringar vilket pressar ned räntorna ytterligare.



Har vi en tickande pensionsbomb...?

Rådande lågräntemiljö med t o m negativa räntor sätter press på företag och offentlig sektor som gjort avsättningar till framtida pensioner. Hittills har god ekonomisk utveckling samt stigande börser och fallande lågräntor de senaste 30 åren (se diagram ovan) hjälpt till att lyfta pensionstillgångar. Men flera bolag verkar ha orealistiskt höga förväntningar på framtida avkastning.

För att beräkna värdet på försäkringsföretagens åtaganden görs nuvärdesberäkning av förväntade framtida kassaflöden. Diskonteringen görs med en långsiktig framräknad jämviktsränta som ska minska volatiliteten när marknadsräntorna varierar. Därmed skapas förutsättningar för mer långsiktighet i förvaltningen vilket är bra för marknaden, bolagen och framtidens pensionärer. Samtidigt innebär metoden att risken ökar för att alltför lite kapital sätts av till pensionstagarna om den antagna långsiktiga jämviktsräntan ligger över de faktiska marknadsräntorna under en längre period. Det är där vi har befunnit oss under senare tid. Sårbarhet för bolagen ökar vid låga räntor och/eller aktieprisfall.

Den finns alltså en risk för ett självspelande piano.

När räntan sjunker kräver myndigheter att bolagen sänker diskonteringsräntan. Då stiger skulden vilket försämrar solvensen. Om regler då kräver att bolagen minskar risken för att garanterat kunna leva upp till åtaganden tvingas bolagen att köpa räntepapper som sänker avkastningen ytterligare vilket i sin tur försämrar solvensen än mer. Pensionstagarna kan i detta scenario inte dra fördelar av en positiv aktieutveckling (illustrerad i diagrammet ovan) eftersom regelverket kräver risksänkning och minskad aktieexponering.

Europeiska pensionsbolag och företag kämpar hårt med att generera den avkastning som krävs för att täcka bolagens växande åtaganden. Det gäller även många amerikanska företag liksom offentliga myndigheter som har olika typer av pensionsskulder som nu växer i takt med att räntorna faller. I USA bedöms den offentliga pensionsskulden (som inte täcks av tillgångar) uppgå till 5 200 miljarder dollar. Men beloppet kan också vara mycket större än så beroende på vem som försöker uppskatta underfinansieringen.

Finns det en lösning på problemet?

Pensionsindustrin behöver dels fastslå graden av underfinansiering, dels hur denna "börda" ska fördelas mellan pensionsavsättaren och pensionstagaren. För företag och institutioner som är satta att hantera det växande problemet med a) lägre avkastning på säkra tillgångar och b) pensionsskulder som växer i takt med fallande räntor, finns tre sätt att lösa problemet:

1. Generera högre avkastning. Det innebär en diversifiering in i mer riskfyllda tillgångar som sannolikt också är mer illikvida eller volatila. När de låga räntorna består kommer pensionsföretagen tvingas acceptera en allt lägre avkastning i takt med att obligationer förfaller och kapitalet ska återinvesteras i räntepapper med en lägre avkastning.

2. Öka insättningarna i systemet. För offentliga myndigheter i t ex USA kan det innebära ökad upplåning och försämrade offentliga finanser.

3. Förändra ersättningsstrukturerna. Det kan t ex innebära försämrade pensionsvillkor och/eller förändrade sätt att räkna fram pensionsskulder. Trenden att flytta risk till individen i form av ökad andel premiebestämda pensionsprodukter väntas bestå.

I dagsläget förefaller problemet med underfinansierade pensionsskulder ännu inte ha nått sådana nivåer att de uppmärksammas i tillsynsmyndigheters och centralbankers finansiella stabilitetsrapporter. Solvensnivåerna är på tillfredsställande nivåer samtidigt som avkastningen varit hög med hjälp av stigande börser och fallande räntor. Ett aktieprisfall skulle snabbt förvärra läget särskilt om det sker i samband med ett ytterligare fall i räntor.

Sverige: Reglering pressar räntorna?

I december 2019 väntas Finansinspektionens (FI) nya föreskrifter om tjänstepensionsverksamhet kommuniceras. De innehåller regler om hur företagen ska beräkna sina försäkringstekniska avsättningar och vilka kapitalkrav som ska gälla för att äga risktillgångar, t ex aktier och fastigheter. Reglerna anger bl a att diskonteringsräntekurvan som används till att beräkna pensionsskulder sänks och att det tidigare räntegolv 0 procent avskaffas. I praktiken innebär FI:s regelverk att marknadsvärdet på pensionsskulder skrivs upp jämfört med idag och att skulder kan stresstestas med negativa räntor. Bedömningen är att solvensgraden faller men bara med 2-3 procent. Svenska bolag framstår i t ex europeisk kontext som starka. Likväl kan regelförändringarna, som kommer i en miljö med stora räntefall, ha medverkat till ett agerande som sänkt svenska räntor ytterligare.

Pensionsbolag tvingas i det nya regelverket hålla kapital för att redan negativa räntor ska kunna fortsätta falla. Stora fall i räntan och aktiepriser kan i ett värsta-scenario leda till ökad efterfrågan på obligationer som redan handlar till negativ ränta. Risken för spiraleffekter ökar med slopat golv.

Valutamarknaden

I den osynliga handens grepp

Osäkerheten om den globala tillväxten fortsätter att styra trenderna på valutamarknaden utan att för den skull ge någon tydlig vägledning. Så länge världsekonomin fortsätter att försvagas bör det ge visst stöd till defensiva valutor som t ex dollarn. I vårt försiktigt optimistiska tillväxtscenario bör dessa krafter klinga av under 2020. Det lär ge visst utrymme för revansch under prognosperioden för hårt ansatta valutor som t ex den svenska kronan.

Det spretar. Utvecklingen under hösten på valutamarknaden har inte varit lätt att fånga med traditionella förklaringsmodeller. Tidigare under året präglades valutarörelserna av oron för global tillväxt. Under hösten har vissa ljuspunkter, som t ex framsteg i handelssamtalen mellan USA och Kina, blandats med dystrare utfall relaterad till global tillväxt. Medan aktiebörserna har haft en mer hoppfull inställning – och stöttats av nya monetära lättnader – har valutamarknaden varit ambivalent och utvecklingen under prognosperioden lär följa den riktning som global tillväxt rör sig i.

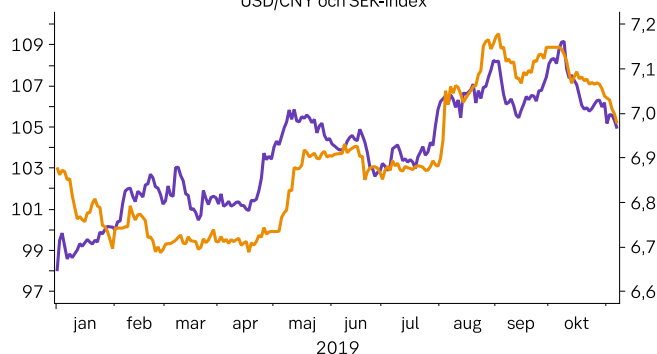
Under 2019 har dollarn fortsatt att gynnas av global avmattning och det har alltså främst varit de defensiva egenskaperna som styrt riktningen. I ljuset av detta är det också logiskt att dollarn under hösten reagerat negativt på framsteg i handelssamtalen mellan USA och Kina. I vårt huvudscenario där en recession undviks väntas dragkraften från dollarns defensiva kvalitéer klinga av framöver. Vi förutser därför en odramatisk försvagning där EUR/USD handlas till 1,17 i slutet på 2020 och 1,20 vid utgången av 2021. Ytterligare en räntesänkning från Fed bidrar också till att hämma dollarns attraktionskraft även om Feds senaste signalering om att man nu ser slutet på sin "korrektionsrespons" tyder på att viss en räntedifferens mellan USA och omvärlden kommer att bestå också framöver.

Låg risk för hård Brexit har gynnat pundet. Med ett reviderat avtal mellan EU och Storbritannien på plats och ett nyval i mitten på december har risken för ett avtalslöst utträde minskat kraftigt. Det har bidragit till ett starkare pund under hösten. Huvudalternativen för Brexit handlar idag om att lämna med ett avtal eller att stanna kvar. Detta kommer i bästa fall att avgöras av valet i december men oavsett om Storbritannien lämnar EU den 31 januari eller om valet leder till en andra folkomröstning under 2020 så kommer reaktionerna i pundet sannolikt att vara mer dämpade. Vi räknar med att EUR/GBP ligger kvar på ungefär dagens nivå i närtid men att pundet sedan försvagas något så att EUR/GBP ligger vid 0,88 i slutet av 2021. Man kan dock inte helt utesluta att sannolikheten för en hård Brexit kan komma att öka igen om kommande handelsförhandlingar fallerar; en sådan utveckling skulle försvaga pundet kraftigt.

Riksbanken verkar nu inställd på en decemberhöjning och lämnar därmed minusräntan bakom sig trots avmattningen i svensk ekonomi. Minusräntan har bidragit till en svagare krona de senaste åren bl a genom att dämpa naturliga kapitalinflöden. Det är osäkert om nollränta är tillräckligt för att locka tillbaka dessa flöden. Kronan verkar också ha reagerat negativt på ökad global oro, inte minst kopplat till handelskriget mellan USA och Kina (se graf). I vårt huvudscenario där oron för en djupare global avmattning klingar av bör vi se en förstärkningstrend för SEK under prognosperioden. Kronans långsiktiga jämviktskurs är dock idag svagare än för ett decennium sedan och ligger nu inte särskilt långt under 10 mot euron. Vår prognos är att EUR/SEK, i slutet av respektive år, handlas till 10,20 2020 och 10,00 i 2021. Risken för bakslag vad gäller global ekonomi kvarstår dock under nästa år och kan ge temporära rekylar efter perioder med kronförstärkning.

Svårbegripliga NOK-rörelser. Den norska kronan har sedan länge släppt all koppling till fundamentala drivkrafter. Trots stark ekonomi, stigande oljerelaterade investeringar och fyra styrräntehöjningar sedan sommaren 2018 har kronan försvagats med nästan 10 procent mot euron. Oro för global tillväxt och smittoeffekter från den svenska valutan är förklaringar som inte känns helt övertygande. Uppenbarligen tyngs kronan också av någon form av strukturella utflöden. Vi fortsätter att räkna med en lite starkare krona under 2020 när utsikterna för global tillväxt förbättras. Prognosen är att EUR/NOK står i 10,00 i slutet av 2020 och i 9,70 i slutet av 2021.

Handelskriget har varit skadligt för kronan
USD/CNY och SEK-index



— USD/CNY (hö axel) — SEK-index mot korg av USD, EUR och JPY (vä axel)

Källa: Macrobond, SEB

Valutakurser

	6 nov	Dec 2019	Dec 2020	Dec 2021
EUR/USD	1,11	1,12	1,17	1,20
USD/JPY	109	106	112	114
EUR/GBP	0,86	0,87	0,86	0,88
EUR/SEK	10,64	10,50	10,20	10,00
EUR/NOK	10,14	10,30	10,00	9,70

Källa: Bloomberg, SEB

Aktiemarknaden

Hög värdering begränsar potentialen

Tillväxten dämpas men börserna fortsätter stiga. Vinstprognoserna planar ut samtidigt som fortsatt stöd från centralbanker och avklingande oro kring handelskriget håller humöret uppe. Kvartalsrapporterna kommer in bättre än befarat och i USA överträffar de flesta sektorer lågt ställda förväntningar. Fortsatt ultralåga räntor och god kapitalutskiftning från bolagen ger börsstöd men med svag tillväxt och värderingar nära gamla toppar ser vi mer volatilitet än trend i korten.

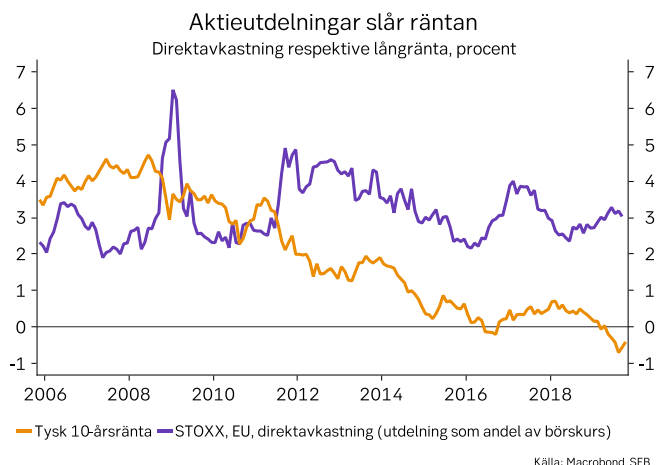
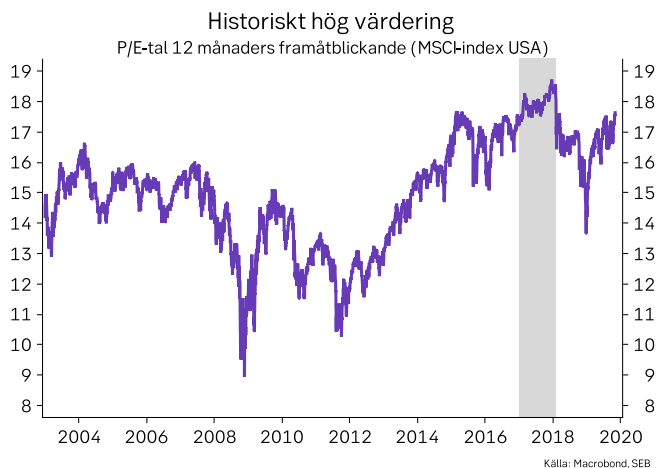
Fokus flyttas från tillväxt till värdering. Trots osäkra utsikter har centralbanksstöd, tecken på endast mild inbromsning i ekonomin och framsteg i handelsfrågorna räckt för att ge ett positivt börs-humör. Med de amerikanska börserna i spetsen rör sig världsbörs-index nu runt all time high. Under ytan syns dock en del dramatik. Efter 10 år där tillväxtaktier (growth) utvecklats starkare än värdeaktier (value) har vi de senaste månaderna sett en reversering av trenden där tidigare nedtryckta sektorer som råvaror och industri tillhör vinnarna.

Motståndskraftiga resultatrapporter. Med merparten av rapport-säsongen bakom oss får tredje kvartalets bolagsvinster beskrivas som bättre än befarat. I USA ser slutsumman ut att bli en marginell vinstökning, mot ett förväntat resultatfall runt -4 procent. Trenden är likartad i Europa, även om det ännu är osäkert om slutsumman blir positiv, medan de asiatiska vinsterna utvecklas svagare, men i stort i linje med nedskrivade prognoser. På sektornivå ser konjunkturkänsliga bolag en svagare efterfrågan framför sig, men utan större dramatik. De allra flesta sektorer (i USA) överträffar förväntningarna, inte minst vad gäller de bolag inom IT och kommunikationstjänster som rider på digitaliseringsvågen, medan råvaru- och energisektorerna kämpar i tydlig motvind.

Hög värdering även med hänsyn till låga räntor. Årets kombination av stigande börser och nedreviderade vinstprognoser har dragit upp värderingarna till historiskt höga nivåer, mätt som PE-tal. Med amerikanska aktier runt 17,5 och globala på 16 har vi sedan millennieskiftet bara sett tydligt högre nivåer under 2017-18. Det var dock en period av goldilocks-karaktär, med låga räntor och stigande tillväxt- och vinstprognoser. Det finns fog för argumentet att vi bör kunna acceptera högre värderingar än historiskt snitt givet att räntorna ser ut att förbli låga, inte minst efter den dramatiska omsvängningen från framförallt Fed. Givet att vi är i en inbromsningsfas för ekonomin, och långt in i en konjunkturuppgång, framstår dock tidigare toppvärderingar inte som rimliga nivåer att sikta på. Slutsatsen blir att det är svårt att se värderingsdrivna börsuppgångar framöver, samtidigt som räntebilden motiverar att värderingen över tiden ligger över historiska snitt.

Måttligt stigande börser framöver. Enkäter kring professionella placerares positionering ger vid handen att man ligger något över sin normala aktievikt, men marginellt under det historiska snittet. Att placera sig ogärna överger aktier på bred front är rimligt givet avsaknaden av vettiga alternativ. Med ingen eller negativ avkastning på räntemarknaden samtidigt som börsbolagens totala utskiftning till aktieägarna (utdelningar och återköp av aktier) uppgår till 3-4 procent ger aktier löpande en meravkastning nästan i nivå med historisk riskpremie och i nivå med de avkastningar pensionsbolag och andra behöver skapa för att möta sina åtaganden. Givet vår prognos att global tillväxt bottnar ur i år bör vinsterna kunna hållas uppe på dagens goda nivåer. Lägre jämförelsetal under nästa år talar för att vi kan få se smärre vinstökningar även om dagens prognoser framstår som något i överkant. På ett års sikt räknar vi med att marginella vinstökningar tillsammans med utdelningar/återköp kan motivera en totalavkastning på runt 5 procent för världsbörserna trots en liten neddragning av vinstmultiplarna.

Fördel Norden. De nordiska börserna gynnas av en relativt hög andel cykliska bolag i ett läge där tillväxten stabiliseras och recessionsoro dämpas. De senaste månaderna har också Norden återtagit en del av sin tidigare relativa svaghet, inte minst tack vare en stark Stockholmsbörs. Dämpade globala tillväxtprognoser begränsar dock potentialen.



Norden

Svensk tillväxt blir måttlig det närmsta året och arbetslösheten växlar upp. Trots konjunkturmotvind höjer Riksbanken en gång till men ligger därefter still. Oljesektorn bidrar till god norsk tillväxt, högst i norden, även om en inbromsning sker 2021. Dansk ekonomi visar begynnande svaghetstecken och bromsar in. Hushållens får stöd på flera fronter och konsumtionen förblir en tillväxtmotor. Finska industrin har uppvisat viss motståndskraft men inhemska sektorer tar över som tillväxtmotor 2020–2021.

Sverige

0,00%

Riksbanken levererar ytterligare en höjning i december trots en svagare konjunktur. Men därefter händer inte mycket på väldigt lång tid.

Sida 28

Norge

3,2%

Total BNP tillväxt 2020. Till skillnad från många andra industriländer accelererar tillväxten och Norge växer snabbast i Norden hela prognosperioden.

Sida 34

Danmark

1,7%

Förväntad tillväxt i privat konsumtion 2020. Hushållens konsumtion växlar upp och är en av de viktigaste drivkrafterna till BNP-tillväxten när ekonomin generellt bromsar in.

Sida 36

Finland

5,1%

Industriproduktionens uppgång juni-augusti. Trots indikatorfall, svag global handel och tyska industriproblem ökar den finska produktionen.

Sida 37

Sverige

Konjunkturen svagare än normalt 2020

Tillväxten det närmaste året blir mycket måttlig. Arbetslösheten stiger under hela 2020 och resursutnyttjandet faller under det historiska genomsnittet. Riksbanken höjer till noll i december och reporäntan förblir därefter oförändrad till slutet av 2021. En starkare internationell konjunktur och en gradvis återhämtning för bostadsbyggandet gör att tillväxten återhämtar sig under senare delen av 2020 vilket leder till att arbetslösheten stabiliseras 2021.

Svaga sentimentsignaler men hårddata håller emot

Sentimentsindikatorer har fallit tillbaka de senaste månaderna och det är tydligt att svensk ekonomi saktar in. Hårddata för tredje kvartalet har dock varit relativt starka och byggsektorn och hushållens konsumtion visar tecken på stabilisering. Revideringarna jämfört med föregående *Nordic Outlook* blir därför sammantaget relativt små. SCB:s nedrevidering av utfallet för det första halvåret har bidragit till en nedjustering av BNP-tillväxten i år med tre tiondelar till 1,2 procent. För 2020 har BNP-tillväxten reviderats ned med en tiondel till 1,2 procent medan prognosen om en uppväxling till 1,7 procent 2021 ligger fast.

Balanserade risker. Det tydliga fallet i inköpschefsindex (PMI) för både industrin och tjänstesektorn utgör nedåtrisker för prognosen i närtid. På lite längre sikt finns dock potential på uppsidan. Relativt hög arbetslöshet och minskande bristtal innebär att utbudsrestriktioner är mer avlägsna än i jämförbara länder. Därtill ger de starka statsfinanser ett betydande utrymme för en mer expansiv finanspolitik. Inte minst skulle ökade statsbidrag till kommunerna mildra uppgången i arbetslösheten och samtidigt minska hushållens oro för kvalitetsförsämringar i den offentliga servicen (se temaartikel).

Tilltagande motvind för industrin närmaste halvåret

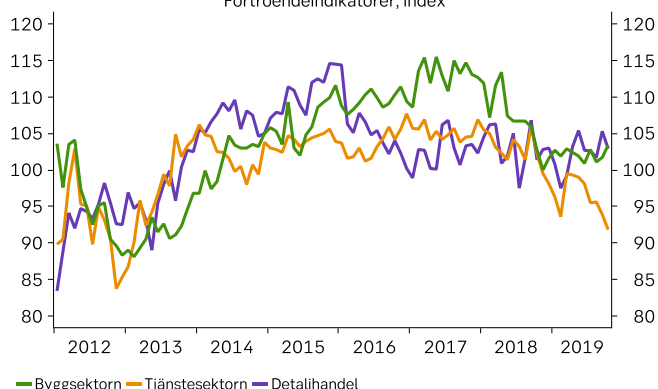
Industrin stod länge emot svagare omvärldskonjunktur, inte minst i Tyskland, men i september och oktober föll PMI-indikatorn rejält och nivån ligger nu klart under tillväxtgränsen 50. Industriproduktion och varuexport har dock fortsatt att växa i relativt god takt även om en viss inbromsning ägt rum de senaste månaderna. De närmaste kvartalen kommer troligen export och industriproduktion att försvagas ytterligare och till och med falla. Tendenser till återhämtning för den internationella industrikonjunkturen talar dock för att nedgången blir kortvarig. Redan andra kvartalet nästa år räknar vi med att exporten börjar växa igen och att uppgången därefter gradvis accelererar. Som årsgenomsnitt mattas exporttillväxten från nära 5 procent i år till 1½ respektive 2 procent 2020-21.

Fallande investeringar i maskiner och bostäder. Svagare industrikonjunktur manifesteras också i att maskininvesteringarna vänt nedåt efter några år med stark uppgång. Fortsatt produktionsavmattning talar för att nedgången fortsätter under de närmaste 12-18 månaderna. Bostadsinvesteringarna vände nedåt redan i mitten av 2017 och nivån hade vid halvårsskiftet i år fallit med nästan 15 procent. Antalet påbörjade bostäder har nu nästan planat ut, vilket med en fördröjning bör leda till en liknande utveckling för bostadsinvesteringarna. Under slutet av 2020 räknar vi med en försiktig uppgång för påbörjandet av bostäder, vilket leder till svagt stigande bostadsinvesteringar under 2021. Trots markant lägre maskin- och bostadsinvesteringar har de totala investeringarna bara fallit marginellt, beroende på en stark uppgång för offentliga investeringar. Hög efterfrågan på vård och skola talar för att uppgången fortsätter de närmaste åren, om än i något långsammare takt. Detta bidrar till att nedgången i totala investeringar stannar vid 2,0 respektive 1,0 procent 2019-2020 för att sedan stiga med 2 procent 2021.

Tecken på återhämtning för hushållens konsumtion

Hushållens konsumtion inledde en svagt fallande trend i mitten på 2018. Ändrade skatteregler för bilar (bonus-malus) förklarar en del av nedgången, men även annan konsumtion har också varit svag. Framöver är utsikterna blandade. Inkomsterna fortsätter växa i god takt drivet av stigande reallöner och i viss mån sänkta skatter. Sparandet är rekordhøgt och tillgångspriserna ökar; t ex är bostadspiserna bara ett par procent under toppnivån 2017. Mot detta står

Oroande inbromsning i tjänstesektorn
Förtroendeindikatorer, index



Källa: Konjunkturinstitutet (KI)

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,4	1,2	1,2	1,7
Arbetslöshet*	6,3	6,7	7,2	7,4
Löner	2,5	2,6	2,6	3,0
KPIF	2,1	1,7	1,5	1,6
Offentligt saldo**	0,8	0,3	0,2	0,0
Offentlig bruttoskuld**	38,8	34,8	34,3	33,6
Reporänta***	-0,25	0,00	0,00	0,00
EUR/SEK***	10,15	10,50	10,20	10,00

* Procent ** Procent av BNP *** Vid årets slut. Källa: Eurostat, SEB

en tydligt svagare arbetsmarknad, vilket återspeglas i att hushållsförtroendet fallit till den lägsta nivån sedan 2013. Det är dock främst den allmänna ekonomiska situationen som oroar, medan förtroendet för den egna ekonomin ligger relativt högt. Med undantag för perioder med recession och brant fallande sysselsättning är det ovanligt med konsumtionsfall. Konsumtionen vände också upp under andra kvartalet och uppgången ser ut att ha accelererat under hösten. Vi räknar med en gradvis uppgång det närmaste året. Att bilregistreringarna nu är tillbaka på de höga nivåer som rådde före nedgången i mitten av förra året stöder denna bedömning.

Offentlig sektorns expansion mattas. Den offentliga konsumtionen har bara stigit svagt under de senaste åren. Som tidigare poängterats beror detta på att produktiviteten i offentlig sektor faller brant sedan några år i huvudsak på grund av ändrade mätmetoder. Sysselsättning speglar bättre den offentliga sektorns effekt på efterfrågan och den har stigit kraftigt under lång tid. Under de senaste åren har dock uppgången saktat in. Även om stark efterfrågan på offentliga tjänster talar för att uppgången fortsätter börjar ett växande antal kommuner få en mer pressad finansiell situation (se temaartikel sid 31). Det talar för att tillväxten i den offentliga sektorn fortsätter sakta in.

Dämpad sysselsättning och högre arbetslöshet

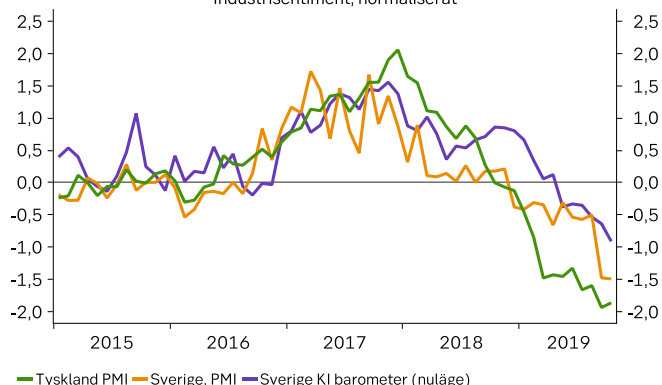
De dramatiska siffror som SCB:s arbetskraftsundersökning (AKU) redovisade för tredje kvartalet visade sig bero på ett tekniskt fel. Det är dock tydligt att arbetsmarknaden verkligen kylts av. Vår bedömning är att arbetslösheten stigit med ca 0,5 procentenheter sedan botten under 2018 samtidigt som sysselsättningen saktat in betydligt. Mycket talar för att de negativa trenderna fortsätter det närmaste året. Indikatorer har fortsatt nedåt och anställningsplanerna i näringslivet har blivit försiktigare och tyder nu på att sysselsättningen är nära att helt stagnera. Vår prognos är därför att sysselsättningsuppgången stannar vid några tiondelar både i år och 2020. Givet snabb befolkningstillväxt är ökningen inte tillräcklig för att hindra att arbetslöshet gradvis stiger till 7,4 procent i slutet av 2020 och ligger kvar på denna nivå under 2021. Att svensk arbetslöshet avviker på ett negativt sätt från mönstret i andra jämförbara länder beror främst på en snabb befolkningstillväxt och svårigheter att integrera nyanlända på arbetsmarknaden.

Inflationen under målet trots svag krona

Den svalare arbetsmarknaden bekräftas av att Riksbankens resursutnyttjandeindikator fallit brant sedan slutet av förra året och nu är nästan nere på sitt historiska genomsnitt. Sannolikt fortsätter nedgången under det närmaste året, vilket påverkar lönebildningen. Att samordningen inom LO misslyckats, där Kommunal och Pappers kommer att gå fram med egna krav, tyder på att kommande avtalsrörelsen blir lite stökigare än vanligt. Facken inom industrins utgångskrav på 3,0 procent är också lite högre än förra gången. I kombination med lite högre löneökningar i omvärlden gör detta att vi fortfarande tror att avtalen hamnar lite högre än de 2,2 procent per som avtalsrörelsen 2017 landade i. Facken inom industrin utgångskrav på 3,0 procent är också lite högre än förra gången. Även om inflationsförväntningarna sjunkit den senaste tiden ligger de fortfarande något högre än de gjorde då. Vi har dock justerat ned vår prognos för de totala löneökningarna med en tiondel per år till 2,6 respektive 3,0 procent för 2020-2021 till följd av svagare arbetsmarknadsläge.

Trots svag krona hamnar inflationen under målet. Efter att ha legat nära och tidvis över 2-procentmålet sedan början av 2017 har KPIF-inflationen fallit tillbaka och legat på 1,3 procent de två senaste månaderna. Energipriser bidrog starkt till den tidigare högre ökningstakten och är nu en viktig förklaring till att inflationen fallit tillbaka. Både 2020 och 2021 väntas energikomponenten ge svagt negativt bidrag till inflationen, delvis beroende på att regeländringar leder till sänkta nätavgifter för el. KPIF exkl. energi har generellt legat lägre än KPIF och saknat tydlig trend. Under vissa perioder har valutaeffekter bidragit till att KPIF exkl. energi legat runt två procent. Under sommaren nådde t ex KPIF exkl. energi 1,9 procent men har sedan fallit tillbaka till 1,6 procent i augusti och september. Fortsatt svag växelkurs gör att vi räknar med en viss förnyad uppgång de närmaste 3-6 månaderna.

Svensk industri tappar humöret
Industriesentiment, normaliserat



Källa: Konjunkturinstitutet, Markit, Swedbank, SEB

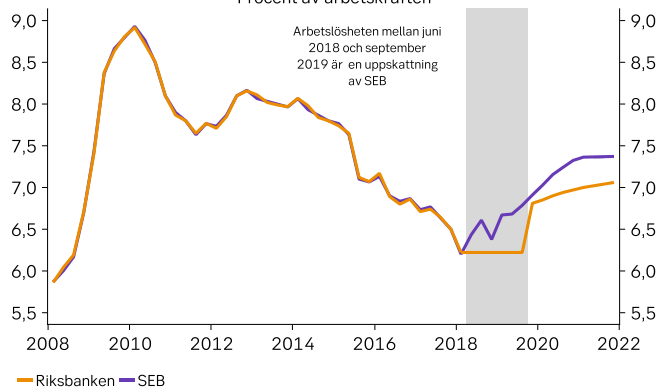
Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Real disponibel inkomst	2,7	2,3	2,1	1,5
Privat konsumtion	1,2	0,7	1,3	1,7
Sparkvot	15,4	16,0	16,2	15,9

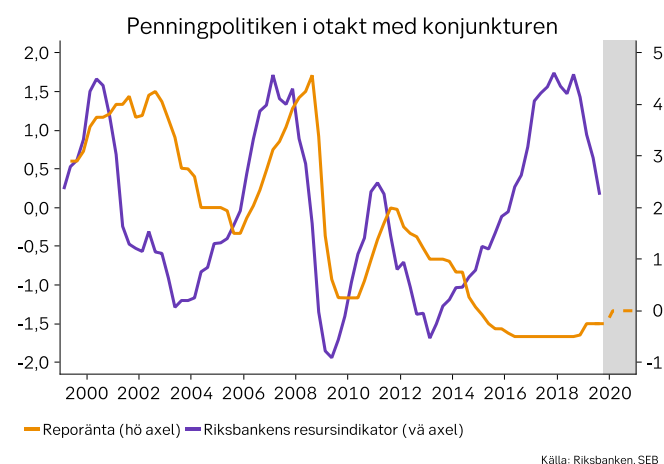
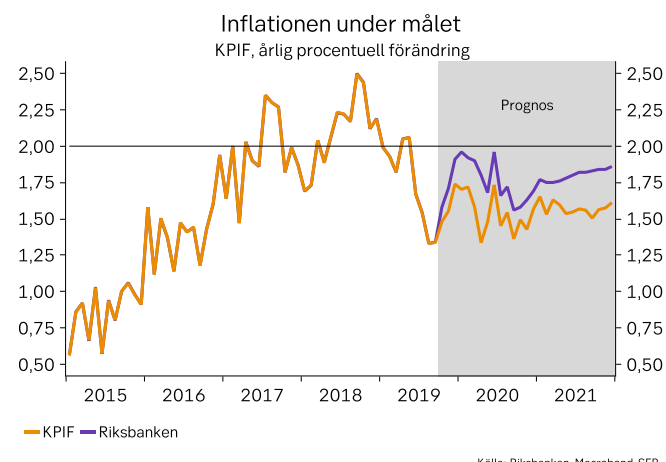
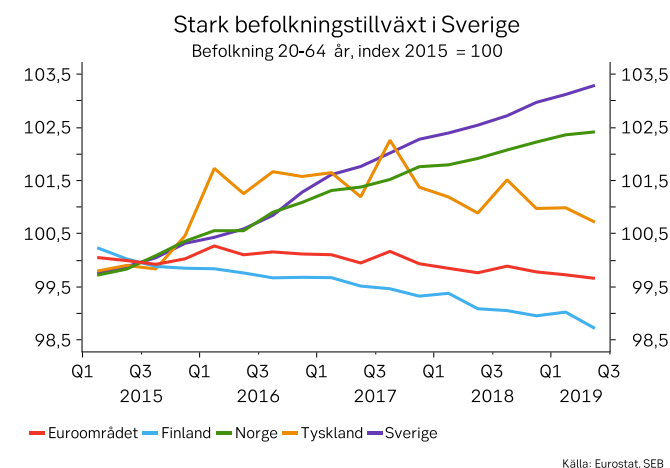
Källa: SCB, SEB

Arbetslösheten stiger
Procent av arbetskraften



Källa: Riksbanken, SEB

Varaktigt svag krona ger större inflationsimpuls? En uppåttrisk i prognosen är att den trendmässiga försvagningen av kronan kan leda till större inflationseffekt jämfört med episoder med motsvarande depreciering i en mer volatil valutamiljö. I en fördjupningsruta i förra Nordic Outlook drog vi dock slutsatsen att valutagenomslaget på inflationen hittills varit linje med det historiska mönstret och det finns i nuläget inte några tecken på några "ketchup-effekter" från växelkursen. Låga internationella priser och måttliga löneökningar bidrar dessutom till att hålla tillbaka inflationen. Vi räknar med att upptrycket från växelkursen mattas under andra halvåret 2020 och att KPIF-inflationen ligger kvar under målet under hela prognosperioden.



Räntehöjning trots svagare konjunktur

I samband med räntebeskedet i oktober sände Riksbanken en tydlig signal om att man avser att höja räntan i december. Även om vi under hösten trott att tröskeln till en räntesänkning var mycket hög var vi inte beredda på denna bestämdhet i att höja. Att direktionen håller fast vid sin plan trots svagare konjunktur och med såväl faktisk inflation som inflationsförväntningar under målet innebär ett avsteg från de senaste årens inflationsfokus. Riksbanken syn är visserligen att vi nu står inför en normalisering av tidigare starka konjunkturläge och att vare sig Sverige eller omvärlden står inför en recession. Men mot bakgrund att man samtidigt konstaterar att osäkerheten om utvecklingen i närtid är hög är det lite förvånande att man har så bråttom. Riksbanken har vid ett flertal tillfällen de senaste decennierna tenderat att komma i otakt med konjunkturen och nu riskerar man åter att föra en procyklisk penningpolitik.

Ändrad penningpolitisk reaktionsfunktion. Att Riksbanken inte är speciellt tydliga med motiven till höjningen öppnar upp för spekulationer. I den Penningpolitiska rapporten reflekterar man över eventuella nackdelar med negativa räntor, och även om detta spelades ned på presskonferensen efter beslutet, tror vi ändå att man ser ett egenvärde att reporäntan kommer upp på noll. Det är också troligt att Riksbanken tagit till sig kritiken avseende nackdelarna med en allt svagare krona och att man inte längre är så intresserad av de temporära inflationsimpulser man kan få från valutan. Utvecklingen på bostadsmarknaden kan också påverka. Perioden med stark tillväxt 2017 och 2018 sammanföll med fallande bostadpriser och risker på nedsidan. När nu bostadsmarknaden stärks och hushållen åter börjar tro på robust stigande priser är det möjligt att Riksbanken vill undvika att förstärka trenden genom fortsatt minusräntepolitik.

Långvarig paus vid nollan. Som motvikt till höjningssignaleringen sänktes räntebanan på längre sikt så att den nu innebär nollränta till början av 2022. Men när väl höjningen i december är genomförd kommer man att behöva visa korten tydligare framöver. Den starka viljan att höja räntan till noll talar för att det kommer att krävas mycket för att räntan sänks igen. Stefan Ingves har antytt att utökade tillgångsköp ligger närmare till hands. Även om det i nuläget är svårt för Riksbanken att hitta lämpliga statsobligationer kan situationen ändras om djupare konjunkturedgång skulle öka statens lånebehov. Om huspriser och hushållsutlåning vänder nedåt kan det också öka sannolikheten för köp av bostadsobligationer. Man bör dock också notera att flera direktionsledamöter indikerat att finanspolitiken bör spela en viktigare roll i nästa lågkonjunktur.

Riksbanksutredning öppnar för större flexibilitet. Mot bakgrund av att vi tror att Riksbanken återigen överskattar inflationen ter sig inte heller en höjning speciellt logisk under överskådlig tid. Vår prognos innebär därför att reporäntan höjs till noll i december och sedan ligger kvar där 2020 och 2021. Möjligen kan Riksbanksutredningen betänkande (offentliggörs i november) förändra situationen. I en debattartikel aviserade Riksbankskommittén en rad nyheter. En punkt är att Riksbanken framöver ska beakta en proportionalitetsprincip avseende sina åtgärder. Detta kan tolkas som att vinster i form av mer exakt måluppfyllelse för inflationen tydligare ska vägas mot negativa effekter i form av t ex ökad valutavolatilitet eller vidgade klyftor samt ökade finansiella risker i spåren av galopperande tillgångspriser. I nuläget skulle denna förändring på marginalen kunna öka sannolikheten för en höjning. Å andra sidan tydliggörs också att Riksbanken ska bidra till en balanserad utveckling av produktion och sysselsättning, vilket nog talar i motsatt riktning i den miljö som lär råda de närmaste åren.

Tema:

Kommunsektorn

Klämd från alla håll – staten lär få öppna plånboken igen

Att konjunkturen viker sätter ytterligare fokus på den kommunala ekonomin. När såväl strukturella som konjunkturella faktorer pressar inkomster och utgifter ter sig påtagligt ökade statsbidrag som ofrånkomliga. Alternativet – kraftigt sänkta ambitionsnivåer i välfärden – verkar inte aktuellt att döma av tonläget i dagens debatt. Stora kommunala satsningar väntas äta upp en stor del av regeringens reformutrymme framöver, vilket kan skapa politiska spänningar när det gäller finansieringen av Januariavtalet. En lösning av detta dilemma, som vi tidigare lyft fram, vore att tolka den offentliga sektorns överskottsmål mindre restriktivt nu när skuldankaret redan nått sin låga målnivå.

Spänningarna mellan stat och kommunsektor (primärkommuner och landsting/regioner) ökar nu i spåren av vikande konjunktur och påfrestningar från migration och andra demografiska förändringar. Kommunernas verksamhet utgör kärnan i de offentliga välfärdsåtagandena och förväntas drivas på en relativt stabil nivå oavsett konjunkturläge. Med tanke på att sektorns verksamhet och inkomster i stor utsträckning styrs av statliga beslut är manöverutrymmet ofta mer begränsat än vad generella beskrivningar av lokalt självstyre ger sken av. Skatteinkomsterna är därtill i hög grad kopplade till konjunkturen på arbetsmarknaden och variationer i sysselsättning och lönenivåer. Även utgiftsidan, t ex försörjningsstödet, är i viss mån beroende av det allmänna ekonomiska läget.

Kommunsektorn klämd från alla håll. Kommunernas möjligheter att parera ändrade förutsättningar avseende konjunktur och åtaganden begränsas därtill av det relativt strikta balanskravet mellan inkomster och utgifter. Eftersom staten istället har det generella ansvaret för stabiliseringspolitiken blir det naturligt att använda statsbidragen till kommunerna för att jämna ut variationerna i kommunala inkomster och utgifter. Staten kan då använda både generella och riktade bidrag. Kommunernas inkomster består till 70 procent av skatteintäkter, 25 procent statsbidrag och 5 procent övrigt.

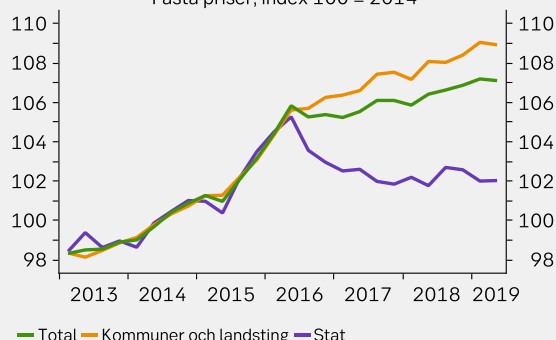


Statsbidragen urholkas trendmässigt

Att statsbidragen i huvudsak är nominellt satta gör att inflation och löneökningar urholkar dess reala värde. För att kommunerna ska kunna upprätthålla kvaliteten på sin kärnverksamhet krävs därför i praktiken årliga beslut om höjda statsbidrag av riksdag och regering. Ofta beskrivs dessa lite missvisande som ambitiösa välfärds-satsningar. Det blir särskilt besvärande för kommunerna när kompensation för urholkade generella statsbidrag ges i form av öronmärkta medel till något område där regering eller något annat parti vill profilera sig. I praktiken ställs då kommunerna inför nedskärningar på andra områden.

Trendmässigt stigande kommunal konsumtion

Fasta priser, index 100 = 2014



Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

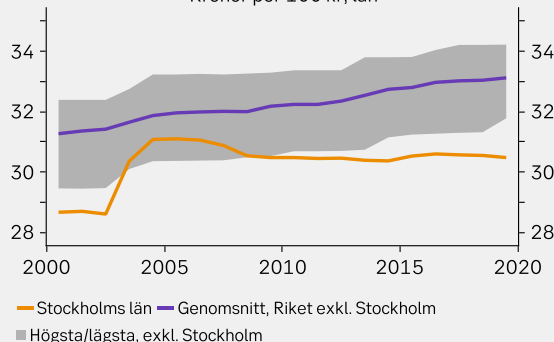
Nedskärningar och brist på samma gång. Efter ett antal år av kraftig sysselsättningsuppgång har kommunernas efterfrågan på arbetskraft mattats betänkligt. Enligt AKU har antalet sysselsatta till och med gått ner men det råder stor osäkerhet om den bilden fullt ut står sig när statistiken har reviderats. Frågan är om en nedgång är en följd av urholkade statsbidrag. Förmodligen är det dock inte i första hand ansträngda budgetar utan mer rimligt att man kan behöva dra ned på verksamheten på vissa områden där nivån var högt uppdriven under migrationskrisens mest akuta fas. Nedskärningar av åtgärder inom arbetsmarknadspolitiken kan också påverka. Brist på lämplig arbetskraft är dock fortfarande huvudproblemet för kommunsektorn. Bristituationen beror till stor del på att stora årskullar nu går i pension och behöver ersättas. SKL (Sveriges Kommuner och Landsting) bedömer att behovet av nyrekrytering enbart till följd av pensionsavgångar ligger över 300 000 personer under perioden 2017 till 2026; lika mycket som den totala ökningen av sysselsättningen det senaste decenniet. Att sektorns dominerande fackförbund Kommunal valt att ställa sig utanför LO-samordningen i avtalsrörelsen tyder på att man ser goda utsikter att få gehör för lite högre lönekrav.

Stor skillnad i kommunala förutsättningar. Det ojämnt fördelade flyktingmottagandet, där glesbygdskommuner med lediga bostäder tagit den största bördan, har ytterligare spätt på underliggande skillnader mellan olika kommuner och län/regioner. Det kommunala utjämningsystemet är ständigt i omstöpning och under debatt och en ny version är nu på väg att sjösättas. Systemet ska beakta olika förutsättningar både på inkomst- och kostnadssidan mellan kommuner och regioner.

Trots utjämningen skiljer sig skattesatserna åt betydligt. I grafen nedan jämförs totala skattesatsen som primärkommuner och landsting/regioner tar ut på länsnivå. Stockholms län sticker alltmer ut med en lägre skatt och det skiljer nu 1,30 kr till det län som har näst lägst nivå. Om man undantar Stockholms län skiljer det 2,50 kronor mellan högsta och lägsta skattesats 2018. Underliggande inkomstskillnader spelar en stor roll och den årliga genomsnittsinkomsten i Stockholms län låg 50 000 kronor högre än i Västerbotten som 2018 hade den högsta genomsnittliga kommunalskatten.

Genomsnittlig total kommunalskatt

Kronor per 100 kr, län

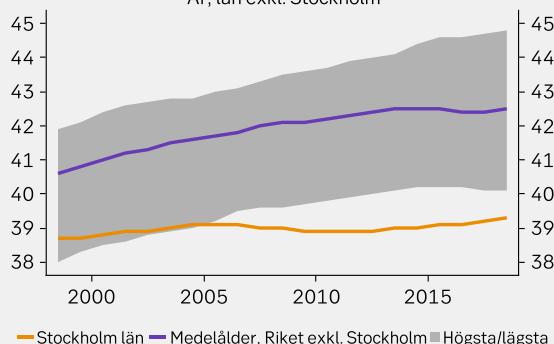


Källa: SCB

Stora demografiska skillnader mellan regioner. Att utvecklingen med åldrande befolkning ser olika ut i olika delar av landet bidrar också till olika ekonomiska förutsättningar. De flesta län har haft en trendmässig uppgång i genomsnittsåldern under 2000-talet men i Stockholm har den i stort sett varit oförändrad det senaste decenniet. Genomsnittsåldern i Stockholms län är nu drygt tre år lägre än genomsnittet för resten av landet och mer än fem år lägre än Gotland som har högst genomsnittsålder. Urbanisering, åldrandeprocesser och nivåer på skattesatser drar således isär kommunsektorn när de offentliga åtagandena är desamma. Det är svårt att avgöra var smärtgränsen för den kommunala skattesatsen ligger men valdebatten 2018 indikerade att många känner att den nu är nära. Vi tror därför att kommunerna generellt försöker undvika skattehöjningar och räknar med att den genomsnittliga höjningen 2020 stannar vid 0,15 kr. Att statliga inkomstskatter sänks, bl a via jobbskatteavdrag och avskaffandet av värnskatten, indikerar en allmän ambition att hålla tillbaka skatter på arbete på nationell nivå.

Medelålder

År, län exkl. Stockholm



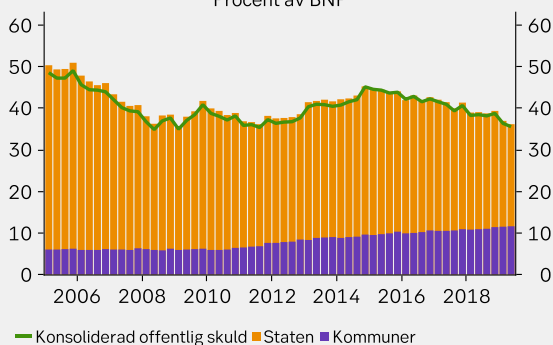
Källa: SCB

Överdriven oro för pensionsskulden? Den demografiska utvecklingen påverkar även kommunala sektorns pensionsskuld. Då och då lyfts denna fram som ett stort hot mot de kommunala finanserna. Det finns för tillfället tre olika varianter av pensionssystem och som även behandlas olika i den kommunala redovisningen. Det kan gesken av att vissa kommuner eller regioner står inför en briserande skuldbomb. Vi ser ingen anledning att göra en annan bedömning än den som SKL gör: att bördan från de tidigare förmånsbestämda pensionssystemen snarare lättar framöver när utbetalningar från gamla icke fonderade system minskar och nya premiebestämda istället ökar. Kostnaderna är dessutom relativt väl kända även om prognoser på kommun eller landstingsnivå ibland kan vara komplicerade. Utmaningen för kommuner och regioner är mer relaterad till verksamheten och förändringar i ändrad efterfrågan/utbud av välfärdstjänster snarare än finansiell och kopplade till tidigare pensionssystem.

Ökade spänningar mellan stat och kommun

Att det svenska finanspolitiska ramverket är mycket stramt i ett internationellt perspektiv samtidigt som belastningen på kommunerna blir allt större, i hög grad beroende på statliga beslut om t ex migration eller ambitionsnivåer i välfärden, kommer framöver att bli en stor politisk fråga. Staten är förstås inte omedveten om problemet och i juni presenterade finansministern en kalkyl som visade på ett finansieringsgap på 90 miljarder fram till 2026 till följd av demografiska förändringar. Detta motsvarar 0,2–0,3 procent av BNP årligen, vilket ligger väl i linje med SKL:s bedömningar. Summan är av samma storleksordning som Konjunkturinstitutets (KI) bedömning av det reformutrymmet.

Statens skuld minskar och kommunernas ökar
Procent av BNP



Källa: Eurostat Database, Macrobond, SEB

Staten har råd men prioriteringar krävs. Hur de offentliga åtagandena ska prioriteras och finansieras är ett politiskt val främst på riksnivå. Enligt KI:s beräkningar motsvarar de 90 miljarderna utspjutt på de 7 åren drygt 0,50 kronor högre skatt per år. En så stor skatthöjning ses förmodligen som alltför skadlig varför det mest sannolika är att staten tvingas tillföra mer resurser till sektorn genom ökade kommunala statsbidrag. För statens del är heller inte en upptrappning av statsbidragen med 0,2-0,3 procent av BNP speciellt dramatisk. I själva verket motsvarar det den automatiska budgetförstärkning som uppstår när statens utgiftssida behandlas mer restriktivt än inkomstsidan i den ordinarie svenska budgetprocessen.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2018	2019	2020	2021
Finansiellt sparande	0,8	0,3	0,2	0,0
Lånebehov (mdr)	-80	-120	-14	-2
Offentlig bruttoskuld	38,8	34,8	34,0	33,0

Källa: SCB, SEB

Fortsatt starka offentliga finanser. I dagsläget ser inte den konjunkturella inbromsningen ut att ändra bilden av starka offentliga finanser i ett historiskt och internationellt perspektiv. Svalare arbetsmarknad och nedväxling av byggande och konsumtion bidrar visserligen till att de offentliga inkomsterna framöver växer i långsammare takt och att det offentliga sparandet går från överskott till balans år 2021. Den offentliga bruttoskulden når ändå under skuldankarets riktmärke på 35 procent av BNP redan i år och faller därefter till 33 procent. Vår prognos baseras på en finanspolitisk impuls på drygt 0,5 procent av BNP både 2020 och 2021. Det är tydligt att det finns utrymme för en starkare stimulansdos, inte minst med tanke på att den internationella debatten allt tydligare framhäver behovet av en mer aktiv finanspolitik i rådande ränteläge. Vi står också fast vid synen att det är rimligt att skuldankaret blir styrande i en uppseglade konflikt gentemot saldomålet.

Reformfokus på kommunerna framöver. I nuläget verkar det finnas en betydande majoritet i riksdagen för höjda statsbidrag till kommunerna eftersom samtliga partier som står utanför budgetsamarbetet förespråkar detta. Ändå kan frågan leda till politiska spänningar. Även om behovet av ökade statsbidrag till kommunerna inte är så dramatiskt kommer de att tränga ut andra prioriterade utgiftssatsningar. Detta gäller inte minst områden som täcks av Januariavtalet. Spänningarna inom budgetsamarbetet mellan regeringspartierna, Centern och Liberalerna kan därför komma att öka när partierna ställs inför strategiska vägval som kan komma i konflikt med Januariavtalet. Den generella frågan om hur strikt det finanspolitiska regelverket ska tolkas kan också leda till spänningar och misstänksamhet. Men trots dessa reservationer har vi svårt att se att inte riksdagspartierna redan under 2020 på något sätt ska kunna komma överens om högre statsbidrag till kommunerna än vad som hittills beslutats.

Norge

Fortsatt god tillväxt trots viss inbromsning

Tillväxten i fastlandsekonomin saktar av givet signaler om att aktiviteten vänt ner i olika sentimentsindikatorer. Det positiva bidraget från höga oljeinvesteringar kommer att avta, men inhemsk efterfrågan förblir god. Svag NOK ger bättre konkurrenskraft och förhindrar en kraftig nedgång i omvärldsefterfrågan samtidigt som inflationen späs på. Kärninflationen ligger kvar över målet och kan t o m öka något, medan Norges Bank lämnar styrräntan oförändrad på 1,50 procent.

Tillväxten avtar men ligger kvar över trend

Till skillnad från i många andra industriländer ser norsk BNP-tillväxt ut att accelerera i år. Kraftigt högre oljeinvesteringar har satt fart på den oljenära industrin och stimulerat inhemsk efterfrågan via högre sysselsättning och löner. Den kraftiga försvagningen av kronan har stärkt konkurrenskraften och hållit uppe utländsk efterfrågan. Fastlands-ekonomin (exklusive olja, gas och sjöfart) har därmed så här långt förblivit relativt motståndskraftig. Framöver väntas tillväxten i fastlandsekonomin sakta av givet signaler om att aktiviteten vänt ner i olika sentimentsindikatorer. Det positiva bidraget från höga oljerelaterade investeringar kommer att avta och svagare internationell tillväxt dämpar också aktiviteten. Finanspolitiken stramas åt något under 2020, men antas vara neutral 2021. Inkommande data har i breda drag bekräftat bilden i *Nordic Outlook september* och vi gör bara mindre förändringar av våra tillväxtprognoser. Fastlands-BNP väntas sakta ner från 2,5 procent 2019 till 2,1 respektive 1,9 procent under 2020 och 2021. Total BNP bör kunna växa med 3,2 procent 2020 och 2,1 procent 2021.

Uppgången i oljeinvesteringar blir kortlivad

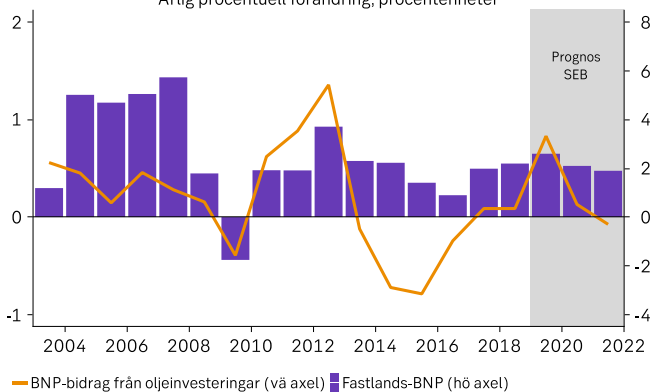
Investeringscykeln i oljesektorn har vänt upp markant under det senaste året till mer normala nivåer. Återhämtningen har främst drivits av utbyggnaden av nya oljefält på den norska kontinentalsockeln, vilket hållit uppe aktiviteten i tillverkningsindustrin trots svag omvärld. Den cykliska uppgången kommer dock att bli ganska kortlivad och investeringstillväxten väntas sakta av betydligt under kommande år. Avmattningen speglar inte samma typ av strukturella nedgång som efter oljeprisraset 2014. Både kostnadstrycket och sysselsättningen i sektorn ligger under nivåerna innan de senaste årens korrektion. Lönsamheten i sektorn har därmed förblivit god, med en break-evennivå för nya projekt som ligger på mellan USD 10 och 35 per fat. Även om flera nya projekt är schemalagda för kommande år kommer de inte helt att kunna kompensera för färdigställandet av ett antal större projekt. Statistiska Sentralbyråns (SSB:s) enkät över planerade investeringar tyder på att investeringstillväxten avtar men förblir positiv under 2020. Vi prognostiserar en ökning i oljeinvesteringarna på 15 procent 2019 som därefter avtar till 2,5 procent 2020 och -1,5 procent 2021.

Vikande efterfrågan i oljesektorn dämpar industrin. Sentimentet i övrig industri (exklusive olja) har trendat lägre i år och indikerat en måttligare ökning i produktionen. Leverantörer till oljesektorn har blivit mer osäkra kring orderläget, medan osäkerheten för icke-oljerelaterade exportföretag stigit i takt med försämrade utsikter för deras handelspartners. Förbättrad konkurrenskraft från den kraftiga försvagningen av kronan förhindrar en större nedgång i efterfrågan från omvärlden. Exporten av icke oljerelaterade varor spås växa med 2,2 respektive 1,8 procent under 2020 och 2021. Icke-oljerelaterade investeringar i näringslivet har stigit markant på senare år och investeringsenkäten för industrin tyder på att de förblir höga under kommande år. Vi väntar oss en investeringstillväxt på 2,4 respektive 1,6 procent under 2020 och 2021. Utsikterna för bostadsinvesteringarna är försiktigt optimistisk, baserat på utvecklingen i nybyggnationer och bostadspriser. 2020-2021 väntas bostadsinvesteringarna växa med nära 2 procent per år.

Privat konsumtion väntas ta ny fart

Privat konsumtion har mattats under 2019, drivet av svagare konsumtion av inhemska varor. Detta speglar framförallt de mycket volatila bilköpen under året, något vi inte tror ger en rättvis bild av den underliggande trenden. Högre bolåneräntor kan också ha dämpat konsumtionen något. Norska hushåll har en ganska hög

Avtagande efterfråga inom oljesektorn dämpar fastlands-BNP
Årlig procentuell förändring, procentenheter



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Nyckeldata

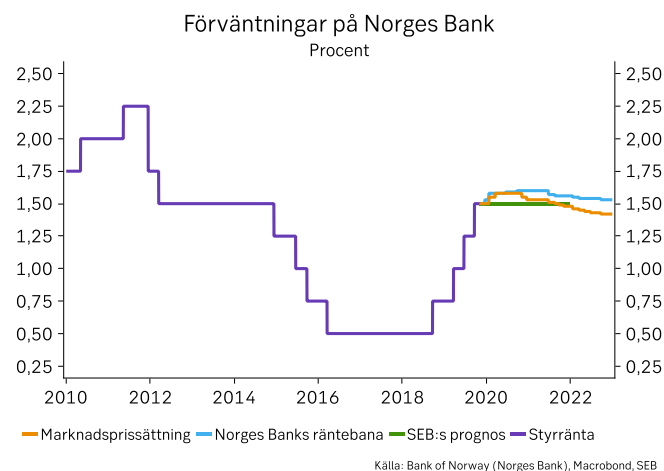
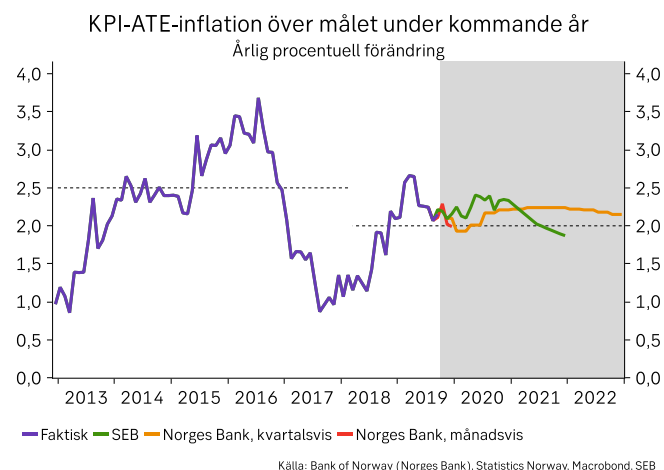
Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1.3	2.3	3.2	2.1
Fastlands-BNP	2.2	2.5	2.1	1.9
AKU-arbetslöshet*	3.8	3.6	3.6	3.7
Årliga löneökningar	2.8	3.3	3.5	3.5
KPI-ATE-inflation	1.5	2.3	2.3	2.0
Styrränta*	0.75	1.50	1.50	1.50
EUR/NOK***	9.90	10.30	10.00	9.70

*Procent ** Vid årets slut. Källa: Macrobond, SEB

skuldbörda i förhållande till inkomsterna och 93 procent av lånen löper till rörlig ränta. Svagare konsumtion speglar dock inte försämrade hushållsfundamenta. Tvärtom har konsumentförtroendet rekylerat upp och hushållens reala disponibelinkomster väntas visa fortsatta goda ökningstal. Uppgången i priserna på befintliga bostäder har blivit mer befäst och både utbuds- och efterfrågefaktorer ger stöd för årliga prisökningar på nära 2,5 procent under kommande år. Konsumtionen av tjänster och utlandsnettot, tillsammans nästan halva totalen, har förblivit stark. Vi har reviderat ned prognosen för privat konsumtion till 1,9 procent 2019, men väntar oss en tillväxt nära 2,4 procent under 2020 och 2021.

Höstens kraftiga försvagning av kronen indikerar att inflationen ligger kvar över målet



Stram arbetsmarknad sätter tryck upp på löner

Registrerad arbetslöshet har stabiliserats strax över 2 procent, nära nivåer förenliga med prisstabilitet. Arbetskraftsundersökningens (AKU:s) arbetslöshetsmått har varit mer volatilt och steg till 3,7 procent under kvartal tre. Underliggande bilden är bättre eftersom uppgången i arbetslöshet speglar högre arbetskraftsdeltagande. Sysselsättningen i konjunkturlågsa sektorer, som industri och bygg samt vissa privata tjänster, har förblivit stark. Olika indikatorer tyder på att jobbtillväxten förblir god, även om avmattningen i ekonomin talar för en viss dämpning framöver. Vi väntar oss en relativt stabil AKU-arbetslöshet nära 3,6 procent kommande år. Stram arbetsmarknad och stigande kapacitetsutnyttjande innebär att ekonomin slagit i resurstaket. Vi väntar oss årliga löneökningar på 3,3 respektive 3,5 procent i år och nästa år.

Svag krone lyfter inflationen över målet

Efter att ha stigit till 2,7 procent i mars har inflationen avtagit. Kärninflationen (KPI-ATE, exklusive skatter och energi) var strax över 2 procent i augusti och september. Nedgången har främst drivits av ett minskat uppåtryck från svag valuta. Höstens kraftiga försvagning av kronen tyder dock på att inflationen kommer att ligga kvar över målet och t o m öka ytterligare något de kommande 6-9 månaderna. Utsikterna för inhemsk inflation är blandade. Serviceinflationen vände ned något under sommaren efter att ha stigit till de högsta nivåerna sedan 2010, men gradvist stigande löner talar för att serviceinflationen stabiliseras på en relativt hög nivå. Hyrorna väntas visserligen öka i något snabbare takt, men ökningstakten är lägre än det historiska snittet och bidrar därmed till att dämpa inflationen något. Låga internationella prisökningar kommer också att bidra till att hålla tillbaka inflationen. Senare under 2020, när effekterna av den senaste kronförsvagningen försvunnit, kommer inflationen gradvis att falla. Vi väntar oss en KPI-ATE-inflation på i genomsnitt 2,3 respektive 2,0 procent 2020 och 2021. Total KPI-inflation kommer att hamna över kärninflationen nästa år, men falla tillbaka under målet i slutet av 2021.

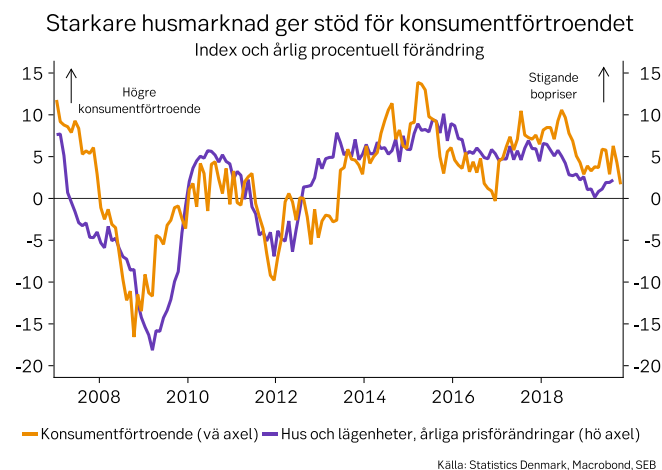
Oförändrad styrränta trots hög inflation. Norges Bank höjde till 1,50 procent i september men signalerade samtidigt en paus i räntehöjningarna. Centralbankens flexibla hållning och en svag krone har gjort det möjligt att höja fyra gånger trots en mjuk omvärld. Även om Norges Bank hållit fast vid en uppåtrisk för räntan kommer detta inte att realiseras så länge som inte global tillväxt förbättras och osäkerheten kring handel och Brexit lättar. En räntesänkning är lika långt bort givet tillväxt över trend, slutet utbudsgap och inflation som väntas ligga kvar över målet. Vi väntar oss att styrräntan är kvar på 1,50 procent prognosperioden ut.

Svag NOK dämpar efterfrågan på NGB:s. NOK har haft den sämsta utvecklingen av alla G10-valutor under andra halvan av 2019 och satte nya bottenrekord mot euron i oktober. Små, handelsberoende och mindre likvida valutor mår inte bra i denna globala miljö, medan inhemska förhållanden saknar relevans. Tydligt negativa säsongsfaktorer kommer troligen pressa kronen till nya lägstanivåer mot euro och dollar innan årets slut. I brist på bättre sentiment kring global tillväxt och/eller politiska framsteg, förblir valutan troligen svag. Vi väntar oss att EUR/NOK-kursen faller från 10,30 i slutet av året till 10,00 respektive 9,70 i slutet av 2020 och 2021. Den svaga trenden för valutan har förmodligen dämpat utlandsefterfrågan på norska statsobligationer (NGB:s). NGB:s erbjuder fortfarande en attraktiv ränta i förhållande till tyska motsvarigheter, men ECB:s aggressiva penningpolitik kommer troligen att hålla kvar räntespreadarna på historiskt höga nivåer. Vi prognostiserar en 10-årsspread mot Tyskland på 185 och 175 punkter i slutet av 2020 respektive 2021.

Danmark

Begynnande svaghetstecken

Den danska ekonomin fortsätter att växa snabbare än jämförbara europeiska länder. Medan nya reviderade data visar att 2018 var mycket starkare än tidigare rapporterat, visar data så här långt för andra halvåret 2019 på begynnande svaghetstecken. Vi väntar oss en gradvis nedgång från drygt 2 procents tillväxt i år till runt 1,5 procent, vilket är fortsatt över vår bedömning av trendtillväxt. Med alltjämt gott om ledig kapacitet är detta inte något som lär få negativa effekter.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2.4	2.1	1.6	1.5
KPI	0.8	0.7	1.1	1.4
Löner	2.2	2.0	2.6	2.8
Offentligt saldo*	0.6	1.0	0.5	0.5
Offentlig bruttoskuld*	34.3	33.0	32.0	31.0
Bytesbalans*	5.7	7.5	7.0	7.0
Styrränta (CD-ränta)	-0.65	-0.75	-0.85	-0.85
EUR/DKK	7.46	7.46	7.46	7.46

*Procent av BNP. Källa: Statistics Denmark, DØRS

Kraftig upprevidering av tillväxten. Den danska ekonomin fortsätter att växa en bra bit snabbare än jämförbara europeiska länder och ny reviderad BNP-data lyfter tillväxten för 2018 från 1,5 till 2,4 procent. Revideringarna har ännu inte inkluderats i kvartalsräkenskaper och vi vet ännu inte hur detta påverkar dynamiken. Med en BNP-ökning på 2,6 i årstakt kvartal två var tillväxten dock överraskande stark redan innan revideringarna och vi har därför dragit upp vår BNP-prognos för i år till 2,1 procent. Medan BNP fortsatt att imponera med europeiska mått mätt visar data så här långt under andra halvåret 2019 på begynnande svaghetstecken, något som troligen speglar en försvagning på stora exportmarknader som Storbritannien, Tyskland och Sverige. Den underliggande tillväxttrenden indikerar en gradvis försvagning från över 2 procent till en nivå kring 1,5 procent, vilket alltjämt är över vår bedömning av trendtillväxt.

Konsumtionen förblir en tillväxtmotor. Privat konsumtion var en av de främsta drivkrafterna under kvartal två, med en rekyl från ett svagt första kvartal med en uppgång i den kvartalsvisa tillväxttakten från 0,2 till 0,5 procent. Vändningen skulle ha varit ännu mer markerad om inte bilförsäljningen hade backat med 15,9 procent efter en uppgång på 16,9 procent kvartal ett. Nu börjar det dock synas sprickor i konsumtionsbilden. Både sysselsättningsstillväxten och löneökningarna har avtagit under sommaren, vilket sätter ett tak för disponibelinkomsterna, medan konsumentförtroendet har reverserat hela uppgången under årets första halva. Samtidigt har uppgången i huspriserna tagit fart när bolåneräntorna noterat nya bottnar och åtstramningen av kreditvillkoren upphört. Hushållens balansräkningar förblir därtill starka och sparkvoten hög. Konsumtionen kan därför förväntas förbli en grundsten för dansk tillväxt.

Stark husmarknad. Investeringarna i näringslivet sjönk under kvartal två, men vi tror inte att detta är en bestående trend. Dansk industri-PMI har hämtat sig under andra halvåret, lett av bättre orderingång, och kapacitetsutnyttjandet är kvar nära historiska snitt. Svag efterfrågan på viktiga europeiska marknader och oro för hård Brexit talar dock för att förbättringen blir långsam och gradvis, och om efterfrågan från Tyskland och Sverige inte stabiliserar sig kan vi få se ytterligare svaghet. Bygginvesteringarna fortsätter å andra sidan att växa i god takt, och bör få ytterligare stöd från förnyad boprisuppgång. Nettoexporten fortsätter att ge stora positiva tillväxtbidrag trots svag extern efterfråga. Den övergripande tillväxtbilden förblir därmed gynnsam och även om utfallet för kvartal två troligen överdriver styrkan i ekonomin väntas Danmark fortsätta att överträffa övriga Europa under prognosperioden.

Få obalanser. Trots en utdragen konjunkturuppgång verkar det finnas lediga resurser kvar i ekonomin. Löneinflationen har avtagit i år och medan reviderade data tyder på att sysselsättningsgraden i yrkesverksamma åldrar fortsatt att förbättras är den fortfarande under bottennivåerna vid tidigare uppgångsfaser. Bytesbalansunderskottet har också börjat förbättras igen efter försvagningen i fjol och är nu tillbaka över EU-kraven. Den måttliga finanspolitiska stimulansen i förslagen till budget för 2020 bör därför kunna ge stöd för tillväxten utan några betydande negativa sidoeffekter.

Spotkursen under viss press. Den danska spot-kronkursen har försvagats till nivåer som normalt skulle ha fått centralbanken, DNB, att intervensera. Det verkar också ha skett små köp av DKK. FX-terminerna är dock kvar över mitten av intervallet, så DNB har ingen brådska att agera. Centralbanken har t o m tillåtit en viss marginell ökning av räntespreadarna på penningmarknaden efter ECB:s räntesänkning och ECB:s övergång till ett två-nivå-system för räntan i september. Ytterligare försvagning av DKK lär inte accepteras men DNB kan leva med nuvarande nivåer.

Finland

Inbromsning efter starkt första halvår

I linje med omvärlden har industrins framtidsstro försvagats men produktion och export har ändå utvecklats hyfsad hittills i år. Kraftiga svängningar i export, import och lager gör dock BNP-statistiken svårtolkad. Internationella svagheter väntas hämma även den finska ekonomin framöver. Hushållen har agerat försiktigt trots en gradvis allt starkare arbetsmarknad. Mot slutet av prognosperioden ligger arbetslösheten strax över 6 procent, nära nivån 2008.

Industrin deppar; inhemska sektorer står emot. Sentimentet i industrin har försämrats gradvis och ligger nu på i stort sett samma nivå som under recessionsåren för 5-6 år sedan. I linje med omvärlden är läget bättre i mer inhemskt orienterade branscher. Tjänstesentimentet har förvisso fallit men visar tecken på att plana ut på en nivå klart över recessionsårens. Bygg och detaljhandel har faktiskt växlat upp något det senaste halvåret. Senaste BNP-statistiken pekar, trots europeiska och framför allt tyska svagheter, på att kvartalstillväxten återhämtat sig senaste tiden. Enligt finska Statistikcentralens månatliga BNP-indikator kommer andra kvartalets tillväxt på 0,8 procent att följas av ett minst lika starkt tredje kvartal. Den volatila kvartalsstatistiken är dock svårtolkad. Givet en svag utveckling i omvärlden är det troligt att avslutningen på 2019 ändå blir en inbromsning jämfört med första halvåret. Det innebär att BNP-tillväxten 2019 stannar på 1,2 procent för att sedan växla upp något till 1,6 procent per år 2020 och 2021.

Industrin överraskar trots svag export. Trots svagare sentiment har industriproduktionen överraskat positivt den senaste tiden. Samtidigt har orderläget försämrats och exporten utvecklats relativt svagt. Att företagens lager ökat är tecken på att produktionen varit för hög och att en korrigering är att vänta framöver när svagheter i närområdet består i närtid. Åren 2020–2021 väntas en svag uppväxling av BNP nedåtriskerna dominerar så länge tyska ekonomin hackar och globalt sentiment tyngs av oro över handelskrig och kinesisk tillväxtvekan.

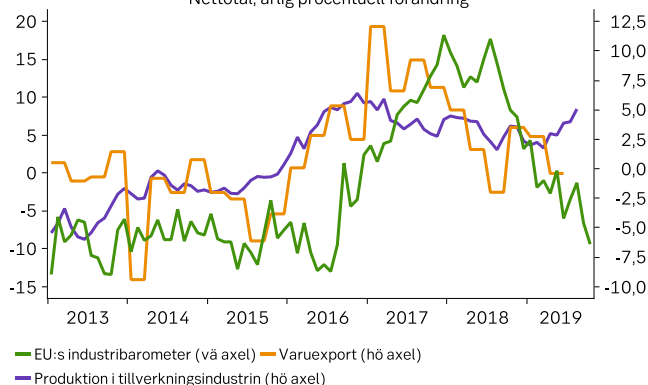
Hushållen rejält deppiga. Hushållens humör har försämrats rejält det senaste året och ligger i nivå med tidigare bottennivåer de senaste 10–15 åren. Nedgången är oväntat kraftig givet att ekonomi och sysselsättning trots allt växer. Det som framför allt bidrar till det dåliga humöret är en sämre tro på det allmänna ekonomiska läget. Konsumtionens utveckling visar att hushållen agerat mer försiktigt och konsumtionen varit i stort sett oförändrad det senaste året. Även om köpkraften framöver ökar långsamt är det ändå sannolikt att konsumtionen långsamt vänder upp när tillväxtinbromsningen är över.

Arbetslösheten planar ut när uppgången i sysselsättning mattas. Arbetsmarknaden har förbättrats kraftigt de senaste åren och arbetslösheten nådde 6,7 procent i september. Sysselsättningen ökade förvånansvärt snabbt 2018 men bromsar nu in. Arbetsmarknadsindikatorer har försämrats, men det mesta tyder ändå på att sysselsättningen fortsätter att öka under prognosperioden, om än i långsammare takt. Antalet lediga platser är rekordhøgt och har fortsatt att stiga trots att sysselsättningen bromsat in och arbetslösheten varit oförändrad det senaste halvåret. Ett stort antal lediga jobb samt att en relativt stor andel av företag som anger brist på personal som ett hinder för expansion tyder på att det finns en del matchningsproblem på arbetsmarknaden. Arbetslösheten börjar åter krypa nedåt mot slutet av 2019 men nedgången de kommande åren blir relativt begränsad. Mot slutet av prognoshorisonten ligger arbetslösheten på 6,3 procent.

Löneökningarna har länge legat på en låg nivå, bl a drivet av låg produktivitet och försök att förbättra konkurrenskraften, men stiger nu långsamt. Uppgången blir dock relativt begränsad till ca 2,5 procent 2021. KPI-inflationen ligger kvar strax över 1 procent i år, precis som 2018 och trycket uppåt är begränsat när löneökningar hålls tillbaka och den internationella inflationen är låg.

De offentliga underskotten består. Finanspolitiken är svagt expansivt kommande år och det offentliga saldot väntas bli i stort sett oförändrat 2020 och 2021. Den offentliga skulden ligger kvar strax under 60 procent av BNP de kommande åren.

Ökande produktion trots fallande sentiment
Nettototal, årlig procentuell förändring



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

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,7	1,2	1,6	1,6
Privat konsumtion	1,8	1,3	1,5	1,7
Arbetslöshet*	7,4	6,7	6,5	6,3
Löner	0,8	1,3	1,8	2,0
HIKP	1,2	1,1	1,3	1,4
Offentligt saldo**	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Offentlig bruttoskuld**	59,0	58,5	58,0	57,5

* Procent ** Procent av BNP

Källa: Eurostat, SEB

Baltikum

De tre baltiska ekonomierna har än så länge lyckats stå sig väl när globala motvindar gradvis dämpat den ekonomiska aktiviteten. Branschspecifika problem ger skilda utmaningar och bidrar till att tillväxten bromsar in. Arbetsmarknaden i den baltiska regionen förblir stram med förhållandevis hög löneökningstakt (om än minskad) även om inflationen hålls i schack.

Litauen

6,6%

Väntas exporten stiga med 2019 men ökningstakten bromsar därefter in och halveras. En stark tillväxt för transporttjänster har bidragit till motståndskraft mot vacklande europeisk tillväxt.

Sida 39

Lettland

7,3%

Löneökningstakt 2019. Arbetslösheten fortsätter gradvis minska och det kvarstår stor brist inom vissa kvalificerade yrken, vilket bidrar ytterligare till att hålla uppe lönetillväxten.

Sida 40

Estland

21%

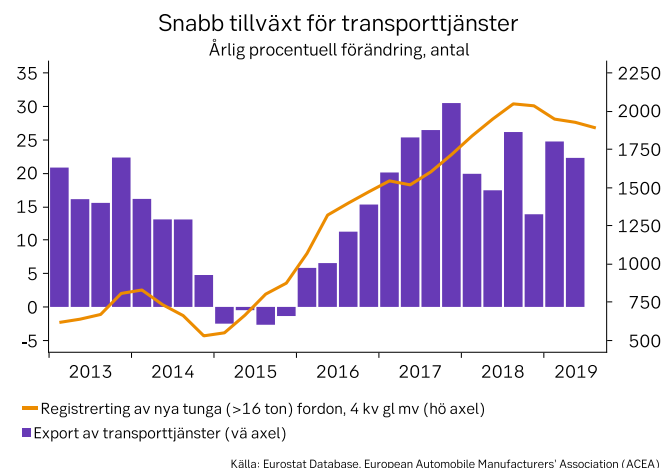
Har investeringarna stigit under det första halvåret. En väntad uppgång i bygginvesteringar har kompletterats med överraskande stora investeringar i nya maskiner.

Sida 41

Litauen

Minskad
motståndskraft

Innevarande år har varit ännu ett framgångsår för den litauiska ekonomin trots global tillväxtmotvind. Men motståndskraften minskar och med mindre tillväxtbidrag från nettoexporten saktar tillväxten in från 3,6 procent i år till 2,4 procent 2020 respektive 2021. Investeringarna ökar kommande två år i relativt snabb takt men utvecklingen därefter är osäker. Arbetslösheten stabiliseras och genomsnittliga löner kommer att öka i långsammare takt framöver.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	3,6	3,6	2,4	2,5
Hushållens konsumtionsutgifter	3,9	3,4	3,2	3,2
Export	6,3	6,6	3,2	3,7
HIKP inflation	2,5	2,2	2,3	2,4
Löner	9,9	8,2	6,5	5,8
Offentligt saldo *	0,6	0,1	0,0	0,1
Offentlig bruttoskuld*	34,1	36,3	35,4	34,6
Bytesbalans*	0,3	1,4	0,4	0,6

* Procent av BNP. Källa: Statistics Lithuania, SEB

Ekonomi växte med i genomsnitt 3,9 procent de första tre

kvartalen 2019. Jämfört med samma period föregående år föll tillväxten till 3,6 procent tredje kvartalet med stöd av bl a en 20 procentig uppgång i spannmålsskörden. Trenden är dock tydlig. Tillväxten bromsar in men det sker gradvis. T o m tillverkningsindustrin har visat motståndskraft och produktionen ökade med 4 procent tredje kvartalet i år. Även om industriföretag fortfarande har god konkurrenskraft på exportmarknader så har en del företag inte klarat sig oskadda av nedgången i den tyska bilindustrin. Vi har en försiktig prognos för exportutvecklingen 2020 och tror att efterfrågan kommer att bromsa in. Lägre tillväxtbidrag från nettoexporten är den främsta anledningen till att vi tror att BNP-tillväxten bromsar in till 2,4 procent per år 2020.

Transportsektorn fortsätter att växa. Transportsektorn som ger det största bidraget till export av tjänster har fortsatt uppvisa tvåsiffriga tillväxttal. Litauiska transportföretag har snabbt ökat sina marknadsandelar på västeuropeiska marknader som Tyskland och Frankrike. Osäkerhet kring EU:s regler för transportföretag, svårare finansieringsläge och brist på arbetskraft gör det dock svårt för sektorn att växa ytterligare.

Offentliga investeringar ökade snabbt 2019 men privata företag är mer försiktiga. Merparten av de offentliga investeringarna finansieras av EU:s strukturfonder. Vi väntar oss att flödena från EU-fonderna kommer att fortsätta i samma takt som i tidigare även för 2021 vilket ger en positiv investeringseffekt. Efter 2021 är det svårt att tro något annat än att inflödet kommer att minska med fallande offentliga investeringar som följd.

Långsammare hushållskonsumtion. Hushållens konsumtion väntas bromsa in och öka med 3,2 procent 2020 när reallönerna växer i en långsammare takt. Även om regeringen planerar att sänka skatterna på arbete ytterligare och öka barnbidragen kommer den finanspolitiska expansionen att bli mindre än 2019. Även en utplanande arbetslöshet och sämre tillväxtutsikter väntas minska lönetrycket. Vi väntar oss att löneökningstakten landar på 6,5 procent 2020 och 5,8 procent 2021 och att lönerna i offentlig sektor stiger snabbare än i privat sektor. Arbetskraftskostnaderna fortsätter att växa snabbare än produktiviteten och löneandelen i ekonomin närmar sig EU-genomsnittet. Överlag minskar möjligheterna att lönerna framöver ska kunna växa snabbare än produktiviteten.

Inflationen ligger kvar något över 2 procent de kommande två åren. För det första fortsätter arbetskostnaderna att öka snabbt vilket pressar upp tjänsteinflationen. För det andra väntas diesel- och bensinpriserna att öka nästa år om nuvarande förslag från regeringen tar sig igenom parlamentet. För det tredje kommer hushållens elpris att öka med upp till 15 procent 2020 och uppvägs inte av att gaspriset kommer att sänkas. En motverkande effekt fås av fallande grönsakspriser 2020 jämfört med 2019.

Finanspolitiken är procyklisk 2019. De kommande två åren väntas det strukturella saldot att falla något. Om nedgången blir allvarligt finns ett finanspolitiskt utrymme, men det är för tidigt att överge den finanspolitiska disciplinen. Vi väntar oss att den offentliga skulden faller till 35,4 respektive 34,6 procent av BNP 2020 och 2021. Parlamentsvalet 2020 påverkar redan nu utformningen av budgeten för 2020. Det finns en stor mängd förslag för hur man ska öka offentliga inkomster och utgifter, både rationella och irrationella.

Lettland

Justering för lägre tillväxt

På grund av den globala avmattningen dämpas den ekonomiska tillväxttakten från 2,4 procent i år till 2,0 procent 2020. Den inhemska efterfrågan förblir den främsta drivkraften för ekonomin medan investeringarna tyngs av global osäkerhet. De ger därmed också det största negativa tillväxtbidraget. Arbetslösheten ökar något, lönetillväxten svalnar från 7,3 procent i år till 4,5 procent 2021 och inflationen mattas därmed.

Våra prognosrevideringar tidigare i år var välmotiverade p g a den förväntade avmattningen i global tillväxt. Tillväxttakten i den lettiska ekonomin har mattats under första halvåret. I närtid avgörs tillväxtnivån av i vilken utsträckning privat konsumtion kan motverka svagare utrikeshandeln som i bästa fall väntas ge ett neutralt bidrag till BNP-tillväxten. Men trots en fördelaktig situation har privat konsumtion dämpats under första halvåret. Hushållens konsumtionsutgifter förblir måttlig trots stark reallönetillväxt och stram arbetsmarknad. Vi bedömer att konsumtionen stiger med 2,8 procent i år, 2,5 procent nästa år för att därefter stiga med 3,2 procent 2021. Investeringsaktiviteten bromsar in, vilket delvis förklaras av ökad osäkerhet och att inflödet av EU-finansiering redan toppat. Under de kommande två åren väntas investeringarna öka med i genomsnitt 3-4 procent. En svagare global utveckling dämpar exporten som under andra kvartalet minskade med 2,5 procent. Trots svagare utveckling undviker Lettland recession med ganska stor marginal. Vi räknar med att BNP växer med 2,4 procent 2019 och 2,0 procent 2020 för att sedan återgå till 2,5 procent 2021.

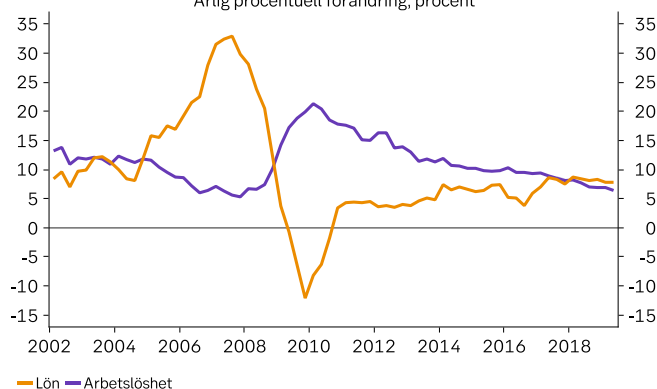
Svag utrikeshandel när omvärlden vacklar. Utrikeshandelns dynamik återspeglar de internationella handelskonflikterna. Fram tills att spänningarna minskar kommer utrikeshandeln att förbli dämpad; 70 procent av lettisk export går till EU-länder och påverkas alltså mest indirekt av handelskonflikterna utanför EU. De första åtta månader i år steg exporten av varor med enbart 0,4 procent medan importen steg med 1 procent. Den största exportgrenen – träindustrin – möter svårigheter både när det gäller fallande priser och lägre efterfrågan. Exporten av träprodukter, maskiner och mekaniska apparater, fordon samt olja och oljeprodukter uppvisar störst nedgång. Stora utmaningar till trots steg industriproduktionen med 2,7 procent de första åtta månaderna. Tillväxten förblir troligen något dämpad med stora variationer, men växer ändå med 2,5 procent i år och 2,5-3,0 procent under de kommande åren.

Något lägre inflationstakt. I september blev inflationstakten 2,6 procent. Inflationen påverkades främst av prisökningar på varor och tjänster för bostäder, mat, alkoholhaltiga drycker, rekreation och kultur, cateringtjänster och sjukvård. På grund av ett lägre kostnadstryck och lägre energipriser mattas inflationstakten av. Nedgången dämpas dock av högre livsmedelspriser delvis förklarad av höjningar av punktskatter. Lägre lönetillväxt och sjunkande inflationsförväntningar lindrar dock trycket på tjänstepriserna. Inflationen väntas i genomsnitt bli 2,5 procent de närmaste åren.

Rekordhög vakansgrad. Trots svagare tillväxtutsikterna förblir arbetsmarknaden stram. Under andra kvartalet fanns drygt 30 000 lediga jobb, vilket var 23,8 procent mer än året innan. Den höga vakansgraden visar på anpassningsproblem mellan utbud och efterfrågan. Det gäller särskilt skillnader i färdigheter och en hög efterfrågan på arbetare med lägre löneanspråk. Vakansgraden förblir hög. Arbetslösheten väntas snart hamna på runt 6 procent och öka till 6,2 procent 2021. Första halvåret var dock lönetillväxten fortsatt hög (runt 8 procent) p g a inbyggd tröghet i lönesättningen. Utvecklingen på arbetsmarknaden dämpar lönetillväxten, som minskar från 7,3 procent i år till 4,5 procent 2021. En stram arbetsmarknad, demografi och starka löneförväntningar i offentlig sektor lär upprätthålla lönetrycket.

Åldrande befolkning – en av de främsta utmaningarna. Lettland måste ta tag i de långsiktiga utmaningarna med låga födelsetal (ett fall har noterats de senaste fyra åren). Sedan början av 2019 minskar även antalet ungdomar i åldern 18–24 år snabbare än totala antalet invånare; deras andel är ca två gånger mindre idag än 2009 och är därmed också den näst lägsta i EU.

Lägre lönetillväxt trots lägre arbetslöshet
Årlig procentuell förändring, procent



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	4,6	2,4	2,0	2,5
Hushållens konsumtionsutgifter	4,4	2,8	2,5	3,1
Export	3,9	-0,3	2,6	3,5
Konsumentprisindex (KPI)	2,5	2,8	2,2	2,5
Arbetslöshet*	7,4	6,5	6,2	6,3
Löner	8,4	7,3	6,0	4,5
Offentligt saldo**	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9
Offentlig bruttoskuld**	36,4	35,5	34,9	34,2

* Procent ** Procent av BNP. Källa: Statistics Latvia, SEB

Estland

Lägre tillväxt att vänta

Avmattningen i global handel har börjat bita på den exportorienterade estniska ekonomin. På grund av ett starkt första halvår landar BNP-tillväxten på 3,2 procent 2019 men faller därefter till 2,0 procent 2020. Tillväxten tilltar 2021 då den andra "pensionspelaren" tas bort och hushållen istället kan lägga besparingar på konsumtion.

Den estniska ekonomin har växt snabbare än väntat. De senaste revideringarna av nationalräkenskaperna avslöjar att den ekonomiska tillväxten under första kvartalet 2019 steg med 5,0 procent på årsbasis men minskade under andra kvartalet till fortfarande höga 3,6 procent. Det största bidraget till tillväxten var IKT-sektorn som har varit den viktigaste drivkraften för ekonomisk tillväxt i ett decennium. På grund av de senaste revideringarna förutspår vi att BNP kommer att stiga med 3,2 procent för helåret 2019.

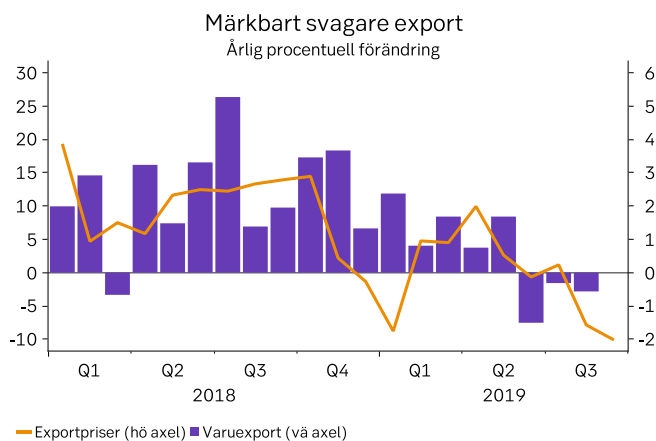
Exporten den främsta dämpande faktorn i ekonomin. Estland har under lång tid lyckats undvika nedgången i global handel men sedan juni har exporten minskat. Positivt är dock att exportnedgången inte varit särskilt bred utan härrör främst från svag handel med energivaror som t ex oljeprodukter och el. Även i andra sektorer ligger handelsvolymerna ungefär i nivå med samma period förra året. Utöver dystrare utsikter för global handel har även en nedgång på de nordiska fastighetsmarknaderna haft en negativ inverkan. Ett försvagat konkurrensläge återspeglas i fallande exportpriser. Exporten kommer att börja ge negativt bidrag till BNP-tillväxten under andra halvåret, vilket troligen fortsätter även under första halvåret 2020.

Investeringsuppgången har varit en stor överraskning i år. Under första halvåret steg investeringarna med 21 procent. Den stora ökningen av investeringar i nya byggnader/bostäder var väntad. Där emot överraskade de starka investeringarna i nya maskiner. Investeringar i icke-bostadsrelaterat byggande avtar redan, men antalet bygglov för nya bostäder återspeglar ändå optimism. I en liten ekonomi är det knepigt att förutspå investeringsutvecklingen men förändringar i demografi och utvecklingen i sentimentindikatorer gör att det är svårt att se en liknande utveckling framgent.

Fortsatt stark privat konsumtion. Konsumenternas förtroende är fortfarande historiskt mycket högt tack vare hög sysselsättningstillväxt och snabba löneökningar. Vi bedömer att den privata konsumtionen ökar med 3,5 procent i år, men minskar något till 2,8 procent 2020. Den inhemska efterfrågan gynnas dessutom av lägre inflation. KPI-inflationen minskar till 2,3 procent i år från 3,4 procent både 2017 och 2018. Utöver de lägre energipriserna har regeringens beslut att sänka punktskatten på alkohol haft en betydande effekt. Vi väntar oss att inflationstakten ligger kvar på ca 2 procent 2020.

Full sysselsättning på arbetsmarknaden sedan 2017. Företagen fortsätter att försöka hålla fast vid sina anställda så länge som möjligt. Problemen inom energisektorn och inom några få specifika tillverkningsgrenar som t ex kläddindustrin har emellertid visat på stigande antal arbetslösa de senaste månaderna. Om industrin drabbas av en kraftig motvind även under 2020, blir företagen mer benägna att minska antalet anställda. Vi bedömer dock en snabb ökning av arbetslösheten som mindre trolig då många företag fortfarande verkar benägna att vilja anställa.

Pensionsreform kommer att ha en stor effekt på ekonomin. Regeringen är fast besluten att reformera den andra pensionspelaren vilket möjliggör för sparare att ta ut sina medel från 2021. Det totala nettovärdet uppskattas till 5 miljarder euro, cirka 16 procent av nominell BNP. Det är svårt att förutsäga hur mycket som tas ut men en svagare ekonomisk utveckling kan öka uttaget. Det bidrar till ett tillfälligt nivålyft i den inhemska efterfrågan men äventyrar samtidigt pensionssystemets hållbarhet på sikt. Därtill kan negativa effekter uppenbaras på den nationella kapitalmarknaden eftersom likviditeten kan bli en prioritet för pensionsfonder.



Källa: Statistics Estonia, Macrobond, SEB

Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	4,8	3,2	2,0	2,6
Hushållens konsumtionsutgifter	4,3	3,5	2,8	4,8
Export	4,3	1,9	1,0	2,4
Konsumentprisindex (KPI)	3,4	2,3	2,0	2,2
Arbetslöshet*	5,4	5,3	5,8	6,4
Löner	7,3	7,6	6,0	5,4
Offentligt saldo**	-0,5	-0,2	-0,1	0,0
Offentligt bruttoskuld**	7,9	7,8	7,5	7,5

* Procent ** Procent av BNP. Källa: Statistics Estonia, SEB

Nyckeldata

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP OECD	2,3	1,6	1,4	1,6
BNP världen (PPP)	3,6	2,9	3,0	3,3
KPI OECD	2,6	1,9	1,9	1,9
Oljepris, Brent (USD/fat)	72	65	70	70

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr USD	2018	2019	2020	2021
BNP	20 580	2,9	2,2	1,7	1,9
Privat konsumtion	13 999	3,0	2,6	2,4	2,4
Offentlig konsumtion	2 904	1,7	1,8	1,7	1,2
Bruttoinvesteringar	4 261	4,4	1,8	0,8	2,1
Lagerbidrag i % av BNP		0,1	0,2	-0,1	0,0
Export	2 510	3,0	-0,3	1,1	2,8
Import	3 149	4,4	1,5	2,4	3,7
Arbetslöshet (%)		3,9	3,7	3,5	3,6
KPI		2,4	1,8	2,0	2,1
Kärn-KPI		2,1	2,2	2,1	2,1
Hushållens sparkvot (%)		7,7	8,2	8,1	8,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-5,7	-5,7	-5,6	-5,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		104,3	106,0	108,0	110,0

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	11 561	1,9	1,0	1,1	1,3
Privat konsumtion	6 207	1,4	1,2	1,3	1,3
Offentlig konsumtion	2 364	1,1	1,0	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 406	2,3	2,0	2,0	2,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	0,0	0,0	0,0	0,0
Export	5 547	3,3	2,2	2,8	3,1
Import	5 047	2,7	3,0	3,5	3,5
Arbetslöshet (%)		8,2	7,6	7,2	7,1
KPI		1,8	1,2	1,3	1,5
Kärn-KPI		1,0	1,0	1,2	1,4
Hushållens sparkvot (%)		6,2	6,0	6,0	0,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,5	-0,9	-0,8	-0,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		85,9	84,8	83,0	83,0

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP				
Storbritannien	1,4	1,3	1,4	1,5
Japan	0,8	1,2	0,7	0,5
Tyskland	1,5	0,5	0,6	1,1
Frankrike	1,7	1,2	1,2	1,4
Italien	0,8	0,2	0,6	0,8
Kina	6,6	6,1	5,7	5,9
Indien	7,4	5,5	6,0	6,5
Brasilien	1,1	0,8	2,0	2,8
Ryssland	2,3	1,0	1,7	1,9
Polen	5,1	4,2	3,1	3,0

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

Arbetslöshet (%)				
Storbritannien	4,1	3,9	4,1	4,3
Japan	2,4	2,3	2,3	2,2
Tyskland	3,4	3,4	3,6	3,8
Frankrike	8,9	8,6	8,4	8,2
Italien	10,6	9,9	9,7	9,5

Finansiella prognoser

Officiella räntor		6 nov	Dec-19	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
USA	Fed funds	1,75	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Repo rate	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75

Obligationsräntor							
USA	10 years	1,81	1,50	1,40	1,50	1,70	2,00
Japan	10 years	-0,09	-0,10	-0,10	-0,05	-0,05	0,00
Tyskland	10 years	-0,31	-0,50	-0,50	-0,40	-0,20	0,00
Storbritannien	10 years	0,63	0,50	0,60	0,80	1,00	1,20

Växelkurser							
USD/JPY		109	106	109	112	113	114
EUR/USD		1,11	1,12	1,15	1,17	1,19	1,20
EUR/JPY		121	119	125	131	134	137
EUR/GBP		0,86	0,87	0,84	0,86	0,88	0,88
GBP/USD		1,29	1,29	1,37	1,36	1,35	1,36

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr SEK	2018	2019	2020	2021
BNP	4 790	2,4	1,2	1,2	1,7
BNP, dagkorrigerat		2,5	1,2	1,0	1,6
Privat konsumtion	2 157	1,2	0,7	1,3	1,7
Offentlig konsumtion	1 259	0,9	0,2	0,1	0,2
Bruttoinvesteringar	1 254	4,0	-2,0	-1,0	2,2
Lagerbidrag i % av BNP	47	0,3	0,0	0,0	0,0
Export	2 211	3,9	4,9	1,4	2,6
Import	2 094	3,8	2,3	-0,4	2,0
Arbetslöshet (%)		6,3	6,7	7,2	7,4
Sysselsättning		1,8	0,7	0,3	0,4
Industriproduktion		3,4	0,8	-1,5	2,0
KPI		2,0	1,8	1,6	1,6
KPIF		2,1	1,7	1,5	1,6
Timlöneökningar		2,5	2,6	2,6	3,0
Hushållens sparkvot (%)		15,4	16,0	16,2	15,9
Real disponibel inkomst		2,7	2,3	2,1	1,5
Bytesbalans, % av BNP		1,8	3,3	3,8	4,4
Statligt lånebehov, mdr SEK		-80	-120	4	13
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,8	0,3	0,2	0,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		38,8	34,8	34,3	33,6

Finansiella prognoser	6 nov	Dec-19	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
Reporänta	-0,25	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	0,03	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
10-års ränta	0,00	-0,05	0,00	0,15	0,35	0,55
10-års räntedifferens mot Tyskland	31	45	50	55	55	55
USD/SEK	9,61	9,38	9,04	8,72	8,52	8,33
EUR/SEK	10,64	10,50	10,40	10,20	10,10	10,00
KIX	123,4	121,4	120,3	117,1	115,7	114,1

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	243	1,7	1,2	1,6	1,6
Privat konsumtion	124	1,8	1,3	1,5	1,7
Offentlig konsumtion	53	1,5	1,5	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	55	3,3	1,5	2,0	2,5
Lagerbidrag i % av BNP	0	0,8	-0,7	0,0	0,0
Exports	90	2,2	2,5	2,5	2,5
Imports	92	5,0	1,2	2,3	2,7
Arbetslöshet (%)		7,4	6,7	6,5	6,3
KPI, harmoniserat		1,2	1,1	1,3	1,4
Timlöneökningar		0,8	1,3	1,8	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,4	-1,2	-1,0	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	-0,8	-0,7	-0,7
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		59,0	58,5	58,0	57,5

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr NOK	2018	2019	2020	2021
BNP	3 338	1,3	2,3	3,2	2,1
BNP (Fastlandet)	2 853	2,2	2,5	2,1	1,9
Privat konsumtion	1 500	1,9	1,9	2,4	2,3
Offentlig konsumtion	802	1,4	2,0	1,6	1,5
Bruttoinvesteringar	832	2,8	5,8	1,9	0,9
Lagerbidrag i % av BNP		0,1	-0,1	0,0	0,0
Export	1 194	-0,2	2,6	5,7	2,9
Import	1 102	1,9	4,0	2,1	1,7
Arbetslöshet (%)		3,8	3,6	3,6	3,7
KPI		2,8	2,2	2,3	2,1
KPI-ATE		1,5	2,3	2,3	2,0
Årslöneökningar		2,8	3,3	3,5	3,5

Finansiella prognoser	6 nov	Dec-19	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
Folioränta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
10-års ränta	1,50	1,40	1,40	1,45	1,55	1,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	181	190	190	185	175	175
USD/NOK	9,15	9,20	8,61	8,55	8,10	8,08
EUR/NOK	10,14	10,30	9,90	10,00	9,60	9,70

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr DKK	2018	2019	2020	2021
BNP	2 246	2,4	2,1	1,6	1,5
Privat konsumtion	1 032	2,6	1,1	1,7	1,6
Offentlig konsumtion	547	0,4	0,3	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	495	5,4	-0,9	3,5	3,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,3	-0,1	0,0	0,0
Export	1 250	2,4	4,1	2,7	2,6
Import	1 114	3,6	0,7	4,0	3,9
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,4	4,5	4,2	4,2
KPI, harmoniserat		0,8	0,7	1,1	1,4
Timplöneökningar		2,2	2,0	2,6	2,8
Bytesbalans, % av BNP		5,7	7,5	7,0	7,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,6	1,0	0,5	0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		34,3	33,0	32,0	31,0

Finansiella prognoser	6 nov	Dec-19	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
Inlåningsränta	-0,75	-0,75	-0,85	-0,85	-0,85	-0,85
10-års ränta	-0,29	-0,45	-0,45	-0,35	-0,15	0,05
10-års räntedifferens mot Tyskland	2	5	5	5	5	5
USD/DKK	6,75	6,66	6,49	6,38	6,30	6,22
EUR/DKK	7,47	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	45	3,6	3,6	2,4	2,5
Privat konsumtion	28	3,9	3,4	3,2	3,2
Offentlig konsumtion	7	0,5	1,0	0,8	0,6
Bruttoinvesteringar	9	8,4	7,7	4,8	3,9
Export	34	6,3	6,6	3,2	3,7
Import	33	6,0	6,0	4,3	4,4
Arbetslöshet (%)		6,2	6,2	6,1	6,2
KPI		2,5	2,2	2,3	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,6	0,1	0,0	0,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		34,1	36,3	35,4	34,5

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	30	4,6	2,4	2,0	2,5
Privat konsumtion	17	4,4	2,8	2,5	3,1
Offentlig konsumtion	5	4,0	2,0	1,7	2,3
Bruttoinvesteringar	7	15,8	4,4	2,1	3,5
Export	17	3,9	-0,3	2,6	3,5
Import	18	6,4	3,4	3,5	4,0
Arbetslöshet (%)		7,4	6,5	6,2	6,3
KPI		2,5	2,8	2,2	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,7	-0,9	-0,9	-0,9
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		36,4	35,5	34,9	34,2

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	26	4,8	3,2	2,0	2,6
Privat konsumtion	13	4,3	3,5	2,8	4,8
Offentlig konsumtion	5	0,9	2,7	1,6	2,5
Bruttoinvesteringar	6	3,3	13,2	0,2	1,2
Export	19	4,3	1,9	1,0	2,4
Import	18	5,7	3,6	2,7	3,8
Arbetslöshet (%)		5,4	5,3	5,8	6,4
KPI		3,4	2,3	2,0	2,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,5	-0,2	-0,1	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		7,9	7,8	7,5	7,5

Research kontakter

Robert Bergqvist
Chefekonom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Euroområdet,
Finland
+46 8 506 23118

Erica Dalstø
SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Eugenia Fabon Victorino
SEB Singapore
Kina
+65 6505 0583

Richard Falkenhäll
Storbritannien,
Valutamarknaden
+46 8 506 23133

Lina Fransson
Obligationsmarknaden
+46 8 506 232 02

Dainis Gasputis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth
Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund
Tillväxtekonomet
+46 8 506 231 77

Olle Holmgren
Sverige
+46 8 763 80 79

Elisabet Kopelman
USA
+ 46 8 506 23091

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn,
Danmark
+45 33 28 10 08

Marcus Widén
Euroområdet,
Sverige
+46 8 506 380 06

Denna rapport publicerades den 12 november 2019.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 6 november 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 2019 uppgick koncernens balansomslutning till 3 046 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 943 miljarder kronor.

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

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

Läs mer om SEB på sebgroup.com/sv.

