

Nordic Outlook

Februari 2021

Innehåll

4	Inledning
5	Global ekonomi
6	Internationell översikt
14	Räntemarknaden
15	Tema: Inflationen
18	Tema: Valutamarknaden
21	Aktiemarknaden
23	USA
26	Tema: Handel & politik
29	Japan
30	Euroområdet
33	Storbritannien
34	Kina
35	Indien
36	Ryssland
37	Tema: Riksbanken
40	Norden
41	Sverige
45	Norge
47	Danmark
48	Finland
49	Baltikum
50	Litauen
51	Lettland
52	Estland
53	Nyckeldata
58	Research kontakter



Bakslag & framsteg Ändå på rätt väg...

Enorma insatser gjordes under 2020 för att både rädda liv och begränsa negativa BNP-effekter och jobbföruster. Regeringar och centralbanker agerade med en stödpolitik på nästan 21 000 miljarder dollar, motsvarande 24 procent av global BNP 2019. Våra prognoser färgas nu starkt av pandemins och politikens efterdynningar och de bestående ärr som de lämnar efter sig på hälsa, ekonomisk tillväxt och det politiska landskapet.

Dessvärre avslutades pandemiåret 2020 i moll med förnyad virusspridning och en våg av nedstängningar. Därmed inleds nu även 2021 i ekonomisk uppförsbacke. Även stormningen av USA-kongressen i början av januari kastar långa politiska skuggor och viss osäkerhet över rapportens prognosperiod 2021-2022.

Men det också ganska många ljusglimtar. Globalt samarbete har möjliggjort att vaccinering påbörjats. Därmed har efterlängtade steg tagits mot att uthålligt bemästra covid-19. Samtidigt har företag och hushåll uppvisat en stark underliggande önskan att försöka normalisera produktions- och konsumtionsbeteenden. Denna underliggande potentiella kraft i kombination med återstarten för den hårt drabbade och arbetskraftsintensiva tjänstesektorn – och fortsatt stödpolitik från t ex USA och EU – ger goda förutsättningar för en god återhämtning under loppet av främst 2021 men också 2022.

Globala tillverkningsindustrins relativa styrka i förhållande den pressade tjänstesektorn reflekterar covid-19-krisens ovanliga karaktärsdrag. Den har flyttat konsumtion till varor och bort från tjänster som kräver interaktion ansikte-mot-ansikte. Global handels återhämtning har också hjälpts av upprätthållandet av globala värdekedjor. Med en mer förutsägbar amerikansk handelspolitik och ett brexitavtal minskar osäkerheten och global handel kan bidra till den globala återhämtningen.

Nya *Nordic Outlook Februari 2021* analyserar covid-19-krisens fortsatta konsekvenser för världen. Vägen framåt kommer att präglas av bakslag och framsteg men utan att förändra färdriktning. Vi illustrerar denna väg med fyra fördjupande teman:

- Inflationen
- Valutamarknaden
- Handel & politik
- Riksbanken

Vi hoppas att *Nordic Outlook* ger nya insikter om en värld vars utsikter är utmanande. Ta hand om er och låt oss hjälpas åt att få världen på fötter igen!

Robert Bergqvist

Chefsekonom

Håkan Frisén

Prognoschef

Global ekonomi

Återhämtningen tar fart under andra halvåret 2021

USA

En svag inledning 2021 följs av en ny rivstart när Bidens stimulanspaket rullas ut. Fed behåller nollräntan och fortsätter med obligationsköpen i oförändrad takt i år samtidigt som dollarn fortsätter att försvagas.

Sida 23

Euroområdet

Den senaste virusvågen leder till en ny recession under vinterhalvåret. Industristyrka bidrar dock till att nedgången blir klart mildare än i våras. Krispolitik och EU:s nya stimulansprogram ger stöd och mildrar skadorna på ekonomin.

Sida 30

Kina

Som först in och först ut ur coronakrisen leder Kina återhämtningsligan. Tjänstesektorn har kommit ikapp industrin och exporten kommer att gynnas när vaccinationer får igång omvärlden. Trots flera utmaningar fortsätter yuan-apprecieringen.

Sida 34

Storbritannien

Omfattande smittspridning och negativa effekter av skilsmässan från EU ger ett större BNP-tapp än i omvärlden. Brexit-processen skapar också ökad politisk polarisering inom Storbritannien när landsändar drar åt olika håll.

Sida 33



Återhämtningen fördröjs av nya nedstängningar i spåren av vinterns stora smittspridning. BNP-fallet i början på 2021 blir dock mildare än våren 2020. I mitten av 2021 tar tillväxten fart när vaccineringen breddas. Exceptionell stimulanspolitik skapar frågetecken kring inflation, offentlig skuldbörda och växande klyftor. Vårt huvudscenario är ändå att nya stimulanser ger stöd för en balanserad uppgång i en miljö med fortsatt låga räntor och en normalisering av företagens vinster.

Den ekonomiska och finansiella utvecklingen fortsätter att präglas av pandemins olika faser. Inkommande data från avslutningen på 2020 har i huvudsak överraskat positivt trots att den andra vågen av nedstängningar påbörjades redan i början på november. Därefter har smittspridningen eskalerat ytterligare och lett till utvidgade restriktioner. Att vaccinationen nu kommit igång i många länder bidrar ändå till att hålla uppe framtidstron såväl i sentimentsundersökningar som på finansiella marknader. Men även om vaccinet gör att man kan se ljuset i tunneln kommer de närmaste månadernas ekonomiska respons på nedstängningarna att bli viktig. Många branscher är hårt pressade och ytterligare ekonomisk-politiska stimulanser kommer att behövas för att dämpa antalet konkurser och uppsägningar i hårt ansatta branscher.

Exceptionell stimulanspolitik skymmer sikten. En huvuduppgift i *Nordic Outlook Februari 2021* är att analysera i vilket skick ekonomierna kommer att befinna sig i när restriktioner kan avvecklas mera varaktigt. Krisens policyrespons har varit så omfattande att det är ganska svårt att urskilja det underliggande läget i olika frågor. I vilket skick befinner sig egentligen arbetsmarknaden i olika länder och hur stor skuldbörda har vi lagt på framtiden när krutroken skingrats? Den kanske viktigaste frågan är i vilken mån stimulanspolitiken, och framför allt den exceptionella monetära expansionen, kommer att förändra de senaste decenniernas solida låginflationsmiljö. De långsiktiga beteendeförändringarna i krisens spår är också intressanta. Det har varit populärt att dra långtgående slutsatser om att "postcoronavärlden" kommer att se sig annorlunda. Vissa branscher kommer troligen att drabbas av en bestående nedgång men vi får säkert också kraftiga rekylar uppåt på många områden i spåren av en stark längtan till att komma tillbaka till ett normalt liv.

Goda förutsättningar för varaktig återhämtning. Vårt huvudscenario innebär att en uthållig och balanserad återhämtning påbörjas under senvåren när vaccineringen når bredare befolkningsgrupper samtidigt som smittspridningen också bromsas upp av varmare väder på norra halvklotet samt högre grad av immunitet. Sedan blir återhämtningen förloppsmässigt starkast under andra halvåret 2021 men i Europa blir ändå BNP-tillväxten mätt som årsgenomsnitt högre 2022. Det mesta tyder på att expansionen de närmaste åren kan ske utan generella flaskhalsproblem på ekonomins utbudssida. Visserligen finns det redan nu tecken på att företag har svårt att hitta rätt

arbetskraft i vissa branscher i t ex USA, men detta är ganska smala fenomen och troligen i hög grad drivet av restriktioner som i sig hämmar arbetskraftens rörlighet. Den offentliga skuldsättningen ökar rejält i många länder, framför allt i USA. Så länge centralbankerna är bredda att bistå ser vi dock inga större risker för att stora åtstramningar ska bli aktuella de närmaste åren. När Joe Biden nu till slut har installerats i Vita huset sänks också den politiska risknivån trots den djupgående polariseringen i det amerikanska samhället.

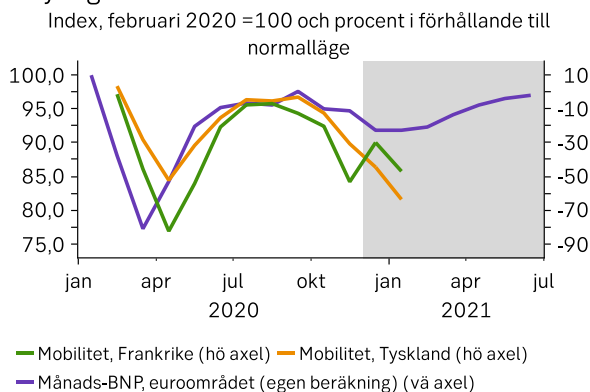
Huvudscenario med Goldielockkaraktär. Utrymmet för ekonomisk expansion och bestående lågt ränteläge skapar gynnsamma förutsättningar för finansiella marknader på medellång sikt. I denna miljö ser vi inte dagens historiskt sett höga börsvärdering som speciellt oroande. Vår prognos om en fortsatt måttlig börsuppgång bygger dock på att förväntningar om en vinstrekyl uppåt framöver realiserar och då bör också cykliska "valuebolag" gynnas, inte minst i Norden. Övervägande styrkebesked för den amerikanska ekonomin i kombination med än mer expansiv finanspolitik med en demokratisk majoritet också i senaten har bidragit till en viss ränteuppgång den senaste tiden. Vi tror att den amerikanska 10-årsräntan fortsätter att stiga gradvis, trots Feds mjuka signaler, och når 1,70 procent i slutet av 2022; 50 räntepunkter högre än i novemberprognosen. Med större "reflateringsinslag" i USA-bilden samtidigt som tyska långräntor ligger under nollstrecket ser vi utsikter för att dollarn ska återhämta sig under 2022. Under 2021 tror vi dock att dollarn, som defensiv valuta, missgynnas av ökad riskapitet och prognosen är att EUR/USD toppar på 1,28 i slutet av året. Svenska kronans apprecieringstrend väntas fortsätta i denna miljö – trots beslutet att köpa valutor för att bygga upp valutareserven – och får också stöd av att Riksbanken väntas avstå räntesänkningar.

Motståndskraft mot breda nedstängningar

Den senaste tiden har alltmer omfattande smittspridning lett till utvidgningar och förlängningar av restriktioner och nedstängningar. Enligt vissa typer av indikatorer är nedstängningarna i Europa lika omfattande som i våras. Det gäller t ex *Oxforduniversitets Government Stringency Index*. Samtidigt finns andra mått som *mobilitetsindex* som visar att samhällslivet inte är lika lamslaget som i våras. Det finns uppenbarligen en större beredskap bland företag och hushåll att hantera situationen och därtill en politisk ambition att i högre grad utforma restriktionerna så att

arbetsplatser trots allt kan hållas öppna. Eftersom officiella data släpar efter är det fortfarande osäkert hur stora skadeverkningarna blir. Att statistikmyndigheterna i många länder nu publicerar månadsvisa mått som ligger ganska nära BNP-begreppet ökar dock möjligheterna att följa utvecklingen framöver.

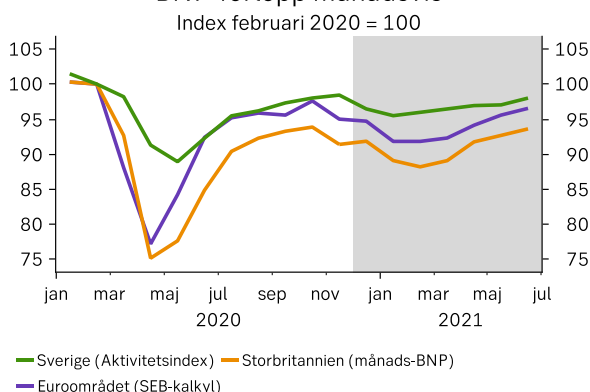
Tydligt samband mellan tillväxt och mobilitet



Källa: Google, Macrobond, SEB

Industrin håller emot betydligt bättre än i våras. Liksom i våras ser restriktionerna i Norden och Baltikum ut att bli mildare än i Västeuropa generellt. De stora västeuropeiska länderna har återigen genomfört hårdare restriktioner och Storbritannien drabbas därtill av osäkerheten kring efterdyningarna av Brexit och framtida handelsrelationer med bl a EU. När vi fördelar ut BNP-prognosen på enskilda månader noteras Storbritannien ungefär 12 procent under förkrisnivån i februari som utgör bottenmånaden. I april och maj var BNP-tappet hela 25 procent. För euroområdet förutser vi en botten 8 procent under förkrisnivån i februari; också där klart mildare än vårens bottennotering. I de nordiska länderna genomfördes nedstängningarna lite senare än i de större ekonomierna. I vår månadsprognos för Sverige noteras dock botten i januari knappt 5 procent lägre än förkrisnivån, vilket kan jämföras med 11 procent i maj. Att aktivitetsnivån inte sjunker lika djupt som i våras beror främst på att industrin klarar sig betydligt bättre.

BNP-förlopp månadsvis



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

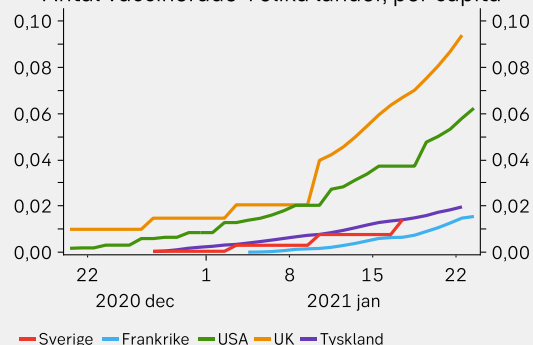
Tydligare normalisering dröjer till försommaren. Att smittspridningen förvärrats den senaste tiden gör vaccinfrågan än mer avgörande. Huvudbudskapet som ansvariga myndigheter förmedlar är att bredare grupper ska kunna vaccineras före sommaren. Vårt grundantagande är att regeringar kommer att vara försiktiga med att öppna upp

ekonomierna innan vaccinationen nått tillräckligt brett bland befolkningen. Det är ändå rimligt att anta att varmare väder på norra halvklotet och en högre grad av immunitet också bidrar till långsammare smittspridning under våren. I kombination med att utsatta grupper då också vaccinerats finns utrymme för vissa lättnader i slutet av första kvartalet eller till påsk. Det bidrar till en viss återhämtning under andra kvartalet men att det är framåt sommaren som en tydligare normalisering väntas ske. Vår prognos utgår således från en betydande uppgång i sommarturismen jämfört med 2020, vilket är särskilt viktigt för länderna i Sydeuropa.

Olika utgångstakt i vaccinering

Vaccinationskampanjerna har än så länge bara börjat. Data är fortfarande osäkra men bland större länder har Storbritannien och USA kommit längst. Även Danmark ligger väl framme men det är Israel som sticker ut rejält där mer än 35 procent av befolkningen vaccinerats vid vår cut-off. Det är för tidigt att avgöra i vilken grad tempot kommer att styra tidpunkten för ekonomiernas återöppnande. Än så länge har inget land nått en vaccinationsnivå som är tillräcklig för att ge befolkningen ett avgörande skydd.

Antal vaccinerade i olika länder, per capita



Källa: Our World in Data, Macrobond, SEB

Med tanke på den politiska laddning som nu omger vaccinationsfrågan lär ansvariga myndigheter hamna under press, vilken torde leda till ökad konvergens i tempot. Vår tolkning är att EU:s koordinerade vaccination gör att tillgången kommer att bli jämnt fördelad mellan olika länder. Det borde också stärka förutsättningarna för en likartad hastighet i vaccineringsprocessen, i alla fall från ett tillgänglighetsperspektiv. För närvarande är bara två vaccin godkända inom EU (BioNTech & Pfizer samt Moderna). Detta begränsar tillgången och för att EU inte ska tappa ytterligare mark krävs att flera vaccin, t ex Astra Zenecas, snart kan godkännas. De länder som gått snabbare fram, som Israel och Storbritannien, har säkrat större leveranser med tidiga vaccinavtal eller nödgodkännanden av vissa varianter. När nu vaccinationerna tagit fart i de utvecklade ekonomierna blir frågan kring en rättvis fördelning på global nivå allt hetare. Åtminstone i inledningsfasen tycks fattigare länder halka efter och inte få samma tilldelning.

Allt större skillnader mellan USA och Europa

Prognosförändringarna sedan *Nordic Outlook November 2020* har styrts av flera faktorer. Trots utvidgade restriktioner blev avslutningen av 2020 starkare än väntat och BNP-fallet för 2020 ser nu att stanna vid 3,7 procent jämfört med tidigare 4,4 procent. Bilden för 2021 är mer divergerande. Trots stor smittspridning är restriktionerna i USA betydligt mildare än i Västeuropa och därtill har vi nu lagt in än större finanspolitiska stimulanserna när bilden av demokratisk majoritet i hela kongressen klarnat. Det gör att BNP-prognosen för 2021 är uppgraderad med nästan en procentenhet. I Västeuropa är det ofrånkomligt att nedstängningarna i början på året leder till markanta nedjusteringar för helåret 2021.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

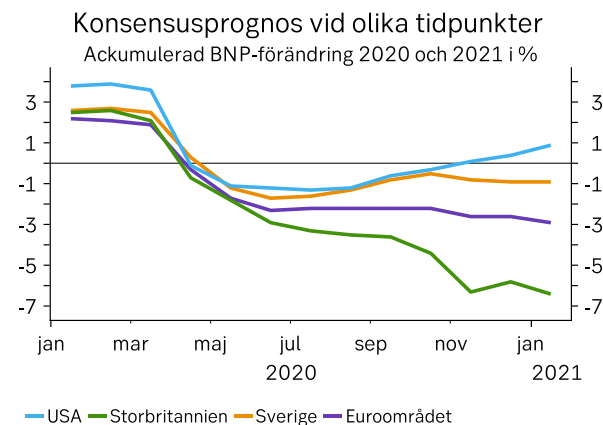
	2019	2020	2021	2022
USA	2,2	-3,5	4,5	3,6
Japan	1,0	-5,2	2,1	0,7
Tyskland	0,6	-5,2	2,0	4,0
Kina	6,1	2,3	8,0	5,6
Storbritannien	1,4	-10,3	3,5	8,2
Euroområdet	1,3	-6,6	3,1	4,9
Norden	1,5	-2,7	3,0	3,8
Baltikum	3,7	-2,7	2,7	4,2
OECD	1,6	-4,9	3,7	3,7
EM	3,8	-2,6	6,2	4,8
Världen, PPP	2,8	-3,7	5,0	4,3

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

Ökande divergens mellan olika ekonomier. Den senaste tidens utveckling förstärker en trend som påbörjades i somras. Grafen intill visar hur konsensusprognosen för summan av BNP-tillväxten för 2020 och 2021 (d v s nivån för 2021) har förändrats över tid och hur konsensusprognosen förändrats över tid. Till en början trodde de flesta prognosmakare att pandemikrisen skulle slå ganska lika mot olika ekonomier, men därefter har prognoserna för USA trendmässigt justerats medan nedrevideringarna fortsatt för euroområdet och framför allt Storbritannien. Vår nya prognos i denna *Nordic Outlook* tyder därtill på att konsensusprognosen för Västeuropa fortfarande är för optimistisk. Prognoserna för Sverige följde länge det amerikanska mönstret men den senaste tiden ser vi en divergens också här. Även om orsakerna skiljer sig åt finns likheter med utvecklingen under finanskrisen. Till en början fanns förhoppningar om att Västeuropa skulle klara sig bättre eftersom underliggande obalanser inte var lika allvarliga men till slut visade sig att USA kom snabbare och lindrigare undan bl a med hjälp av en mer resolut policyrespons.

Snabb tillväxt i Europa 2022. Den allt större skillnaden mellan USA och Västeuropa får konsekvenser både för finansiella marknader och prognoserna framåt. Skillnaden mellan den senaste noteringen och förväntningarna i början på 2020 innan pandemin slog till kan ses som ett grovt mått på hur stort BNP-gapet är 2021 i helårstermer. För USA är nivån 3 procentenheter lägre än i början på 2020 medan motsvarande fall för Storbritannien är nästan 10

procentenheter. Även om utträdet ur EU väntas ge permanenta skadeverkningar finns ändå en stor återhämtningspotential i hela Västeuropa, vilket återspeglas i uppjusteringar av hellårsprognoserna för 2022. Även för Norden kommer uppgången senare vilket är speciellt tydligt i Sverige där BNP väntas öka med hela 4,8 procent 2022 efter en modest uppgång på 2,8 procent 2021.



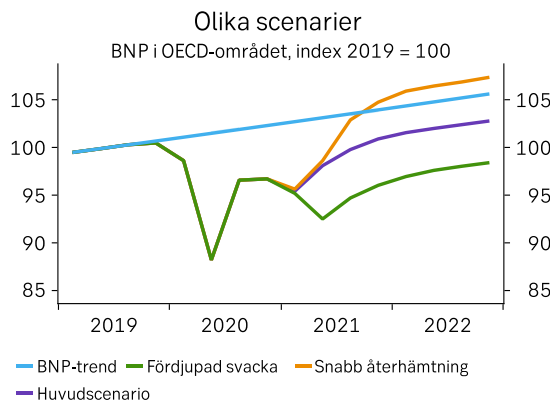
Ett frihandelsavtal i sista minuten

Storbritanniens och EU:s delegationer lyckades till slut komma överens om ett avtal efter en lång höst där deadlines gång på gång sköts på framtiden. Givet förutsättningarna får frihandelsavtalet betraktas som det mest fördelaktiga och det innehöll till slut få överraskningar. En rad tillfälliga övergångsregler och gradvis implementering av exempelvis reglerna för transport och fiske mildrar de kortsiktiga ekonomiska effekterna. Men den nya verkligheten med begränsningar i varuhandel kommer ändå att innebära ökade kostnader och risk för störningar i produktionskedjor. Företag på båda sidor behöver vänja sig vid nya administrativa rutiner, något som initialt blivit mest tydligt för livsmedel med kort hållbarhet. Julaftonsavtalet utgör däremot inte slutet på en lång brexit-process. Att ändra de tigha relationerna kommer att kräva återkommande förhandlingar och samarbeten. Den omfattande tjänstehandeln regleras t ex i inte i avtalet och elmarknaderna i norra Europa är tätt sammankopplade och måste nu anpassas. Vi står fast vid bedömningen att BNP-tillväxten i Storbritannien på sikt blir 0,3 procentenheter lägre per år med det nya avtalet jämfört med EU-medlemskapet. För EU som helhet blir effekten mindre, men enskilda ekonomier som t ex Irland och Malta, kommer att påverkas i minst lika stor utsträckning som Storbritannien.

Andra vågen ger förändrad riskbild

Den ökande smittspridningen i kombination med att vaccination av bredare befolkningsgrupper kommer närmare förändrar riskbilden på olika sätt. På kort sikt ser vi större risker på nedsidan eftersom det är möjligt att vi underskattar de negativa effekterna av rådande omfattande restriktioner samt virusets möjligheter att mutera sig. Det är också möjligt att förhoppningarna om en normalisering av samhällslivet i vaccinerings spår är för högt

ställda. Om vi får en utdragen period av nedstängningar kan spridningseffekterna i form av konkurser och finansiell stress bli större än i våras eftersom många företag – och människor – då varit under hård press under en avsevärd tid. I en sådan situation blir det svårt att upprepa den starka rekyl uppåt som vi såg när ekonomierna öppnades upp i förra sommaren.



Ketchupeffekt kan ge stark konsumtion. På riktigt kort sikt ser vi begränsad uppsida gentemot huvudprognosen eftersom en forcerad avveckling av restriktionerna förefaller mycket osannolik. Men en bit in i 2021 finns större potential för en bättre utveckling än i huvudprognosen. Det är möjligt att vi underskattar kraften i den ekonomisk-politiska stimulansdosen när den får bättre förutsättningar att verka bl a genom att hushållen och företagen öppnar plånboken och använder besparingar från 2020. Till skillnad från finanskrisen finns nu heller inte några större behov av att reparera balansräkningen för hushållen generellt, vilket också talar för historiskt sett snabb återhämtning. Vårt positiva scenario innebär att vi en bit in i 2022 har en BNP-nivå som inte bara är högre än före krisen utan också ligger över den underliggande trenden. Vår bedömning är att sannolikheten för det positiva och negativt scenariot är ungefär lika stora runt 20 procent.

Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2020	2021	2022
Huvudscenario	-4,9	3,9	3,5
Negativt scenario	-4,9	-0,4	3,1
Positivt scenario	-4,9	5,7	6,1

Källa: SEB

Snabb återhämtning inte problemfri. Ur ett bredare samhällsperspektiv vore det förstås bra med en kraftfull återhämtning där den arbetskraft som kommit i kläm under pandemin snabbt kan mobiliseras. Det skulle också minska belastningen på de offentliga finanserna och därmed mildra framtida sårbarhet. Men samtidigt skulle ett sådant scenario också resa frågor om hur stabil låginflationsmiljön verkligen är och om centralbankerna snabbare behöver ta ställning till lämpliga exit-strategier. Det är inte orimligt att tänka sig att även en snabb återhämtningen på marginalen är negativt för börsutvecklingen åtminstone om man antar att inflationsreaktionen blir tydlig. Det kan utgöra en

påminnelse om att huvudscenariots balanserade återhämtning kommer att utmanas från olika håll framöver.

Krisåtgärder gör finanspolitiken svår att mäta

De stora BNP-fallen 2020 möttes av en mycket expansiv ekonomisk politik. När centralbankernas verktyg inte räckte till ryckte finanspolitiken ut och tog huvudansvaret. Att kompensera för den ekonomiska inbromsningen med bl a korttidsarbete och omsättningsstöd till företag samtidigt som kostnaderna för sjukvård och vaccinationer skjutit i höjden innebär stora påfrestningar på de offentliga finanserna. Underskotten 2020 såg länge ut att hamna på rekordhöga nivåer när man summerade alla de program som presenterades. Men när man nu får in faktiska data ser försvagningen inte lika dramatisk ut. För Sveriges del är det extra tydligt och budgetunderskottet för 2020 ser ut att stanna på 3,5 procent av BNP, vilket kan jämföras med tvåsiffriga underskott när finanskrisen kulminerade 1992. Det är möjligt att detta mönster också visar sig i andra länder när vi får en mer fullständig bild av läget.

Olika mått på finanspolitikens omfattning. De finanspolitiska satsningarna kan mätas på lite olika sätt. Under 2020 var det viktigt att snabbt få en bild av hur stora åtaganden olika länder verkligen gjorde. Beloppen var historiskt mycket höga men jämförelsen kan på olika sätt vara förrädisk. IMF har använt begreppen direkta och indirekta effekter där de förstnämnda (direkt) påverkar budgetsaldot. De indirekta stöden utgjordes t ex av lån och garantier. Vissa av dessa program påverkar vare sig finansjellt sparande eller statsskuld (en eventuell framtida förlust påverkar saldot när den inträffar). Andra som t ex uppskjutna skattebetalningar som mottagaren till slut ska betala, påverkar statsskuld men inte det finansiella sparandet. Att utnyttjandegraden i många program har blivit ganska låg kan tolkas både positivt och negativt. Vissa program kan ha varit för krångliga eller oförmånliga för fylla någon funktion. Men de vida ramarna i programmen skapade säkert också en förtroendeeffekt som mildrade den ekonomiska nedgången och därmed indirekt minskade behoven av att använda dom.

Finanspolitisk impuls

Förändring av strukturellt budgetunderskott, % av BNP. Positivt tal innebär stimulanseffekt och tvärtom.

	2020	2021	2022	2020-22
OECD	5,0	-0,5	-1,0	2,5
USA	6,0	0,0	-2,5	3,5
Japan	5,5	-3,0	-1,5	1,0
Euroområdet	3,0	0,5	-1,5	2,0
Tyskland	4,5	-1,0	-1,0	2,5
Storbritannien	7,0	-2,0	-2,0	3,0
Sverige	2,0	0,5	-1,0	1,5

Källa: OECD, SEB

Konjunkturjusterat sparande som officiellt impulsmått.

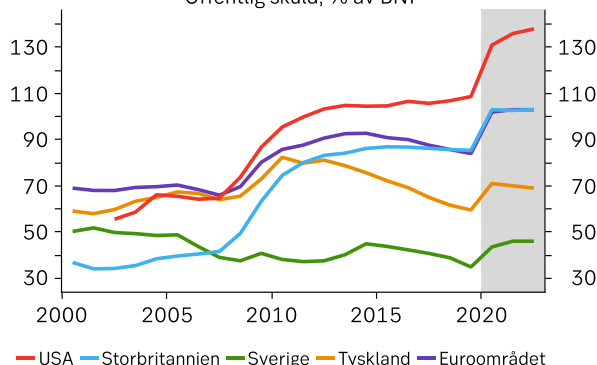
Internationella organisationer som IMF och OECD mäter den finanspolitiska stimulanseffekten som förändringen av det konjunkturjusterade finansiella sparandet ett givet år. Tanken är att den budgetförändring som inte beror på utvecklingen av ekonomisk aktivitet ska definieras som

politikbestämd. På så sätt kan man göra bedömningar av politikens inriktning utan att vara beroende av detaljerade och svår genomträngliga åtgärdslistor från olika länder. Det finns svagheter även med detta eftersom måttet är beroende av uppskattningar av potentiell BNP-tillväxt samt kunskap om hur känsliga de offentliga finanserna i olika länder verkligen är för förändringar i underliggande ekonomisk aktivitet. Detta gör att kalkylerna bör tolkas med försiktighet och ses som grova estimat. I tabellen ovan har vi utgått från OECD:s decemberkalkyler och gjort en del egna antaganden bl a av framtida finanspolitiska satsningar. En svårighet med kalkylen är att dagens krispolitik innehåller viktiga inslag som avlastar de ordinarie systemen. Ett svenskt typexempel är att permitteringsstödet minskar belastningen på A-kassan. Att nyinsatta åtgärder på detta sätt ersätter traditionella skattematiska stabilisatorer kan bidra till att mätmetoden underskattar den finanspolitiska impulsen. Vi har dock försökt justera måtten för att ta hänsyn till detta.

Mindre åtstramning 2021 och 2022. Stimulansdosen för 2020, mätt som förändring i strukturellt sparande, ser ut att hamna runt 5 procent av BNP för OECD-området som helhet. Sverige sticker ut med en relativt liten expansions-effekt som en följd av att budgetförsvagningen bara ser ut att bli ungefär hälften så stor som i USA, euroområdet och Storbritannien. Det utdragna krisförloppet och vinterns nya nedstängningar gör att nya satsningar nu kommer att sjösättas i närtid i de flesta länder. Det är också sannolikt att de flesta länderna kommer att stötta återhämtningen med olika former av uppstartspolitik när ekonomierna väl är redo att öppnas upp mer varaktigt. Det är dock inte lätt att matcha de stora stimulanser som gjordes 2020. I nuläget ser finanspolitiken i OECD-området som helhet ut att bli svagt åtstramande (½ resp. 1 procent av BNP 2021 och 2022). Man ska dock också komma ihåg att hushållens sparande ökade markant under 2020 när delar av konsumtionen varit blockerad. Det gör att de stimulansåtgärder från 2020 som syftade till att hålla uppe hushållens inkomster kan få tillväxteffekt med fördröjning framöver.

Skulduppgången planar ut

Offentlig skuld, % av BNP



Källa: IMF, SEB

Nya Bidenstimulanser lyfter USA:s statsskuld.

Skillnaderna i manöverutrymme mellan olika länder är relativt stora. För Tyskland och de nordiska länderna innebär relativt låga statsskuldsnivåer stora frihetsgrader framöver. Dollarns starka ställning som global reservvaluta ger också utrymme för fortsatta stimulanser i USA. När Bidenadministrationen tillträtt i en miljö där demokraterna

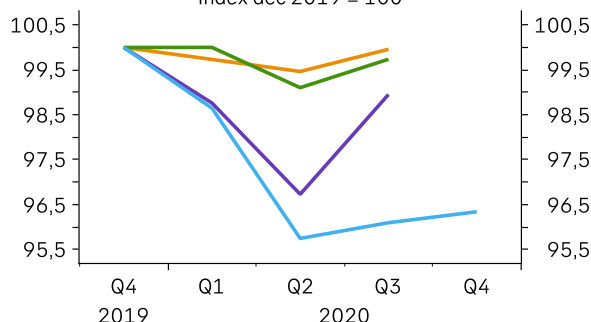
har majoritet både i senat och representanthuset räknar vi med ytterligare reformpaket i år som totalt sett motsvarar de som genomfördes 2020. Det gör att den finanspolitiska impulsen blir neutral 2021. I euroområdet och Sverige, som inte gasade på lika mycket 2020 blir politiken svagt expansiv även 2021 även om stimulanserna sett över båda åren är mindre än de i USA. De stora underskotten i USA jämfört med Europa gör att uppgången i offentlig skuld blir betydligt snabbare.

Motståndskraftig arbetsmarknad

Arbetsmarknaden fortsätter att visa en motståndskraft, i alla fall mätt med traditionella arbetslöshetsmått i arbetskraftsundersökningar (AKU). I länder med mycket stora BNP-fall som t ex Storbritannien har vi knappast sett någon uppgång alls. Men alla de åtgärder och stödprogram som vidtagits gör att det är svårt att tolka traditionella mått. Under hela krisen har skillnaden mellan USA och Europa varit påfallande stor. Det beror delvis på olika trygghetssystem men skillnaden har förstärkts av stödprogrammets rent tekniska utformning. Den amerikanska krispolitiken har varit inställd på att ersätta inkomster snarare än att underlätta för företagen att behålla arbetskraften och därmed upprätthålla en hög sysselsättning. I USA föll sysselsättningen med 13 procent fram till mitten av 2020 men de som var kvar i arbete jobbade dock ungefär lika mycket som tidigare. Arbetslösheten steg väldigt snabbt under våren 2020, och har sedan dess fallit tillbaka relativt mycket.

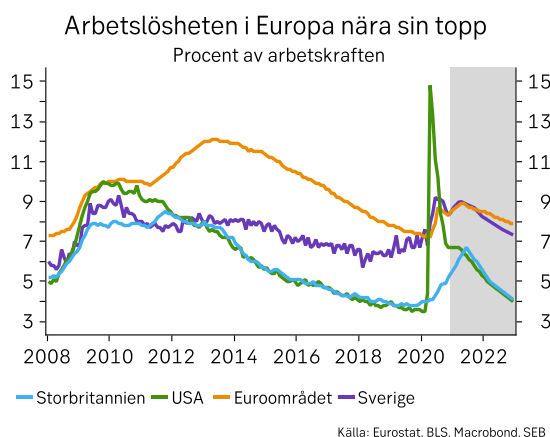
Olika reaktion för arbetsutbudet

Index dec 2019 = 100



Källa: Eurostat, BLS, Macrobond, SEB

Gåtfull utveckling i Storbritannien. I Europa har däremot krispolitiken syftat till att företagen ska kunna behålla sin personal genom olika typer av permitteringsstöd. Liksom i USA har antalet arbetade timmar i stort sett följt BNP-fallet men antalet sysselsatta har minskat i betydligt mindre grad vilket speglar en minskande medelarbetstid. Tredje kvartalet låg t ex sysselsättningen i euroområdet bara 2 procent under förkrisnivån medan antalet arbetade timmar minskat med 5 procent. Storbritannien utmärker sig genom ett mycket stort fall i BNP utan att arbetslösheten stigit speciellt mycket. Minskande medelarbetstid har bidragit till att hålla uppe sysselsättningen i en miljö med en kraftig nedgång i antalet arbetade timmar. Brittiska ONS har flaggat för att insamlingsproblem i AKU under pandemin kan ha orsakat en överskattning av sysselsättningen, men troligtvis är inte det hela svaret på gåtan.



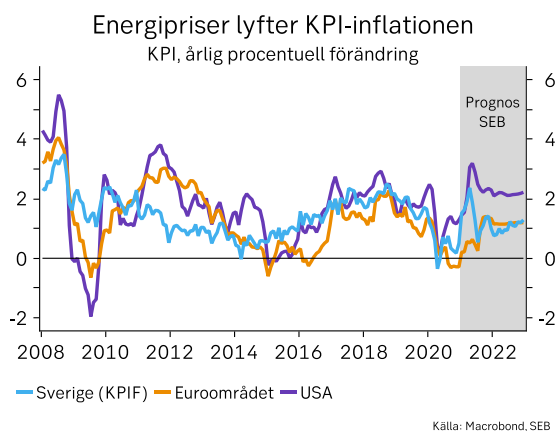
Nedstängda skolor påverkar arbetsutbudet. Arbetsutbudets utveckling har varierat kraftigt mellan olika länder. I USA föll antalet personer som står till arbetsmarknadens förfogande med sammanlagt 4 procent under första halvåret och har sedan dess bara återhämtat sig marginellt. Även om vi tror att arbetslösheten kan komma ned till 4 procent redan mot slutet av 2022 innebär potentialen för stigande arbetsutbud att överhettningrisker är avlägsna. I Europa ser vi en divergerande utveckling som delvis tycks ha att göra med stängda skolor. Föräldrar till skolbarn kan ha förlorat sina jobb men eftersom de inte står till arbetsmarknadens förfogande räknas de inte som arbetslösa. Att arbetskraften i euroområdet föll kraftigt under andra kvartalet för att sedan återhämta det tredje kvartalet kan till stor del ha berott på detta. Stora fluktuationer i arbetsutbudet bidrar på så sätt till rörelser i arbetslösheten. I Sverige där skolor har hållit öppet ser vi nästan ingen nedgång i arbetskraften, vilket har bidragit till att arbetslösheten stigit mer än euroområdet trots mindre BNP-fall

Balansgång när stödprogrammen avvecklas. Framöver har vi en lite ljusare bild av arbetsmarknadsutvecklingen än tidigare. Det är troligt att vi får en viss uppgång i arbetslösheten i Europa när permitteringsprogrammen avvecklas men den stannar troligen vid någon procentenhet. I Sverige har t ex antalet personer i programmen redan minskat med 80 procent utan att vi sett någon större effekt på arbetslösheten i samband med avvecklingen. Den relativt snabba återhämtningen bidrar till att graden av permanent utslagning av arbetskraft blir ganska liten. Permitteringsstöden ser alltså ut att ha varit framgångsrika i att stötta företag och anställda. Det finns dock alltid en risk att åtgärder som syftar till att överbrygga en tillfällig nedgång i efterfrågan låser in arbetskraften i gamla branscher. I den mån pandemin leder till varaktiga förändringar i efterfrågemönster kan programmen bromsa strukturomvandlingen. Det blir därför en viktig balansgång att dra tillbaka stödåtgärderna i lagom takt.

Stabil inflationsmiljö står emot utmaningar

Hur inflationen reagerar i rådande experimentmiljö med stora ekonomisk-politiska stimulanser är avgörande för hela prognosbilden. I temaartikel (se sid 15) diskuteras olika aspekter i brett perspektiv. Även om man kan peka på risker både på upp- och nedsidan är vår slutsats att det mesta talar för att de senaste decenniernas låginflationsmiljö kommer att bestå. Oron för att störningar i globala leveranskedjor eller kraftigt ökad efterfrågan på specifika

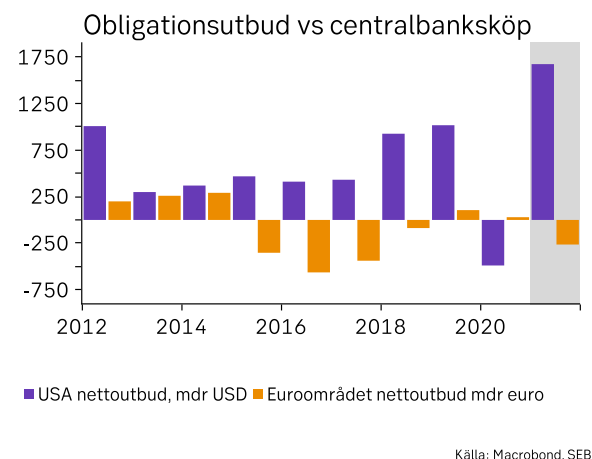
områden ska resultera i stigande inflation har inte realiserats. Även om man har kunnat notera prisökningar på specifika områden har det varit långtifrån tillräckligt för att kompensera för en allmän press nedåt på såväl löner som priser i spåren av lågt resursutnyttjande.



Inga monetära genvägar till inflation. KPI-inflationen är nu visserligen på väg upp, driven av oljeprisets återhämtning. Under våren kommer den impulsen att förstärkas av baseeffekter. Skillnaderna mellan USA och euroområdet tydliggörs också på inflationssidan, inte minst när det gäller förväntningsbilden. I USA stiger även kärninflationen (KPI exkl energi och livsmedel) påtagligt efter tidigare svacka; efter en topp under våren stabiliseras den något över 2 procent från och med hösten 2021. Feds favoritinflationsmått, kärn-PCE, väntas dock ligga kvar något under 2 procent. Vi står fast vid synen att det i situationer med bibehållen trovärdighet för inflationsmålen inte finns några genvägar till inflation. Därför krävs det att den monetära expansionen verkligen ger stigande efterfrågan och stramare arbetsmarknad som till slut också leder till en uppväxling av löneökningstakten innan inflationen mer varaktigt kan stiga. I Europa känns en sådan utveckling avlägsen. Löneökningarna har generellt växlat ned och med bestående hög arbetslöshet är det sannolikt att öknings-takten ligger kvar på nivåer som gör det svårt för centralbankerna att nå inflationsmålet. I Sverige har t ex nya löneavtal slutits på nivåer runt 2,2 procent. Att arbetslösheten i USA är nere på en så låg nivå som 4 procent redan i slutet av 2022 innebär att en förnyad diskussion om den s k Phillipskurvans utseende inte är alltför långt borta, speciellt mot bakgrund av att lönemåtten just nu är svårtolkade. Vår bedömning är dock att någon lönedriven uppgång i inflationen inte är sannolik under prognosperioden.

Olika utmaningar för centralbanker

Måttliga inflationsutsikter ger centralbankerna möjligheter att stötta ekonomierna också under den andra pandemi-vågen. Manöverutrymmet är dock begränsat och det finns en fortsatt tvekan hos många centralbanker att sänka räntan under noll. Finanspolitiken måste därför fortsätta att bära huvudansvaret men centralbankerna är redo att se till att räntorna på statsskulderna förblir låga. Detta kan säkerställas genom att utlova låga styrräntor även om vissa inflationsimpulser skulle komma och därtill utöka obligationsköpen för att motverka eventuellt stigande långräntor.



Stort utbud av USA-obligationer. Allt större cykliska skillnader gör dock att centralbankerna står inför olika utmaningar framöver. Vi tror ändå inte på några större förändringar inom under prognosperioden. Fed har avisat att bantningen ("tapering") ska följa samma principer som 2014. Då drogs köpen ned under 10 månader från ett initialt belopp på 85 miljarder dollar per månad, vilket sedan följdes av en första räntehöjning drygt ett år senare. Detta pekar mot att "tapering" inte är en fråga för 2021, så länge som räntehöjningar ligger ett par år fram i tiden. Ur ett räntemarknadsperspektiv är det intressant att jämföra storleken på tillgångsköpen med nyemissioner kopplade till lånebehoven. Grafen ovan visar detta netto. Nya finanspolitiska stimulanser bidrar till att utbudet av amerikanska statsobligationer kommer öka kraftigt under 2021. Det här väntas ge ett tryck uppåt på amerikanska långräntor och stödja vår prognos om en brantare räntekurva. Vi håller dock fast vid vår bedömning att Fed står redo att utöka/omfördela sina obligationsköp om reala räntor skulle börja stiga för mycket. I euroområdet väntas ECB:s köp fortsätta att överstiga obligationsutbudet vilket begränsar uppgången i europeiska räntor.

Norges Bank udda fågel igen. Riksbanken pressas av att varaktigt låg inflation hotar att föra inflationsförväntningar allt längre från 2-procentsmålet. Vårt huvudscenario är att man ändå undviker att på nytt sänka räntan under noll-strecket. Om EUR/SEK rör sig ned mot 9,50 är sänkningar ändå troliga. I linje med vissa tidigare historiska episoder väntas Norges Bank gå sin egen väg. Med hänvisning till riskerna med alltför låga räntor under lång tid räknar vi med gradvisa höjningar tillbaka till förkrisnivåer. En start redan under 2021 kan inte uteslutas, men vårt huvudscenario är att två höjningar genomförs under 2022

Gradvis återhämtning i EM-ekonomierna

EM-ekonomierna har börjat återhämta sig efter tidigare kraftiga BNP-nedgångar under 2020. Skillnader mellan länder är dock stora. Bland de hårdast drabbade ekonomierna finns Indien, Mexiko, Argentina, Filippinerna, Sydafrika och Peru, där BNP ser ut att ha minskat med 8 till 14 procent 2020. Kina står istället ut på den positiva sidan med positiv tillväxt på 2,3 procent. Även Turkiet ser ut att ha undvikit ett BNP-fall tack vare en explosionsartad ökning av bankernas utlåning. Priset har dock varit en markant försvagning av valutan och dubbelsiffrig inflation vilka tvingade centralbanken till åtstramningar. Taiwan och enstaka länder i Afrika som t ex Kenya ser också ut att ha

undvikit BNP-fall förra året. Sydkorea, Indonesien, Polen, och Rysslands ekonomier har klarat sig relativt väl med fall på mindre än 4,0 procent. Tre faktorer förklarar majoriteten av skillnaderna: 1) omfattningen av spridningen av viruset, 2) sammansättningen av exporten och graden av beroende av export och utländsk turism 3) omfattningen av finanspolitiska stimulansåtgärder.

Komplicerad vaccinationsprocess har inletts. Jämfört med Nordic Outlook i november har vi höjt vår BNP-prognos för EM för 2020 till -2,6 från -3,3 procent bl a beroende på upjusteringar för Indien, Ryssland och Brasilien. Vi ser dock att återhämtningen tappat kraft i slutet på 2020 och i början på 2021 på grund av ökad smittspridning och återinförda restriktioner även i EM-ekonomier. När vi blickar framåt ser vi att vaccinationsprogram börjat komma igång också i vissa EM-ekonomier. Men trots internationellt samarbete om vaccin som COVAX lär hamstring bland de rikare länderna leda till en fördröjning av vaccineringen i EM. Ett flertal EM-länder som Kina, Indien och Brasilien har utvecklat inhemska vaccin, men all testning är inte fullständig och vissa vaccin visar tecken på relativt låg effektivitet.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
Kina	6,1	2,3	8,0	5,6
Indien	4,9	-7,5	9,1	7,2
Brasilien	1,1	-5,0	3,0	2,5
Ryssland	1,3	-5,0	3,7	2,5
EM-ekonomier, totalt	3,8	-2,6	6,2	4,8

Källa: IMF, SEB

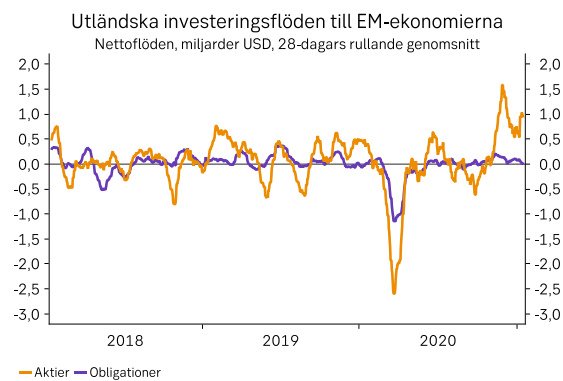
Stor potential för Indien. Sammantaget väntar vi oss att BNP-tillväxten i EM accelererar under andra halvåret 2021 för att sedan närma sig trendnivån under senare delen av 2022. Prognosen är oförändrad för 2021 men däremot uppreviderad med 0,5 procentenhet för 2022. Det beror främst på en betydande upjustering för Indien. Medan Kinas tillväxt sammantaget för 2020 och 2021 inte tappat speciellt mycket gentemot den underliggande trenden är situationen helt annorlunda för Indien. BNP-nivån där ligger 2021 bara marginellt över nivån för 2019. Med en underliggande trend på runt 8 procent per år finns en mycket stor återhämtningspotential och vår prognos på drygt 7 procents tillväxt är därför fortfarande relativt försiktig.

Råvarupriser fortsätter uppåt. Metallpriserna sjönk i början på 2020 när det stod klart att den kinesiska ekonomin, som står för ungefär hälften av den globala efterfrågan, skulle påverkas av pandemin. Men Kinas snabba återhämtning gjorde också att priserna återhämtade sig relativt tidigt. Priset på järnmalm har lett uppgången men ökningarna har varit betydande också för koppar och nickel. Basmetallpriserna väntas stiga 5 procent 2021 när den globala återhämtningen breddas geografiskt. Att det främst är tjänstesektorn som tar tillbaka förlorad mark begränsar dock efterfrågeimpulsen på råvaror. Därtill kommer att Kinas stimulansåtgärder inte är av samma omfattning som efter finanskrisen eller efter Kinas inbromsning 2015. Också jordbruks- och livsmedelspriserna väntas stiga måttligt under 2021.

Oljepriser stabiliseras på högre nivåer. Den senaste tidens oljeprisuppgångar har bidragit till att vi justerat upp prognosen för årsgenomsnittet för 2021 från 55 till 59 dollar per fat (Brent); en rejäl uppgång jämfört med de 43 dollar som noterades för 2020. Både efterfrågan och produktionen väntas öka under prognosperioden men Saudiarabiens aptit på högre priser kan leda till produktionsbegränsningar som ger tillfälliga toppar under 2021. Gradvis ökat utbud från bl a Libyen och Iran kommer dock att pressa priserna. Med Biden som ny president återgår USA till kärnenergiavtalet JCPOA, vilket ger Iran möjlighet att öka oljeexporten under 2022. Därtill väntas även USA:s oljeproduktion öka gradvis i en miljö där en högre prisnivå etableras. Sammantaget innebär detta att vi tror att priset stabiliseras runt 60 dollar per fat under 2022, vilket som årsgenomsnitt innebär en nedjustering från tidigare prognos på 65 dollar per fat.

Blandad inflationsbild. Generellt har inflationen i EM-ekonomierna nu kommit ned på en historiskt låg nivå. I Asien ligger den i allmänhet under eller inom officiella inflationsmål. Det gäller nu även i Indien där inflationen under större delen av 2020 låg en bra bit över den övre toleransnivån på 6,0 procent. I Central- och Östeuropa föll inflationen gradvis 2020 och ligger nu nära eller strax under målen, utom i Ryssland som tillfälligt ligger något över. I Turkiet ligger däremot inflationen på nästan 15 procent. I Latinamerika är bilden blandad men i Brasilien har inflationen dragit iväg uppåt. Svagare EM-valutor har generellt sett varit en viktig drivkraft för högre inflation. Lågt kapacitetsutnyttjande och negativa produktionsgap kommer att hålla EM-inflationen relativt stabil på en historiskt låg nivå 2021, varefter den kommer att klättra något 2022.

Centralbanker under politiskt tryck. De flesta EM-ekonomier lättade på penningpolitiken efter pandemins utbrott men vi ser nu ett mycket begränsat utrymme för ytterligare lättnader. Några centralbanker, t ex i Ryssland, Indien och Mexiko, kommer dock troligen att sänka sina styrräntor under 2021. I övrigt väntas styrräntorna vara oförändrade under 2021 och sedan höjas gradvis 2022 när återhämtningen får fart. Noterbara undantag är Turkiet som troligen kommer att behöva strama åt penningpolitiken ytterligare och Brasilien som sett en tydlig uppgång i inflationen. En risk är att man i vissa länder dröjer med åtstramningen för länge. Delvis kan detta vara en följd av politiska påtryckningar för att regeringar ska kunna låna mer och fortsätta stötta återhämtningen. Längre fram kan detta leda till att vissa centralbanker tappar kontrollen över prishöjningarna, inte minst kan länder med höga eller kraftigt stigande statsskulder – som Brasilien, Sydafrika, Mexiko och Indien – förlora trovärdigheten i sin kamp mot inflationen.



Hög likviditet i rika ekonomier söker avkastning. EM-ekonomierna noterade rekordstora kapitalutflöden i mars 2020 när det stod klart att pandemin skulle bli global. Situationen vände i november efter det amerikanska presidentvalet och nyheter om att effektiva vacciner var nära att färdigställas och börja distribueras. Efter en viss avmattning i slutet på 2020 har inflödena åter kommit igång. Mycket låga räntor i OECD-länderna väntas bidra till fortsatta nettoinflöden av investeringar till EM-länder, speciellt när smittspridningen minskar. En risk vi håller ögonen på är stigande skulder i EM, främst statsskulder. Utländska investeringar i EM-aktier har historiskt varit större och uppvisat högre volatilitet än flöden till obligationer. Skillnaden den senaste tiden har dock ökat när aktieflödena vuxit lavinartat. Förklaringen är sannolikt att den förväntade avkastningen på EM-obligationer är historiskt låg samtidigt som problem med skuldbetalningar gjort investerare mer uppmärksamma på potentiella smittorisker för större EM-länder som Turkiet, Sydafrika, Brasilien och Indien där statsfinanserna försvagats markant.

Räntemarknaden

Uppåt tryck i otakt från låga nivåer

Vaccinoptimism, finanspolitisk stimulans, växande utbud av statsobligationer samt stigande inflationsförväntningar pressar främst långa USA-räntor uppåt under 2021. Genomslaget på europeiska räntor blir mer begränsat. Korta räntor väntas röra sig sidledes medan långa räntors utveckling är beroende av Feds framgångar med att styra marknadens förväntningar mot gradvis minskade värdepappersköp. Negativa vaccinnyheter och stigande realräntor utgör risker för vårt räntescenario.

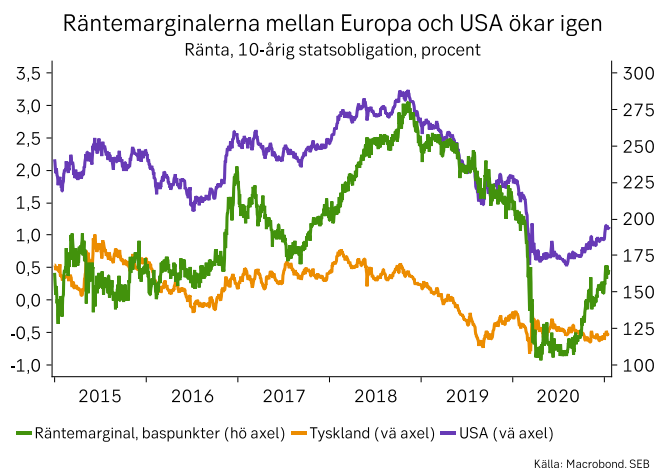
Nivån på USA:s 10-åriga statsränta har dubblerats sedan botten-nivån i augusti förra året på -0.50 procent i takt med att det s k reflesionsscenariot fått allt starkare fotfäste i marknaden. Den senaste ränteuppgången speglar främst stigande inflationsförväntningar. I och med att realräntorna fallit, i kombination med nya stimulanspaket och positiva vaccinnyheter, har börsen fått stöd medan dollarn tappat i värde. För euroområdet har ränteutvecklingen delvis drivits av högre inflationsförväntningar men uppgången i nominella räntor har bromsats av lägre realräntor. Både Fed och ECB väntas hålla styrräntorna oförändrade under prognosperioden.

Utsikterna för räntemarknaden avgörs av ett par nyckelfaktorer. Nya finanspolitiska stimulanspaket, t ex Bidens senaste besked om "räddningsstöd" på 1 900 miljarder dollar, kommer att öka utbudet av långa statsobligationer. Därutöver väntas på flera håll, inte bara i USA, nya "återhämtningsstöd" för att bygga bl a grön uthållig tillväxt. USA väntas bara i begränsad omfattning finansiera detta med högre skatter och andra länder väntas in i det längsta avstå från skatthöjningar. Den förväntade tillfälliga uppgången i USA-inflationen till ca 3 procent under våren 2021 lär i en mer positiv tillväxtmiljö stressa räntemarknaden genom press uppåt på inflationsförväntningarna. För Fed är tröskeln hög för att utöka månatliga värdepappersköp på 120 miljarder dollar. Om långräntor stiger av rätt orsaker, bättre utsikter och normalisering av inflationsförväntningarna, kommer detta att accepteras av centralbankerna så länge det inte riskerar att skapa en ovälkommen omprisning av t ex börserna via t ex stigande realräntor. Fed står inför den stora utmaningen att under andra hälften av 2020 kommunicera en gradvis minskning av värdepappersköpen. En 10-årig USA-ränta ligger på 1.40 respektive 1.70 procent i slutet av 2021 och 2022.

Europeiska räntor har i stort sett inte stigit alls trots högre USA-räntor. En tysk 10-årig ränta föll till -0.90 procent förra våren och utökade köp av tillgångar har fått räntan att handlas relativt stabilt på nivåer kring minus -0.50 procent under den senaste tiden. Differenser till andra europeiska räntor har gradvis fallit tillbaka efter att ha stigit under förra våren och de är i de flesta fall ungefär på samma nivå som i slutet av 2019. Stora ECB-köp (ca 90 miljarder euro i månaden), en låg inflation och skakiga ekonomiska data talar för att räntorna under det närmaste halvåret ligger kvar på nuvarande nivåer. När återhämtningen tar fart under andra halvåret 2021 väntas 10-åriga tyska räntan börja stiga men fortsatta obligationsköp och låga inflationsförväntningar talar för att uppgången blir måttlig. En 10-årig tysk ränta ligger på -0.40 respektive -0.20 procent i slutet av 2021 och 2022.

Svensk-tyska långräntedifferensen har gradvis stigit sedan mitten av 2018 vilket främst förklaras av Riksbankens räntehöjningar i slutet av 2018 och 2019. Räntedifferensen fortsatte stiga under förra året och kvar nära de högsta nivåerna som registrerats sedan finanskrisen. Drivkraften verkar vara ett lite lägre allmänt ränteläge i euroområdet och förväntningar på att ECB i princip aldrig kommer att höja räntan igen. I Sverige har marknaden börjat prisa in att räntan kan komma att höjas 2023 samtidigt som förväntningarna på en räntesänkning reducerats till 3-4 punkter. När inflationen sjunker tillbaka framåt sommaren är det troligt att förväntningarna på en räntesänkning ökar igen och spekulationer om en höjning skjuts framåt. I kombination med lite högre räntor i euroområdet talar det för räntedifferensen mot Tyskland sjunker något under andra halvåret i år.

Norsk-tyska långräntedifferensen är hög och speglar bl a Norges Banks signaler om räntehöjningar samt en likviditetspremie. Ett relativt begränsat obligationsutbud och undervärderad krone väntas hålla tillbaka uppgången i 10-åriga statsräntan. Räntedifferensen ligger på 125 punkter i slutet av både 2021 och 2022.



10-åriga statsobligationsräntor Procent

	21 jan	Jun 2021	Dec 2021	Dec 2022
USA	1.08	1,30	1,40	1,70
Tyskland	-0.53	-0,55	-0,40	-0,20
Sverige	0.08	0,00	0,05	0,25
Norge	1.00	1,00	0,85	1,05

Källa: Nationella centralbanker, SEB

Tema:

Inflationen

Är ryktet om dess död betydligt överdrivet?

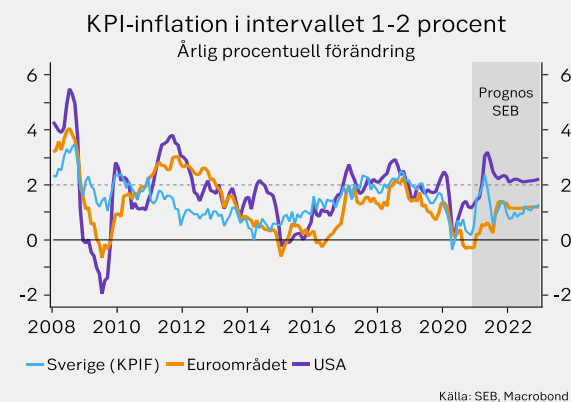
Räntemarknaden och prognosmakare ser inflationens uppvaknande som en logisk följd av dels ekonomiska återhämtningen när restriktioner hävs, dels monetära expansionen. Vår prognos visar en ganska odramatisk inflationsutveckling 2021-22, med vissa uppåtrisker. Prognososäkerheten har ökat p g a dels frågetecken kring styrkan i de strukturella disinflationistiska krafterna, dels oklarhet om effekterna av nya konsumtions- och produktionsbeteenden efter covid-19. Denna temaartikel illustrerar tio dimensioner på inflationen.

Räntemarknaden räknar med drygt 2 procents inflation i t ex USA i genomsnitt de närmaste 5-10 åren. För euroområdet är motsvarande förväntningar drygt en procent. Det är fortsatt låga nivåer men likväl för USA de högsta sedan slutet av 2018. Med stigande inflationsförväntningar följer även en press uppåt på långa räntor. Det kan i sin tur leda till en för realekonomin och därmed det finansiella systemet smärtsam omvärdering av vad som kan anses vara uthålliga skuldnivåer och rimliga värderingar av olika tillgångspriser, t ex börser och bostadspriser.

Men inflationens drivkrafter är långtifrån självklara p g a de senaste decenniernas strukturella förändringar och nu senast även covid-19-krisen. Globaliseringens och digitala teknologins disinflationistiska krafter har varit betydande. Låg kärninflation under de senaste 20 åren speglar knappast svag efterfrågan; fram till utbrottet av covid-19 kunde flera länder t o m uppvisa den lägsta arbetslösheten på ett halvt sekel.

Förändringar i konsumtions- och produktionsmönster i efterdyningarna av covid-19 kan pressa inflationstrycket både uppåt och nedåt på kort- och medellång sikt. I dagsläget är det svårt att avgöra om de sektoriella förändringarna som noterats under 2020 är temporära eller permanenta (se temaartikel i *Nordic Outlook November 2020 "Den nya världen"*). Denna temaartikel illustrerar tio dimensioner av inflationen som påverkar vårt tänkande och våra inflationsprognoser.



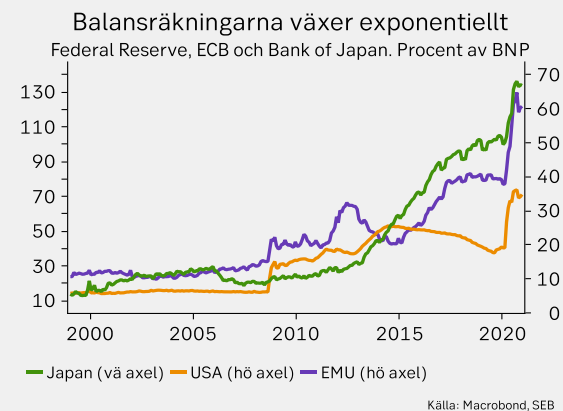


Multidimensionellt inflationsperspektiv

När vi blickar in i framtiden och resonerar kring olika dimensioner av inflationen är det lämpligt att ha en enkel referensram som utgångspunkt. Ett sådant ramverk brukar hänvisa till fyra huvuddrivkrafter bakom inflation, dvs att priset höjs varaktigt på ett större antal varor:

- Centralbanker skapar för mycket pengar.
- Efterfrågan är hög på varor och tjänster.
- Produktionskostnader stiger för varor och tjänster
- Högre inflationsförväntningar.

Drivkrafterna varierar i styrka över tiden och kan också överlappa varandra. De tio olika dimensionerna av inflation vi identifierar följer referensramen ovan leder till vår slutsats. Grafen nedan visar hur vi har vägt samman och bedömt inflationskrafterna under 2021-22.



1. Historiskt kraftfull monetär expansion

Globala centralbanker har skapat ca 18 000 miljarder dollar i nya pengar sedan finanskrisen 2008. Det är en ökning med minst 450 procent; vår beräkning antar att "penningmultiplikatorn" är 1 även om 4 ligger närmare verkligheten.¹ Samtidigt har den globala ekonomin vuxit med ca 45 procent. Det har, tillsammans med en fallande neutral ränta, bidragit till mycket kraftig tillgångs-
prisinflation. Kopplingen mellan tillgångsprisökningar och ökad efterfrågan/konsumtion har dock varit svag, sannolikt p g a ekonomisk ojämlikhet och åldrande befolkningar. Det är svårt att skapa varu- och tjänsteinflation med hjälp av centralbankernas sedelpressar om inte efterfrågan ökar och/ eller inflationsförväntningar-

na stiger (se nedan). **Slutsats:** Förmögenhetseffekten tycks ha begränsad effekt på efterfrågan. Därmed ökar inte heller KPI-inflationen. Dock kan inflationsförväntningarna stiga, se punkt 8 nedan.

2. Resursläget – oklar obalanssituation

Covid-19-krisen har skapat en uppenbar obalans mellan utbud och efterfrågan, främst inom tjänstesektorn, vilket normalt sett pressar löner och priser och därmed inflationstrycket nedåt. Internationella valutafonden IMF uppskattar att det skapade produktionsgapet, dvs måttet som visar underutnyttjandet av ekonomins produktionsresurser, är över 2 procent 2021 för de större utvecklade ekonomierna. Det förblir dessutom negativt de kommande fem åren. Två faktorer gör dock måttet extra vanskligt att tolka: a) krisen har gjort att BNP-data är behäftade med stor osäkerhet; b) digitalisering och ökat distansarbete reser frågor kring både ekonomins produktions- och efterfrågesida. **Slutsats:** Resurslägets förmåga att kunna guida om inflationstrycket 2021-22 är oklart och uppskattningen kan ifrågasättas av både de som tror på – och inte tror på – en högre inflation.

3. Motståndskraftig tillverkningsindustri

Globala tillverkningsindustrin och dess värdekedjor har uppvisat en överraskande motståndskraft under covid-19-krisen medan den arbetskraftsintensiva tjänstesektorn drabbats mycket hårt. En gemensam nämnare för tidigare kriser är att det har åtföljts av en smärtsam balansräkningsrecession, ett utdraget återhämtningsförlopp som slagit ut produktionskapacitet och sänkt tillväxten. Därmed har priserna på arbetskraft och produkter pressats. Den del av den tjänsteproducerande sektorn som lyckas övervintra med hjälp av stödpolitik har en betydligt snabbare uppstartssträcka och kan möta den ökade tjänstekonsumtionen vilket håller tillbaka risken för prisökningar. Därtill kan ökad konsumtion av tjänster, när restriktioner hävs, minska efterfrågan på varor. **Slutsats:** Företag har sannolikt starkare "pricing power" (möjlighet att höja priser) än vid tidigare återhämtningsförlopp samtidigt som det är rimligt att man försöker kompensera 2020:s vinstfall med högre priser. Inflationskraften bedöms dock inte som alltför stark.

4. Kraftfull och effektiv finanspolitik

Våra beräkningar visar att den globala finanspolitiken 2020 är beloppsmässigt (ca 12 500 miljarder dollar) hela fem gånger större än under finanskrisen 2008-09. Den är sannolikt också mer kraftfull då pengarna gått direkt till t ex hushåll och företag och inte till finansinstitut som under finanskrisen. Delar av de finanspolitiska stimulanserna, t ex utställda kreditgarantier och uppskjutna skattebetalningar lär dock sätta mindre avtryck på tillväxten än åtgärder som har en omedelbar budgeteffekt. Under 2021 bedöms efterfrågeeffekterna bli synliga i takt med att restriktioner lättas och nya steg tas mot normalisering. EU:s budget 2021-27 och återhämtningsfonden på sammanlagt 1 824 miljarder euro börjar rulla ut under 2021. USA:s nye president

¹ Penningmultiplikatorn anger hur många nya monetära enheter som blir effekten av centralbankens först skapade enhet. För närvarande bedöms penningmultiplikatorn för t ex Europa ligga på runt 4.

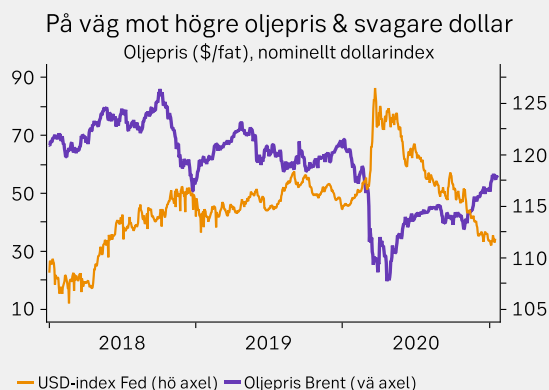
väntas också lägga nya stödpaket. **Slutsats:** Kraften från stödpolitikens påverkan på efterfrågan i världen riskerar att underskattas och är en uppåtrisk.

5. Phillipskurvan – levande eller död?

Lönetillväxten har varit relativt okänslig för arbetsmarknadsläget under lång tid. Det speglar bl a globaliseringen de senaste 15-20 åren, den asiatiska arbetskraftens intåg på marknaden för produktionsresurser samt väl förankrade inflationsförväntningar. Digitala teknologins och automatiseringens inverkan under covid-19-krisen på vad vi köper och producerar och hur vi jobbar väntas ge också varaktiga förändringar på arbetsmarknaden; omallokeringsprocesser skapar krympande och expanderande sektorer med överskott i vissa yrkeskategorier och underskott i andra. **Slutsats:** Ökad lönedivergens och en förhöjd osäkerhet på struktumvandlingen väntas dämpa lönetillväxten och därmed inflationsstrycket – i alla fall i det kortare perspektivet.

6. Globalisering eller regionalisering?

Covid-19 har rest frågan om behovet av ökad regionalisering som ett sätt att säkra globala värdekedjor mot nya störningar, t ex nya pandemier eller ökad protektionism och handelshinder (se 3 ovan). "Nationsgränser och protektionismens återkomst" har ytterligare ökat oron för högre globalt inflationstryck. **Slutsats:** Fungande värdekedjor och nya handelsavtal ger inte bilden av globaliseringens död. (se temaartikel "Handel & politik" på s 26). Det minskar risken för ökade produktionskostnader och därmed inflation.



Källa: Intercontinental Exchange (ICE), Federal Reserve, Macrobond, SEB

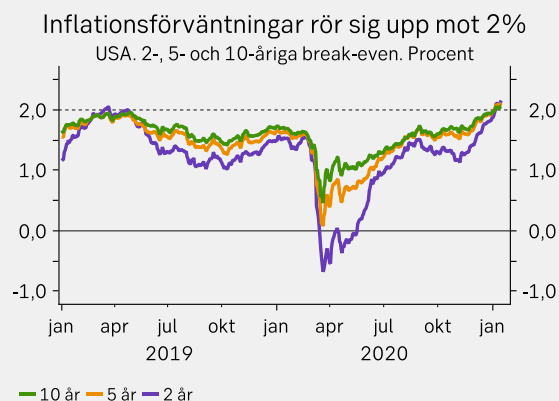
7. Råvarupriser upp & US-dollar ned

Konsensusbilden att dollarn ska försvagas 2021 bidrar till att höja USA:s importerade inflation (blygsamt) och sänka inflationstrycket för länder som ser den egna valutans styrka (t ex Sverige). Höstens prisuppgång för oljan med 10 dollar per fat till 50 dollar ger en inflationsimpuls första halvåret 2021 och får ytterligare kraft av att oljepriset väntas gå upp med ytterligare 5 dollar per fat 2021. Oljeprisuppgången hålls tillbaka av ökad sannolikhet för ökad oljeproduktion, inte minst i USA. **Slutsats:** Dessa prisimpulser från valutor/råvaror får ofta bara en tillfällig effekt på inflationen om inte inflationsförväntningarna samtidigt ökar.

8. Mer normala inflationsförväntningar

I samband med covid-19-krisens utbrott i början av förra året – med kraftiga BNP-fall – föll inflationsförvänt-

ningar betydligt även om de lyckades att hålla sig över 0-strecket. I takt med stödpolitikens sjuksättning i våras och börsrekylen från 23 mars har förväntningarna stigit och normaliserats. **Slutsats:** Inflationsförväntningar på upp till ca 2,5 procent bör ligga i centralbankernas målfokus. Nivåer därutöver riskerar dock att utgöra bränsle till uppåtgående spiraler och kan därigenom resa frågetecken kring den ekonomiska politikens utformning och trovärdighet.



Källa: Federal Reserve, Macrobond, SEB

9. Våga gå emot en 700-årig trend...?

Kärninflationen inom OECD-området har de senaste 20 åren uppvisat en överraskande stabilitet på ca 1,5 procent – trots ett antal allvarliga kriser. Sett ur ett ännu längre perspektiv så visar historiska data från Bank of England att den globala inflationen de senaste 700 åren legat på i snitt 1,6 procent. **Slutsats:** Det är svårt att gå emot dessa långsiktiga inflationsbilder även om 700 års inflationsdata förstås inbegriper stora variationer och osäkerhet. Mer intressant är då utvecklingen för OECD-området som också är lugnande

10. Bättre med inflation än deflation

Det är lätt att få intrycket att världen inte har inflation. Rensat för tillfälliga effekter är det uppenbart att inflationen är långtifrån en sovande företeelse. Däremot har inflationen underskridit centralbankernas mål om (i de flesta fall) 2 procent. Noterbart är också att risken för deflation varit liten trots det allvarliga läget många ekonomier befunnit sig i under t ex 2020; deflationsförväntningar å la Japan har inte heller noterats. **Slutsats:** Bilden är inte entydig men risken för deflation är begränsad. Det pressar ned reala räntor till historiskt låga nivåer vilket är bra för den ekonomiska återhämtningen, gröna investeringar och tillgångspriser.

Tema:

Valutamarknaden

Vart är vi på väg när alla räntor är på noll?

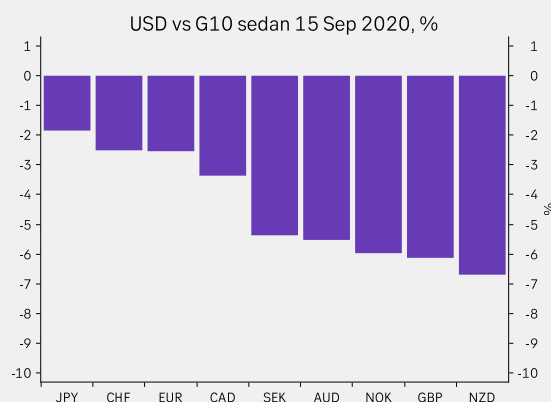
Krisåret 2020:s påverkan på valuta- marknaden var trots allt inte svår att förutspå. Fed sänkte räntan till den nivå som många andra centralbanker fastnat på och dollarn föll när världens reserv- valuta förlorade sin räntefördel. Vi fort- sätter att tro på en svagare dollar under 2021 men tror nu att den kan ta tillbaka förlorad mark 2022. Riksbanken har den senaste tiden visat att den är mindre be- kväm med en fortsatt apprecierande va- luta. Kronan blir därmed klämd mellan starka fundamenta och risken för att minusräntan återkommer.

Flera faktorer bidrog till att USA-dollar stärktes under andra halvan av 2010-talet. USA lyckades få sin ekonomi på fötter snabbare än Europa efter finanskrisen, vilket gav Fed möjligheter att påbörja en normalisering av penning- politiken. Med Donald Trump i Vita huset genomfördes omfattande skattesänkningar, vilket gynnade tillväxten. De amerikanska börserna gick dessutom som tåget genom techbolagens segertåg över världen. Coronakrisen satte till slut ett stopp för detta och Fed anslöt sig till övriga centralbankers nollränta. Dollarn föll i handelsviktade termer knappt 10 procent 2020 och i *Nordic Outlook November 2020* diskuterade vi argumenten bakom vår prognos att dollarn ska fortsätta försvagas den närmaste tiden.

Nyckeln till att generellt lyckas med valutaprognoser är att komma rätt när det gäller dollarns riktning. Exempelvis brukar den svenska kronan i handelsviktade termer över tid röra sig i motsatt riktning jämfört med dollars framfart; i tider av en stark dollar brukar således kronan vara svag och tvärtom. Denna mekanik gäller för många valutor. Genom åren har det även funnits relativt stabila cykler på 7-8 år där dollarn växlar mellan styrka och svaghet. Frågan är om detta gäller längre? De kraftiga intervention- er som centralbanker gjort har troligen satt normala skeenden ur spel. Nedan beskriver vi vår syn på valuta- utveckling 2021 med fokus på dollar, euro och kronan.

Cykliskt orienterade valutor fortsätter stärkas

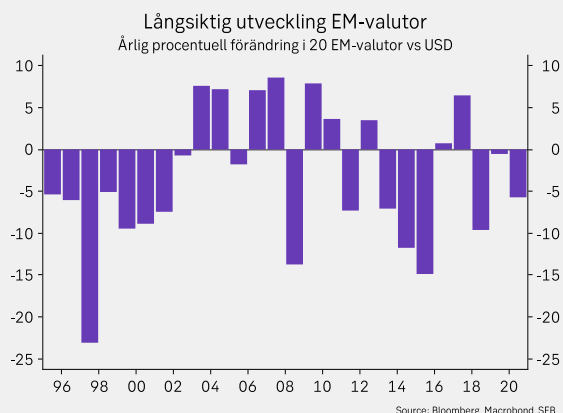
Börsåret 2021 har börjat i en positiv ton med nya rekord. Trots det allvarliga pandemiläget skruvar vi också upp de globala BNP-prognoser en del. I USA har Demokraterna fått kontroll över både senat och representanthuset och det ökar förhoppningen om en mer stabil återhämtning från större finanspolitiska stimulanser i USA. Den globala utvullningen av vaccin stöder de positiva utsikterna. Redan tidigt i marknadens återhämtning 2020 började cykliska valutor stärkas och vi tror trenden fortsätter. Små exportberoende länder, liksom råvaruexporterande valutor, har gynnats mest av förbättrade utsikterna för återhämtning och de stigande råvarupriserna. Globala stimulansinsatser talar för fortsatt ljusa börsutsikter, vilket gynnar cykliska valutor också framöver. Samtidigt är de stora uppgångarna rimligen redan passerade och vi tror överlag att valutarörelserna blir mindre 2021 än 2020.



USD tar tillbaka förlorad mark 2022. Amerikanska dollarindex (DXY) varit visat trendmässig försvagning sedan 2020 även om vi sett en liten återhämtning hittills i år. Vändningen beror troligen på att de reala USA-räntorna stigit lite tidigare än väntat. Vi tror dock dollarn snart kommer att vända ned igen. På sikt kommer dock den nya Biden-administrationens stora finanspolitiska utgiftsplan stärka dollarn på åtminstone två sätt; dels genom att förbättra tillväxtutsikterna och därtill genom att pressa upp de reala räntorna. Med tanke på växande underskott i bytesbalansen kan behovet av utländsk finansiering hjälpa till att lyfta både avkastningen och dollarn. Hur mycket Fed kan absorbera av det stora utbudet av statsobligationer spelar därmed också en viktig roll för kortsiktiga dollar-utsikterna. En viktig fråga kopplad till detta är hur stor ränteuppgång Fed kan acceptera (se Currency strategy 21 januari). I förra Nordic Outlook diskuterade vi olika faktorer som tynger dollarn som bl a en stigande utlandsskuld. Dessa problem kommer bestå men vi tror nu att dollarn kan böttna ur redan i slutet av 2021 då vi tror att EUR/USD når 1,27. Därefter lär starkare USA-ekonomi börja ta ut sin rätt och EUR/USD vänder ned till 1,23 mot slutet av 2022. En initialt starkare euro bidrar också till att fördröja ECB:s nedskalning av de expansiva program man sjösatt, vilket illustrerar att det finns olika krafter som begränsar EUR/USD-rörelsen uppåt.

Viss vändning för EM-valutor I en global ekonomi som präglas av återhämtning ligger också många asiatiska valutor bra till. EM-valutorna har länge haft en mycket

besvärlig miljö och de flesta har kontinuerligt tappat mark de senaste 10 åren. Under 2021 ser vi en respit på detta tema och EM-valutorna väntas återhämta sig något. Asien ligger i framkant med Kina som återigen är det tillväxtmässiga dragloket. Vi tror att Kina låter sin valuta stärkas och att USD/CNY sjunker ned mot 6,20 från dagens 6,45.



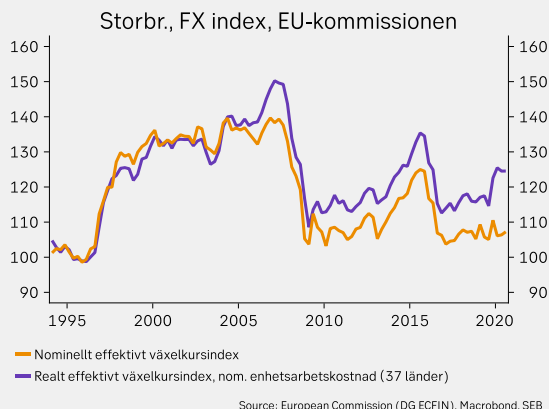
Vad driver valutor förutom cyklisk exponering?

Låga räntor och löften från centralbanker om varaktigt låga styrräntorna har minskat räntedifferenser som drivkraft för valutor. Det finns idag inget tydligt samband mellan *räntenivå* (dvs carry) och valuta-utveckling. Däremot är fortfarande förändringar i räntedifferenser en viktig förklaringsfaktor för olika valutors rörelse mot USD. Men under hösten var det också tydligt att andra faktorer spelade stor roll. Våra kortfristiga värderingsmodeller använder en flerfaktor-modell för att bestämma drivkrafterna för olika valutor. De viktigaste faktorerna (för dagliga växelkurser) har varit riskapitet, följt av råvarupriser. I takt med att återhämtningen blir mer mogen bör dessa kortsiktiga faktorer minska i betydelse och istället tar fundamenta över, inte minst skuldsättning och utrymmet för finanspolitiska stimulanser.

Viss pundförstärkning efter Brexit

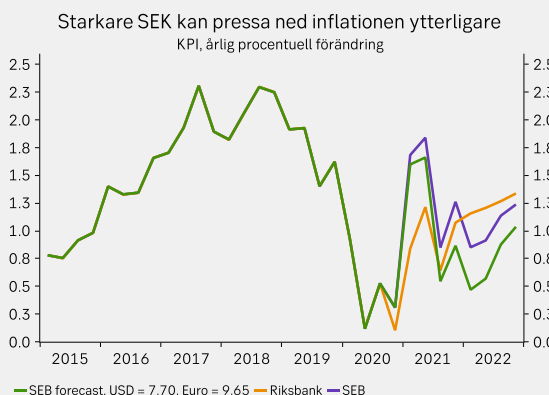
Den kanske största bubblaren på valutamarknaden 2021 är pundet. Efter mer än 50 månader av förhandlingar är länderna överens om hur Storbritannien ska lämna EU. Hur avtalet som slöt under julhelgen kommer påverka ekonomisk tillväxt osv återstår att se. Klart är i alla fall att marknaden redan nu sänkt sin riskpremie för valutan som stärkts försiktigt. Under första halvåret 2021 ser vi möjligheter till en viss ytterligare förstärkning med positionering och en billig aktiemarknad som främsta drivkrafter. Vi tror också att Bank of England kommer även avstå från att sänka ner under noll, vilket marknaden just nu diskonterar. Vi tror att EUR/GBP kan stärkas med 3-4 procent ned till 0,85. Osäkerheterna är dock stora och på längre sikt ser utsikterna problematiska ut. Storbritannien dras med stora budgetunderskott, statsskulden skenar och bytesbalansens underskott försämras ytterligare som ett resultat av Brexit. Storbritanniens konkurrenskraft tror vi inte heller är så smickrande som värderingsmodeller för pundet gör gällande. Den reala effektiva växelkursen har handlat sidledes trots att den nominella växelkursen tappat (se graf nedan). På längre sikt (3-5 år) bortom vår prognoshorisont är det troligt att pundet

försvagas igen. Valutaförsvagnings har ofta varit vägen historiskt för att upprätthålla konkurrenskraft och mildra underskotten i bytesbalansen.



Efterlängad come-back för SEK

I början av 2020 handlade EUR/SEK över 11 och USD/SEK över 10. Riksbanken verkade inte helt bekväm med detta och höjningen till 0 procent i december 2019 berodde troligen delvis på detta. När Fed lättade på penningpolitiken och svenska institutioner ökade sina valutasäkringar i dollar föll USD/SEK tillbaka från 10,50 till som lägst 8,15. Styrkan i denna rörelse har gjort att Riksbanken nu återigen håller ett öga på valutamarknaden. En starkare krona sänker priset på importerade varor och det är tydligt (se bild nedan) att Riksbanken kommer få mycket svårt att nå sitt inflationsmål inom överskådlig framtid.



Ingves ökar valutareserven. Kronan är fortfarande undervärderad; om än bara marginellt. Man kan spekulera i vad detta betydde när Riksbanken i början av 2021 annonserade att de kommer amortera de valutalån som Riksgälden tagit upp för Riksbankens valutareserv. Agerandet är logiskt mot bakgrund av att Riksbankschefen Stefan Ingves länge har velat öka storleken på valutareserven och därtill ändra finansieringen av valutareserven. Beskedet innebär att Riksbanken kommer sälja motsvarande 180 miljarder SEK under kommande tre år och köpa utländsk valuta (för att amortera Riksgäldens valutalån). Beloppet är gigantiskt och motsvara ca 30 procent av Sveriges underskott i bytesbalansen. Köpen kommer att bidra till dämpa kronans apprecieringstrend.

Penningpolitiska hänsyn styrde valet av tidpunkt?

Även om penningpolitiska hänsyn inte var avgörande är

det ändå rimligt att tro att de fanns med i bilden t ex avseende tajmingen. Åtminstone lär utländska hedgefonder tolka detta som en signal om att Riksbanken nu håller ögonen på kronan och att det finns ett golv i EUR/SEK. Flera ledamöter har dessutom varnat marknaden för att minusräntor kan komma att introduceras igen. Riksbankens transaktion bidrar tillsammans med pågående QE-program till att öka på överskottslikviditeten i banksystem rejält. Enligt Riksbankens nuvarande plan kommer man att köpa obligationer för ytterligare 360 miljarder kronor i år. Dessutom kommer banken nu att köpa valutor för ytterligare 180 miljarder kronor kommande tre år. Det gör att överskottslikviditeten 2021 ökar med cirka 420 miljarder kronor (ränta -0,10 procent). Riksbanken kan naturligtvis minska kostnaderna för banksystemet genom att utfärda fler riksbankscertifikat (ränta 0,00 procent). Skulle Riksbanken sänka reporäntan investeras all likviditet (i dag 875 miljarder) till en negativ ränta. I slutet av 2021 väntas den uppgå till nästan 1 300 miljarder kronor. Detta belopp har fördubblats sedan Riksbanken höjde räntan till noll den 19 december vilket innebär att en negativ reporänta denna gång får en mer kronfientlig effekt som håller nere värdet på kronan.

SEB:s Valutaprognoser

	21jan	Jun 2021	Dec 2021	Dec 2022
EUR/USD	1,21	1,25	1,27	1,23
USD/JPY	104	101	99	102
EUR/GBP	0,89	0,86	0,85	0,85
EUR/SEK	10,11	10,10	9,80	9,70
EUR/NOK	10,29	10,10	10,00	9,90

Källa: Bloomberg, SEB

Måttlig potential för ytterligare SEK-förstärkning.

Sammantaget gör detta att vi nu ser begränsad potential för SEK-förstärkning. Under första halvåret 2021 tror vi att EUR/SEK handlar ett intervall mellan 10,00 och 10,25 bl a beroende på att vårens utdelningssäsong är kronnegativ. Under andra halvåret tror vi att kronan kan förstärkas något så att EUR/SEK står i 9,80 mot slutet av 2021. USD/SEK fortsätter att fall ner en bit under 8.00 under 2021.

Norska kronans återhämtar sig långsamt. Inget land har möjlighet att stimulera sin ekonomi som Norge. Den våg av pengar som oljefonden bidragit med har dock också bidragit till att inflatera landets lönekostnader. Trots en tidigare relativt stram penningpolitik har detta bidragit till att norska valutan kontinuerligt tappat mark mot SEK. I takt med att konjunkturen repar sig och oljepriset etableras på en högre nivå väntas NOK fortsätta stärkas något mot euron vi har också höjt prognosen något. För att täcka underskotten i statsbudgeten tar staten ut stora belopp ur oljefonden som bidrar till en positiv flödesbild för NOK. Den ekonomiska återhämtningen gör dessutom att centralbanken troligen blir först med att höja räntan igen i början av 2022. Vi tror därför att EUR/NOK handlar kring 10,00 i slutet av 2021. NOK fortsätta vara något svagare än SEK men i stort väntas NOK/SEK nära paritet under prognosperioden.

Aktiemarknaden

Återhämtning ger börsstöd

Fjölårets kraftiga börsrekyll manar till försiktighet. Men håller tillväxtprognoserna samtidigt som räntor och inflation förblir under kontroll finns potential för fortsatt stigande börser. I en ekonomisk återhämtning bör cykliska valuebolag kunna återta en del förlorad mark. På längre sikt fortsätter dock digitaliseringstrenden att gynna tillväxtbolag. Kraftfulla satsningar på hållbarhet världen över talar för att fjölårets starka utveckling för den typen av bolag kan fortsätta.

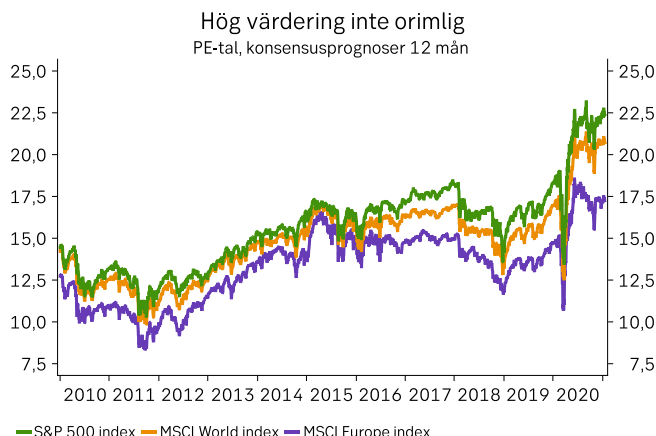
Kraftig vinstrekyll uppåt 2021. Att fjölåret innebar ett dramatiskt vinsttapp för börsbolagen är inte förvånande. Många rapporter för det fjärde kvartalet återstår men konsensusprognosen pekar på ett globalt vinsttapp på runt 18 procent för helåret 2020. För framåtblickande placerare är dock siffrorna framöver intressantare. Med en ekonomisk återhämtning i korten och med låga jämförelsetal från 2020 räknar analytikerkollektivet med vinstökningar på runt 25 procent för innevarande år och drygt 15 procent för 2022. De prognoserna framstår som rimliga givet att våra tillväxtförväntningar infrias och virusspridningen begränsas enligt plan. Fortsatt kraftfullt centralbanksstöd och nya finanspolitiska stimulanser ingår också i förväntningsbilden. Prognoserna innebär att börsvinster kan nå nya högstanivåer innan global BNP når förkrisnivån. Det förklaras av att företagen hittills varit framgångsrika i att anpassa sina kostnader, vilket skapar större vinstmarginal per såld enhet. Här finns förvisso också en potentiell baksida; fortsatt kraftiga besparingar innefattar sannolikt minskad personalstyrka vilket skulle pressa tillväxten i ekonomin.

Stor diskrepans mellan börskurser och realekonomi. De stora förväntade vinstökningarna är naturligtvis en huvudförklaring till de kraftiga börsuppgångar vi sett sedan i våras. Men att börskurserna globalt stiger med 10 - 15 procent ett år när tillväxt och vinster uppvisar extremt kraftiga fall manar till eftertanke. Här finns anledning att beakta marknadens diskonteringsmekanism. Aktier värderas ju efter prognoser för framtida vinster, vanligtast är att vinstmultiplar, PE-tal, studeras för vinsterna för kommande tolv månader. Men i en extremsituation likt fjölårets såg placerarna anledning att lyfta blicken bortom både förra årets vinstras och innevarande års återhämtningsfas.

Hög men rimlig värdering. Dagens aktievärdering är onekligen hög ur ett historiskt perspektiv. Räknat på vinstprognoserna tolv månader framåt handlas världsbörserna runt PE 21, uppdrivet av amerikanska aktier på runt 23. De förväntade kraftiga vinstökningarna för innevarande år framstår som väl diskonterade. Men om vi höjer blicken mot 2022 års vinstprognoser blir PE-talen 2-3 enheter lägre. Om vi exkluderar de digitala jättarna, FAAMG-bolagen, och anse att deras höga värderingar kan försvaras givet snabba vinstökningar, blir PE-talen ytterligare ett par enheter lägre. Vi hamnar då fortfarande i överkant av historiska snittvärderingar, något som dock kan motiveras med de lägre räntorna. Vi kan därför acceptera den uppdrivna värderingen trots att den inte lär klara betydande vinstbesvikelser. Hittills har återhämtningen dock kantats av det motsatta, positiva vinstövertaskningar

Tillväxtbolag vinnare under förra året. Resonemanget kring FAAMG-bolagen ovan visar att ett globalt index rymmer många skillnader i både utveckling och värdering för såväl olika geografiska områden som sektorer. I en globaliserad värld har utvecklingen och förutsättningarna för olika sektorer ett större förklaringsvärde än bolags geografiska hemvist. Fjölårets börsutveckling inrymde mycket stora skillnader mellan sektorer. Den generella trenden var att de mer cykliska sektorerna missgynnades medan bolag drivna av strukturella tillväxttrender belönades. Bland de globala sektorerna såg vi uppgångar på runt 50 procent för teknologibolag följt av sällanköpsvaror (consumer discretionary) där stora digitaliseringsvinnare som Amazon numera ingår. I botten, med kraftigt negativa tal, hittar vi energibolag och banker men även traditionella industribolag utvecklades svagare än index.

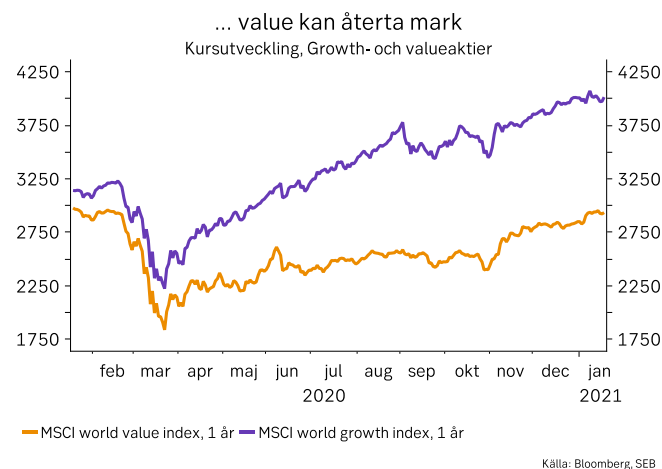
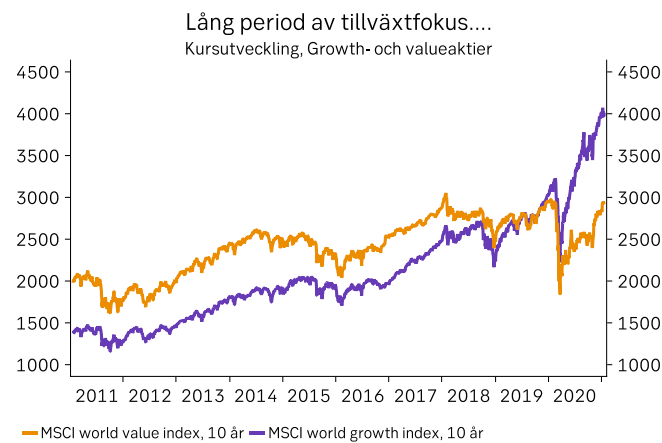
Framgångsrik virusbekämpning gynnade Asien. De stora sektoriella skillnaderna förklarar till stor del de geografiska variationerna. Amerikanska index har mindre cykliska inslag och högre andel tillväxtbolag än europeiska. Breda USA-index har följaktligen fungerat som lok för världsbörsindex med uppgångar



Källa: Bloomberg, SEB

Vi ser nu bättre förutsättningar
för de cykliska bolagen

för det breda S&P 500 på drygt 16 procent medan tillväxt-orienterade Nasdaq sticker ut med uppgångar på runt 45 procent. Mätt i lokal valuta uppvisar breda europeiska index nedgångar på drygt 5 procent (lite mindre om Storbritannien exkluderas). Uttryckt i gemensam USD-valuta gör dollarförsvagningen att talen för Europa blir positiva men fortfarande lägre än de globala genomsnittet. Bland övriga regioner sticker Asien ut på plussidan tack vare en gynnsam sektorkomposition men också större framgång vad gäller att begränsa virusspridningen. Råvarutunga tillväxtmarknader har kämpat i motvind trots stigande råvarupriser.



Håller tillväxt- och ränteprognoserna finns fortsatt börspotential

Måttligt stigande räntor indikerar normalisering. Den relativa styrkan för tillväxtbolag kontra mer cykliska valuebolag dämpades

dock under sista kvartalet. Utsikterna till ekonomisk återhämtning i år, med stöd av vaccinutrollning och finanspolitiska stimulanser, skapar bättre förutsättningar för de cykliska bolagen. Samtidigt ser vi tecken på att räntekomponenten i kalkylen kan byta riktning. Efter många år med trendmässigt fallande räntor har amerikanska långräntor stigit en del, drivet av både högre inflationsförväntningar och risk för en något tidigare reträtt från rådande extremt expansiva penningpolitik. Modesta rörelser i den riktningen skulle vi se som välkomna ur ett börsperspektiv då de signalerar en normalisering av det ekonomiska läget. Men större och snabbare ränteuppgångar skapar tillväxtrisker givet hög global skuldsättning och sätter press på de redan uppdrivna aktievärderingarna. Det gäller särskilt för tillväxtbolag där stigande räntor slår hårt på nuvärdet av vinster fram i tiden.

Omvärderingskandidater bland nordiska bolag. Den globala återhämtningen skapar intressanta förutsättningar för många bolag i Norden. De nordiska börserna har en större andel cykliska bolag och de stora värderingsskillnaderna mellan tillväxt- och valuebolag gör att det finns en hel del omvärderingskandidater i Norden. Den senaste tidens kronförstärkning slår förvisso negativt mot stockholmsbörsen men kronstyrkan sammanfaller med ljusare tillväxtutsikter, vilket är en starkare kraft i motsatt riktning. Vi räknar med att verkstadsindustrin i Norden, där Sverige väger tyngst, ska leverera en vinstökning före skatt på 25 procent i år, trots valutamotvinden.

Bidens valvinst ger fortsatt uppsida för hållbarhet. Enkäter visar att många placerare redan börjat rotera sina portföljer och minska tillväxtövertikten, men på en taktisk horisont ser vi ändå potential för valuebolag. På längre sikt talar mycket fortsatt för de starka digitala bolagen och erfarenheterna från pandemin kan väntas öka takten i en redan stark digitaliseringstrend. Höga värderingarna begränsar dock potentialen. En annan sektor som har fortsatt medvind från strukturella trender är produkter och tjänster som bidrar till en hållbarare värld. Allt fler placerare riktar sitt fokus hit och andelen hållbara fonder ökar snabbt, liksom kapitalflödet till denna typ av produkter. Detta underbyggs också av såväl den demokratiska valsegern i USA som borgar för tydliga satsningar inom området som politiska strävanden i den riktningen i Kinas nya femårsplan samt kraftfulla politiska initiativ inom EU som syftar till att styra kapital till mer hållbara investeringar, med fokus på koldioxidmålet i Parisavtalet.

Fortsatt potential trots att mycket positivt är inprisat. Placerarenkäterna visar också att förvaltarna har ett relativt högt risktagande i sina portföljer, med högre aktieandelar än historiska snitt. Tillsammans med värderingar som redan diskonterar en ljus bild dämpar det potentialen för större uppgångar. Men börserna går sällan dåligt under perioder av god tillväxt, ultralåga räntor gör också att TINA-effekten (There Is No Alternative) består samtidigt som centralbanker och regeringar skapar ett golv genom att utlova fortsatta stimulanser. Det talar för att tillväxtbilden måste bli tydligt värre och /eller värderingarna riktigt höga för att större nedgångar ska materialiseras. Vinsthemtagningar med nedgångar på 10, kanske 15, procent förblir dock en naturlig del av bilden. För kommande 12 månader ser vi ändå en uppgångspotential på höga ensiffriga tal.

USA

Svag inledning följs av ny rivstart

USA:s ekonomi har varit motståndskraftig under pandemin. Tillväxten bromsar in i början av året men utsikter till ökade stimulanser med demokratisk kontroll av kongressen ger nytt bränsle för ekonomin senare i år. BNP väntas öka med 4,5 procent 2021; en uppjustering med nästan en procentenhet. Fed behåller nollränta och fortsätter att expandera sin balansräkning i oförändrad takt i år.

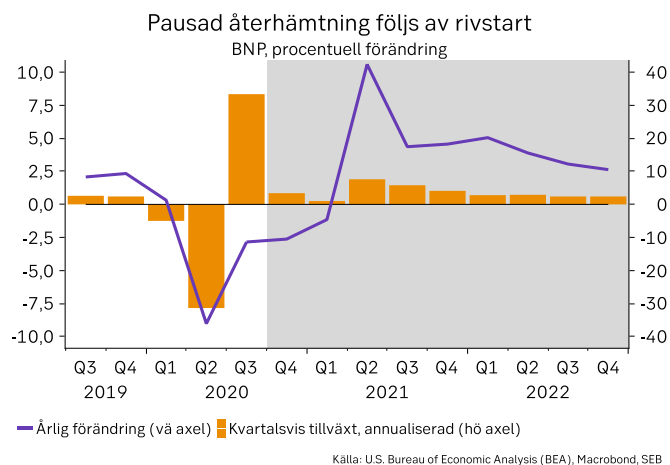
Vaccin ger hopp bortom vinterns tillväxtsvacka

Återhämtningen efter det historiskt stora fallet i våras har gått snabbare än väntat, med stöd av rekordlåga räntor och stödpaket. BNP-fallet för 2020 ser ut att stanna på -3,5 procent. Det är den största nedgången i modern tid, inklusive finanskrisen (-2,5 procent 2009), men ändå långt bättre än de runt -7 till -8 procent som spåddes av officiella prognosmakare (OECD och IMF) i juni. Att vaccinationer kommit igång gjuter nytt mod i ekonomin. Hushåll och företag kan nu planera utifrån en återgång till ett mer normalt läge andra halvåret; en viktig skillnad jämfört med den djupa osäkerhet som rådde under inledningen av pandemin. Utsikter till nya omgångar av finanspolitisk stimulans under Biden-administrationen ger förutsättning för ett rejält tillväxtlyft när virusbegränsningarna lättar. BNP-prognosen för i år revideras upp till 4,5 procent från 3,6 procent i Nordic Outlook november. 2022 väntas BNP stiga med 3,6 när tillväxten gradvis går tillbaka ned mot trend. Prognosen innebär att BNP är tillbaka på förkrisnivåer andra halvåret i år, 1 ½ år efter att pandemin bröt ut. Det är ungefär hälften så lång tid som det tog för ekonomin att hämta igen tappet från finanskrisen 2008/2009. Gapet till den tidigare tillväxttrenden sluts däremot inte fullt ut.

Nolltillväxt i början av 2021. Vinterns förvärrade virusspridning leder till en inbromsning under kvartal fyra 2020 och tillväxt nära noll under första kvartalet i år. Effekterna är milda jämfört med utvecklingen i Europa samt framförallt de stora BNP-fallen i våras. Data indikerar dock nya bakslag för konsumentnära tjänster samt i detaljhandeln. Industrin och företagsanknutna tjänster har däremot visat motståndskraft trots tecken på ökade virusrelaterade störningar i leveranser och tillgången på arbetskraft. ISM:s indikator för tillverkningsindustrin steg i december till de högsta nivåerna sedan augusti 2018 och starten på USA:s handelskrig med Kina. Förlängda leveranstider, normalt en positiv konjunktursignal men nu en följd av pandemin, bidrar till att "artificiellt" lyfta indexet. Även komponenter som speglar underliggande efterfrågan, som produktion och order, har dock stigit till tydligt expansiva nivåer. Det bekräftar bilden av att företagen nu blickar bortom kortsiktiga utmaningar från viruset. Sentimentet i tjänstesektorn har enligt ISM:s tjänsteindex hållit sig kvar på nivåer som indikerar växande aktivitet. Undantagna är sektorer som är beroende av social interaktion som nöjen och besöksnäring.

Kortvarig svacka för investeringar men exporten släpar efter.

Återhämtningen i industrin drevs inledningsvis av varaktiga konsumentvaror, särskilt bilar, samt stark efterfrågan på IT- och telekomutrustning, men visar nu tecken på att breddas mot investerings- och insatsvaror exklusive energi. Industrins orderingång för investeringsvaror, exklusive volatila försvars- och flygplansbeställningar, låg i november 7 procent över nivån i februari, vilket indikerar en kortvarig svacka i industrins investeringar jämfört med tidigare nedgångsfaser. Utvecklingen för byggandet är tudelad. Låga räntor och litet utbud har satt rejäl fart på bostadsbyggandet vilket kompensert för ett fall för övrigt byggande, främst inom privat sektor. Bostadsbyggandet fortsätter att bidra positivt men takten i uppgången väntas avta efter fjolårets snabba expansion. Att USA:s stimulanspolitik varit mer kraftfull än i omvärlden har bidragit till växande underskott i utrikeshandeln och nettoexporten väntas ge negativa bidrag till BNP. Positiva export-orderomdömen i ISM signalerar fortsatt uppsving framöver samtidigt som exporten har långt kvar till förkrisnivåer. Exporten till Kina har fortsatt att stiga i snabb takt, men inte tillräckligt för att uppfylla villkoren i det handelsavtal som slöts i början av året ("fas ett"). Enligt Peterson-institutet hade Kina i december importerat varor motsvarande knappt 60 procent av målet för hela 2020. Vi tror att Biden tills vidare håller fast vid avtalet för att behålla en



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,2	-3,5	4,5	3,6
Arbetslöshet*	3,7	8,1	6,1	4,6
Löner	3,3	4,7	2,7	1,8
KPI	1,8	1,3	2,3	2,2
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	1,7	1,4	1,8	1,9
Offentligt saldo**	-6,7	-15,5	-13,0	-8,0
Offentlig bruttoskuld**	108	126	133	135
Fed funds rate, %***	1,75	0,25	0,25	0,25

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

press på Kina men risken för nya straffttullar har minskat. USA:s handelspolitik efter Trump behandlas i en tema-artikel på sid 26.

Högt hushållssparande bäddar för ökad konsumtion

Förvärrad virussspridning, nya svaghetstecken på arbetsmarknaden och nedtrappning av stödåtgärder dämpade konsumentförtroendet mot slutet av 2020. Efter en kraftfull återhämtning inom främst detaljhandeln sjönk privat konsumtion i november för första gången sedan kollapsen i april. Detta beror på nya restriktioner och inte brist på köpkraft. Reala disponibelinkomster låg i november fortfarande 2,5 procent över nivåerna i början av 2020, samtidigt som sparandet förblivit högt och stigande priser på aktier och bostäder lyftt förmögenheter. Sparkvoten har fallit från över 30 procent i april men nuvarande nivå på 13 procent är fortfarande högre än de 7,5 procent som noterades i början på året. Delar av hushållssektorn befinner sig dock i en utsatt situation när tidigare generösa arbetslöshetsunderstöd upphört.

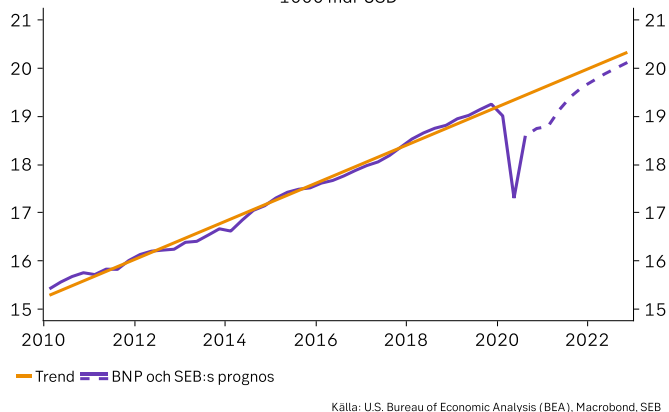
"Ketchup-effekt" för privat konsumtion. I december enades kongressen till sist om ett nytt paket, med stöd för småföretag, förlängda federala arbetslöshetsunderstöd, om än på lägre nivåer än i förra vårens stödpaket, samt nya direktbetalningar till hushåll på 600 dollar per kvalificerad vuxen. Demokraterna krävde, i likhet med Trump, 2000 dollar per individ och Biden har lovat att leverera detta. Det kan ge ännu en kraftfull skjuts till konsumtionen under våren och så småningom en nytändning för privata tjänster. Förra vårens hushållscheckar var på 1200 dollar och bidrog till ett engångslyft i disponibla inkomster på ca 15 procent i april, samma månad som arbetslösheten steg till högsta sedan 30-talet. Enligt en undersökning (NBER Working Paper) räknar hushållen med att spendera i genomsnitt 40 procent av de första checkarna. Blir effekterna av nästa omgång likartad kan detta stärka konsumtionen med nära 1 procent av BNP. Prognosen är att privat konsumtion stiger nära 5 procent i år efter ett fall på nära 4 procent i fjol.

Alltjämt långt kvar till normal arbetsmarknad. Arbetslösheten har fallit snabbt sedan toppen i våras. Det är en tydlig skillnad mot tidigare kriser och speglar att många tillfälligt arbetslösa kunnat återvända till sina arbeten när ekonomin öppnat. Även om mer än hälften av förlorade jobb återvunnits saknar nära 10 miljoner amerikaner alltjämt jobb. Arbetslösheten låg i december på 6,7 procent. Denna siffra överdriver återhämtningen, dels på grund av tekniska problem med klassificering enligt statistikmyndigheten (bidrar med upp till en halv procentenhet) men framförallt för att arbetskraftsdeltagandet fallit med ca 2 procentenheter sedan starten på pandemin. I december föll sysselsättningen för första gången sedan i våras. Nedgången på 140 000 drevs av nedskärningar inom nöje, hotell och restaurang medan industrin, tjänster till näringslivet, detaljhandeln och bygg nyanställde. De som förlorade jobben klassificeras huvudsakligen som tillfälligt arbetslösa och många av dessa bör kunna återfå sina jobb när virusrestriktionerna lättar. Antalet permanent arbetslösa och långtidsarbetslösa har dock gradvis ökat. I april klassificerades nära 90 procent av de arbetslösa som tillfälligt arbetslösa; idag är samma andel drygt 40 procent. Det talar för att nedgången går långsammare framöver. De närmaste månaderna räknar vi med en utplaning eller to m liten uppgång. Prognosen är en arbetslöshet på 6,1 procent i år och 4,6 procent 2022. I slutet av prognosperioden ligger arbetslösheten på 4 procent, inte långt över 50-årslägsta nivåerna innan krisen. Vi gör därmed en optimistisk bedömning av de långsiktiga skadeverkningarna från pandemin, jämfört med efter finanskrisen.

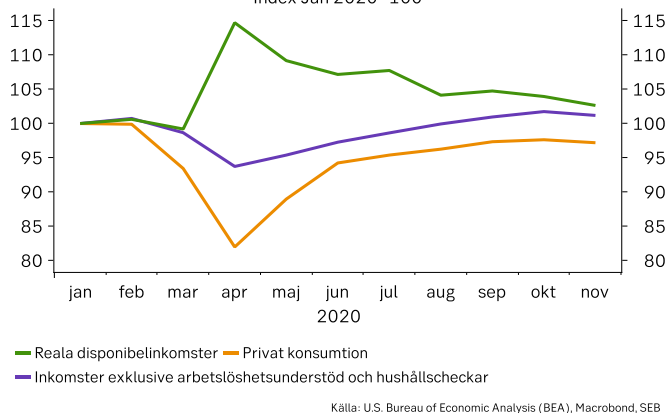
Biden förbereder massiva stimulanser

Nya finanspolitiska stimulanser skulle stärka förutsättningarna för en snabb återgång till ett mer normalt läge i ekonomin. Demokraterna har efter två senatsval i Georgia en knapp majoritet i senaten (inklusive vicepresident Harris utslagsröst) samt i representanthuset. Medan lagstiftning generellt kräver kvalificerad

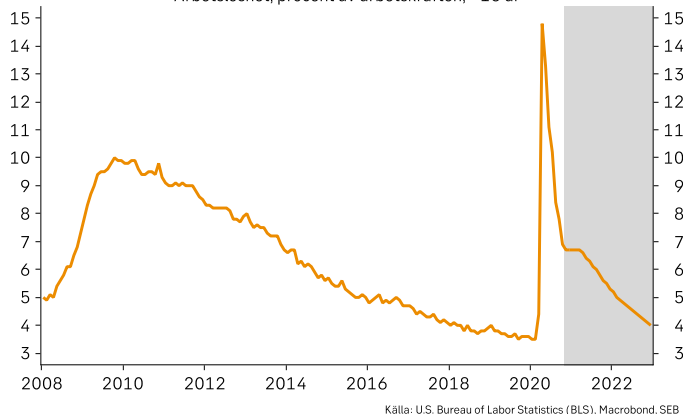
USA:s ekonomi tillbaka på förkrisnivåer i höst
1000 mdr USD



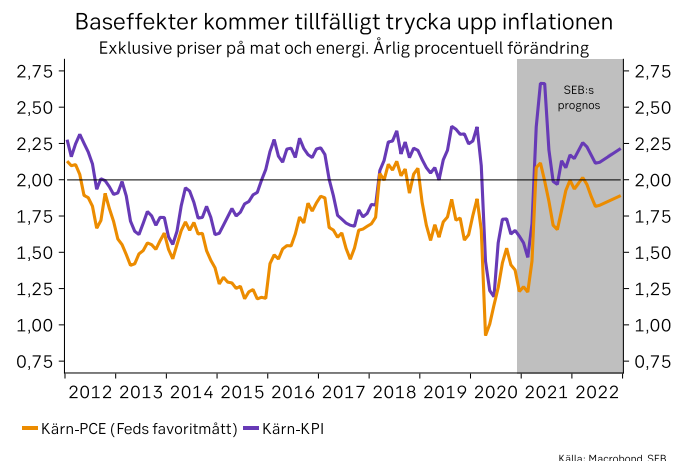
Finanspolitiken har hållit uppe inkomster och konsumtion
Index Jan 2020=100



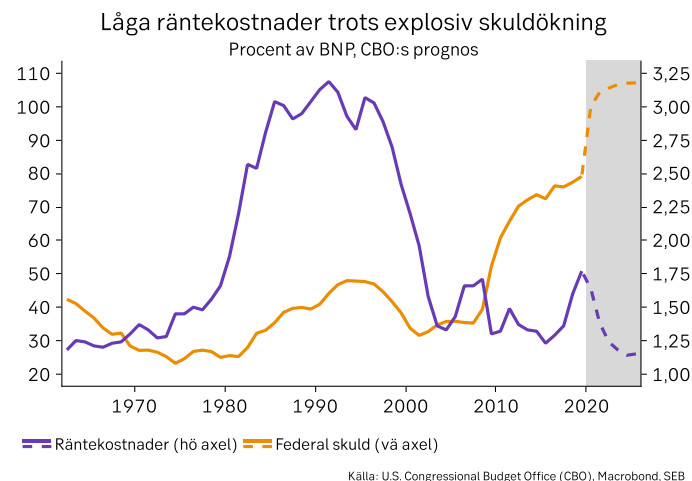
Arbetslösheten har fallit snabbt jämfört med tidigare kriser
Arbetslöshet, procent av arbetskraften, >16 år



majoritet i senaten (60 av 100 röster) kan förslag som påverkar utgifter, inkomster och skuldtaket tas med enkel majoritet (under vissa villkor). Demokratiska senatorer i konservativa delstater får en vågmästarposition, vilket ändå begränsar utrymmet för en vänstersväng i politiken jämfört med valplattformen. Kortsiktigt ligger fokus på att säkerställa en fortsatt återhämtning; viktigt inför mellanårsvalen 2022. Biden har aviserat ett nytt lånefinansierat paket på 1900 miljarder, som utöver utökade checkar innehåller förlängt och utökat arbetslöshetsunderstöd till mitten av året, mer pengar till småföretag, stöd till delstater/lokala myndigheter, för vaccinationer och för säkert öppnande av skolor.



Skulden stiger till 135 procent av BNP. Låga räntor gör dock att USA kan bära en högre skuldbörda



Vi räknar med att Biden senare i vår lägger fram delar av sina gröna infrastrukturinvesteringar samt utvidgad sjukförsäkring, delvis finansierat med tidigare aviserade skatteköningar på höginkomsttagare och bolag. Inklusive paketet i december (900 mdr USD) räknar vi med ofinansierade satsningar på totalt 2800 miljarder USD i år, motsvarande en stimulansdos på ca 13 procent av BNP. Statsskulden fortsätter att stiga i hög takt, till 135 procent av BNP i slutet av 2022. Låga räntor gör dock att USA kan bära en högre skuldbörda; federala räntekostnader som andel av BNP var enligt kongressens budgetkontor, CBO, i fjol ca en halv procentenhet lägre än år 2000 samtidigt som skulden som andel av BNP gått från drygt 30 till över 100 procent av BNP.

Dämpat underliggande inflationstryck. Störningar från pandemin har lett till volatila priser på många varor och tjänster. Baseffekter gör att kärninflationen exklusive livsmedel och energi tillfälligt går över 2 procent under första halvåret 2021. Sammansättnings-effekter på grund av att sysselsättningen främst sjunkit inom låglönejobb har bidragit till att hålla uppe de genomsnittliga löneökningarna som nu ligger runt 5 procent. Lågt resursutnyttjande talar dock för ett fortsatt dämpat underliggande inflationstryck. Inte ens 3,5 procents arbetslöshet innan krisen gav upphov till någon tydlig acceleration. Att ungefär var tredje småföretag ser brist på arbetskraft, enligt NFIB:s enkät, trots rådande höga arbetslöshet är anmärkningsvärt, men speglar troligen åtminstone delvis effekter av pandemin. Feds favoritmått kärn-PCE väntas ligga kvar strax under 2-procentsmålet i slutet av prognosperioden (läs mer om inflationen i sammanfattningen och temaartikel på sid 15).

Fed behåller räntan nära noll

Fed-ledamöterna justerade upp sina ekonomiska prognoser i december samtidigt som majoriteten fortsatte att indikera oförändrad styrränta på 0,00 - 0,25 procent under hela perioden fram till och med 2023. Vi utesluter inte att starten kan komma att tidigare läggas något om den ekonomiska återhämtningen tar fart, men håller fast vid prognosen om oförändrad ränta nära noll till slutet av 2022. Feds obligationsköp ska enligt en ny "guidance" fortsätta i minst nuvarande takt om 120 mdr USD per månad (80 mdr i stats- och 40 mdr i bostadsobligationer) tills "ytterligare betydande framsteg" ("substantial further progress") gjorts mot Feds sysselsättnings- och inflationsmål. Protokollet visade samtidigt inte på några planer från Fed-ledamöternas sida att justera vare sig storlek eller sammansättning på köpen trots att Fed kortsiktigt ser nedåtrisker för ekonomin från pandemin.

Fokus på tidpunkten för när Fed börjar banta obligationsköpen.

Fed har aviserat att bantningen ("tapering") ska följa samma principer som 2014. Då drogs köpen ned under 10 månader från ett initialt belopp på 85 mdr per månad, vilket sedan följdes av en första räntehöjning drygt ett år senare. Detta pekar mot att "tapering" inte är en fråga för 2021, så länge som räntehöjningar ligger ett par år fram i tiden. Feds totala köp motsvarade i fjol nästan hela statens underskott; i år tror vi att Feds köp motsvarar halva underskottet eller en tredjedel om man bara ser till statsobligationer. Feds antagande av genomsnittligt inflationsmål och sikte på att tillfälligt låta inflationen skjuta över 2 procent ser ut att ha fått fäste i marknadsbaserade inflationsförväntningar. Det innebär att 10-åriga realräntor ligger kvar på nivåer nära -1 procent trots stigande nominella räntor efter Bidens seger i kongressen. Vi tror att Fed kan acceptera högre räntor så länge som dessa drivs av ökad optimism kring ekonomin och/eller stigande inflationsförväntningar. Skulle ökade upplåningsbehov sätta press upp på långa räntor på ett sätt som väsentligt stramar åt de finansiella förhållandena kan Fed dock väntas agera, till exempel genom att öka andelen köp i obligationer med längre löptider.

Tema:

Handel & politik

Multilateralismens återkomst – eller nya bakslag?

Trots covid-19-pandemin och historiska BNP-fall avstod världens regeringar från protektionism under 2020. Det bidrar positivt till den ekonomiska återhämtningen 2021 och 2022. Med Biden som ny USA-president och en förväntad pånyttfödelse av världshandelsorganisationen WTO tar världen små men viktiga steg tillbaka till multilateralism och ökad handelspolitisk förutsägbarhet med lägre riskpremier. Vi räknar med att världshandeln växer med 8 procent i volym i år och med ytterligare 5 procent 2022 vilket innebär att vi är tillbaka på förkrisnivåer i slutet av nästa år.

Världshandeln väntas ha fallit 10 procent 2020 (i volym). Olja/råvaror, bilar- och bildelar samt tech-produkter utgör några av de största bidragen till globala handeln – produkter som starkt påverkas av konjunktur, industriella revolutioner och säkerhetspolitiska beslut. En tilltagande virus spridning i slutet av 2020 och början på 2021 har inneburit nya restriktioner som väntas påverka handeln negativt kortsiktigt men inte långsiktigt.

Pandemin är den första fullskaliga globala krisen sedan andra världskriget men regeringar har ändå lyckats upprätthålla det globala handelssystemet. I krislägen ökar alltid frestelsen att dels nedprioritera globalt samarbete, dels agera på ett sätt som innebär att nödvändiga och ofta svåra anpassningsprocesser övervältras på andra. Överlag har detta alltså inte skett 2020.

Handelspolitik handlar inte bara om tullar och kvoter. Snåriga byråkratiska beslutsprocesser, valutapolitik och olika typer av statsstöd är dolda handelshinder som rör sig i bakgrunden. Hindrandet av handel försämrar förutsättningarna för återhämtningen genom att t ex hämma export, investeringar och teknologiöverföring.

Ny färdriktning för handelspolitiken är nu möjlig. Med Biden i Vita huset väntas USA åter ta steg mot ökad multilateralism som också kan vitalisera WTO och stimulera tillkomsten av nya frihandelsavtal. Enskilda länders krispolitik och påverkan på konkurrensläget kan dock bli en källa till konflikter i efterdyningarna på covid-19-krisen.

Ingen återställare till politiken före Trump

Biden kommer att medföra en förändring i tonläge och förutsägbarhet för global handel. Svag trend för industrins investeringar sedan handelskriget inleddes 2018 stöder bilden av att det inte gynnat USA:s ekonomi. Biden har lovat att se över tullarna på stål och aluminium enligt sektion 232 och mot Kina enligt sektion 301. Att ståltullarna infördes med hänvisning till USA:s säkerhet har varit en nagel i ögat på USA:s allierade. Biden-administrationen ser inte EU som fiender utan möjliga partners. Risken för fortsatt eskalering i handelskriget till Europa med tullar på bilar kan troligen avföras. USA:s kritik mot WTO och dess system för konfliktlösning föregår Trump. Vi tror ändå att Biden kan öppna för tillsättningen av en ny WTO-chef och en fungerande skiljedomstol (nedan). En återställare till USA:s handelspolitik under tidigare administrationer är ändå inte trolig.

Protektionismen har fått starkt fäste inom både det demokratiska och republikanska partiet. Biden säkrade sin seger med stöd av delvis samma röster från USA:s rostbälte som gav Trump presidentposten 2016. Bidens behov av stöd från stålfacken lägger hinder i vägen för ett ensidigt tillbakarullande av ståltullarna. Biden har lovat att tillsammans med allierade arbeta för mer rättvisa handelsvillkor. EU:s nya investeringsavtal med Kina, som slöts trots en direkt vädjan om att avvakta från den nya Bidenadministrationen, innebar dock ett omedelbart bakslag för planerna att bilda gemensam front mot Kina.

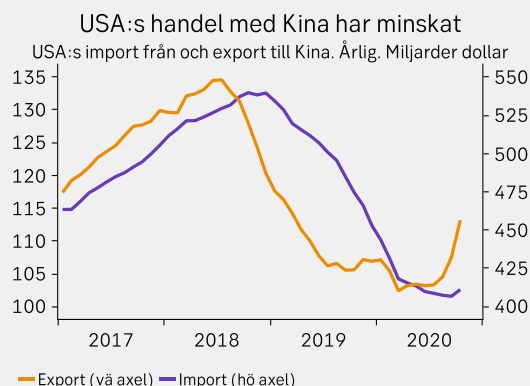
Handelspolitiken underordnas Bidens inhemska agenda. Fokus för handelspolitiken ligger inte längre bara på att säkra billiga importerade konsumentvaror. Trumpadministrationen gjorde utrikeshandeln till syndabock för avindustrialiseringen i USA. Den synen delas delvis av demokraterna. Tullar ersätts dock av aktiv industripolitik för att stärka industrins och arbetskraftens globala konkurrenskraft. Där ingår ökad inhemsk upphandling, stöd till energiomställningen från fossila bränslen och satsningar på infrastruktur och utbildning. Därtill vill Biden i spåren av pandemin, och i likhet med Trump, minska beroendet av globala produktionskedjor för exempel medicinsk utrustning.

Allt sluta nya breda handelsavtal har lägre prioritet.

Vi räknar inte med att USA i närtid återupptar förhandlingarna om ett handelsavtal med EU, TTIP, eller ett inträde i asiatiska TPP. Att Kina flyttat fram positionerna genom det nya asiatiska frihandelsavtalet RCEP visar dock på kostnaderna för USA:s isolationism under Trump. Demokraterna ser det nya nord-amerikanska handelsavtalet USMCA som ett föredöme vad gäller krav på goda arbetsvillkor och miljö. Det komplicerar framtagandet av nya avtal med låglöneländer. Klimatet är däremot ett nytt område för globalt samarbete som även kan ge Biden möjlighet att runda USA-kongressen vad gäller införandet av koldioxid-tullar (carbon border taxes) och koldioxidavgifter.

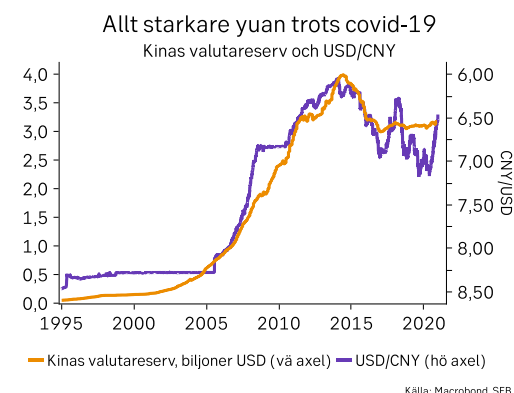
Arvet från Trump utgörs framförallt av Fas ett-avtalet med Kina. Kinas reglerade importvolym har inte löst de underliggande problemen mellan USA och Kina, men avtalet innebar ändå framsteg inom till exempel

påtvingad teknologiöverföring och IP-rättigheter. Vi tror att Biden står fast vid avtalet trots att Kina inte uppfyllt importmålen. Tullarna behålls för att sätta press vad gäller nästa steg kring Kinas statliga inblandning i ekonomin. Biden måste också hantera de ofärdiga handelsförhandlingarna med Storbritannien liksom konflikten med EU kring digitala skatter.



Kinas yuan stärks: ny bricka i spelet

Kina har låtit yuansen stärkas med 7 procent mot dollarn – ca 4 procent i effektiva termer (BIS) – under 2020. Vår slutsats är att en USD/CNY på ca 6,50 dollar ligger nära jämviktsnivån. Det minskar risken för handelspolitiska konflikter.



Yuanens styrka speglar även en dollar som tappat amerikanska centralbankens korträntestöd. Det är dock troligt att Kina vill uppvisa en starkare valuta för omvärlden av tre skäl:

Symbolvärdet: Yuansen signalerar att Kinas ekonomi lyckats bemästra covid-19 och står sig starkare än många utvecklade ekonomier inklusive den amerikanska. Kina vill framstå som en av globaliseringens och frihandels främsta vänner och vill uppfylla G20-överenskommelsen om att inte vinna konkurrensfördelar genom valutapolitik.

Stabiliserande: Många företag, inte minst statliga, har uppskattningsvis ca 3 000 miljarder dollar denominerade i US-dollar. Kinas skuldproblem minskar i takt med att yuansen stärks mot dollarn.

Attraktionskraft: En starkare yuan ökar omvärldens aptit på kinesiska finansiella tillgångar och gör det mindre intressant för utländska företag att valutasäkra direktinvesteringar i Kina.

”Mer – inte mindre – frihandel”

Handelskonflikter innebär att inte bara att stora ekonomiska värden står på spel för USA, Kina, EU och resten av världen. Det handlar också om taktik. USA, Kina och EU är fastlåsta i en strategisk konkurrenssituation kring ekonomiskt, teknologiskt, politiskt och ideologiskt ledarskap där USA:s och EU:s marknadsstyrda kapitalism möter Kinas statsledda kapitalism. Pandemin och klimatkrisen är dock två uppenbara exempel där det krävs allianser mellan ett stort antal länder som har gemensamma mål (dvs multilateralism). Världens regeringar har fått möta globala utmaningar som kräver globala lösningar. Det ger även plattformar för utökat handelssamarbete.

Flera viktiga symboliska och ekonomiska steg togs på det handelspolitiska området under 2020 trots pågående covid-19-kris. Till exempel undertecknade i november förra året 15 asiatiska länder, inklusive Kina, ett omfattande handelsavtal (Regional Comprehensive Economic Partnership RCEP). Dessa ekonomier utgör runt 30 procent av världsekonomin. Även brexitavtalet föll på plats i sista stund. Men USA:s och Kinas handelskrig och paralyseringen av WTO de senaste åren innebär att ett globalt multilateralt handelssystem inte kan tas för givet.

WTO – en fågel Fenix 2021?

WTO:s 164 medlemsländer står för 98 procent av global handel. Länderna har enats om handelsregler och hur dessa ska efterlevas. Vid G20-mötet i Osaka 2019 underströk ledarna vikten av att nu snabbt reformera WTO med sikte inställt på att nå resultat på WTO-mötet i Kazakstan i juni 2020. Pandemin har nu flyttat toppmötet till juni 2021.

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 globala handelns utveckling och framväxten av nya stora ekonomier som till exempel Kina. WTO anses även behandla områden som varor, tjänster och data i separata silos. Digitala teknologin transformerar handeln i rasande fart när det gäller hur vi handlar och vad som handlas. Men det saknas regelverk för hur e-handel övervakas.

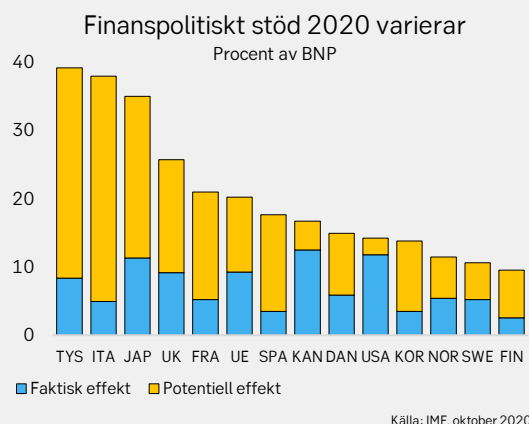
WTO:s skiljedomstol blev satt ur funktion i december 2019 då USA blockerat tillsättning av nya domare. Överprövningsorganet har inte fungerat på drygt ett år. Effekterna på kort sikt har varit hanterbara men risken ökar för nya dispyter när länders rättigheter inte kan prövas och försvaras.

WTO befinner sig i kris och har uppenbart tappat i legitimitet hos sina medlemsländer; hos vissa regeringar är förtroendet mer eroderat än hos andra. Det har inneburit att ”djungelns lag” kommit att få en mer framskjuten roll inom det handelspolitiska området de senaste åren medan WTO:s skiljedomstol satts ur funktion (se ovan). Noterbart är dock, vilket är positivt, att inget land valt att avsluta WTO-medlemskapet. Istället finns 23 länder som ansöker om att få vara en del av WTO. Signalvärdet

av detta är betydande. Vid toppmötet i juni i år väntar vi oss att WTO konkretiserar reformstegen.

Covid-19-politiken – källa till konflikter?

Under covid-19-krisen har länder sjösatt en stödpolitik som hittills uppskattas uppgå till knappt 20 biljoner dollar (23 procent av global BNP). Finanspolitiken står för två tredjedelar av politiken. Politiken har haft en **direkt** budgetpåverkan genom bl a stora offentliga satsningar och lättnader att betala till exempel företagsskatt. **Indirekt** har också företagsstöd getts genom till exempel statligt kapitalstöd (bl a flygsektorn) men också betydande kreditgarantier och statliga lån till företag. Krispolitiken, om än försvarbar, påverkar också det globala konkurrenslandskapet.



I EU regleras statsstöd av fördrag och måste godkännas av kommissionen. EU-länder som Tyskland, Italien, Frankrike och Spanien ger ett omfattande företagsstöd på 20-30 procent av BNP. I USA är företagsstödet via finanspolitiken mindre än i till exempel EU och Japan men desto mer omfattande via centralbankens stödpolitik. Utnyttjandegrad och hur snabbt ekonomier återhämtar sig avgör risken för handelskonflikter de närmaste åren.

Resan tillbaka till normalitet

Inhemska politiska skiften i USA gör det svårt att se en återgång till det frihandelsvänliga klimatet före Trump. Inhemska intressen är nu tydligt överordnade strävan efter nya handelsavtal och fokus för Biden-administrationen kommer att ligga på att säkerställa en inhemsk återhämtning i ekonomin samt goda jobb och inkomster för medelklassen. Risken för att nya tullar kastar grus i maskineriet för internationell handel har dock minskat och det globala samtalsklimatet mellan USA och dess allierade går ändå mot en nytändning.

Den ekonomiska återhämtningen kommer att drivas av tjänstesektorn i takt med att olika restriktioner lyfts. Pandemin har skapat tillfälliga konsumtions- och beteendeförändringar med ökat fokus på varukonsumtion på bekostnad av tjänstesektorn. En normalisering innebär att global handel under 2022 kan utvecklas svagare utan att det är ett trendbrott.

Japan

Trevande steg mot en ljusare framtid

Hårda virusrestriktioner fortsätter att inverka negativt på återhämtningen. Tillverkningsindustrins motståndskraft och vaccination ger dock förhoppningar om en BNP-tillväxt på 2,1 procent i år. Investeringar och privat konsumtion bidrar till tillväxten 2021-22. Inflationen når inte 2-procentsmålet under prognosperioden. Bank of Japan behåller därför inriktningen på sin expansiva penningpolitik även 2022. Reformbehovet är skriande stort för att Japan inte ska upprepa tillväxtbakslag från tidigare kriser.

Covid-19 väntas ha bidragit till ett BNP-fall på 5,2 procent 2020.

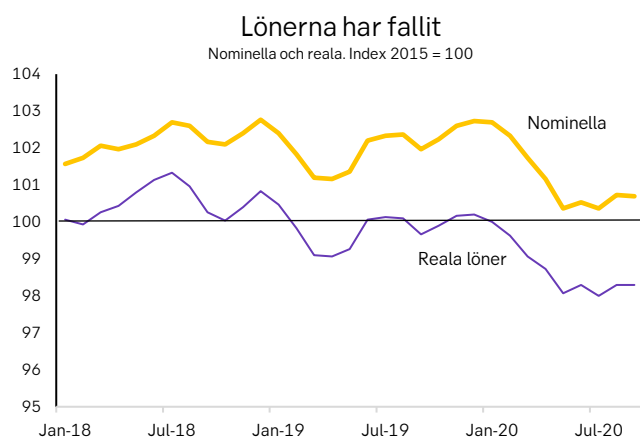
Återkommande restriktioner för att bekämpa virusspridningen håller tillbaka inhemsk efterfrågan. I takt med att restriktioner lyfts både i Japan och omvärlden under våren, i kombination med stöd från penning- och finanspolitiken, väntas trevande steg mot en ljusare framtid. BNP väntas växa 2,1 procent i år och 1,0 procent 2022 vilket är över potentiell tillväxt som enligt Bank of Japan (BOJ) bedöms ligga på ± 0 procent. Nedåtriskerna dominerar och ekonomin är sårbar för avstannande globalisering, ökad konkurrens inom global techsektor och protektionism. Vår prognos utgår från att OS i Tokyo genomförs ett år försenat, dvs i månadsskiftet juli-augusti, vilket bidrar till den ekonomiska återhämtningen under 2021.

Japan måste undvika att upprepa misstag från tidigare kriser. Efter kriserna i början av 90-talet (bubbel-ekonomin), slutet av 90-talet (Asienkrisen) och 2008-09 (Lehmankollapsen) har Japan uppvisat en påtagligt svagare tillväxtutveckling. Strukturreformer behövs för att öka produktionsförmågan genom ökat arbetsutbud, fler investeringar och/eller högre produktivitet. Premiärminister Yoshida Suga har hittills, av förklarliga skäl, främst fokuserat på olika åtgärder som bemästrar virusspridningen och stöttar företag och hushåll att övervintra krisen. Suga antas fortsätta att följa huvuddragen i Abenomics (ultralätt penningpolitik, expansiv finanspolitik och strukturreformer). Digitalisering och klimatet är dock två områden där Suga tycks ha mer ambitiösa mål än föregångaren Shinzo Abe. Det kan lösa vissa av strukturproblemen, t ex bristen på arbetskraft.

Företagens stora kassakistor som byggts upp under många år har minskat men är ändå tillräckligt stora för att ge japansk industri globala styrkefördelar och ökade investeringar under förutsättning att återhämtningen kommer igång under våren. BOJ har samtidigt ambitionen att starkt bidra till företagets kreditförsörjning. I december förra året förlängdes utlåningsprogrammet för företag ett halvår till september 2021. Målet är därmed att uppmuntra till investeringar i kapital, arbetskraft och forskning.

Japans arbetslöshet bedöms ha toppat på 3,1 procent och väntas falla långsamt under prognosperioden till 2,5 procent. Lönstillväxten har bromsat in rejält i takt med stigande arbetslöshet och väntas röra sig uppåt i mycket långsam takt de närmaste två åren. Regeringen och BOJ försöker reducera riskerna att företag och hushåll varaktigt ska sänka sina tillväxt- och inflationsförväntningar. Covid-19 har fått Japan att återvända till deflation; under fjärde kvartalet noterades kärninflationen till nästan -1 procent. Inflationen väntas ligga i intervallet -0,5 procent under prognosperioden. Nedåtriskerna består.

BOJ klarar således inte inflationsmålet på 2 procent. Långsiktiga inflationsförväntningar bland hushåll och företag har varit i en fallande trend i flera år och ligger idag på ca 1 procent (5-10 års sikt). På kort sikt har företagets läge hjälpts av stödpolitiken. Det är dock tveksamt om detta kan bidra till att lyfta löner och därmed inflationstrycket. Ett förväntat dollarfall utgör också en nedåtrisk för inflationen. Vi räknar med att USD/JPY handlas till 99 i slutet av 2021 till 102 i slutet av 2022.

**Nyckeldata**

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,0	-5,2	2,1	1,0
Arbetslöshet*	2,4	2,8	2,7	2,6
KPI exkl livsmedel	0,5	0,1	0,1	0,5
Offentligt finansiellt sparande**	-3,3	-14,2	-6,4	-3,2
Offentlig skuld**	238	266	264	263
Reporänta***, %	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
USD/JPY***	109	104	99	102

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

Euroområdet

Återhämtning i pausläge

Virusspridning och utvidgade restriktioner gör att ekonomierna åter krymper under vinterhalvåret. Att industrin håller emot bättre än i våras gör ändå att BNP-nivån inte faller lika djupt som då men prognosen för helåret 2021 justeras ändå ned tydligt. Stödet från krispolitiken bidrar dock till att mildra de strukturella skadorna. När vaccinet väl finns på plats finns därför goda förutsättningar för en relativt stark återhämtning från och med andra halvåret 2021.

Covid och vaccin fortsätter att styra i närtid

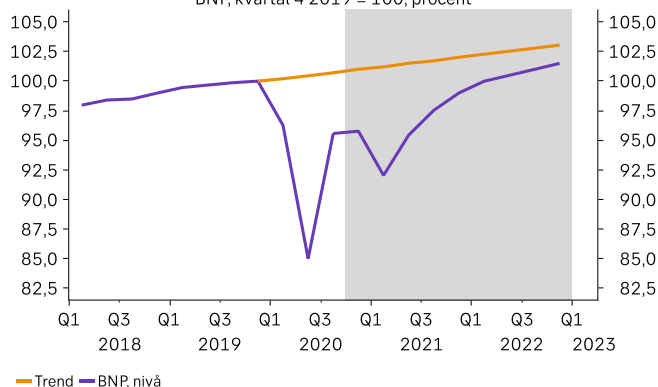
Året som gått har varit en rejäl berg- och dalbana med unikt stora svängningar i den ekonomiska aktiviteten. Även om återhämtningen i mitten av 2020 imponerande hade bara delar av vårens nedgång tagits tillbaka när pandemins andra vågen kom. Den allvarliga smittspridningen har nu lett till återinförda restriktioner och nedstängningar som kraftigt hämmar den ekonomiska aktiviteten den närmaste tiden. Fjärde kvartalet ser visserligen inte ut att bli så dålig som väntat och BNP är i stort oförändrad främst beroende på att industriproduktionen och byggandet hållits uppe. Men svackan blir betydligt mer utdragen och BNP-fallet i början på i år blir nära 4 procent. I vissa avseenden är restriktionerna mer omfattande än i våras, speciellt i Tyskland, men sammantaget tror vi ändå att ekonomin inte är nära det djupa fallet andra kvartalet 2020. Det finns uppenbarligen en större beredskap bland företag och hushåll att hantera situationen och därtill en politisk ambition att i högre grad utforma restriktionerna så att arbetsplatser trots allt kan hållas öppna. Utvecklingen under sommaren 2020 visar också att ekonomierna kan rekylera uppåt ganska snabbt när restriktionerna väl hävs. Under andra kvartalet i år har troligen vaccinationsprocessen kommit tillräckligt långt för att detta ska vara möjligt även om det ser ut som att euroområdet i viss mån kommer att släpa efter t ex USA och Storbritannien. Även om utvecklingen i närtid revideras ned har vi därför inte justerat BNP-nivån mot slutet av prognoshorisonten. BNP-fallet för 2020 ser nu ut att hamna på 6,6 procent och den mer utdragna svackan gör att rekyl uppåt för helåret 2021 stannar vid 3,1 procent; en nedrevidering med 0,9 procentenheter. För 2022 förutser vi en BNP-tillväxt på 4,9 procent; något högre än i tidigare prognos.

Industrin visar förvånansvärd styrka. Industrin fortsätter att utvecklas starkare än tjänstesektorn och efter höstens återhämtning har indikatorer för industrin fortsatt uppåt. Ambitionerna om att arbetsplatser i så stor utsträckning som möjligt ska hållas öppna gynnar industrin relativt tjänstesektorerna. Tyskland sticker ut på den positiva sidan med ett industri-PMI på över 58 i december. Även Frankrike, Italien och Spanien ligger över 50 strecket om än inte alls på lika starka nivåer. Framåtblickade komponenter för produktion är starkast men fler komponenter ligger på hyfsade nivåer. Indikatorn för sysselsättning ligger dock fortfarande under 50-strecket vilket inte är konstigt givet det allmänna ekonomiska läget och osäkerheten. Industrins orderläge beskrivs som bra framför allt på hemmamarknaden. Produktionen i tillverkningsindustrin hade i oktober återhämtat nästan hela krisfallet med en årstakt på -4 procent. Vi bedömer att industriproduktionen fortsätter att visa motståndskraft även om viss smittoeffekt från svagheter i andra delar av ekonomin troligen inte går att undvika.

Exporten har minskat något mer än industriproduktionen och låg i oktober 3 procent lägre än ett år tidigare. Det är tydligt att efterfrågan från omvärlden styrs av i vilken pandemifas man ligger i. Exporten till Kina är i stort sett oförändrad på årsbasis medan den fallit med 10-15 procent i löpande priser till de flesta andra regioner. En sådan nedgång ser vi även till Storbritannien där handelsproblematiken kring Brexit utgör ytterligare ett sänke. I linje med ekonomin generellt väntar vi oss att exporten kommer igång när tillväxten i resten av världen tar fart under andra halvåret 2021. Kapacitetsutnyttjandet ligger föga förvånande på en låg nivå även om det förbättrats sedan våren/sommaren. I det osäkra läget är det inte förvånande att företagen tvekar kring investeringar som väntas släpa efter när återhämtningen tar fart i höst och först 2022 börja visa mer kraft. Stabila och i de flesta länder stigande bopriser bidrar till att upprätthålla bostadsinvesteringarna.

Ökad virusspridning bidrar till svagheter kommande kvartal

BNP, kvartal 4 2019 = 100, procent



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,3	-6,6	3,1	4,9
Arbetslöshet*	7,6	8,0	8,7	8,2
Löner	1,9	1,5	1,5	2,0
KPI	1,2	0,3	0,8	1,2
Offentligt saldo**	-0,6	-8,5	-7,0	-4,8
Offentlig bruttoskuld**	84,0	103,3	106,3	106,6
Inlåningsränta, %***	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
EUR/USD***	1,12	1,20	1,27	1,23

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

Behov av ytterligare stimulanser

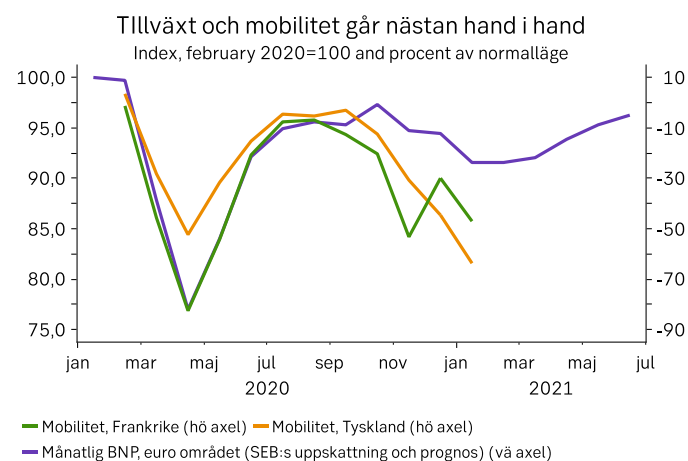
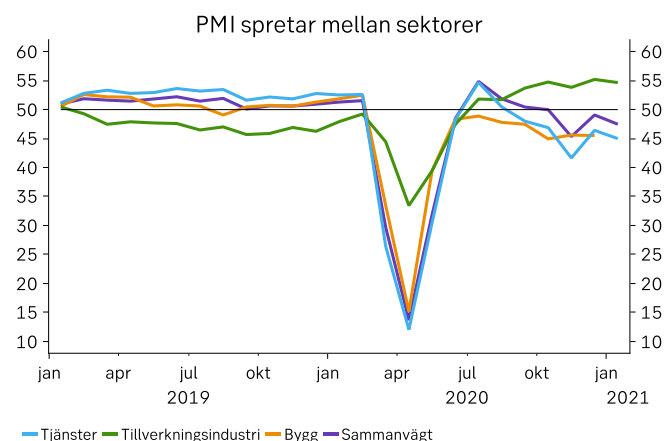
Efter att Brexit och EU:s stödpaket kunde bockas av mot slutet av 2020 kommer nu nya områden att dyka upp på den politiska agendan. Det gäller t ex den nya EU-stödfonden, det tyska valet samt relationerna mellan USA och EU. Efter att EU:s stödfond klubbats har redan viktiga steg tagits på nationell nivå också i länder där det funnits motstånd som skulle kunna störa implementeringen. Det tyska beskedet att stötta mellanstatliga transferringar och EU-upplåning var ett viktigt steg på både kort och lång sikt. Det hindrar inte att valet i Tyskland kommer att bli viktigt när förbundskansler Angela Merkel lämnar scenen efter att under lång tid bidragit till att ge stabilitet till EU-samarbetet.

BNP-prognoser (kanske Q4 och Q1 i tabellen nu?)

Kvartalsförändring kv4 2020-kv2 2021 samt årlig förändring i %

	Kv 4	Kv 1	Kv 2-	2020	2021	2022
Tyskland	0,5	-2,5	2,0	-5,2	2,0	4,0
Frankrike	-0,5	-3,5	4,0	-8,2	5,0	4,9
Italien	0,0	-4,0	3,0	-8,3	3,4	6,5
Spanien	0,0	-4,0	3,5	-11,1	2,7	6,2
Euroområdet	0,2	-3,9	3,7	-6,6	3,1	4,9

Källa: Eurostat, SEB



Även om Brexitöverenskommelsen kring årsskiftet gjorde att en hård skilsmässa undveks finns fortfarande många frågetecken kring konsekvenserna kvar. Förhandlingar kommer att fortsätta om frågor som inte lösts eller har skjutits upp. I och med att Joe Biden tillträtt som amerikansk president kommer vi även att få se försök till en nystart för att förbättra samarbetet mellan EU och USA. Relationen har dock alltid varit komplicerad med samförstånd inom frågor som försvar, handel och demokrati medan det ofta dykt upp meningsskiljaktigheter i globala frågor mellan USA och Västeuropa, och framför allt Frankrike. Framöver är det t ex sannolikt att vi får se spänningar i politiken gentemot Ryssland och Iran. Hanteringen av coronakrisen kan också leda till interna spänningar och i fler och fler länder ser vi hur den nationella politiken granskas och regeringar kritiserar. Detta sker därtill i en miljö där frågor som miljö och migration redan har stor sprängkraft.

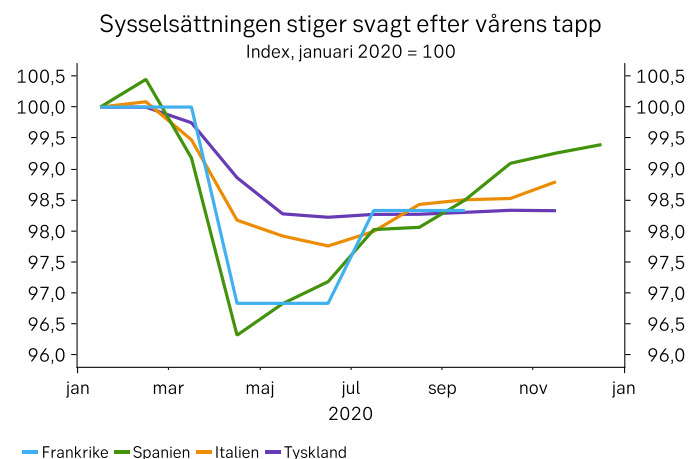
Nationell stimulanspolitik får till slut EU-draghjälp. Det utdragna pandemiförloppet gör att krisåtgärder blir fortsatt viktiga. För 2021 får nu de enskilda länderna del av det EU-paket som, förutom de vanliga medlen via EU:s långtidsbudget, också innebär att det sk Next Generation EU-programmet på 750 miljarder euro rullas ut under 3 år. Programmet innehåller 390 miljarder i bidrag och resten i lån och motsvarar totalt 6 procent av BNP, dvs 2 procent per år. Det blir ett viktigt strukturellt komplement när de nationella budgetarna är hårt belastade av akut krispolitik och redan hög skuldsättning. Ambitionen är också att investeringar och reformer ska ha en grön prägel och minst 30 procent av medlen ska ha den inriktningen. Stora delar av EU-stödet är kopplat till nationella planer som ska tas fram och finansieras vilket innebär att det kan ta en viss tid innan de når ut. Det gör att det kan bli svårt att realisera ambitionen att göra paketet framtungt.

Extra stöd till svagare länder. Stöden är utformade så att länder med svagare ekonomi och som drabbats hårdare av krisen ska få en större andel. Därmed mildras skillnaderna i finanspolitiskt manövertrymme inom regionen. Hittills har det t ex varit tydligt att Tyskland har spenderat mer och så lär även bli fallet när återhämtningspolitiken tar vid kommande år. Vi tror att den allvarliga pandemi-situationen med fördröjd återhämtning leder till att flera länder kommer presentera nya satsningar den närmaste tiden. Ser vi på den finanspolitiska dosen totalt sett blir det, inklusive stödet på EU-nivå, även en expansiv politik 2021. Stödet blir dock mindre när det akuta behovet av att mildra effekterna av produktions- och efterfrågebortfall minskar. Nu handlar det om en balansgång där det gäller att se till att inte efterfrågestödet dras bort för tidigt. Finanspolitiken får en expansiv effekt på 0,5 procent av BNP för 2021. Nästa år blir politiken åtstramande motsvarande 1,5 procent av BNP. Underskottet år 2020 väntas landa på 8,5 procent av BNP och sedan gradvis minska till knappt 5 procent 2022. Den offentliga skulden passerade 100 procent av BNP 2020 och ligger kvar på i stort sett samma nivå hela prognosperioden.

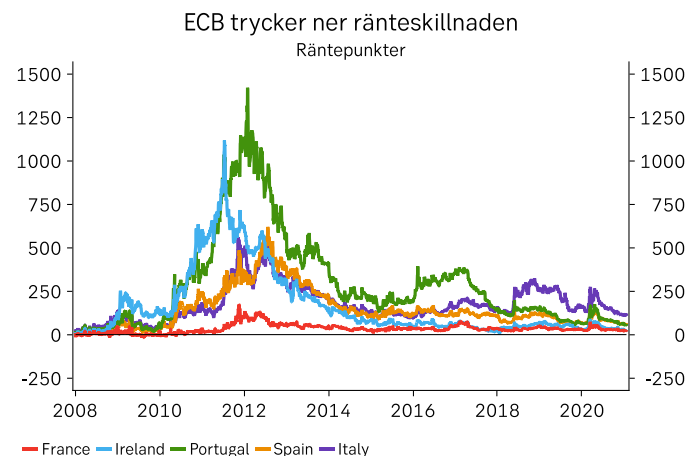
Hushållen sparar och bidrar sin tid

Hushållens konsumtion återhämtade sig rejält när ekonomierna öppnade upp under sommaren. Av tillväxten på totalt 12,5 procent tredje kvartalet bidrog konsumtionen med hela 7,5 procentenheter. Kvarliggande restriktioner på tjänstesidan stimulerade varukonsumtionen och förstärkte därmed uppgången för detaljhandeln. Men nu ser vi att nedstängningar åter drar ner tillväxten och ger en rejäl volatilitet. blir ett sänke för hela ekonomin. Detaljhandeln föll överraskande mycket redan i november, med 6 procent. Nedgången i Frankrike var t ex hela 18 procent jämfört med oktober som en följd av tidiga nedstängningar där man endast gjorde undantag för nödvändiga affärer men följdes av en uppgång på hela 40

procent i december. Den utvecklingen ger en fingervisning om att vi kommer att få se en svag utveckling kring årsskiftet och det mesta tyder därtill på att första kvartalet 2021 blir det svagaste. Samtligt finns skäl att tro att nedväxlingen även denna gång blir tillfällig och att konsumtionen ska återhämta sig markant senare i år. Vaccin rullas nu ut över regionen även om det förefaller gå trögare än i t ex USA. De positiva effekterna tar vid när vaccinet väl nått en stor del av befolkningen vilket bedöms ske under slutet av andra kvartalet. Därtill finns underliggande positiva faktorer som stigande bostadspriser och ett högt sparande som mildrar effekterna av en stramare finanspolitik.



Så länge pandemiläget är fortsatt allvarligt ser vi en bias mot ytterligare utvidgningar av programmen.



Arbetsmarknaden håller emot. Arbetsmarknaden har varit förvånansvärt motståndskraftig. Olika stödprogram, framför allt korttidsarbete, och sjunkande arbetskraftsdeltagande döljer dock en del av försvagningen. Återhämtningen under hösten bidrog dock till att många kunde återvända till sina ordinarie jobb och arbetslösheten i euroområdet föll till 8,3 procent i november från 8,7 procent i juli. Men när restriktionerna nu åter utvidgats är det troligt att arbetslösheten börjar klättra uppåt igen under vintern och våren. Vi tror att en topp på knappt 9 procent nås runt halvårsskiftet 2021. En relativt stark återhämtning när vaccinet väl finns på plats gör att arbetsmarknaden förbättras tydligt under hösten. Erfarenheterna från tidigare lågkonjunkturer visar att ofta tar tid att läka skadorna och arbetslösheten ligger högre i slutet av 2022 än när vi gick in i krisen för snart ett år sedan. Mätt som årsgenomsnitt blir arbetslösheten 8,7 respektive 8,2 procent 2021 och 2022.

ECB: Oförändrad expansiv politik

Inflationen låg i december kvar på -0,3 procent, under nollan för femte månaden i rad, och kärninflationen ligger strax över noll. Det är svårt att se några faktorer som påtagligt ska förändra bilden i närtid när efterfrågan är låg, lönerna stiger i långsam takt och en stark euro bidrar till motvinden. Vissa effekter är tillfälliga och bas-effekter kommer att bidra till högre inflation framöver. Sammantaget är vår syn relativt lik ECB:s. Inflationen växlar upp kring 1 procent för både HIKP och kärninflation och håller sig således klart under målet hela prognosperioden.

Samma verktyg fortsätter att användas. Vid senaste mötena i december och januari signalerade ECB tydlig beredskap att göra allt för att stötta regionens ekonomi. Men samtidigt verkar ECB nöjd med gällande inriktning på penningpolitiken efter de förändringar som gjordes i december och centralbankschefen Lagarde betonade att expansionen fortsätter i samma takt som tidigare. I december skapades förutsättningar för att kunna vidmakthålla rådande stimulansdos så länge det ekonomiska läget kräver detta. Den viktigaste förändringen var att programmet för utökade obligationsköp som infördes i våras, PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) utökades med 500 miljarder euro (till 1 850 miljarder) och förlängdes med 9 månader till i mars 2022. Det totala beloppet möjliggör fortsatta månatliga köp om EUR 80-100 miljarder under första halvåret i år och därefter en avtrappning. Lagarde höll dock dörren vidöppen och konstaterade att det totala beloppet inte behöver utnyttjas men även att det kan öka om så krävs. Samtidigt förlängdes även låneprogrammen (bl a TLTRO) som förser den finansiella sektorn med billig likviditet så att hela 2021 omfattas.

Balansräkningen viktigaste verktyget. Det är tydligt att ECB ser balansräkningen som det viktigaste verktyget i nuläget när räntan redan ligger under noll. Mot bakgrund av skillnader i ekonomisk styrka och finanspolitiskt manöverutrymme är det viktigt att ECB nu tillåter avvikelser från kapitalnyckeln, dvs att man kan köpa mer obligationer från de mer skuldsatta ekonomierna. Vi tror att nyttan av ytterligare utökade obligationsköp är marginell och att det viktiga i närtid är att behålla den nuvarande expansionstakten. Fortsätter ECB:s obligationsköp i nuvarande takt kommer volymen för 2021 att i stort motsvara regionens budgetunderskott. Finansiella förhållande har förbättrats rejält under andra halvåret 2020 och ECB siktar på att hålla den nuvarande expansiva nivån, men inte öka den med större obligationsköp. ECB fokuserar istället på att trycka pengar till privat sektor och via långa lån med attraktiva villkor till bankerna (TLTRO) stöttar en kreditexpansion. Några större förändringar i politiken är inte sannolika men så länge läget i pandemin förblir mycket allvarligt ser vi en bias med ökad sannolikhet för ytterligare utvidgningar av programmen.

Storbritannien

Tredje virusvåg överskuggar Brexit

Efter fyra och ett halvt år markerade nyåret slutet på den initiala Brexitprocessen då Storbritannien slutligen bröt de formella banden med EU. Julaftonsavtalet får betraktas som det bästa tänkbara utifrån rådande förutsättningar. Den nya virusvarianten och en tredje nedstängningsfas överskuggar de handelsrelaterade effekterna på kort sikt. Prövningarna blir stora inför 2021, där även en politiskt splittrad union sätts på prov.

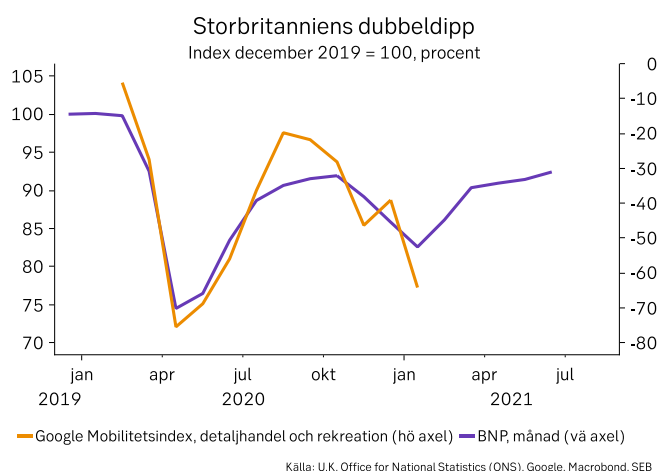
Mest utsatt i Europa. Den brittiska ekonomin påverkas inte bara av risker kopplade till framtida handelsrelationen med EU. Pandemin slår också hårdare mot Storbritannien än övriga Europa. Regeringen har generellt infört mer övergripande nedstängningar än i andra länder. Den nya mer smittsamma virusvarianten som först upptäcktes i Storbritannien har bidragit till en tredje våg av nedstängningar i hela landet. Dessa begränsar kraftigt den ekonomiska utvecklingen i många sektorer åtminstone fram till slutet av februari. Tredje kvartalets BNP-siffror visar att Storbritannien ligger 8,6 procent under förkrisnivån att jämföra med Euroområdet 4,4 procent och nu tyder det mesta på att man tappat ytterligare mark. Också för helåret 2020 väntas Storbritannien inta en bottenplacering med en nedgång på drygt 10 procent.

Återhämtningen försenas. De index som följer rörelser runt i samhället börjar nu närma sig samma nivåer som under våren 2020. Vi tror dock att tidigare erfarenheter gör att de ekonomiska konsekvenserna blir mindre omfattande. Storbritannien har därtill varit tidiga i vaccinationsprocessen vilket ger förutsättningar att kunna lätta på restriktionerna tidigare än på kontinenten. Kraften i återhämtningen under tredje kvartalet 2020 ger också viss förtröstan, men ju längre de stora nedstängningarna varar desto fler tjänsteföretag kommer att slås ut med bestående konsekvenser för arbetsmarknaden. Den svaga inledningen på året gör att BNP-tillväxten år 2021 är nedjusterad med en och en halv procentenhet till 3,1 procent. Mätt som årsgenomsnitt blir istället 2022 det stora återhämtningsåret då vi förutser en BNP-tillväxt på 8,2 procent.

Stigande arbetslöshet, men argument för stram arbetsmarknad. Trots det stora BNP-fallet har uppgången i arbetslöshet varit mycket måttlig och låg i oktober på 4,9 procent; bara 0,9 procentenheter högre än vid krisutbrottet. Utformningen av stödpolitiken har istället lett till en kraftig nedgång i medelarbetstid och produktivitet vilket troligen kommer att reverseras när ekonomin åter kan öppnas upp. Vi tror ändå att arbetslösheten kommer att öka och toppar strax över 6,5 procent vid halvårsskiftet 2021. På lite längre sikt riskerar den minskande rörligheten på den europeiska arbetsmarknaden att leda till en stramare arbetsmarknad med flaskhalsproblem i många sektorer.

Stigande inflationstryck trots svag ekonomisk aktivitet. Julaftonsavtalet innebär att risken för en kraftig pundförsvagning minskat. Stigande kostnader för gränshandel innebär dock att inflationstrycket stiger; något som kan förstärkas av flaskhalsar på arbetsmarknaden. Vår prognos är att inflation stiger till 2,0 procent 2022. Under överskådlig tid kommer dock Bank of England (BoE) att sätta den realekonomiska utvecklingen före eventuella inflationistiska tendenser. De utökade tillgångsköpen i november räcker i nuläget. Ett relativt ordnat EU-utträde gör att vi tror att BoE avstår från att införa negativ ränta. Istället kommer finanspolitiken även framöver att bära den tyngsta stabiliseringspolitiska bördan och planerade skatteköping har skjutits på framtiden.

Politisk polarisering fortsätter. Frågan om att lämna EU har under snart fem år delat befolkningen och ställt de olika landsdelarna mot varandra. De nya handelsförbindelserna kommer märkas tydligast på Nordirland och i den sydöstra spetsen av England där naven för gränshandeln sker. Parlamentsvalet i Skottland i början av maj accentuerar återigen frågan om skotsk självständighet där också motståndet mot EU-utträdet varit som störst. Kritiken mot regeringens hantering av pandemin ökar också sannolikheten för att det styrande skotska partiet, SNP, slutligen kan få en avgörande roll i maktfördelningen i parlamentet i Westminster. Den politiska risken kommer således att hänga över den brittiska ekonomin under lång tid framöver.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,4	-10,3	3,5	8,2
Arbetslöshet*	3,8	4,5	6,1	5,4
Löner	3,5	-0,2	0,2	1,2
KPI	1,8	0,9	1,7	2,0
Offentligt saldo**	-2,2	-16,5	-9	-7
Offentlig bruttoskuld**	85,4	108	110	115
Styrränta, %***	0,75	0,10	0,10	0,10
EUR/GBP***	0,85	0,89	0,85	0,85

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

Kina

Kvar i ledarposition för global återhämtning

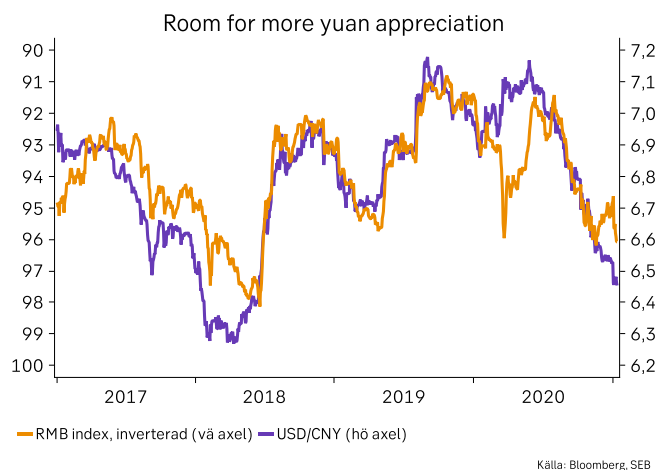
Kinas tillväxtutsikter innebär att man fortsätter leda den globala återhämtningen efter covid-19. BNP växer med 8 procent i år. Hög aktivitet och baseffekter väntas ge tvåsiffrig BNP-tillväxt under inledningen på 2021. Samtidigt bidrar global vaccination att externa efterfrågan stiger. Vi är dock uppmärksamma på Kinas specifika utmaningar som riskerar att dämpa ekonomins återhämtning. Trots detta räknar vi med att yuanens förstärkning kommer att fortsätta.

Kinas BNP växer med 8,0 procent i år efter att ha visat en uthållig återhämtning under större delen av 2020. Under sista kvartalet för året uppvisade ekonomin en accelererande BNP-tillväxt som landade på hela 6,5 procent i årstakt vilket fortlöpande har bekräftats av olika snabbindikatorer. Även tjänstesektorn har nu kommit i kapp den återhämtning som tillverkningsindustrin redan påvisat. Inköpschefsindexets orderkomponent pekar fortsatt uppåt vilket indikerar accelererande aktivitet i närtid. Industriproduktionen gynnas av en stark export och ökande inhemsk efterfrågan och blir en motvikt till viss inbromsning i infrastruktur- och byggprojekt. Underliggande momentum tillsammans med BNP-fallet under första kvartalet 2020 (m a o betydande baseffekt) förväntas Kinas BNP uppvisa tvåsiffrig tillväxt under första kvartalet 2021.

Världens förhoppningar om ett slut på pandemin har ökat de senaste månaderna. Likväl kvarstår logistiska utmaningar på många håll runt om i världen samt viss skepticism hos allmänheten att ta vaccinet. Vi har antagit att vaccinet rullas ut på bredare front under andra kvartalet. Betydande förseningar i vaccinationen försämrar globalt risksentiment och kan också bromsa omvärldens efterfrågan på kinesiska varor och därmed fördröja återhämtningen.

Flera Kina-specifika utmaningar kan äventyra återhämtningen. För det första kommer kreditstillväxten att avta under 2021. Även om centralbanken PBoC väntas hålla styrräntorna oförändrade under prognosperioden kommer tidigare räntesänkningars effekter på kreditefterfrågan att avta med 6-9 månaders eftersläpning. Kreditstillväxten kommer också att dämpas av regleringar och kapitalkrav för fastighetssektorn. För det andra förväntas de finanspolitiska stimulanserna att minska trots att den inhemska efterfrågan ännu inte bedöms ha helt fast mark under fötterna. Regeringen förväntas sätta tak för budgetunderskottet på 3 procent av BNP 2021, ned från 3,6 procent 2020. Vi förutser heller inte att regeringen ska emittera speciella skuldobligationer i år. För det tredje vill Peking återinföra en ökad disciplin på företagsobligationsmarknaden. Det väntas innebära ökade företagskonkurser. Trots att PBoC tillhandahåller nödvändig likviditet finns en risk för ökad kreditaversion som påverkar också lånemöjligheterna för i grunden solida bolag. Till sist är också hushållens konsumtion sårbar för nya virusutbrott. Strategin att använda lokala nedstängningar och masstestning tycks ha fungerat men fortsatt osäkerhet bromsar en fullskalig återhämtning i privat konsumtion.

Kinesiska yuanen ser ut att stärkas mer än vi tidigare räknat med. Konsolideringen av USD/CNH-kursen i december innebar samtidigt att yuanen tappade mark mot sina viktigaste handelsmotparter (vilket tog sig uttryck i ett lägre RMB-index). PBoC väntas acceptera en starkare yuan. Genom att tillåta RMB-indexet handlas nära 98 ökar möjligheten att stötta inhemsk konsumtion. Trots att PBoC inte bedöms ha någon större brådska att strama åt penningpolitiken framstår kinesisk penningpolitik som relativt "hökaktig" i jämförelse med andra större centralbanker. Sammantaget räknar vi med att de finansiella förhållandena fortsätter att stramas åt. Vår prognos att US-dollar ska tappa ytterligare i värde innebär att USD/CNH når 6,20 i slutet av 2021 för att handlas till 6,00 i december 2022.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	6,1	2,3	8,0	5,6
KPI	3,1	2,5	1,6	2,0
Offentligt saldo*	-2,8	-3,6	-3,0	-3,0
Bankernas kassakrav, %**	13,0	12,5	12,5	12,0
1-årig låneränta, %**	4,15	3,85	3,85	3,85
Inlåningsränta, %**	1,50	1,50	1,50	1,50
7-dagars omvänd reporänta, %**	2,50	2,20	2,20	2,20
USD/CNH**	6,96	6,50	6,20	6,00

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

Indien

Trög och ojämn återhämtning

Ljus börjar synas i slutet på tunneln för Indiens ekonomi. Många utmaningar återstår dock vilka kommer att hålla tillbaka återhämtningen. Det kommer att ta tid för alla de migrantarbetare som flyttade tillbaka till landsbygden att återvända. Banksystemet lär behöva stöd och penningpolitiken får dra det tyngsta lasset när svaga statsfinanser sätter restriktioner för finanspolitiken. Tillväxten på runt 9 procent i år är otillräcklig för en återgång till den BNP-trend som rådde innan pandemin.

BNP-rekyl uppåt 2021. Med mer än 10 miljoner covid-19-fall och mer än 150 000 dödsfall har Indien de högsta smittotalen i världen efter USA. Pandemin är dock tydligt på tillbakagång i Indien vilket syns i stigande konsumentförtroende, anställningar, fordonstrafik och flygavgångar. Den ekonomiska återhämtningen ser ut att bli långsam och ojämnt fördelad. BNP föll med uppskattningsvis 7,5 procent förra året och väntas växa med 9,1 procent i år från en låg nivå innan ekonomin stabiliseras 2022 då BNP-tillväxten faller tillbaka till 7,2 procent. Återhämtningen 2021 kommer att drivas av en gradvis normalisering av konsumtionen och nettoexport.

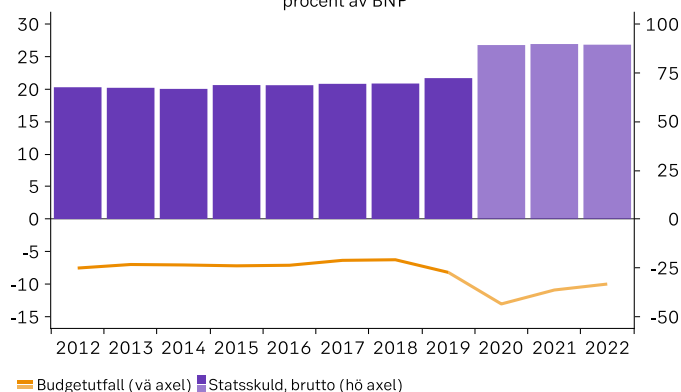
Flykten till landsbygden hämmar industrin. Tjänstesektorn, som stod för nästan 54 procent av BNP innan pandemin bröt ut, växer igen om än långsamt. Samtidigt kämpar industrisektorn fortfarande med konsekvenserna av att migrerande arbetstagare flydde tillbaka till landsbygden under nedstängningarna i våras. Det ser dock ut att ljusna framöver. Myndigheternas vaccinprogram drog igång den 16 januari. Även om förseningar kan uppstå väntar vi oss att förtroendet i ekonomin kommer att stärkas gradvis 2021 och 2022. Export och industriproduktion lär också öka när allt fler vaccinerats världen över. Därmed ökar efterfrågan på arbetskraft gradvist. En potentiell hämsko på den ekonomiska återhämtningen är kvalitén på bankernas utlåning som redan innan pandemin var mycket dålig. Indiens centralbank väntar sig att andelen undermåliga lån kommer att nära nog fördubblas till september i år och nå 13,5 procent av bankernas låneportfölj.

Penningpolitiken drar största lasset. Regeringen har hitintills varit försiktig med finanspolitiska stimulansåtgärder för att inte försvaga statsfinanserna alltför mycket. Penningpolitiken har därmed fått dra det tyngsta lasset. Centralbanken sänkte styrräntan med totalt 115 räntepunkter till 4,00 procent vid två ej schemalagda tillfällen i mars och maj. Därefter har man avvaktat på grund av envist hög inflation trots svag efterfrågan. Utrymmet för ytterligare sänkningar ser dock ut att ha öppnat sig i och med att inflationen föll kraftigt från 6,9 procent i årstakt i november 2020 till 4,7 procent i december och ligger således nu inom toleransbandet på 2–6 procent. Vi väntar oss att centralbanken sänker räntan med 50 räntepunkter till 3,50 procent under första halvåret 2021 där den sedan ligger kvar där till slutet av 2022.

Regeringen tvingas till eftergifter. Trots en återhållsam finanspolitik ser budgetunderskottet ut att nå cirka 11 procent av BNP för budgetåret som slutar 31 mars 2021 (IMF:s prognos är -13 procent av BNP). En expansiv finanspolitik ser oundviklig ut det kommande budgetåret. Protester mot reformer i jordbrukssektorn har pågått sedan augusti förra året och även om premiärminister Narendra Modi inte kommer att rulla tillbaka reformerna lär administrationen göra eftergifter som kommer att kosta. Incitament för att öka investeringar i industrisektorn, inte minst av utländska företag som är oroliga över Indiens oberäknliga skattelagar, kommer att leda till minskande intäkter. Regeringen kommer sannolikt också att satsa på infrastrukturinvesteringar när pandemin släpper greppet för att få igång aktiviteten i ekonomin. Sammantaget förväntar vi oss att budgetunderskottet krymper till cirka 8 procent 2021 och till 6 procent 2022. Statsskulden stabiliseras strax under 90 procent av BNP.

Starkare valuta. Vi väntar oss att den ekonomiska återhämtningen driver en gradvis förstärkning av den indiska rupien från nuvarande 73,3 mot dollarn till 69,0 i år. En stabilisering av växelkursen ser mest trolig ut 2022. Försämringen i statsfinanserna innebär dock en risk för rupien.

Kraftigt försämrade indiska statsfinanser utmanar
procent av BNP



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

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	4,2	-7,5	9,1	7,2
KPI	3,7	6,6	4,6	4,0
Offentligt finansiellt sparande*	-7,4	-11,0	-8,0	-6,0
Bytesbalans*	-1,0	1,7	-1,0	-1,6
Styrränta, %**	5,15	4,00	3,50	3,50
USD/INR**	71,4	73,1	69,0	69,5

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

Ryssland

Stram finanspolitisk ger seg återhämtning

Rysk ekonomi har klarat pandemin relativt väl och BNP-fallet stannade på 4 procent år 2020. Gradvis stigande oljepriserna och oljeproduktionen ekonomin draghjälp de kommande två åren. Att myndigheterna varit försiktiga finanspolitiska stimulansåtgärder innebär dock att återhämtningen blir relativt långsam. Att statsfinanserna förblir starka bör ge visst stöd till ryska finansiella marknader under senare delen av 2021 och 2022.

Ryssland upplevde en kraftigt ökad smittspridning under hösten 2020, vilket lett till en ekonomisk inbromsning. Smittan ser dock ut att ha avtagit de senaste månaderna. Statistiken är svårtolkad på grund av helgerna och minskade provtagningar. Kreml har undvikit en ny nationell nedstängning för att minimera effekterna på ekonomin. Istället har lokala begränsningar införts, speciellt i storstadsregionerna. En osäkerhetsfaktor i våra prognoser är att Ryssland ännu inte drabbats hårt av den nya corona-varianten som bidragit till ökad smittspridning i andra delar av Europa.

BNP ser ut att ha krympt med nästan 4,0 procent 2020. En del av svagheten i slutet på 2020 kommer sannolikt att påverka första kvartalet 2021. Vi förväntar oss dock att den trevande återhämtning som nu syns kommer upp på fastare mark under andra kvartalet. Ryssland var ett av de första länderna att meddela att det var nära att utveckla och testa ett vaccin, Sputnik V. Även om produktionen har varit relativt långsam har vaccinationsprogrammet nu kommit igång. Befolkningen har hittills varit skeptisk till Sputnik V, men testdata pekar mot hög effektivitet och om inga allvarliga bieffekter uppdagas bör vaccinationerna öka stadigt. Myndigheternas mål är att 70 procent av befolkningen skall vara vaccinerad i november 2021, vilket kanske är lite optimistiskt.

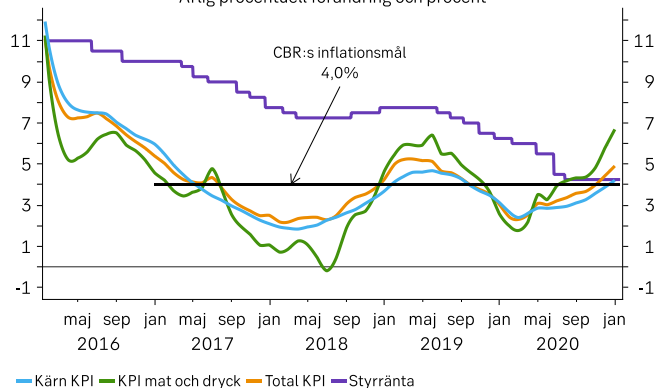
Månatlig statistik över ekonomisk aktivitet spretar. Industriproduktionen och utvinningen av naturresurser fortsätter att växa även om nivån fortfarande är lägre än 2019. Tjänstesektorn har det kämpigare. Sammantaget beräknar vi att BNP växer med 3,5 procent 2021 och 2,5 procent 2022 då strukturella svagheter som hög korruption, ogynnsamt investeringsklimat och ineffektiva statliga företag kvarstår.

Finansministeriet är försiktigt med stimulansåtgärder. Stora finanspolitiska stimulanser för att stötta ekonomin är inte sannolika eftersom Kreml vill minimera ökningen av statsskuden. President Putin vill behålla så mycket politisk flexibilitet som möjligt. En stigande statsskuld skulle kunna utsätta de ryska marknaderna för ökad volatilitet och öka sårbarheten för potentiella sanktioner av USA eller EU.

Penningpolitiken lättas 2021 och stramas åt 2022. Inflationen uppgick till 3,4 procent 2020 som årsgenomsnitt; den näst lägsta årsnoteringen sedan Sovjetunionens sammanbrott. Den låga inflationen är ett resultat av centralbankens ortodoxa penningpolitik som anammades helhjärtat efter krisen 2014. Siffran följer dock en stor skillnad mellan början på året när inflationen var 2,3 procent och slutet på året när den var 4,9. En försvagning av rubeln, orsakad av det kraftiga oljeprisfallet i mars och inbromsningen i ekonomin, var den viktigaste drivkraften. Därtill bidrog hamstring och flaskhalsar i varudistributionen till inflationsuppgången. I takt med att oljepriset stiger och ekonomin återhämtar sig tror vi att rubeln stärks gradvis och inflationen faller tillbaka målet på 4 procent. Därmed skapas utrymme för centralbanken att sänka styrräntan från nuvarande 4,25 till 4,00 procent under 2021. Sammantaget förväntar vi oss att inflationen stabiliseras kring 4,0 procent i slutet av 2021 och 2022. Penningpolitiken kommer sannolikt stramas åt 2022 när ekonomin återhämtar sig mer tydligt och vi tror att styrränta ligger på 6,0 procent i slutet av året.

Geopolitiken är en ständig riskfaktor. Ryska myndigheter har gradvis slagit ner hårdare mot oppositionella röster, vilka lett till kritik från framförallt USA och EU. Motsättningar mellan USA och Ryssland riskerar också att få mer uppmärksamhet av Biden-administrationen. Omfattande sanktioner mot ryska staten och centralbanken ingår inte i vårt huvudscenario. Vi väntar oss istället lika-för-likarepressalier som svar på misstänkta ryska aktioner som t ex dataintrång.

Stigande inflation tvingar CBR att pausa räntesänkningarna
Årlig procentuell förändring och procent



Källa: Central Bank of the Russian Federation (CBRF), Russian Federal State Statistics Service (Rosstat), Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,1	-4,0	3,5	2,5
KPI	4,5	3,4	3,9	4,0
Statsskuld*	13,9	18,9	19,0	18,5
Bytesbalans*	5,8	3,0	3,0	3,5
Löner (nominella)	7,3	5,2	6,0	7,5
Styrränta, %**	6,25	4,25	4,00	6,00
USD/RUB**	61,9	74,1	69,5	75,0

* % av BNP; ** Vid årets slut.

Källa: IMF, Rosstat, Ryska centralbanken, SEB



Tema:

Riksbanken

Utmaningar för det penningpolitiska ramverket

Debatten om penningpolitiska ramverk och dess tillämpningar har fått ny fart av de förändringar Fed genomförde under 2020. Feds utökade möjligheter att testa hur het arbetsmarknaden kan bli innan skadliga överhettningssymptom uppstår förändrar spelplanen en hel del. Även i Europa sker nu utvärderingar av ramverken. Att inflationsmålets överordnade roll står inskrivet i EU-fördraget innebär en del restriktioner men för ECB:s del är det troligt att man gör inflationsmålet symmetriskt. I Sverige inte den nyligen presenterade Riksbanksutredningen så mycket nytt på dessa områden. Istället verkar Riksbanken vara inne på att bredda ansvaret för att hantera dagens utmaningar som det stabiliseringspolitiska ramverket står nu står inför.

Feds möjligheter att fortsätta stimulera ekonomin ökar när man nu tar steg mot ett prisnivåmål i den meningen att tidigare bias mot underskjutande av inflationsmålet nu ska kunna kompenseras genom ökad tolerans för överskjutande av målet. Det finns en asymmetri i upplägget. Fed vill slippa förbinda sig att tvinga ner inflationen under 2 procent om man skulle ställas inför omvänd utmaning mot dagens efter en period med inflation över målet. Inställningen speglar tydligt vart vindarna nu allmänt blåser; man vill på olika sätt undvika att fångas i fällan som uppstår när den låga neutrala realräntan åter upp räntepolitikens manöverutrymme på nedsidan. I praktiken innebär omläggningen en typ av framtida signalering ("forward guidance") i duvaktig riktning. Detta har redan fått viss effekt i form av stigande inflationsförväntningar även om beskeden i t ex USA om de finanspolitiska stimulanserna också spelat roll.

Dålig timing för Riksbanksutredningen. Den ekonomiska krisen i pandemins spår i kombination med Feds förändringar verkar nästan ha skapat en viss vilshenhet i den svenska penningpolitiska debatten. Den parlamentariska Riksbanksutredningen som lades fram i början på 2020 ska nu börja processas i det politiska systemet. Men det kommer att ta lång tid och vissa förslag kräver till och med förändringar i grundlagen. Det fanns nog förväntningar på mer konkreta förslag om hur penningpolitiken skulle kunna möta nya utmaningar. Men mycket av detta ligger redan i Riksbankens händer. EU-fördragets restriktioner gäller även Sverige trots att vi står utanför euron. Det gäller t ex möjligheten att formellt lyfta upp sysselsättningen till ett jämbördigt mål med inflationen. Utredningens tonvikt ligger istället på att klargöra avgränsningar i ansvarsområden mellan Riksbanken å ena sidan och riksdag, regering och andra myndigheter som Finansinspektionen och Riksgälden å den andra. Det kan handla om ramar för hanteringen av valutareserv, Riksbankens balansräkning, egna kapitalet, tillgångsköp etc.

När Riksbanken har fått allt fler verktyg i sin hand som på ett genomgripande sätt påverkar hela marknads-ekonomin blir detta allt viktigare. Man kan ibland få intrycket av att Riksbanken "tar för sig" lite väl mycket, vilket kan bero på att man har en stark organisation med stor auktoritet och tillit till sin förmåga.

Riksbankskritik i otakt med omvärlden. Om man tittar på den svenska debatten kan man nog säga att kritiken mot Riksbanken på senare år har syftat till att få till stånd förändringar som skulle gå i motsatt riktning mot vad Fed nu gör. Det har handlat om olika typer av argument för att Riksbanken inte ska satsa all ammunition på att få upp inflationen:

"Luta sig mot vinden". Nackdelarna i form av att en än mer expansiv penningpolitik driver upp tillgångspriser och hushållens skuldsättning. Genom att "luta sig mot vinden" och beakta detta kan Riksbanken mildra framtida problem.

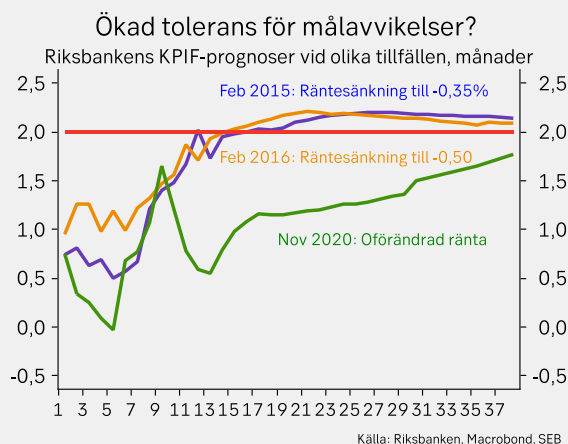
"Mission impossible". Riksbanken bör inse att man för en fåfång kamp mot starka internationella disinflationskrafter och därför i högre grad acceptera avvikelser från 2-procentsmålet. En sänkning av inflationsmålet brukar ibland ses som ett sätt att anpassa sig till nya förhållanden.

"Det gäckande KPI-måttet". KPI-måttet har brister av olika typer. Ibland hävdas att det är för smalt och borde ta hänsyn även till tillgångspriser. Ett vanligare argument är att svenska KPI mäts på ett alltför sofistikerat sätt där SCB t ex kvalitetsjusterar prisökningar på ett mer omfattande sätt än i omvärlden. Därmed tenderar den officiella KPI-takten att bli lägre än prisökningarna på en mer "jordnära" konsumtionskorg.

Svårare att ha Fed som föredöme. Ovanstående faktorer har alltså framförts som argument för att Riksbankens kamp för att nå upp till inflationsmålet egentligen varit onödigt aggressiv och ibland också skadlig. Vår egen bedömning är att problemet med mätmetoder ofta överdrivs och vi ser även tydliga nackdelar med att sänka målet som en anpassning till en motsträvig omvärld. Däremot har vi haft sympati för tanken att det i vissa lägen är rimligt att "luta sig mot vinden" och beakta risker med t ex skenande hushållsskulder och tillgångspriser. Vi har också lyft fram andra faktorer som försvårar tillämpningen av penningpolitiken. En viktig sådan är eftersläpningarna i inflationsprocessen som gjort att inflationsimpulser ofta kommer sent i konjunkturcykeln. Att Riksbanken i en sådan miljö varit fokuserad på faktisk inflation har lett till ett tydligt procykliskt mönster med räntehöjningar 2001 och framför allt 2008 som tydliga exempel. Det finns även exempel på räntesänkningar i heta konjunkturlägen. Av det skälet har vi sett Feds pragmatiska sätt att också beakta det allmänna konjunkturläget, inte minst på arbetsmarknaden, som ett sätt att få penningpolitiken att fungera också i en miljö där en stum Phillipskurva ger lömska samband mellan konjunkturläge och pris- och lönebildning.

Speciella nackdelar med minusränta. Behovet av ökad flexibilitet har varit extra stort i ett läge då minusräntor och en stor volatilitet i kronan skapat osäkerhet hos ekonomins aktörer. Vår tolkning har varit

att Riksbanken numera också börjat se detta som ett problem. Det senaste halvåret har man lagt en inflationsprognos där man "erkänner" svårigheterna att nå inflationsmålet under prognoshorisonten. Trots det har man nöjt sig med utökade tillgångsköp och avstått från att sänka räntan. Det finns förstås en risk för att detta kommer att leda till att inflationsförväntningarna sjunker till obehövligt låga nivåer

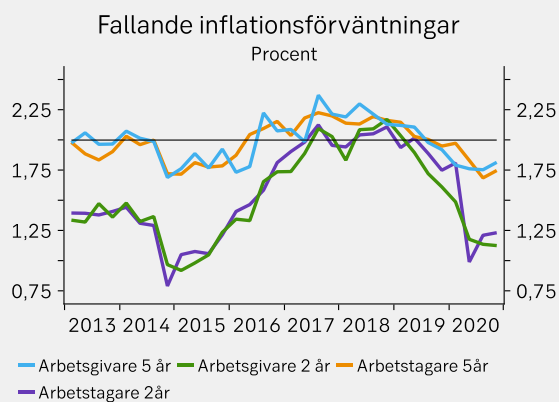


Inte aktuellt med sänkt inflationsmål. I direktionen är det kanske vice riksbankschef Per Jansson som mest konkret diskuterat dessa frågor, nu senast i talet "Tankar kring behovet av förändringar i inflationsmålspolitiken" (16 december 2020). Även om direktionen har lite olika synsätt är det intressant att granska Janssons idéer om hur dagens situation med en inflation som ser ut att förbli låg under överskådlig tid kan hanteras med de förutsättningar som gäller i Sverige. Jansson dömer ut tanken på att sänka inflationsmålet och att inta en generellt avspänd inställning till en inflation klart under målet. Huvudargumentet är att detta skulle förvärpa läget genom att leda till en onödigt hög realränta och ytterligare fall i inflationsförväntningarna. Ett sådant agerande skulle på sikt ytterligare minska penningpolitikens manöverutrymme i en miljö med nedpressad neutral realränta. Jansson tankar i dessa avseenden ligger nog nära huvudfåran i den internationella debatten, såväl bland akademiker som praktiker, och det förefaller högst osannolikt att Sverige skulle röra sig i den riktningen.

Är det möjligt att höja inflationsmålet? Jansson går ett steg längre och intar en ganska skeptisk attityd också till Feds försök att lyfta inflationsförväntningarna med långsiktiga guidning. Åtminstone dras slutsatsen att det inte passar för svenska förhållanden. Istället lyfter Jansson den större frågan om möjligheterna att på sikt höja inflationsmålet till 3 procent för att öka manöverutrymmet och skapa ett större avstånd till nollränterestriktionen. Även om det känns avlägset i nuläget kan förutsättningarna förändras när konjunkturläget normaliseras. Därtill menar Jansson att de globala disinflationistiska krafterna på lite sikt kan försvagas. Att tidigt flagga för planer på höjt inflationsmål när möjligheterna finns på plats skulle kunna lyfta inflationsförväntningarna i närtid.

Hjälp från finanspolitik och lönebildning. Det stora greppet är ändå försöken att bredda ansvaret för det

dilemma vi nu sitter i till finanspolitiken, makrotillsynen och lönebildningen. Finanspolitiken har under krisen tagit ett större ansvar påhejade av såväl internationella organisationer som centralbanker. Jansson går ett steg längre och reser frågan om en formalisering av det finanspolitiska understödet så att det kommer snabbare och inte försenas av politiska stridigheter. De frågor som får mest utrymme rör samspelet mellan Riksbanken och lönebildningen. "Att upprätthålla förtroendet för inflationsmålet så att det kan fortsätta att fungera som riktmärke för pris- och lönebildningendet är själva poängen med inflationsmålspolitiken" enligt Jansson. Han ger sig sedan in i debatten om "industrimärkets" roll i lönebildningen och konstaterar att systemet länge fungerat bra men att den nu kan skapa samhällsekonomiska obalanser. Det är främst tendenserna till avtal som är lite för låga för att vara förenliga med inflationsmålet samt att dagens system försvårar relativlöneförändringar som skulle kunna få arbetsmarknaden att fungera bättre som är problemet.



Både inflationsmål och omvärld i fokus. Industrins löneledande roll har ifrågasatts med varierande styrka på senare tid. Huvudkritiken är att systemet egentligen är riggat för en ordning med fast växelkurs. I ett sådant får den utlandskonkurrerande industrin i första hand ta smällen om höga löneökningar urholkar konkurrenskraften. Med rörlig växelkurs och inflationsmål drabbas inhemska sektorer minst lika hårt om Riksbanken tvingas höja räntan som svar på löneavtal som hotar att driva upp inflationen. Detta är förstås inte nytt. Arbetsmarknadens parter har ända sedan dagens ramverk tog form i mitten på 1990-talet försökt balansera de båda perspektiven och ta hänsyn till restriktioner från såväl inflationsmålet som omvärldens löneökningar. Parterna har varit eniga om att man inte kan lita på att förändringar i växelkursen inom rimlig tid kan parera stora avvikelser från löneutvecklingen i omvärlden och speciellt Tyskland. Därmed har det även funnits skäl att behålla ordningen med att industrins parter går före och sätter ett "märke" för den övriga arbetsmarknaden

Förstärkta skäl att ge sig in på minerad mark. Så länge löneökningarna tenderade att ligga lite högre än vad som var förenligt med inflationsmålet var Riksbanken ganska ofta framme med tydliga pekpinar. Men när problemet blev det omvända runt 2012 har det varit mer känsligt att klaga på alltför låga avtal i en värld med generellt låga löneökningar. Att en medlem i

Riksbankens direktion nu ger sig in i denna känsliga diskussion beror nog på att balansen har rubbats en del. Både Riksbanken och ECB har det senaste decenniet haft problem med att nå upp till sina inflationsmål beroende på starka disinflationistiska krafter. Att dessa varit än starkare i euroområdet, som bl a genomlidit en existentiell kris, är inte så konstigt. En viss underliggande försvagning av den svenska nominella växelkursen är då en naturlig konsekvens såväl teoretiskt som erfarenhetsmässigt. Detta återspeglas också i SEB:s skattningar för kronans jämviktskurs som glidit uppåt och bedöms ligga på ca 9,70 för EUR/SEK.

Omvänt mål för lönenivåer? Sådana skattningar är förstås osäkra och måste hanteras med försiktighet. Parterna gör nog klokt i att vara fortsatt försiktiga med att förlita sig på att växelkursförändringar ska justera stora avvikelser från omvärlden. Men det finns ändå tendenser till att pendeln håller på att slå över åt det andra hållet. Ibland framställs det som ett problem att Sverige lyckats lite bättre än euroområdet med att uppfylla sitt inflationsmål och att det därför är önskvärt att Sverige framöver ska ha en lägre pris- och löneökningstakt än t ex euroområdet. I princip innebär ett sådant resonemang att man tar på sig en omvänd historisk "skuld" än den Fed nu vill sona. Istället för att kompensera tidigare underskjutande av målet med högre inflation skulle Sverige försöka pressa ned löne- och prisökningstakten för att kompensera från tidigare trend. Ett sådant synsätt innebär stora avsteg från principerna med rörlig växelkurs och skulle föra in starka deflationistiska krafter i ekonomin och det är därför rimligt att Riksbanken markerar mot detta.

Riksbanken behöver visa de egna korten. Att Riksbanken pekar på att finanspolitiken och lönebildningen kan bidra till att mildra nuvarande spänningar är naturligt. Men om man ska vara realistisk är det knappast troligt att så mycket kommer att ändras de närmaste åren. Vi har nyligen fått 3-åriga löneavtal på plats och givet rådande arbetsmarknadsläge kan väl Riksbanken knappast klaga på nivåerna. Parterna har i vilket fall som helst ingen anledning att nu ge sig in i diskussioner om systemförändringar. Det är också svårt att se att en höjning av inflationsmålet t ex till 3 procent på ett seriöst sätt ska komma upp på agendan i den internationella debatten under överskådlig tid och Sverige kan knappast gå ensam fram i det spåret. Därför kommer det också att ställas krav på Riksbankens egen kreativitet när det gäller att hitta lösningar som skapar manöverutrymme och förhindrar att inflationsförväntningarna rör sig i en riktning som indikerar allvarliga trovärdighetsproblem. Tyvärr finns det ett antal exempel från de senaste decennierna där Riksbanken varit otydlig med sina intentioner och där brist på flexibilitet lett till tvära kast och ibland hård-dragna tillämpningar av rådande ramverk. Det är tydligt att Riksbanken i nuläget vill undvika att sänka räntan till negativa nivåer. Men eftersom motiven är ganska otydliga finns en risk att Riksbanken kommer att leverera sänkningar när den faktiska inflationen åter sjunker tillbaka. Det skulle i så fall komma i ett skede när konjunkturen kommit upp på fastare mark och därmed åter ge penningpolitiken en procyklisk inriktning som vi sett åtskilliga exempel på tidigare.

Norden

Sverige

Relativt milda restriktioner ger ett jämnare konjunkturförlopp än i omvärlden. BNP-tar fart i höst och 2022 växer BNP med nästan 5 procent. Låg inflation pressar Riksbanken behåller nollräntan när finanspolitiken fortsätter att avlasta penningpolitiken.

Sida 41

Norge

Fastlandsekonomin visar motståndskraft trots höstens återinförda restriktioner. Efter en mild nedgång ligger mycket på plats för en rejäl uppstuds. Förbättrade tillväxtutsikter och stigande bostadspriser gör att Norges Bank höjer räntan 2022.

Sida 45

Danmark

Återhämtningen har satts i pausläge när restriktioner förlängts. Med konsumenterna i förarsätet tar tillväxten fart senare i år bl a genom snabb utrullning av vaccinationsprogrammet och lätta kreditförhållanden. DKK-styrka ökar risken för räntesänkning 2021.

Sida 47

Finland

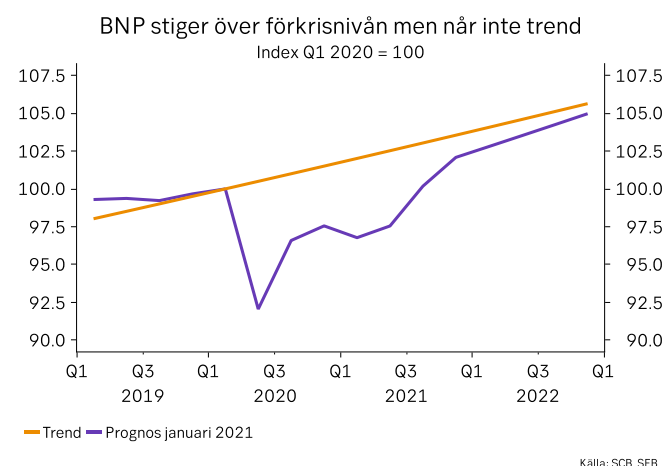
Relativt låga smittotal har gjort att omfattande nedstängningar kunnat undvikas. Recessionen har varit relativt mild och ekonomin återhämtar sig 2021. Tillväxten dämpas dock av "gamla" problem som svag produktivitet och krympande arbetsutbud.

Sida 48

Sverige

Färre restriktioner ger jämnare förlopp

Mildare restriktioner gör att det svenska konjunkturförloppet blir jämnare än i omvärlden. BNP-fallet i början av 2021 blir mindre samtidigt som återhämtning under våren blir lite svagare. Under andra halvåret tar dock återhämtningen fart vilket bidrar till en BNP-tillväxt på nästan 5 procent 2022. Låg inflation sätter ändå press på Riksbanken men vi tror att styrräntan ligger kvar på 0 procent bl a för nya finanspolitiska stimulanser innebär en viss avlastning av penningpolitiken.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,3	-2,6	2,8	4,8
Arbetslöshet*	6,8	8,3	8,7	7,7
Löner	2,5	1,7	2,4	2,5
KPIF	1,7	0,5	1,4	1,0
Offentligt saldo**	0,6	-3,3	-3,2	-1,9
Offentlig bruttoskuld**	35,0	38,7	38,5	36,5
Reporänta, %***	0,00	0,00	0,00	0,00
EUR/SEK***	10.51	10.20	9.80	9.70

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

BNP för fjärde kvartalet 2020 ser ut att bli starkare än befarat med en väntad ökning på 1 procent jämfört med kvartalet innan. Trots att PMI fortfarande ligger nära cykliska toppnivåer räknar vi med ett fall på 0,8 procent första kvartalet 2021. Restriktioner och nedstängningar har breddats både i Sverige och omvärlden. Det mesta tyder på att de kommer att hämma ekonomin ytterligare några månader och sätta stor press på vissa branscher. Hittills släpar också den svenska vaccineringen efter en del och det finns risker för förseningar också på lite sikt. Utsikterna för en återhämtning under andra halvåret 2021 är goda men BNP-tillväxten för helåret stannar på 2,8 procent på grund av den svaga starten. Även om vi förutser en viss utplaning under loppet av 2022 växer BNP som årsgenomsnitt med hela 4,8 procent. Prognoserna är uppjusterade för samtliga år jämfört med tidigare prognos. Vi står fast vid huvudprognosen att styrräntan lämnas oförändrad på noll även om en allt starkare krona har ökat sannolikheten för en räntesänkning. Riksbankens kvantitativa lättnader i år fortlöper enligt de planer som presenterades i november och nästa år fortsätter köpen i takt med förfallande obligationer. Köp av utländsk valuta till valutaservisen bidrar till att Riksbankens balansräkning fortsätter att växa gradvis under prognosperioden. Vi tror att nya budgetstimulanser kommer att presenteras under våren i en omfattning som gör att finanspolitiken i stort sett blir neutral 2021.

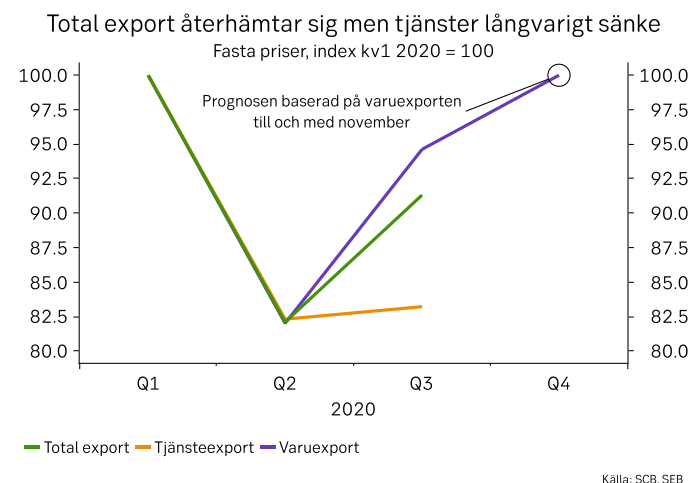
Optimistisk industri men tjänsteexporten under isen

PMI steg i december till nivåer i paritet med toppnoteringarna de senaste decennierna. Totalnivån lyfts dock av att ovanligt många företag rapporterar långa leveranstider, vilket antagligen delvis förklaras av produktionsstörningar. Stigande orderingång, produktion och till och med ökad sysselsättning är dock de viktigaste drivkrafterna. Att såväl varuexport som industriproduktion i november låg på högre nivåer än i början på året bekräftar den imponerande återhämtningen. Även i omvärlden håller industrin nu emot betydligt bättre än i våras men detaljhandelns nedstängningar i många europeiska länder kommer ändå att ge en del smittoeffekter. Vi räknar därför med att industriproduktionen minskar med 1-2 procent första kvartalet 2021; en måttlig nedgång jämfört med fallet på ca 15 procent andra kvartalet förra året. På lite sikt står också industrin väl rustad för att dra nytta av den globala återhämtningen som börjar under senare delen av 2021. Totalt bedöms varuexporten växa med 4,0 respektive 5,0 procent 2021-2022 efter att ha fallit med måttliga 2,0 procent under 2020.

Strukturella problem för tjänsteexporten. Trots rekyl för varuexporten ligger den totala exporten ungefär nio procent lägre än i början av 2020 eftersom tjänsteexporten fallit betydligt. Detta beror främst på stora nedgångar för transporter och resetjänster men även exporten av många typer företagstjänster har minskat betydligt. Troligen kommer vi att få se förnyade nedgångar efter den mycket måttliga uppgång som kunde skönjas under tredje kvartalet. Tjänsteexporten lär ligga kvar på låga nivåer fram till sommaren men därefter bidra positivt till BNP-tillväxten. En del av nedgången, framförallt avseende företagens resetjänster, bedöms dock vara strukturell och tjänsteexporten i slutet av 2022 väntas fortfarande vara lägre än före krisen. Stark varuexport gör dock att den totala exporten är betydligt högre än i början av 2020 även om det är en bit kvar till den tidigare trenden.

Bostadsbyggandet lyfter investeringarna. Investeringarna föll med nästan fem procent andra kvartalet. Maskininvesteringarna rasade med nästan 20 procent men återhämtade tre fjärdedelar av fallet tredje kvartalet och troligen fortsätter uppgången den närmaste tiden. Antalet påbörjade lägenheter mattades av tredje kvartalet men vi tror ändå att bostadsbyggandet är på väg att öka

igen efter att gradvis ha fallit sedan 2017. Investeringarna i kommersiella fastigheter visar dock tecken på att vända nedåt och de svagheter som kunde skönjas redan i slutet av 2019 förstärks av att krisen hämmar efterfrågan på såväl kontors- som affärslokaler. Det är tänkbart att vi får se en bestående trend med utflyttning från storstäder och mer hemarbete som leder till långvarig press på den kommersiella fastighetsmarknaden. En fortsatt ökning i offentliga investeringar bidrar dock till att de totala investeringarna ökar i god takt. Efter att ha fallit med 1,5 procent under 2020 väntas uppgången bli 4,0 procent 2021 och 6,0 procent 2022.

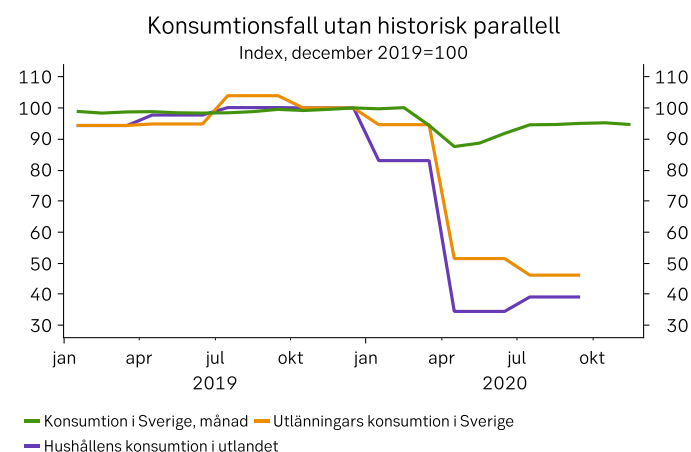


Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
Real disponibel inkomst	3,1	-1,2	4,7	2,8
Privat konsumtion	1,3	-4,5	2,5	4,0
Sparkvot	15,9	17,5	18,9	18,0

Källa: SCB, SEB



Konsumtionens återhämtning fördröjs

Hushållens konsumtion föll med 10 procent första halvåret 2020. Det är utan konkurrens den kraftigaste nedgången någonsin; på årsbasis utgör fallet med 5 procent i samband kronkrisen 1992-93 tidigare rekord. Trots en stark återhämtning tredje kvartalet var konsumtionen fem procent lägre än i slutet av 2019 och månadsdata visar att uppgången stannade av redan i augusti. Det är konsumtionen av tjänster som rasat medan varukonsumtionen, bortsett från en kort nedgång under våren, nästan inte påverkats alls. Allra mest dramatisk är utvecklingen av turisttjänster där svenskar har minskat konsumtionen av turism i utlandet med 60 procent samtidigt som utlänningars turism i Sverige minskat med 50 procent. Nya restriktioner talar för fortsatt låg eller till och med fallande utlandsturism första halvåret 2021, vilket bidrar till att total konsumtion fortsätter att vara svag. Vikande julhandel talar för att den negativa trenden på månadsbasis påbörjades redan i december. Givet att smittspridningen gradvis minskar med stöd av vaccin och varmare väder finns goda utsikter för att en stark återhämtning påbörjas framåt sommaren.

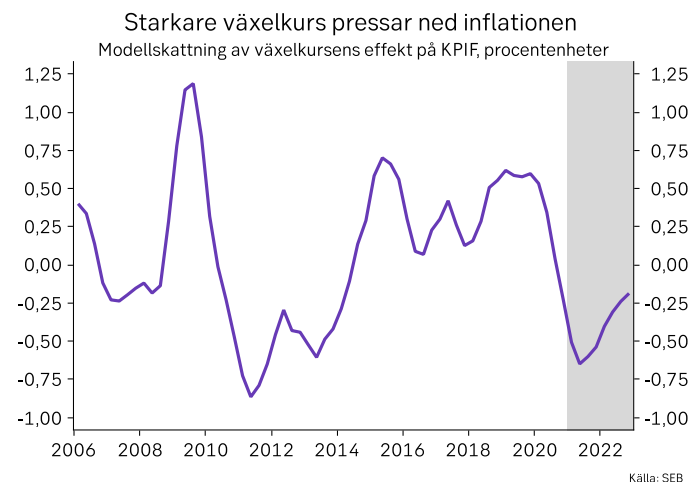
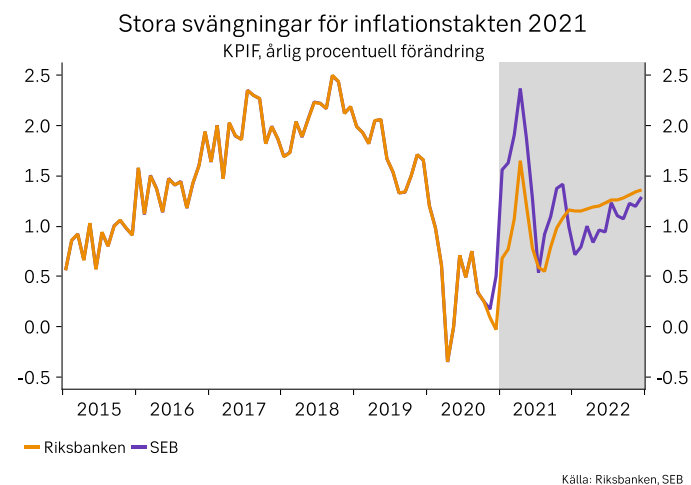
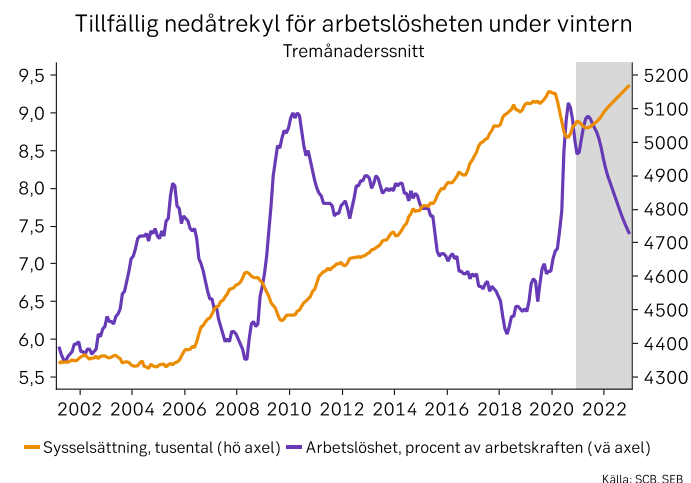
Rekordhøgt sparande. Hushållens inkomster föll med 7,5 procent andra kvartalet 2020, men detta förklaras nästan helt av minskade aktieutdelningar. Redan tredje kvartalet låg inkomsterna högre än de gjorde under samma kvartal 2019. Expansiv finanspolitik, låg inflation, stigande sysselsättning och en normalisering av aktieutdelningarna talar för mycket stark ökning av köpkraften i år. Att hushållens sparande stigit, inte minst genom en rekordstor ökning av banktillgodohavanden, ger också stöd för en stark konsumtionsuppgång när restriktionerna lättar.

Bostadspriserna fortsätter upp. Bostadspriserna saktade in lite mot slutet av 2020, delvis beroende på säsongsmässiga faktorer. SEB:s boprisindikator har fallit tillbaka något, men nivån tyder ändå på en årlig prisökning på drygt fem procent. Utvecklingen drivs framför allt av stora prisuppgångar på småhus men även priserna på bostadsrätter överstiger nu tidigare toppnoteringar från 2017. Vi har återigen justerat upp prognosen för bostadspriser räknar nu med ökning i storleken 3-5 procent både 2021 och 2022 efter en uppgång på drygt 10 procent under 2020.

Högre arbetslöshet under vintern

Efter att ha stigit med ungefär två procentenheter under våren 2020 stabiliserades arbetslösheten under sommaren och har sedan fallit tillbaka under hösten. Samtidigt har sysselsättningen återhämtat en del av vårens branta fall. Att ett stort antal anställda erhöll permitteringsstöd bidrog till att begränsa uppgången i arbetslöshet. Enligt Arbetskraftsundersökningen (AKU) erhöll som mest 270 000 personer, motsvarande nästan 5 procent av arbetskraften, stödet i maj 2020. Risken för att en del av de permitterade skulle sägas upp har bidragit till vår prognos om stigande arbetslöshet framöver. Detta argument har dock försvagats då antalet med permitteringsstöd i november hade fallit till ungefär 50 000 utan att arbetslösheten stigit. Den stabilare arbetsmarknaden bekräftas av flera indikatorer där t ex näringslivets anställningsplaner enligt Konjunkturbarometern stigit till nivåer som tyder på svagt ökande sysselsättning. Givet att BNP faller första kvartalet är en viss uppgång av arbetslösheten fortfarande det mest troliga scenariot men vi tror nu att arbetslösheten inte når högre än till nio procent under våren vilket är något lägre än toppnivåerna sommaren 2020. När tillväxten tar fart under andra halvåret i år faller arbetslösheten inledningsvis snabbt och i slutet av 2022 är nivån bara något högre än i början av 2020. Man ska dock komma ihåg att arbetslösheten hade börjat stiga redan när pandemin slog till. Nivån i slutet av 2022 på 7,3 procent ligger fortfarande nästan 1 procentenhet

högre än 2018 då den lägsta nivån sedan finanskrisen. SCB har meddelat att man från januari 2021 kommer att genomföra en omläggning av AKU enligt direktiv från Eurostat. Omläggningen innebär att antalet personer som definieras som sysselsatta minskar, men genom att färre också kommer att ingå i arbetskraften är effekten på den relativa arbetslösheten oklar. Under 2021 kommer SCB att presentera siffror också med de nuvarande definitionerna för att kunna kedja de historiska tidsserierna. Arbetsmarknadsstatistiken riskerar dock att bli svårtolkad under en ganska lång tid framöver.



Stark krona sätter nedåtpress på inflationen

Efter att löneavtal slöts för industrin i början på november har övriga branscher följt "industrimärket". Kommunal kunde dock förhandla fram något högre påslag och dessutom få igenom retroaktiva löneökningar för 2020. Industriavtalet innebär att lönerna stiger med 2,2 procent per år under de närmaste 29 månaderna, vilket är något högre än i föregående avtalsrunda. Om hänsyn tas till att det inte blir några retroaktiva ökningar 2020 har löneökningstakten dock växlat ned.

Svängig inflation under 2020. Inflationen var generellt sett ovanligt volatil under 2020 då många priser uppvisade stora rörelser och därtill ovanliga säsongsvariationer på grund av nedslängningar och restriktioner. En lite kallare vinter gör att elpriserna i början av året ser ut att stiga ganska dramatiskt. Då energipriserna under samma period 2020 var rekordlåga blir resultatet att inflations-takten snabbt kommer att stiga från 0,4 procent i december 2020 till 2,4 procent i april 2021. Terminerna tyder sedan på att energipriserna faller tillbaka under sommararen vilket bidrar till att inflations-takten snabbt sjunker igen. Även för KPIF exklusive energi räknar vi med en tillfällig uppgång till 1,6 procent under våren på grund av svaga jämförelsemånader 2020. En allt starkare krona talar dock för att den underliggande inflationstrenden under 2021 kommer att vara svag och när alla tillfälliga prisrörelser ebbat ut hamnar inflationen på knappt en procent i slutet av året. Inflationen stiger något allt eftersom återhämtningen tar fart men når inte högre än till 1,3 procent i slutet av 2022.

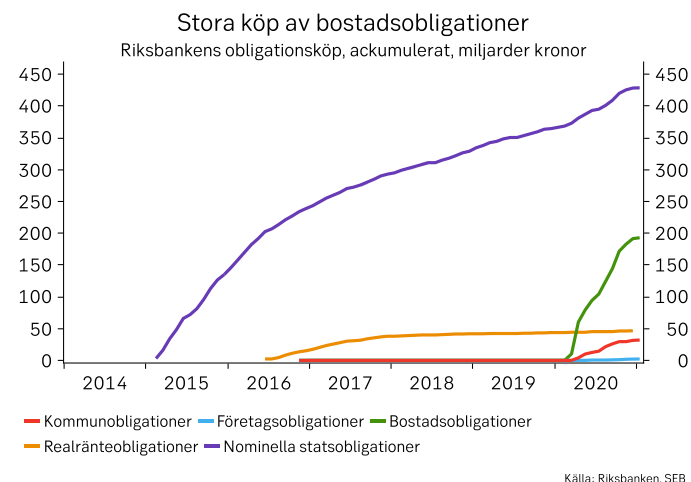
Pressen på nya åtgärder från Riksbanken kvarstår

Att inflationen stiger under vintern och våren gör att Riksbanken får lite andrum. Även om Riksbanken kommer att se uppgången som tillfällig är det troligt att den ger inflationsförväntningarna lite stöd. Vid novembermötet beslutade Riksbanken att förlänga QE-köpen till och med december 2021 och volymen utökades till 700 miljarder. Mycket talar för att politiken nu lämnas oförändrad på kommande februarimöte men därefter drar krafter åt olika håll. Trots goda utsikter för ekonomisk återhämtning på lite sikt ökar pressen på ytterligare åtgärder om inflationen faller tillbaka igen i linje med prognosen. Vilken strategi som direktionen kommer att välja är i nuläget otydligt. Riksbanken har fortsatt upprepa budskapet att en räntesänkning i nuläget inte är en effektiv åtgärd, men att detta kan ändras längre fram. I protokollet från novembermötet var intrycket att flera ledamöter övervägde en räntesänkning om mer stimulan-ser skulle behövas. Å andra sidan reserverade sig ingen ledamot mot en räntebana som signalerade oförändrad ränta under de närmaste åren. Detta skulle kunna tolkas som att sannolikheten för en räntesänkning är lika stor som för en räntehöjning under prognosperioden.

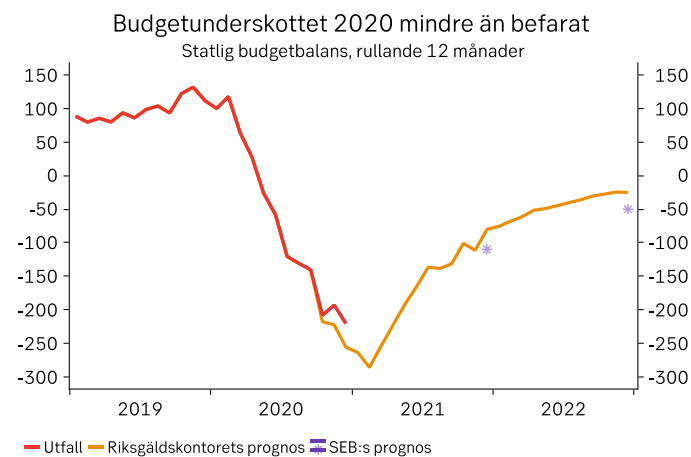
Expansiv bias både för reporänta och QE. Vår huvudprognos är att reporäntan ligger kvar på noll under hela prognosperioden. Stärks kronan mer och snabbare än väntat är det dock troligt att inflation och inflationsförväntningar faller ytterligare vilket onekligen skulle öka sannolikheten för räntesänkningar. De annonserade obligations-köpen gör att Riksbankens balansräkning fortsätter att växa i år. Under 2022 är vår bedömning att köpen fortsätter i relativt hög takt för att kompensera för förfallande obligationer. Riksbankens beslut att öka valutaservisen med ungefär 180 miljarder bidrar till att balansräkningen fortsätter att expandera till slutet av 2023. Dessutom är sannolikheten för att direktionen utökar köpen om räntor och riskaversion stiger betydligt större än att köpen blir mindre än planerat.

Ökade obligationsköp. I samband med att direktionen utökade obligationsköpen ökade volymerna för bostadsobligationer och

kommunobligationer medan köpen av statsobligationer minskade. Riksbanken har än så länge bara redovisat köpen för första kvartalet, men givet att fördelningen blir densamma resten av året så kommer volymen av statsobligationer som inte hålls av Riksbanken att öka för första gången sedan Riksbanken inledde köpen 2015. Nästan 60 procent av köpen görs i bostadsobligationer och mot slutet av året kommer Riksbankens innehav att vara nästan lika stort som i statsobligationer. Även om stocken av bostadsobligationer gradvis ökar kommer volymen som inte hålls av Riksbanken att falla, något som bedöms leda till att redan låga räntemarginaler för dessa obligationer bedöms kunna falla ytterligare.



Räntesänkning trolig om kronan stärks mer och snabbare än väntat och inflationen överraskar på nedsidan



Nya stimulanser ger neutral finanspolitik 2021

Finanspolitiskt blev 2020 extrabudgetarnas år när krisförloppet tvingade fram rejäla stimulanser inom många områden. Att den ekonomiska nedgången inte utlöstes av underliggande ekonomiska obalanser utan nedstängningar i pandemins spår tvingade fram ett nytänkande i valet av åtgärder. Dessa har i hög grad avlastat klassiska automatiska stabilisatorer vilket vi t ex ser på arbetsmarknaden där statligt subventionerat korttidsarbete ersatt arbetslöshet och a-kassa. Den ekonomiska nedgången och stimulanserna har satt betydande avtryck i de offentliga finanserna men utvecklingen har trots allt blivit bättre än befarat. Det beror delvis på att ekonomin krympte mindre än väntat vilket även bidrog till att stödprogrammen inte behövde utnyttjas fullt ut. Än så länge finns inte helårssiffror för 2020 tillgängliga för hela den offentliga sektorn men det är ändå staten som kommer att få den största smällen. Det statliga budgetunderskottet landade till slut på 221 miljarder, vilket kan jämföras med 402 miljarder i Riksgäldens prognos i maj när läget såg som mörkast ut.

Stora stimulanser också 2021. Att de offentliga finanserna är i lite bättre skick än väntat skapar utrymme för fortsatta stimulanser. I höstens budget presenterades reformer för 2021 på drygt 100 miljarder SEK och sedan dess har en del krispaket förlängts vilket enligt regeringens beräkningar uppgår till totalt 30 miljarder. Sannolikt får vi se ytterligare åtgärder bl a i återkommande extrabudgetar under året som totalt väntas öka den finanspolitiska stimulansen med ytterligare 40 miljarder. Sammantaget räknar vi med åtgärder av ungefär samma storleksordning som under 2020 vilket ger en svagt expansiv tillväxtimpuls från finanspolitiken 2021. Givet de rejäla satsningarna under den akuta krisen är detta onekligen en bedrift. Internationella bedömningar som gjorts pekar på att det endast är ett fåtal länder som har kraft att undvika en åtstramande finanspolitik i år. Det är tydligt att åren med överskott och skuldminskning nu ger ett välkommet manöverutrymme i Sverige.

Nya stimulanser men ändå viss åtstramning 2022. Tittar vi in i 2022 är det ofrånkomligt att politiken stramas åt eftersom den finanspolitiska impulsen mäts som förändring av konjunkturjusterat offentligt saldo mellan åren. Det är sannolikt att vi får se nya reformer också 2022 och att det formella budgetramverket fortsätter att sättas på undantag. Men det är ändå inte rimligt att tro att dessa ska bli av samma storleksordning som de krisåtgärder som nu gradvis fasas ut. Dock sker denna åtstramning i ett läge när hushållens köpkraft ökar i snabb takt. Sammantaget väntas det offentliga underskottet sjunka marginellt i år till 3,2 procent från 3,3 procent av BNP 2020. År 2022 väntas det fortsätta ned till 2 procent av BNP. Statens lånebehov sjunker från ungefär 220 miljarder 2020 till 110 resp. 50 miljarder 2021-22. Den offentliga skulden stiger måttligt till knappt 39 procent av BNP 2020, upp från 35 procent av BNP innan krisen. Under prognosåren bedöms skulden gradvis falla tillbaka till 36,5 procent av BNP i slutet av 2022. Att Riksgäldskontoret gradvis återbetalar sina lån till Riksbankens valutaserv är en viktig förklaring till nedgången.

Norge

Norges Bank tar sikte på policynormalisering

Trots en andra våg av virusinfektioner och nya restriktioner i höstas har fastlandsekonomin visat motståndskraft. I närtid väntas en endast mild avmattning, medan utsikterna till en stabil återhämtning under 2021 har stärkts. Hushållen tar täten i uppgången, med stöd av finanspolitik och gradvis fallande arbetslöshet. Förbättrade tillväxt-utsikter i kombination med stigande bostadspriser kommer att övertyga Norges Bank om att inleda räntehöjningar i början av 2022.

Virusvågen runt årsskiftet var mildare än befarat

Fastlandsekonomin har återhämtat sig sedan maj i fjol med stöd av expansiv politik och lättade restriktioner, vilket lett till ett uppsving för inhemsk efterfrågan och aktiviteten i tjänstesektorn. Efter ett fall på 6,1 procent kvartal två i fjol steg fastlands-BNP med hela 5,2 procent under tredje kvartalet. Tillväxten väntas ha avtagit igen under kvartal fyra på grund av återinförda restriktioner i slutet av 2020 under en andra våg av Covid-19 infektioner. Åtgärderna är inriktade på social distansering och på att minska smittspridning från utlandet. Fastlands-BNP föll 0,9 procent under november, avsevärt mindre än den totala nedgången på 10,7 procent under mars-april. Mindre omfattande nedstängningar, kombinerat med öknings i detaljhandel och tillverkningsindustri, begränsade nedgången. Data indikerar en mild avmattning i fastlands-tillväxten till 1,2 procent kvartal fyra; officiella data publiceras 12 februari.

Fastlands-BNP bör visa en stark återhämtning i år när vaccin rullats ut på bred front i Norge och omvärlden och öppnat för omfattande lättnader av restriktioner. Återhämtningen leds av stark hushållsefterfrågan med fortsatt stöd från finanspolitiken. Justerat för tillfälliga krisåtgärder kommer finanspolitiken att öka fastlands-BNP med 1,0 procentenhet under 2021 och ett nytt åtgärds paket ska annonseras inom kort. Fastlands-BNP väntas vara tillbaka på för-pandeminivåer till sommaren 2021. Bedömningen bygger på en uppgång på 3,8 procent under 2021 efter en förväntad nedgång på 3,0 procent under 2020. Tillväxten väntas ligga kvar över trend på 3,1 procent under 2022. Total BNP faller 1,3 procent 2020 följt av en återhämtning på 3,4 procent 2021.

En tudelad återhämtning i industrin

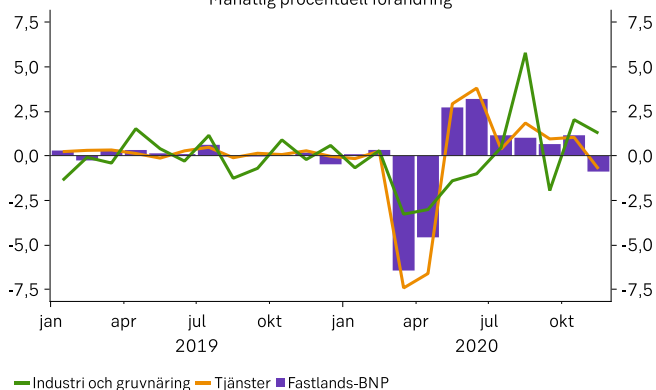
Tillverkningsindustrin har, att döma av sentimentsindikatorer, klarat sig relativt väl genom den andra vågen av virusinfektioner och restriktioner. Industrin förblir tydligt splittrad; produktionen av traditionella varor har återhämtat sig fullt ut medan oljeleraterad produktion ligger 7,4 procent under för-pandeminivåer. Olje-investeringarna blir troligen inte en lika negativ faktor för industrin som inledningsvis befarades. Norska statistikbyråns SSB:s enkät för fjärde kvartalet visade på en märkbar ökning i operatörernas investeringsplaner för 2021. Det finanspolitiska stödpaketet ger operatörerna incitament att investera i ökad kapacitet och nya utvecklingsprojekt innan tillfälliga skatteändringar upphör i slutet av 2022. Vår prognos är att oljeinvesteringarna faller 7,0 procent under 2021 och återhämtar sig 0,5 procent 2022, vilket spår på aktiviteten i oljeservicenäringen under perioden 2022 - 2024. Traditionell tillverkningsindustri får stöd av förbättrad omvärldsefterfrågan. Vi väntar oss att traditionell varuexport återhämtar sig med 2,9 procent respektive 5,4 procent under 2021 och 2022.

Kapacitetsutnyttjandet i industrin är kvar under normala nivåer, men investeringsplanerna enligt både den regionala nätverksrapporten och barometerundersökningar pekar mot en mindre nedgång än vad som tidigare antagits. En återhämtning i bostadsinvesteringarna tyder därtill på att privata fastlands-investeringar blir neutrala för tillväxten under 2021 och bidrar positivt 2022.

Konsumtionsledd återhämtning

Hushållens varukonsumtion har fått stöd av ett förändrat konsumtionsmönster sedan pandemin bröt ut och har stigit med 11,9 procent sedan februari i fjol. Konsumtionen av tjänster (ungefär hälften av privat konsumtion) har samtidigt dämpats av restriktioner och är ner 13,9 procent från för-pandeminivåer. Tjänstekonsumtionen kan väntas återhämta sig starkt när utbudsrestriktionerna lättats. Historiskt högt sparande och uppdämd efterfrågan borde ytterligare understödja konsumtionen, trots en måttlig inkomstillväxt. Uppgången i registrerad arbetslöshet under

Relativt mild nedgång under slutet av 2020
Månatlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

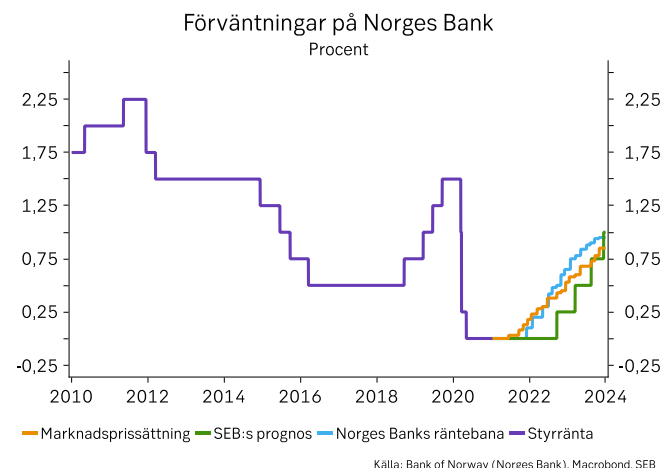
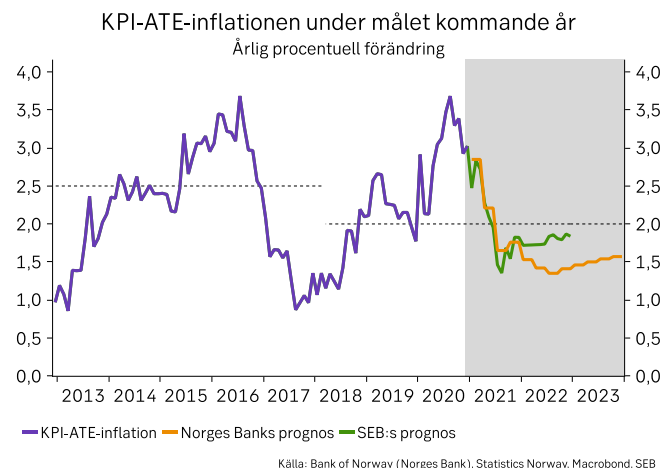
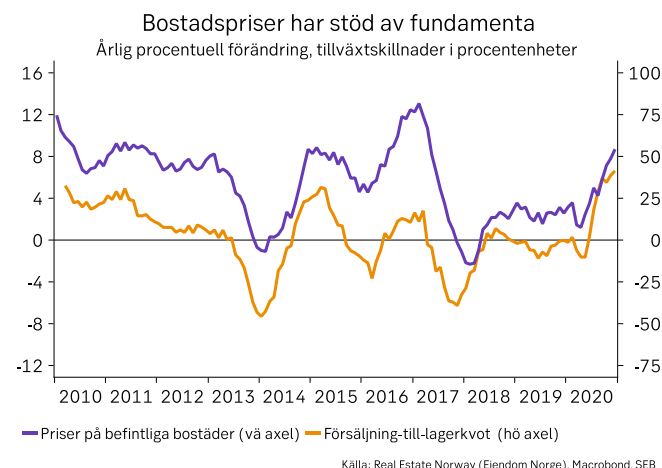
	2019	2020	2021	2022
BNP	0,9	-1,3	3,4	2,8
Fastlands-BNP	2,3	-3,0	3,8	3,1
Arbetslöshet (AKU)*	3,7	4,7	4,1	3,9
Löner	3,5	2,2	2,5	2,7
KPI-ATE inflation	2,2	3,0	2,0	1,8
Styrränta, %	1,50	0,00	0,00	0,50
EUR/NOK**	9,84	10,48	10,00	9,90

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

slutet av 2020 på grund av återinförda restriktioner visade sig vara liten och kortvarig. Arbetslösheten väntas trenda lägre när den ekonomiska återhämtningen stärks. Vi prognostiserar en AKU-arbetslöshet på i genomsnitt 4,1 procent under 2021 och 3,9 procent 2022, vilket är över genomsnittet på 3,7 procent 2019.

Låga räntor lyfter bostadspriser

Priserna på befintliga bostäder har trendat stadigt högre sedan ett tillfälligt fall under mars-april och den årliga ökningstakten nådde 8,7 procent i december. Priserna steg med 4,5 procent 2020 och även om detta är lägre än de höga ökningstalen under 2016 - 2017 är det ändå en uppgång från 2,6 procent 2019. Bostadsmarknaden har fått stöd av en gynnsam kombination av lågt utbud och rekordstarka försäljningssiffror. Historiskt låga bolåneräntor kommer troligen också att ge stöd för priserna i år. Bolåneregleringen



stramades åt något under kvartal 4 2020, när den så kallade flexibilitetskvoten återställdes till ordinarie nivåer. Regleringen har förlängts till 2024 men inga ytterligare åtstramningar väntas förrän tidigast hösten 2022. Vi prognostiserar årliga prisökningar på befintliga bostäder på 7,2 procent under 2021.

Inflationen väntas falla tillbaka snabbt under målet

I likhet med i många andra länder uppvisade inflationen stora svängningar under 2020 på grund av ovanliga prisrörelser orsakade av nedstängningar. KPI-ATE-inflationen (exklusive skatter och energi) tog fart och var uppe på historiska toppnivåer. Hög varuinflation var den viktigaste drivkraften, men priserna på tjänster steg också i en historiskt snabb takt. Prisfallen på hotell- och resetjänster, som i vissa länder uppgått till 15–20 procent, har varit betydligt mindre i Norge. Exkluderas en tillfällig momssänkning i maj 2020 (såsom sker för KPI-ATE) skulle dessa priser i många fall till och med ha stigit. Mot slutet av 2020 började inflationen att falla. Flera faktorer talar för fortsatt nedgång i år. Tidigare uppåtpress på varor från svag växelkurs har delvis reverserats, vilket pekar mot en ganska snabb nedgång i inflationen. Tjänsteinflationen väntas också korrigera lägre. I juli återgår momssatsen till normala nivåer och detta väntas bara delvis slå igenom i faktiska priser, vilket dämpar KPI-ATE-inflationen. Vi väntar oss att KPI-ATE-inflationen faller från nära 3 procent i december till 1,5 procent i mitten av 2021 och att den är kvar på denna nivå 2022. Till följd av kraftigt stigande priser på el kommer KPI att stiga snabbt under vintern och KPI-inflationen periodvis överstiga 3 procent.

Vaccinationer kan ge snabbare policynormalisering

Även om räntan hållits kvar på noll har Norges Bank signalerat att man är redo att börja normalisera politiken om ett år. Det flexibla inflationsmålet medger för banken att ha fokus på tillväxten. Inflation under målet är därför inget hinder så länge som kapacitetsutnyttjandet är på väg upp. Med förväntningar om utbredda vaccinationer under 2021 ser banken utsikter för en stark återhämtning och en markant ökning av kapacitetsutnyttjandet med start denna sommar till nära normala nivåer i mitten av 2022. När återhämtningen väl är på fast mark och osäkerheten framöver avtar, kommer risker för finansiell stabilitet troligen att få större vikt igen. Riskerna med alltför låga räntor under alltför lång tid kommer att rättfärdiga gradvisa höjningar tillbaka till förkrisnivåer. En start redan under 2021 kan inte uteslutas, men är inte vårt huvudscenario. Vi förväntar oss två höjningar per år med start i mars 2022 till 1,00 procent i slutet av 2023.

Hökaktig Norges Bank ger stöd för NOK

Märkbart högre oljepriser i början av året har gjort NOK till en av de G10-valutor som gått bäst hittills i år. Positiv riskapitet och en relativt högaktig Norges Bank har gett ytterligare stöd för kronen. Expansiv finanspolitik kommer att få Norges Bank att fortsätta med stora dagliga köp av NOK under 2021. Vi väntar oss att kronen stärks ytterligare mot euron och prognostiserar att EUR/NOK-kursen faller till 10,00 och 9,90 till slutet av 2021 respektive 2022.

Norska statsobligationer (NGB:s) handlas med en stor pick-up i förhållande till sina tyska motsvarigheter. Detta avspeglar Norges Banks relativt högaktiga hållning liksom en likviditetspremie. 10-årsspreaden mot Tyskland väntas förbli hög på grund av introduktionen av en ny 10-årsobligation i februari samt Norges Banks kommande räntehöjningar, men relativt gynnsamma utsikter för utbudet kombinerat med lovande utsikter för NOK kommer troligen att hålla tillbaka uppgången i 10-årsräntan. Vi prognostiserar en 10-årsspread på 150 punkter i slutet av 2021 och 2022.

Danmark

Försenad återhämtning

Fortsatta restriktioner i början av 2021 innebär att vi justerar Danmarks tillväxtprofil: BNP 2020 faller 4,0 procent (något mindre fall än i november). Samtidigt sänker vi prognosen för 2021 till 3,0 procent. Vi förväntar oss att privat konsumtion kommer att uppvisa en kraftig återhämtning p g a snabb utrollning av vacciner och lättnader i kreditvillkor. En fortsatt stark dansk krone ökar sannolikheten för en ensidig räntesänkning under 2021.

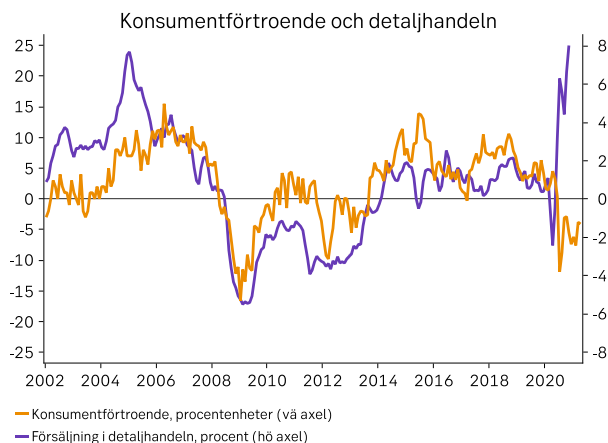
Försenad återhämtning. Sedan den senaste utgåvan av Nordic Outlook i november 2020 har BNP-data för tredje kvartalet publicerats. De visade en BNP-tillväxt på 5,2 procent under kvartalet i linje med vår prognos. Snabbstatistik antydde att den starka tillväxten skulle fortsätta även fjärde kvartalet. Efter nya restriktioner väntar vi oss nu att tredje kvartalet följs av två kvartal med negativ tillväxt innan den verkliga återhämtningen sker i takt med att vaccinationerna når en tillräcklig omfattning. Vi har höjt prognosen marginellt för 2020 från -4,2 procent till -4,0 procent, sänkt prognosen 2021 från 4,3 procent till 3,0 procent och lyft tillväxten 2022 från 3,5 procent till 4,5 procent.

Pandemin fortsätter in i 2021. När Nordic Outlook publicerades i november hade vi fått nyheter om strängare lokala begränsningar på norra Jylland relaterade till en virusmutation från minkodlingar. Vi antog att restriktionerna skulle hävas före jul. En ny uppgång i antalet virusfall noterades dock inför jul- och nyårshelgerna. Snarare än att lindra nationella restriktioner sattes hela Danmark under en hård nedstängning som liknade de regionala restriktionerna. Det innebar stängning av alla icke-nödvändiga butiker och tjänsteproducerande verksamheter samt skolor och universitet. P g a rädslan för en ny och mer smittsam virusstam från Storbritannien har nedstängningarna förlängts åtminstone till 7 februari. En snabb utrollning av vaccinationer ger dock en tve tydlig bild med förhoppningar om ett gradvis återöppnande under våren 2021.

Konsumenternas efterfrågan hålls tillbaka. Konsumtionen hade en extremt stark tillväxt strax före nedstängningarna under fjärde kvartalet. Den drevs delvis av en stor engångsutbetalning av fryst semesterlön; detaljhandeln steg i början av kvartalet med mer än 10 procent i årstakt. Konsumenterna har ett högt sparande, håller mycket kontanter och utlåningsvillkoren har lättats enligt Danmarks nationalbanks utlåningsenkät. Lättare kreditvillkor stöttar både efterfrågan och skapar förmögenhetseffekter genom högre huspriser. Det kommer dock troligen inte att återspeglas i en stark efterfrågetillväxt under vintern då vissa försäljningskanaler har begränsats för konsumenterna. När vaccinationer väl möjliggör en mer permanent återöppning förväntar vi oss däremot att konsumenternas efterfrågan kan se en kraftig återgång med en tillväxt på 3,5-4,0 procent 2021 och 2022.

Mindre jobbförluster än under våren. Till skillnad från vårens nedstängningar verkar de nya restriktionerna inte ge upphov till lika betydande jobbförluster. Veckovis statistik antyder snarare det normala säsongsmönstret, även om det kan återspegla effekter från fortsatta stödsystem och andra åtgärder som är utformade för att få företag att behålla sin arbetskraft under de tillfälliga restriktionerna. Som ett resultat av detta kommer det inte att ta många kvartal av återhämtning i sysselsättningen för att åter skapa tryck uppåt på löneinflationen; 2020 och 2021 väntar vi oss dock att lönetrycket förblir dämpat på knappt 2 procent för att därefter följas av viss acceleration och nå 3 procent i slutet av 2022. Ur ett konkurrenskraftsperspektiv är detta ännu inte ett stort problem då Danmark fortfarande har ett stort bytesbalansöverskott.

Ensidig sänkning möjlig. Som vi påpekade i novemberrapporten har den danska kronen reagerat på motsvarande sätt som under 2008; först kronförsäljningar p g a dollarns likviditetsproblem och därefter återhämtning p g a starka underliggande faktorer. Kronen befinner sig nu i den klart starkare delen av sitt variationsband gentemot euron. Det finns fortfarande inga tecken på ingripande från Nationalbanken. Det ökar sannolikheten för en, gentemot ECB, ensidig räntesänkning någon gång senare i år.



Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,9	-4,0	3,0	4,5
KPI	0,8	0,4	1,1	1,3
Löner	2,0	1,9	1,8	2,9
Offentligt saldo*	3,8	-3,0	-2,0	0,0
Offentlig sektors skuld*	33,3	44,0	41,0	38,0
Bytesbalans	8,8	7,5	7,5	8,0
Styrränta (CD rate), %	-0,75	-0,60	-0,60	-0,70
EUR/DKK**	7,45	7,45	7,43	7,46

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

Finland

Recessionen hålls i schack

En relativt framgångsrik hälsopolitik har även varit positivt för ekonomin; infektionstalen har varit låga och lågkonjunkturen har hållits i schack. Men samtidigt har inte mycket ändrats vad gäller de långsiktiga problemen som svag produktivitetssökning och krympande arbetskraft vilka förblir tillväxthinder. BNP ökar med 2,8 procent 2021 och 2,5 procent 2022 efter att ha fallit med 3,3 procent 2020.

Väl genomfört arbete. Finland verkar ha lyckats med att hålla ned coronavirusets smittotal. Både under våren och hösten har man uppvisat en av Europas lägsta andelar avseende smittade vilket har bidragit till att en fullskalig nedstängning med stora skador på ekonomin har kunnat undvikas. Enligt vår prognos föll BNP med 3,3 procent förra året, mindre än hälften av nedgången för euroområdet. Ekonomin återhämtar sig 2021 och BNP ökar med 2,8 procent. De sedan länge välkända problemen med minskad arbetskraft och svag produktivitetssökning begränsar tillväxtpotentialen. Under 2022 ökar BNP med endast 2,5 procent.

Hushållen spenderar mer bara de får. När utlandsresor och restaurangbesök ställdes in använde hushållen sina pengar till att handla varor istället. Senast handeln upplevde en så kraftig uppväxling i efterfrågan var för nära tio år sedan. Hårdare restriktioner sent förra året gav detaljhandeln ytterligare skjuts uppåt och en 7-procentig ökning jämfört med året innan noterades. Regeringen kommer att vara försiktiga med att lätta på restriktionerna innan riskgrupper vaccinerats. Det innebär att samma detaljhandelstrend fortsätter även första kvartalet i år. Men när väl restriktionerna hävs väntar vi oss att hushåll som skyddats från krisen kommer att vilja gå tillbaka till gamla konsumtionsmönster. Tjänstesektorn kommer då att ge ett tillskott till uppgången i privat konsumtion som väntas öka med 3,6 procent 2021 följt av fortfarande starka 3 procent 2022.

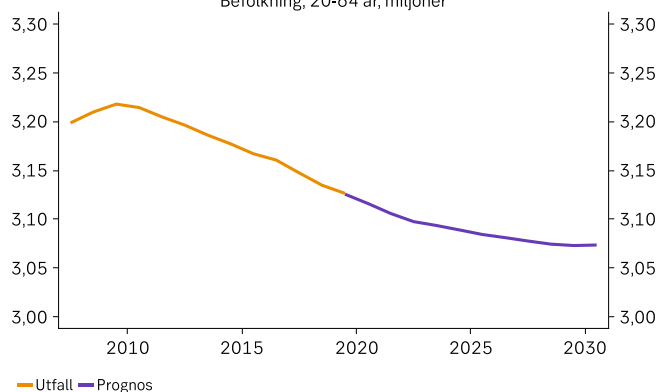
Blandat resultat för tillverkningsindustrin. Nedgången i industriproduktion begränsades till 3 procent 2020 men bland delsektorerna var bilden blandad. De största sektorerna, t ex maskiner, låg kvar på samma produktionsnivå som 2019. Nedgången var kraftigare för skogsprodukter, som är den näst största varugruppen. Där förvärrades till och med situationen mot slutet av 2020. Jämfört med vår bedömning i Nordic Outlook November har dock läget inom industrin överlag förbättrats. Det som tidigare kunde beskrivas som ett fritt fall i nya ordrar bromsades under fjärde kvartalet. I november förbättrades orderläget med 9 procent jämfört med månaden innan. Industrisentimentet steg i december men nivån ligger under det historiska genomsnittet. Varuhandeln ökar inte så mycket 2021 men när tjänsteexporten kommer igång ger den ett tillskott och exporten ökar med 6 procent.

Arbetsmarknaden har överraskat positivt. I stället för en förväntad uppgång föll arbetslösheten något i höstas. Arbetsmarknaden är trögrörlig och reagerar med en eftersläpning när efterfrågan förändras. Restriktioner och dess effekter på ekonomin bidrar till att arbetslösheten ändå stiger något under första halvan av 2021 till i genomsnitt 8,0 procent; mätt som årsgenomsnitt landar arbetslösheten på 7,5 procent i år. Covid-19-krisen har haft begränsad effekt på lönebildning och lönerna ökar med ca 2 procent per år.

Investeringarna har fallit mindre än väntat, men 2021 kommer intresset att vara svagt i den privata sektorn. Investeringarna totalt sett ökar med bara 1,8 procent 2021 men växlar upp till 2,5 procent 2022 när aktiviteten ökar i den privata sektorn. En positiv kraft är en uppgång i bostadsinvesteringar som vänder upp från ett flerårigt fall. Hushållens tillfälligt höga sparkvot hjälper förhoppningsvis till att stötta utvecklingen när sparandet normaliseras.

Offentliga skulden ökar återigen. Efter flera år med försök att förbättra budgetsaldot och minska den offentliga skuldsättningen har pandemin nu fått skuldkvoten att stiga rejält. Men samtidigt har uppgången inte varit lika stor som först befarat och vi bedömer att underskottet kan förbättras till knappt 3 procent av BNP 2022. En viktig uppgift för regeringen är fortsatt de svårlösta frågorna om stagnerande produktivitet och minskande arbetskraft.

Minskad arbetskraft ett sänke för tillväxten
Befolkning, 20-64 år, miljoner



Källa: Statistics Finland, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,1	-3,3	2,8	2,5
Privat konsumtion	0,8	-4,5	3,6	3,0
Export	8,0	-9,8	6,0	4,0
Arbetslöshet*	6,7	7,8	8,0	7,5
Löner	2,2	1,7	1,8	1,8
HIKP	1,1	0,4	1,2	1,5
Offentligt saldo**	-1,1	-7,0	-4,5	-3,0
Offentlig bruttoskuld**	59,4	68,5	71,0	72,0

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

Baltikum

Litauen

Ekonomin ser ut att tappa väsentligt mindre än andra delar av Europa. En stabil exportindustri samt kraftfulla och lyckade stödåtgärder har dämpat fallet. Därtill har inkomstutvecklingen varit hög, vilket borgar för en uppsnabbad återhämtning.

Sida 50

Lettland

Återhämtningen har hamnat i ett vänteläge när konsumtionen kvävs. Stödprogrammen talar dock för en snabb återhämtning när väl restriktionerna lyfts. En nyinrättad byrå sätter nu allt fokus på vaccineringen.

Sida 51

Estland

Goda inkomster, stärkta av en pensionsreform, bidrar tillsammans med den viktiga exportindustrin till att ekonomin inte tappar lika mycket som övriga euroområdet, en stor skillnad mot finanskrisen. En ny regering kan ändra den politiska inriktningen.

Sida 52



Litauen

Frostig start på 2021

Litauen införde en andra nedstängning i slutet av förra året och inleder därmed 2021 svagt. Vi tror att ekonomin fortfarande kan återhämta sig snabbt när väl restriktionerna upphävs, men det dröjer till andra kvartalet. Även om vaccinationen kom igång bra bestäms framgången delvis av tillgången på vaccinleveranser. Arbetslösheten stabiliseras i mitten av 2021. Finanspolitiska stimulanser blir betydande även i år och budgetunderskottet hålls över 7 procent av BNP.

Tufft slut på 2020. På grund av kraftigt stigande antal nya covid-19-fall tvingades regeringen att införa hårda restriktioner i slutet av förra året. Men som i andra länder under den andra vågen minskade konsument- och näringslivsförtroendet väsentligt mindre än förra våren. Tillverkningsindustrin förblev särskilt motståndskraftig. Vi bedömer att den totala nedgången i BNP under 2020 låg nära vår tidigare prognos på 1,5 procent. Vi sänker nu BNP-tillväxten för 2021 från 3,0 till 1,8 procent när vi beaktar de negativa effekterna av nuvarande restriktioner som antagligen bara lättas gradvis under de kommande månaderna. Det innebär också att en starkare återhämtning inte äger rum förrän under andra halvåret. Vi höjer därför tillväxtprognosen för 2022 från 3,3 till 4,2 procent.

Industrin gynnades av starkare exportefterfrågan. Företagen hade dock problem med att hantera stigande covid-19-fall bland de anställda. Exportorderläget i närtid indikerar att början av 2021 kommer att vara bra men långvariga nedstängningar bland viktiga handelspartner kan tillfälligt dämpa efterfrågan. Vi bedömer att industrins investeringar återhämtar sig 2021 efter förra årets nedgång.

Konsumtionen återhämtar sig snabbt när restriktioner hävs. Erfarenheter från 2020 ger vid handen att såväl detaljhandel som konsumtion av tjänster kan återställas snabbt. En liknande återhämtning ledd av uppdämd efterfrågan kan komma under andra kvartalet 2021. Generösa statliga stimulansåtgärder och den relativt begränsade nedgången förra året bidrog till att upprätthålla en stabil ekonomisk situation för hushållen. Under 2021 väntas privat konsumtion också stötts av en ökning av ålderspensioner med 9,6 procent samt högre allmänna barnbidrag.

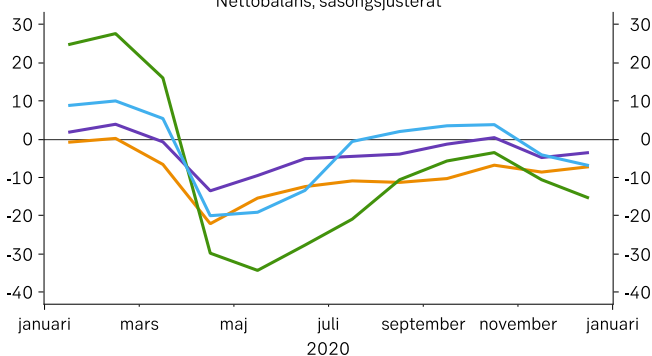
Arbetslösheten toppar under andra kvartalet 2021. Förra året steg arbetslösheten, men mycket mindre än vi först fruktade då regeringens politik främst försökte bevara jobben. I år har även olika statliga subventioner till anställda utvidgats och minskat arbetsgivarnas börda. Likt andra länder har ungdomar drabbats hårdast under pandemin. Däremot sjönk överraskande nog inte arbetskraftsdeltagandet, ett positivt tecken på att arbetsmarknaden kan återhämta sig snabbt när pandemin väl är över.

Lönetillväxten avtar 2021. Genomsnittslönen ökade med mer än 9 procent förra året, to m mer än under 2019. De starka löneökningarna var bland de viktigaste faktorerna som stärkte privat konsumtion 2020. Ökningstakten förstärktes av en kraftig ökning för de offentligt anställda. I år minskar den genomsnittliga bruttolönen till 4,5 procent eftersom den offentliga sektorns löner och minimilöner kommer att öka mindre än förra året.

Fastighetsmarknaden återhämtade sig snabbt från nedgången. Stark tillväxt i löner, en återhämtning i bostadsprisförväntningarna och positiv nettomigration bidrog till att marknaden kunde komma igen relativt smidigt 2020. Bostadspriserna steg med cirka 6 procent förra året och vi väntar samma tillväxttakt 2021. Marknaden för kommersiella fastigheter drabbades dock hårdare, även om investeringsaktiviteten var solid.

Ett av de största finanspolitiska stödpaketen inom EU bidrog till att dämpa den ekonomiska nedgången. Vi bedömer att budgetunderskottet bara blir marginellt mindre 2021. Regeringen har tilldelat 1,1 miljarder euro, eller 2,2 procent av BNP, i sin budget för 2021 till utgifter relaterade till covid-19. Den nyligen bildade koalitionsregeringen har lovat att se över skattesystemet och minska olika undantag men vi tror inte att de kommer att inleda några större reformer förrän 2022.

Förtroendeindikatorer fortfarande starkare under andra vågen
Nettobalans, säsongsjusterat



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

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

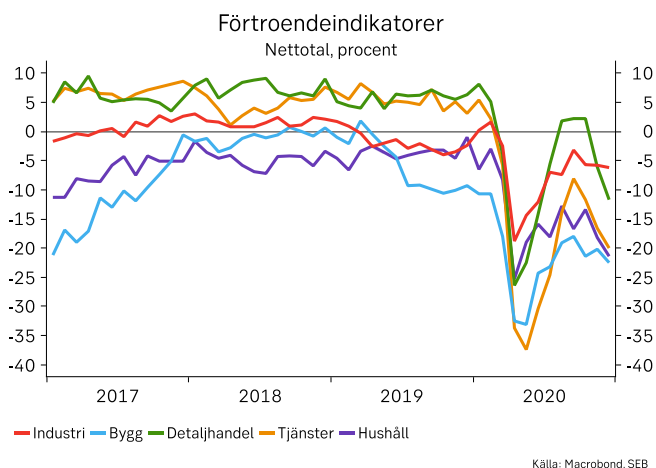
	2019	2020	2021	2022
BNP	4,3	-1,5	1,8	4,2
Privat konsumtion	3,3	-2,7	2,6	3,5
Export	9,5	-2,4	4,0	5,4
Arbetslöshet*	6,3	8,7	9,1	7,7
Löner	8,8	9,3	4,5	6,0
HIKP	2,2	1,1	2,0	2,4
Offentligt saldo**	0,3	-7,6	-7,2	-3,5
Offentlig sektors skuld**	35,9	47,5	52,2	50,1

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

Lettland

I väntan på återstart

Stigande infektionstal och nedstängningar i slutet av 2020 pausar återhämtningen. Den här gången blir nedgången troligen mer begränsad. Svagare konsumtion kompenseras av stark tillväxt inom industrin och varuexporten. Vi väntar oss en tydlig återhämtning under andra kvartalet. Förbättrat finanspolitiskt stöd stärker också arbetsmarknaden. Vi räknar med att ekonomin växer med 3,9 procent i år och 4,6 procent 2022 när konsumtion och investeringar ökar.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,2	-4,7	3,9	4,6
Privat konsumtion	3,0	-10,1	4,3	5,7
Export	1,9	-4,2	3,5	4,0
Arbetslöshet*	6,3	8,4	8,7	7,5
Löner	7,2	5,4	6,0	6,7
HIKP	2,8	0,2	1,2	2,2
Offentligt saldo**	-0,6	-8,8	-6,0	-3,7
Offentlig sektors skuld**	36,9	48,8	52,5	54,5

* % av arbetskraft ** % av BNP Källa: Statistics Latvia, SEB

Tillbaka till hög osäkerhet. Mitt i den snabba ökningen av covid-19-fall utlyste regeringen undantagstillstånd (9 november) och införde nya restriktioner. Inte oväntat föll den ekonomiska tillförsikten i december till 88,1. Förtroendet minskade inom industrin och byggsektorn men det föll framför allt inom detaljhandeln och tjänstesektorerna. Framtidstron väntas stabiliseras i takt med att restriktioner hävs men inte förrän om ett par månader.

Restriktionerna hämmar åter konsumtionen eftersom det kommer att vara svårt att få virusspridningen under kontroll i närtid. I november sjönk tillväxten i detaljhandeln tillbaka till 1,4 procent. Betalkortdata indikerar en fortsatt negativ trend i december, men bredare stimulansåtgärder kommer att bidra till att bättre upprätthålla hushållens inkomster än under första virusvågen. Det finns dock fortfarande utrymme att förbättra tillgången på stödåtgärder. Med hjälp av vaccinationer och kontrollåtgärder kommer de offentliga utgifterna åter att driva ekonomin mot en återhämtning under andra kvartalet. Det finns dock en risk att viruset kan återvända i slutet av året, men en upprepning av vårens situation bör kunna undvikas.

Bred återhämtningen att vänta. Underhållnings- och rekreationsbranschen växer men återhämtningen hämmas av restriktionerna, vilket även gäller turism och transport. Dessa kommer inte att kunna återgå till nivåerna före krisen förrän 2022. Vi väntar oss att de negativa effekterna från transiterings- och finanssektorerna 2020 avtar avsevärt i år. De större negativa effekter under den andra vågen gör att vi sänker BNP-prognosen i år till 3,9 procent. En full återhämtning dröjer; 2022 väntas BNP-tillväxten bli 4,6 procent.

Varuexporten och tillverkningsindustrin väntas hålla god fart driven av spannmål, träproduktion, elektrisk utrustning och export av mekaniska varor som ökade med 9,1 procent i november. Exporttillväxten ger goda utsikter för återhämtningen. I november ökade produktionen med 4,3 procent jämfört med året innan. Exporten gör att tillverkningen kan växa med 3-4 procent i år.

Inflationen återkommer. Fallande energipriser bidrog alltså till negativa inflation i december (-0,5 procent). Priserna på varor sjönk med 1,4 procent, men tjänsterna ökade med 1,6 procent. I takt med att restriktioner lindras kommer viljan att spendera sannolikt att ge ytterligare tryck uppåt på priserna, särskilt för tjänster. Inflationen 2021 når 1,2 procent och stiger ytterligare till 2,2 procent 2022.

Svag ekonomisk utveckling leder till att arbetslösheten toppar på 9-9,5 procent under första kvartalet 2021 innan den vänder ned. Utökade stödåtgärder, t ex både lönesubventioner till delvis sysselsatta och kapitalstöd till företag, bromsar uppgången i arbetslösheten. Under första halvåret kommer nyanställningarna vara försiktiga, men efterfrågan på arbetskraft väntas vara fortsatt stark inom vissa områden: IKT, byggande och tillverkning. I slutet av året går arbetslösheten ned mot 8 procent för att nå 7,5 procent 2022.

Lönetillväxten avtog bara delvis då covid-19-problemen uppfattades som tillfälliga. Efterfrågan på kvalificerad arbetskraft förblev stark. I år stiger lönetillväxttakten. Det är mycket troligt att ett visst fall i löner uppstår inom logi och restaurang då sektorn kommer att återhämta sig ojämnt. I år uppgår lönetillväxten till 6-6,5 procent.

Kampen har börjat. Efter försök att begränsa pandemin och den svaga uttrullningen av vaccineringen har premiärminister Karins ersatt hälsovårdsministern. En särskild byrå kommer att inrättas för att säkerställa smidig massvaccinering. Det är avgörande för ekonomin som banar väg för återhämtning.

Estland

Begränsade skador bådar gott för 2021

Recessionen 2020 blev mildare än väntat vilket ger ekonomin ett bra utgångsläge för en snabb återhämtning. En stark arbetsmarknad, högt sparande och generellt gott förtroende för den ekonomiska utvecklingen stöttar hushållens efterfrågan och bidrar till att BNP ökar med 3,3 respektive 3,8 procent 2021 och 2022.

Mindre smäll än under den globala finanskrisen. Jämfört med prognoser från tidigt i våras så har den ekonomiska nedgången varit mildare än väntat. Vi bedömer att BNP-fallet 2020 begränsades till 2,8 procent, ett av de minst dåliga utfallen i euroområdet. Utvecklingen är väldigt annorlunda jämfört med finanskrisen 2008-2009 när landet tappade en femtedel av BNP. Begränsade skador gör att ekonomin återhämtar sig snabbt 2021.

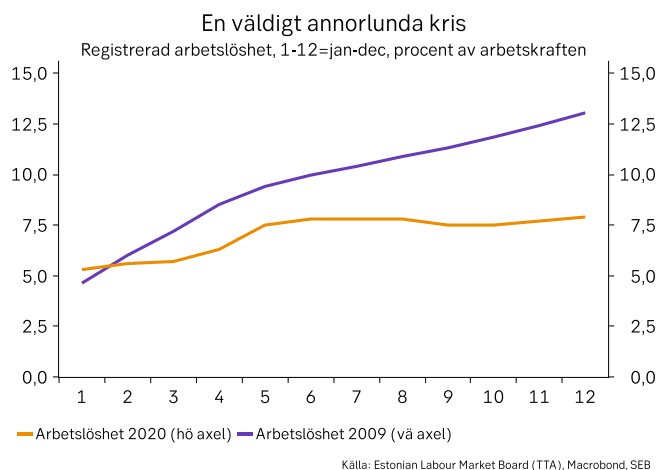
Tillverkningsindustrin slår förväntningarna. Under Covid-19 krisen har en av de stora frågorna varit hur det egentligen står till i den för Estland så viktiga tillverkningsindustrin som redan innan recessionen slog till stod inför flera utmaningar. Trots en initial chock förbättrades produktionen snabbt och under fjärde kvartalet 2020 växte varuexporten med tvåsiffriga tal. Sentimentet är starkt och låg jämförelsebas gör att exporten kommer att växa i god takt även under första halvåret 2021. Men Covid-19 kan få en del långsiktiga effekter. I och med att problem kring leveranskedjor har flyttat upp högre på många företags agendor så kommer få företag att vilja flytta ifrån landet i närtid vilket skjuter upp långsiktiga strukturella problem för ekonomin.

Hushållens konsumtion största drivkraften. Det är svårt att se spår av krisen i detaljhandelsdata; under 2020 ökade försäljningsvolymen med 3 procent. Som i andra länder stöttades detaljhandeln av begränsade möjligheter att konsumera tjänster samt av en motståndskraftig arbetsmarknad. Stark efterfrågan från optimistiska hushåll kommer att öka försäljningen även 2021. Till gradvis lättad av restriktioner och optimism bidrar även ett högt sparande, en förbättrad arbetsmarknad och fortsatta löneökningar till en fortsatt efterfrågeuppgång. Under fjärde kvartalet 2021 kommer ytterligare en drivkraft när den kontroversiella reformeringen av pensionssystemet gör att hushållen kan ta ut sin behållning inom systemets andra ben. Mer pengar att spendera nu från denna reform påverkar även konsumtionen 2022 som växer med 4 procent.

Blandade signaler från investeringar. Flera spretande trender påverkar investeringsklimatet 2021. Å ena sidan har recessionen haft en omfattande effekt på företagens balansräkningar och offentliga investeringar ligger kvar på oförändrad nivå. Samtidigt är utlåningstaken och barometrar på höga nivåer. Antalet tillstånd för bostadsbyggnationer har stuckit i höjden även om det är osäkert hur stor del som kommer att påbörjas. Totalt sett ökar investeringarna med svaga 3 procent 2021 men växlar upp med en 7-procentig ökning 2022.

Arbetsmarknaden blir sämre innan den blir bättre. Efter att legat still under lång tid började arbetslösheten att stiga sent i höstas, drivet av den andra pandemivågen och påföljande restriktioner. Under första kvartalet 2021 stiger arbetslösheten ytterligare men uppgången blir trots allt relativt begränsad. I flera sektorer har krisen inte lyckats sätta stopp för den kroniska bristen på arbetskraft och lönerna har fortsatt att stiga. Tidigare hjälp från migration har blivit svårare att få i och med reserestriktioner men även politiskt tryck att minska invandringen. Sammantaget är detta en utmanande utveckling för IT och byggsektorerna. Dessa trender förstärks av en snabb återhämtning 2021. Mått som årsgenomsnitt blir arbetslösheten 8,5 procent 2021 och löneökningstakten stannar på 3 procent.

En ny regering. En korruptionsskandal, kopplad bl a till Covid-19-stöd, har oväntat gett Estland en ny liberal regering. Detta kan leda till en del budgetändringar och en del nya idéer kring hur återhämtningen från krisen ska hanteras. Finansdepartementets prognos är för närvarande att budgetunderskottet landar på mer än 6 procent av BNP men sannolikt blir utfallet något lägre.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	5,0	-2,8	3,3	3,8
Hushållens konsumtion	3,3	-2,2	4,5	4,0
Export	6,2	-8,0	5,0	5,0
Arbetslöshet*	4,7	7,0	8,5	6,8
Lön	7,4	3,0	3,0	4,5
HIKP	2,4	-0,6	1,4	2,3
Offentligt saldo**	-0,3	-5,2	-5,0	-3,5
Offentlig sektors skuld**	8,4	18,5	23,2	25,0

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

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP OECD	1,6	-4,9	3,7	3,7
BNP världen (PPP)	2,8	-3,7	5,0	4,3
KPI OECD	2,1	1,4	2,0	2,0
Oljepris, Brent (USD/fat)	64	43	59	60

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr USD	2019	2020	2021	2022
BNP	21 433	2,2	-3,5	4,5	3,6
Privat konsumtion	14 545	2,4	-3,9	4,8	4,3
Offentlig konsumtion	2 995	1,8	0,3	-0,1	1,8
Bruttoinvesteringar	4 455	2,4	-1,3	5,0	3,0
Lagerbidrag i % av BNP	49	0,0	-0,7	0,5	0,0
Export	2 515	-0,1	-11,9	11,6	3,3
Import	3 125	1,1	-9,2	11,0	3,7
Arbetslöshet (%)		3,7	8,1	6,1	4,6
KPI		1,8	1,3	2,3	2,2
Kärn-KPI		2,2	1,7	2,1	2,2
Hushållens sparkvot (%)		7,5	16,0	19,3	17,8
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-6,7	-15,5	-13	-8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		108,4	126,4	132,7	135,1

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	11 936	1,3	-6,6	3,1	4,9
Privat konsumtion	6 223	1,3	-8,0	4,5	5,5
Offentlig konsumtion	2 369	1,9	0,3	0,5	1,0
Bruttoinvesteringar	2 431	5,8	-8,4	3,0	5,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	-0,5	-0,3	0,0	0,0
Export	5 576	2,5	-9,6	9,2	6,0
Import	5 108	3,9	-9,7	10,0	5,0
Arbetslöshet (%)		7,6	8,0	8,7	8,2
KPI		1,2	0,3	0,8	1,2
Kärn-KPI		1,0	0,7	0,9	1,0
Hushållens sparkvot (%)		13,2	20,1	17,0	15,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-8,5	-7,0	-4,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		84,0	103,3	106,3	106,6

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP				
Storbritannien	1,4	-10,3	3,5	8,2
Japan	0,7	-5,2	2,1	1,0
Tyskland	0,6	-5,2	2,0	4,0
Frankrike	1,5	-8,2	5,0	4,9
Italien	0,3	-8,3	3,4	6,5
Kina	6,1	2,3	8,0	5,6
Indien	4,9	-7,5	9,1	7,2
Brasilien	1,4	-5,0	3,0	2,5
Ryssland	2,0	-4,0	3,5	2,5
Polen	4,5	-3,3	3,0	5,0

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

Arbetslöshet (%)				
Storbritannien	3,8	4,5	6,1	5,4
Japan	2,4	2,8	2,7	2,6
Tyskland	3,2	4,2	4,3	4,1
Frankrike	8,3	8,2	8,8	8,6
Italien	9,9	9,3	10,0	9,8

Finansiella prognoser

Officiella räntor		21-Jan	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Euroområdet	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Repo rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

Obligationsräntor						
USA	10 years	1,10	1,30	1,40	1,60	1,70
Japan	10 years	0,02	0,05	0,05	0,10	0,10
Tyskland	10 years	-0,53	-0,55	-0,40	-0,30	-0,20
Storbritannien	10 years	0,30	0,25	0,40	0,50	0,60

Växelkurser						
USD/JPY		104	101	99	101	102
EUR/USD		1,21	1,25	1,27	1,24	1,23
EUR/JPY		125	126	126	125	125
EUR/GBP		0,89	0,86	0,85	0,86	0,85
GBP/USD		1,36	1,45	1,49	1,44	1,45

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr SEK	2019	2020	2021	2022
BNP	5 026	1,3	-2,6	2,8	4,8
BNP, dagkorrigerat		1,3	-2,9	2,7	4,8
Privat konsumtion	2 227	1,3	-4,5	2,5	4,0
Offentlig konsumtion	1 307	0,1	-0,9	1,2	0,8
Bruttoinvesteringar	1 263	-1,0	-1,5	4,0	6,0
Lagerbidrag i % av BNP	36	-0,1	-0,6	0,4	0,4
Export	2 385	3,3	-5,0	4,7	5,6
Import	2 192	1,1	-6,9	5,3	4,0
Arbetslöshet (%)		6,8	8,3	8,7	7,7
Sysselsättning		0,6	-1,3	0,0	1,6
Industriproduktion		1,4	-4,1	6,0	4,5
KPI		1,8	0,5	1,3	1,0
KPIF		1,7	0,5	1,4	1,0
Timlöneökningar		2,5	1,7	2,4	2,5
Hushållens sparkvot (%)		15,9	17,5	18,9	18,0
Real disponibel inkomst		3,1	-1,2	4,7	2,8
Bytesbalans, % av BNP		4,6	5,2	4,7	4,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-112	221	110	50
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,6	-3,3	-3,2	-1,9
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		35,0	38,7	38,5	36,5

Finansiella prognoser	21-Jan	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Reporänta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	-0,04	0,00	-0,10	0,00	-0,10
10-års ränta	0,03	0,00	0,05	0,15	0,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	56	55	45	45	45
USD/SEK	8,35	8,08	7,72	7,86	7,89
EUR/SEK	10,11	10,10	9,80	9,75	9,70
KIX	113,5	113,5	110,2	109,9	109,6

[Click here to enter text.](#)

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	241	1,1	-3,3	2,8	2,5
Privat konsumtion	126	0,8	-4,5	3,6	3,0
Offentlig konsumtion	56	1,4	0,8	1,5	1,0
Bruttoinvesteringar	57	-1,1	-2,3	1,8	2,5
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,3	0,3	0,1	0,0
Exports	97	8,0	-9,8	6,0	4,0
Imports	96	3,0	-7,5	5,0	3,5
Arbetslöshet (%)		6,7	7,8	8,0	7,5
KPI, harmoniserat		1,1	0,4	1,2	1,5
Timlöneökningar		2,2	1,7	1,8	1,8
Bytesbalans, % av BNP		-0,5	-0,5	-0,3	-0,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,1	-7,0	-4,5	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		59,4	68,5	71,0	72,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr NOK	2019	2020	2021	2022
BNP	3 584	0,9	-1,3	3,4	2,8
BNP (Fastlandet)	3 003	2,3	-3,0	3,8	3,1
Privat konsumtion	1 548	1,4	-7,6	6,6	4,5
Offentlig konsumtion	842	1,9	1,8	1,6	1,5
Bruttoinvesteringar	891	4,8	-4,2	-1,2	1,9
Lagerbidrag i % av BNP		0,0	-0,3	0,1	0,0
Export	1 357	0,5	0,0	4,3	3,7
Import	1 200	4,7	-8,6	3,6	4,2
Arbetslöshet (%)		3,7	4,7	4,1	3,9
KPI		2,2	1,3	2,7	2,0
KPI-ATE		2,2	3,0	2,0	1,8
Årslöneökningar		3,5	2,2	2,5	2,7

Finansiella prognoser	21-Jan	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Folioränta	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
10-års ränta	1,00	1,00	1,10	1,20	1,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	153	155	150	150	150
USD/NOK	8,50	8,08	7,87	8,02	8,05
EUR/NOK	10,29	10,10	10,00	9,95	9,90

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr DKK	2019	2020	2021	2022
BNP	2 335	2,9	-4,0	3,0	4,5
Privat konsumtion	1 061	1,4	-3,5	3,6	5,0
Offentlig konsumtion	557	1,2	-1,5	0,4	0,8
Bruttoinvesteringar	513	3,1	0,3	5,1	6,1
Lagerbidrag i % av BNP		-0,3	0,0	0,0	0,0
Export	1 362	5,1	-8,7	3,8	5,3
Import	1 190	2,5	-6,5	4,8	4,8
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,1	5,9	6,1	5,5
KPI, harmoniserat		0,8	0,4	1,1	1,3
Timplöneökningar		2,0	1,9	1,8	2,9
Bytesbalans, % av BNP		8,8	7,5	7,5	8,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		3,8	-3,0	-2,0	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		33,3	44,0	41,0	38,0

Finansiella prognoser	21-Jan	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Inlåningsränta	-0,60	-0,60	-0,60	-0,70	-0,70
10-års ränta	-0,39	-0,41	-0,26	-0,20	-0,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	14	14	14	10	10
USD/DKK	6,14	5,94	5,85	6,02	6,07
EUR/DKK	7,44	7,43	7,43	7,46	7,46

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	49	4,3	-1,5	1,8	4,2
Privat konsumtion	29	3,3	-2,7	2,6	3,5
Offentlig konsumtion	8	0,1	0,3	0,2	0,2
Bruttoinvesteringar	10	7,4	-4,0	3,5	6,0
Export	38	9,5	-2,4	4,0	5,4
Import	35	6,3	-3,8	5,1	4,9
Arbetslöshet (%)		6,3	8,7	9,1	7,7
KPI		2,2	1,1	2,0	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,3	-7,6	-7,2	-3,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		35,9	47,5	52,2	50,1

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	30	2,2	-4,7	3,9	4,6
Privat konsumtion	18	3,0	-10,1	4,3	5,7
Offentlig konsumtion	6	2,6	2,6	3,2	2,9
Bruttoinvesteringar	7	3,1	-1,2	3,5	4,5
Export	18	1,9	-4,2	3,5	4,0
Import	18	2,3	-4,5	2,4	4,5
Arbetslöshet (%)		6,3	8,4	8,7	7,5
KPI		2,8	0,2	1,2	2,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-8,8	-6,0	-3,7
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		36,9	48,8	52,5	54,5

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	28	5,0	-2,8	3,3	3,8
Privat konsumtion	14	3,3	-2,2	4,5	4,0
Offentlig konsumtion	6	3,0	3,5	1,8	1,5
Bruttoinvesteringar	7	11,0	-3,9	3,0	7,0
Export	20	6,2	-8,0	5,0	5,0
Import	19	3,7	-7,8	5,5	6,0
Arbetslöshet (%)		4,7	7,0	8,5	6,8
KPI		2,4	-0,6	1,4	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,3	-5,2	-5,0	-3,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		8,4	18,5	23,2	25,0

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Euroområdet
+46 8 506 23118

Erica Dalstø
SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth
Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund
Indien, Ryssland
+46 8 506 231 77

Carl Hammer
Tema: Valutamarknaden
+46 8 506 231 28

Jussi Hiljanen
Räntemarknaden
+46 8 506 231 67

Olle Holmgren
Sverige
Tema: Inflationen
+46 8 763 80 79

Elisabet Kopelman
USA
Tema: Handel & politik
+ 46 8 506 23091

Elizabeth Mathiesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+ 45 285 517 47

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland, Finland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

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

Marcus Widén
Euroområdet
Storbritannien
Sverige
+46 8 506 380 06

Denna rapport publicerades den 26 januari 2021.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 20 januari 2021.

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 2020 uppgick koncernens balansomslutning till 3 201 miljarder kronor och förvaltad kapital till 2 054 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

