

Research Reports

Dämpad global tillväxt
i extrem räntemiljö

Riksbanken ligger still
trots låg inflation

Nordic Outlook

September 2019



Innehåll

4	Inledning
5	Internationell översikt
12	Räntemarknaden
13	Valutamarknaden
14	Aktiemarknaden
15	Tema: Handelskrig & fred
18	Global ekonomi
19	USA
22	Tema: Recessionsrisker
25	Euroområdet
28	Tema: Bilindustrin
30	Japan
31	Storbritannien
32	Tema: Brexit
34	Kina
35	Ryssland
36	Norden
37	Sverige
42	Tema: Avtalsrörelsen
45	Danmark
46	Norge
48	Finland
49	Baltikum
50	Estland
51	Lettland
52	Litauen
53	Nyckeldata
59	Research kontakter



En förvirrad värld Onormalt det nya normala?

Med centralbankers minusräntor och de unika bottenrekorden för bl a långa statsräntor känns världen på flera sätt onormal. Framtiden äger svaret om detta är det nya normala. Men vi har inte tid att invänta svaret. Politiker, centralbanker, investerare och ekonomer rör sig i okänd terräng som ställer krav på nytänkande och kreativitet.

Globala ekonomin står vid ett vägskäl: farhågor om ett abrupt slut ställs mot möjligheten till en fortsatt relativt god utveckling. Pessimisten läser in recessions- och deflationsscenarier i dagens räntor och hyser misstro mot börsvärderingarna. Optimisten ser å sin sida möjligheter för offentlig och privat sektor att låna till obefintlig kostnad för satsningar på bl a klimat och teknologi samtidigt som ränteläget håller uppe olika tillgångspriser.

Tillverkningsindustri runt om i världen befinner sig fortfarande i en uppenbar motvind men med variation mellan sektorer. Men flertalet länder kan fortfarande visa upp hög aktivitet i tjänstesektorn tack vare hög sysselsättning, god reallönetillväxt och expansiva finansiella förhållanden. Frågan är nu: *hur immun är tjänstesektorn mot spridningseffekter från en försvagad global tillverkningsindustri?*

Den globala inbromsningen är åtminstone delvis politiskt självförvållad även om konjunkturen sedan tidigare uppvisat normala "trötthetssymtom". Penningpolitikens positiva bidrag till de expansiva finansiella förhållandena undermineras av beslut om t ex importtullar, Brexit och säkerhetspolitik. Deras samverkande effekter sätter investerings- och globala produktionscykler, och det internationella handelssystemet, i gungning och riskerar att skapa mer bestående skador på global tillväxt.

Centralbankernas U-svängar 2019 i riktning mot än mer expansiv politik har möjliggjorts eller framtvingats av inflationstakter under målen, fallande inflationsförväntningar och nedåtrisker för tillväxten. Men utrymmet för att agera är begränsat vilket reser frågor kring samspel med – och ansvar för – finanspolitiken. Centralbankernas huvudvärk minskar knappast av det faktum att det råder osäkerhet om inflationens bestämningsfaktorer samt nivån och förändringar i neutral ränta.

Prognosmakarens uppgift blir att balansera dessa motstridiga krafter och lägga fast det mest troliga scenariot för perioden 2019-2021. Vi försöker se skogen och inte bara träden. Slutresultatet finner du i vår nya *Nordic Outlook September 2019*. Här hittar du även fem intressanta och fördjupande temaartiklar:

- Handelskrig & fred
- Recessionsrisker
- Bilindustrin
- Brexit
- Den svenska avtalsrörelsen

Vi hoppas att *Nordic Outlook September 2019* erbjuder både trevlig läsning och nya insikter!

Robert Bergqvist

Chefsekonom

Håkan Frisén

Prognoschef

Oviss kraftmätning i flera dimensioner

Global ekonomi präglas av påtagligt dyster räntemarknad och ökad osäkerhet från handel och geopolitik. Politiska faktorer utlöser dock sällan i sig självt recessioner. Utdragen svacka i industrin och upptrappat handelskrig får global tillväxt att växla ned från nära fyra procent 2018 till dryga tre kommande år. Nedåtriskerna har ökat men huvudscenariot är ändå att en tydlig recession undviks. Måttlig skuldsättning minskar spridningsriskerna från svag industri till övrig ekonomi. Låg inflation ger centralbanker utrymme att stimulera och Feds sänkningar minskar risken för policymisstag.

De senaste månaderna har präglats av stor dramatik på finansiella marknader. Det gäller framför allt den radikala omprisningen på obligationsmarknaden. Sedan toppnoteringar runt 3,25 procent i oktober 2018 har den 10-åriga amerikanska statsräntan mer än halverats och fallet har varit särskilt dramatiskt sedan mitten av juli. Den tyska 10-årsräntan har nått extrema nivåer långt under nollstrecket och den svenska har följt med i rörelsen ned på negativt territorium. Börserna uppskattade länge Federal Reserves omsvängning i mjukare riktning med amerikanska rekordnoteringar i mitten på juli, men under den senaste fasen av accelererande räntefall har oro för recession och upptrappade handelskonflikter också fått fäste på aktiemarknaden.

Divergens mellan real och finansiell ekonomi. Den realekonomiska utvecklingen har varit betydligt mindre dramatisk. Visserligen har industrikonjunkturen fortsatt att försvagas och den globala handeln har stagnerat. Men inhemsk ekonomi har stått emot bra i de flesta länder, vilket avspeglas i att framtidstron i tjänstesektorer har hållits uppe. Industri- och exportberoende ekonomier som Tyskland och Kina har försvagats i högre grad än t ex USA. Divergerande trender för finansiell och real ekonomi ställer såväl prognosmakare som beslutsfattare inför utmaningar.

Nedåtriskerna har ökat. Det är inte svårt att hitta argument för en dyster tolkning av läget. Räntenedgången har lett till en lutning på USA:s avkastningskurva som indikerar stor recessionsrisk enligt tidigare historiska mönster. Att uppgången i USA nu slagit längdrekord under efterkrigstiden kan vara en varningsklocka, inte minst när en arbetslöshet på 50-årsåldsta begränsar utrymme för nytterlig expansion. Därtill kommer den upptrappade handelskonflikten mellan USA och Kina, en traumatisk brexitprocess samt en rad geopolitiska oroshärdar som Iran, Hongkong och Kashmir etc. Sammantaget gör vi bedömningen att detta tydligt har ökat nedåtriskerna och höjer därför sannolikheten för en recession de närmaste åren till 25 procent jämfört med 20 procent i majrapporten.

Måttlig nedjustering av huvudprognos. Att industrisvackan blivit mer utdragen än väntat i kombination med en upptrappning av handelskriget har också bidragit till att vi reviderat ned vårt huvudscenario för

den globala BNP-tillväxten med 2 respektive 3 tiondelar för 2019-2020. Nedjusteringarna gäller framset EM-ekonomier och euroområdet. Vår prognos om en global tillväxt på 3,1 respektive 3,2 procent ligger t ex tydligt lägre än IMF:s uppdatering i slutet av juli

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

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

Global recession undviks. Att vi ändå tror att en tydlig recession kan undvikas de närmaste åren beror på en rad skäl som diskuteras mer utförligt i olika temartiklar i rapporten. Att Fed nu lagt om strategin och väntas följa upp sin julisänkning med ytterligare tre steg det närmaste året har minskat risken för att policymisstag ska driva fram en recession. Trots en stram arbetsmarknad ger fortsatt lågt inflationstryck Fed och andra centralbanker manöverutrymme att fortsätta stötta ekonomin. Man kan också se indikationer på att ihållande högt efterfrågetryck på arbetsmarknaden kan ha positiva strukturella effekter i form av sjunkande jämviktsarbetslöshet och stigande förvärvsfrekvens. En måttlig skuldsättning i den privata sektorn i USA och andra länder som genomgick stora anpassningsprocesser minskar också riskerna för att pågående industrisvacka ska sprida sig till en global recession. Den politiska osäkerheten har ökat den senaste tiden men historiska erfarenheter tyder på att sådana faktorer i sig självt sällan orsakar recessioner så länge de inte samverkar med allvarliga underligg-

ande obalanser. Att prognosmakare är försiktiga med att förutspå regelrätta recessioner beror nog också på att träffsäkerheten på några års sikt är ganska dålig och att man därför behöver mer konkreta signaler för att man på ett trovärdigt sätt ska kunna förutspå en mer genomgripande recession. Detta gäller inte minst tongivande organisationer som IMF och OECD.

Lågräntemiljön permanentas. Vår prognos med ytterligare centralbanksstimulanser inklusive Fed-sänkningar och återupptagna tillgångsköp från särskilt ECB, innebär att den globala lågräntemiljön befästs. Rörelsen nedåt förstärks av olika strukturella och regleringsrelaterade krafter, t ex behov hos liv- och pensionsbolag att balansera växande pensionsskuld när diskonteringsräntor faller. Den amerikanska 10-årsräntan fortsätter nedåt mot 1,30 i mitten på 2020. Motsvarande tyska ränta väntas ligga klart under nollstrecket de närmaste åren och når nivån -0,70 mot slutet av 2020. Möjligheten till högre räntor kopplas främst till finanspolitiken, t ex en mer expansiv politik med fokus på klimatet i euroländerna och i synnerhet Tyskland.

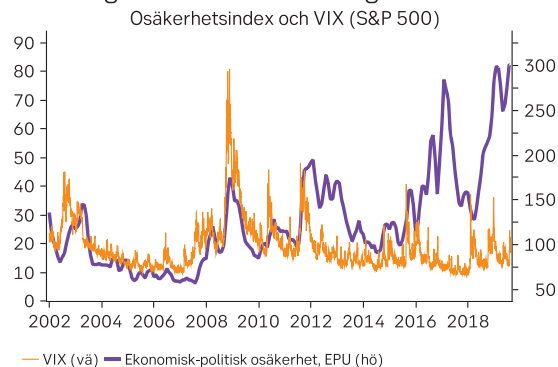
Skadlig miljö för små valutor. Oro för global avmattning och en eskalerande handelskonflikter har skapat en negativ miljö för små och mindre likvida valutor medan mer defensiva valutor klarat sig bättre. Dollarn har gynnats av ett högre ränteläge och är sannolikt något övervärderad. Ytterligare lättnader från Fed talar för en något svagare dollar på sikt men samtidigt brukar den amerikanska valutan gynnas av global avmattning. Vi förutser därför en måttlig uppgång för EUR/USD till 1,20 i slutet av 2020. En trolig reträtt från Riksbankens sida när det gäller planerade räntehöjningar gör att svenska kronan når 11,00 i slutet av 2019 för att därefter stärkas i långsamt takt ned mot 10,00 i slutet av 2021.

Osäkerhet pressar börser. Politiska risker och tecken på fortsatt inbromsning i global ekonomi tillsammans med värderingar som närmast sig tidigare toppar har fått börserna att åter falla. Tillväxstöd från centralbankerna och mindre hotfull utveckling i handelssamtalen kan räcka för att vända börshumöret. Står sig våra tillväxtprognoser har börserna utrymme att fortsätta att stiga även om relativt hög värdering begränsar potentialen.

Ljusglimrar trots eskalerad handelskonflikt

De senaste månaderna har präglats av ökad politisk osäkerhet på många fronter. Riskerna för en hård Brexit har ökat markant sedan Boris Johnson tog över som brittisk premiärminister (se tema sid 32) men finansmarknadernas största fokus gäller handelspolitiken. Att USA och Kina vid G20-mötet i slutet av juni enades om att återuppta förhandlingarna innebär en tillfällig lättnad. Därefter trappades dock handelskonflikten upp när president Trump i början på augusti meddelade att USA var berett att införa tullar redan 1 september. Kinas svar att låta yuanen försvagas samt att stoppa statlig import av amerikanska jordbruksvaror innebär att konflikten eskalerade ytterligare och ledde till att USA i sin tur nu officiellt stämplat Kina som valutamanipulator.

Hög osäkerhet men måttlig volatilitet

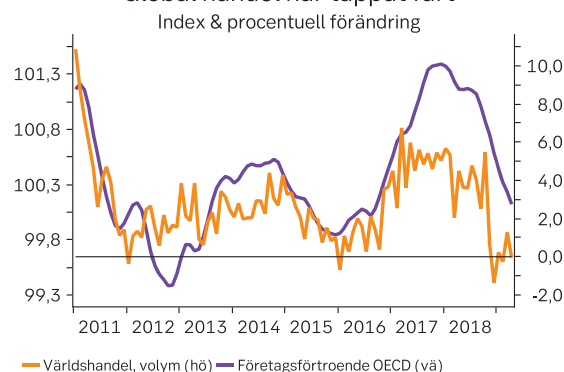


Källa: Macrobond, SEB

De negativa effekterna på den globala ekonomin ser ut att bli mer påtagliga än vi tidigare räknat med men det finns också ljusglimrar (se temaartikel: Handelskrig och fred sid 16). Trots allt omfattar handelsrestriktionerna en relativt liten del av världshandeln. Under 2019 har också flera nya frihandelsavtal färdigställts som t ex knyter EU närmare Asien och Sydamerika samt främjar handeln mellan Afrika och alla andra länder.

Stagnation i global handel. Den ihållande försvagningen av global industrikonjunktur och upptrappad handelskonflikt mellan USA och Kina hänger delvis ihop även om man lätt överdriver handelskonfliktens betydelse. Efter finanskrisen har den globala handeln haft en generellt svag utveckling med en trendmässig ökningstakt runt 2 procent; en klar nedväxling från de 5-6 procent som noterades decennierna dessförinnan. Efter ett uppsving under 2017 och 2018 har handelsströmmarna nu helt stagnerat. Så var dock också fallet vid svackorna 2012 och 2015-16. Industrins förtroendeindikator är, trots ett dramatiskt fall, i paritet med nivåerna från dessa perioder.

Global handel har tappat fart

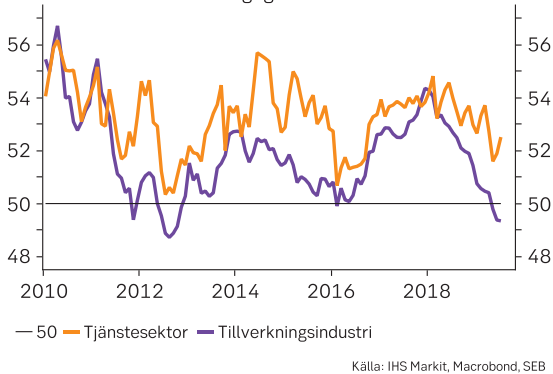


Källa: OECD, Macrobond, SEB

Bil- och techsektor fördjupar svacka. Tjänstesektorn och den inhemska efterfrågan har om något visat större motståndskraft denna gång, vilket bl a kan bero på att den starka arbetsmarknaden ger en stabilare grund. Problem i enskilda sektorer, som bilindustri och tekniksektorn, har nu också större betydelse medan tidigare svackor var mer bredbaserade. Även om bilindustrin (se tema sid 28) står inför stora långsiktiga utmaningar

ökar det ändå sannolikheten för att svackan blir tillfällig och den globala handeln väntas nästa år återgå till sin "post-Lehman-trend" med en tillväxt på 2 procent.

Tjänstesektorer håller emot industrinedgång
Sammanvägt globalt PMI-index



Tysk industriexpansion både styrka och svaghet.

Rådande läge i världsekonomi påverkar Tyskland i särskilt hög grad. Detta beror på att Tyskland och Europa är den klart största exportören av bilar men också på att tillverkningsindustrin står för en betydligt större del av ekonomin i Tyskland jämfört med andra utvecklade ekonomier. Den skillnaden förstärktes av den tyska industrins framgångar 2017 och 2018 och industrins andel av BNP är nu uppe i 27 procent. Det kan t ex jämföras med 15 procent i USA, ca 17 procent i övriga euroområdet och bara 13 procent i Frankrike.

Den tyska industrins andel av BNP är nu uppe i 27 procent; långt högre än i de flesta andra utvecklade ekonomier

När den tyska industrin nu drabbats av "baksmälla" efter tidigare framgångar blir effekterna kännbara för hela euroområdet. Att tysk ekonomi helt stagnerat under några kvartal och Italien balanserar på gränsen till recession har bidragit till en nedjustering av euroområdets BNP-tillväxt till 1,0 procent i år. Men trots den tyska industrins stora betydelse är det svårt att se att den skulle vara en tidig indikator på en bredare global nedgång. Förutom den inhemska ekonomins motståndskraft finns anpassningsmekanismer på plats som minskar effekten på arbetsmarknaden. Därtill finns stora möjligheter, och en ökad beredskap, för att sätta in finanspolitiska stimulanser om läget förvärras. Vår prognos är därför att BNP vänder upp såväl i Tyskland som i euroområdet som helhet men stannar vid blygsamma 1,1 respektive 1,3 procent 2020-21.

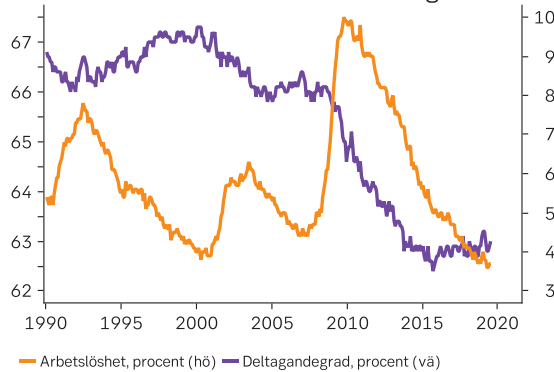
Annorlunda amerikansk roll i globalt drama

Även om tillväxten saktat in från en topp på 3,5 procent i mitten av 2018 till i genomsnitt drygt 2 procent de senaste tre kvartalen har den amerikanska ekonomin förblivit robust i en svag omvärldsmiljö. Dagens riskbild

är därför lite ovanlig mot bakgrund av att globala recessioner i modern tid regelmässigt haft sina rötter i USA. Att pågående globala industrisvacka ska orsaka en recession i den relativt slutna amerikanska ekonomin är ganska osannolikt. Det hindrar däremot inte att en svag omvärldsefterfrågan och en stark dollar i viss mån påverkar såväl amerikanska tillväxtutsikter som Feds avvägningar.

Handelskonflikt och finanspolitik bidrar till dämpning. Såväl efterfråge- som utbudsaspekter kommer att avgöra utvecklingen framöver. I nuläget syns få tecken på de obalanssymptom – överinvesteringar, uppdrivna skulder och finansiella bubbelrisker – som traditionellt föregått en USA-recession. Efterfrågan kommer ändå i viss mån att hämmas av ökad osäkerhet kopplad till upptrappningen av handelskonflikten. Finanspolitiken blir också mindre expansiv efter tidigare skattesänkningar även om det sannolikt kommer nya stimulanser i 2020 års "valbudget". Sammantaget innebär vår prognos gradvis inbromsning där BNP-ökar med 2,3 procent i år för att sedan hamna något under trend 2020 och 2021 då BNP väntas öka med 1,8 respektive 1,7 procent.

USA-arbetslöshet mot rekordlåg nivå



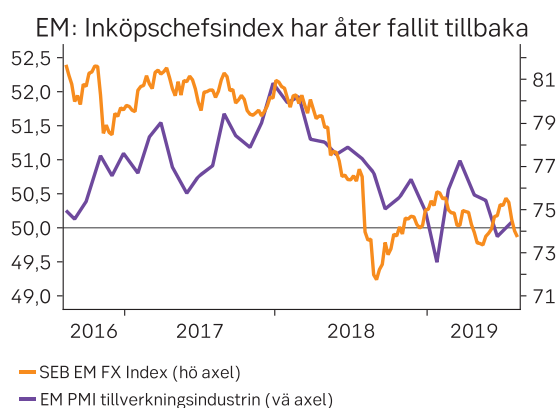
Få tecken på överhettad arbetsmarknad. Nedgången i arbetslösheten har stannat av men nivån i juli på 3,7 procent är en halv procentenhet under Feds senaste bedömning av jämviktsarbetslösheten på 4,2 procent. Den alltfjämt måttliga löneökningstakten (3,2 procent i juli) tyder dock på att arbetsmarknaden ännu inte är överhettad. Att arbetskraftsdeltagandet förblivit lågt, 63 procent mot en toppnivå på 67 procent år 2000, speglar delvis en åldrande befolkning. Även deltagandegraden bland personer i aktiva åldrar, 25 - 54 år, ligger dock flera procentenheter under den tidigare toppen, vilket skapar utrymme för fortsatt sysselsättningsstillväxt. Vi håller fast vid prognosen om att arbetslösheten kan fortsätta ned ytterligare något till en nivå kring 3,5 procent i slutet av året

Hyfsat EM-tillväxt trots inbromsning

Tillväxttakten bland EM-ekonomierna accelererade under våren efter en svag inledning på 2019. Stimulanser, framförallt i Kina men även stark privat konsumtion i Öst- och Centraleuropa, bidrog till återhämtningen. Inbromsningen för OECD-länderna, förnyad

avmattning i Kina samt oro över eskalerande handelskrig mellan USA och Kina ger nu åter en negativ impuls. Vi har därför reviderat ner vår prognos för EM-ekonomiernas BNP-tillväxt för 2019 till 4,2 procent 2019 jämfört med 4,6 procent majrapporten. Även för 2020 gör vi nu en försiktigare bedömning men tror fortfarande på en viss gradvis uppväxling med en BNP-tillväxt på 4,5 respektive 4,7 procent 2020-2021.

Besvikelser på bred front. Avmattningen i EM-ekonomierna sker nu på bred front. Ett undantag är dock Centraleuropa där länder som Polen, Tjeckien och Ungern stått emot tysk avmattning. I Ryssland stannade dock tillväxten på 0,9 procent första halvåret. Besvikelserna har annars varit störst i Sydamerika med svag tillväxt i Brasilien och fördjupad recession i Argentina, trots rekordstort stödpaket från IMF. Tillgänglig kinesisk statistik över handel, el- och industriproduktion samt kreditillväxt tyder på att BNP nu växer i ungefär samma takt som vid den förra lågkonjunkturen 2015–2016. Peking accepterar en gradvis fallande tillväxt, men den senaste tidens inbromsning har varit oönskat kraftig. Nya stimulanser lär komma för att stärka privat konsumtion samt små och medelstora företag och därmed stabilisera tillväxten runt 6 procent.



Stimulanser men trögt reformklimat i Indien. BNP-tillväxten i Indien sjönk till 5,8 procent första kvartalet och även om statistiken är svårtolkad ser vi ännu ingen ljusning. Efter att ha blivit omvald i maj i år lovar nu premiärminister Modi finanspolitiska åtgärder för att åter få igång kreditgivningen och lyfta tillväxten. Centralbanken ser också utrymme att sänka räntan ytterligare. Att Indien skulle nå den tillväxttakt på runt 8 procent som Modi siktar på är dock osannolikt i avsaknad av reformer på fastighets- och arbetsmarknaderna.

BNP-tillväxt, BRIC-länder
Årlig procentuell förändring

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

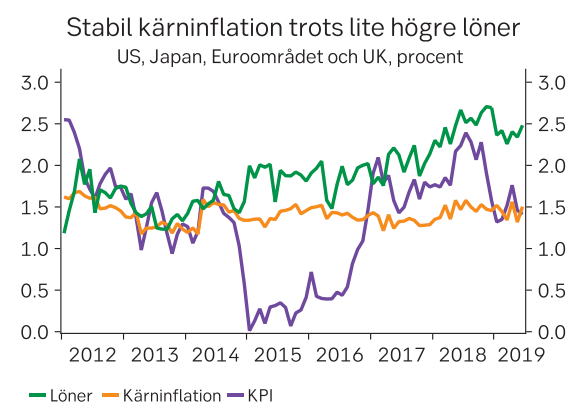
Källa: IMF, SEB

Synkroniserad inflationsnedgång. Inflationen i EM-länderna har generellt fallit tillbaka i likhet med OECD-ekonomierna. Tillsammans med vikande tillväxt och fallande globala räntor skapar detta utrymme för penningpolitiska lättnader. Många större EM-ekonomier ha redan sänkt styrräntorna oväntat snabbt, men mer lättnader är på väg. Att EM-länderna har mer penningpolitisk ammunition tillgänglig ökar sannolikheten för att stimulanserna verkligen ska påverka tillväxten 2020 och 2021.

EM-valutor under press i när riskaptiten viker. EM-valutorna stärktes gradvis i juni och juli med stöd av ökad global riskaptit. Mjukare Fed samt tecken på en vilja att lösa handelskonflikten mellan USA och Kina gav också stöd. I början på augusti föll dock EM-valutorna rejält efter att Kina låtit yuanen försvagas mot dollarn. Det globala räntefallet i spåren av ökande rädsla för recession i USA bidrog också. Vi väntar oss att dessa faktorer pressar EM-ländernas valutor och aktiemarknader också under resten av 2019. En mer hållbar återhämtning av valutorna dröjer till EM-ekonomiernas BNP-tillväxt växlar upp med början 2020.

Trög KPI-respons på het arbetsmarknad

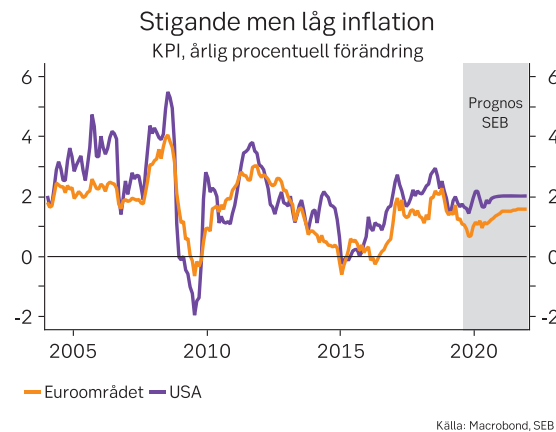
Trots BNP-avmattningen har arbetslösheten fortsatt att sjunka och ligger nu något under 5 procent för industriländerna i genomsnitt, vilket är 40-åslägsta. Med en BNP-tillväxt nära trend de närmaste åren är vi nära botten även om vi förutser ett ytterligare fall med några tiondelar det närmaste året. Sedan början på 2017 kan man urskilja en viss stigande trend för löneökningstakten i OECD-området, bl a i USA, Japan och Tyskland. En rekyl nedåt i Japan bidrog dock till att vårt sammanvägda lönemått för de stora industriländerna (se graf) vände ned något i början av 2019, men takten har nu åter stigit något.



Kärninflation utan tydlig trend. Inflationen har fortsatt att överraska på nedsidan och centralbankernas förhoppningar om att närma sig målen har åter kommit på skam. Det är svårt att urskilja någon som helst trend i kärninflationen det senaste decenniet och variationer i totala KPI har i huvudsak drivits av energiprisförändringar. Länder där valutan försvagats kraftigt, som t ex Storbritannien och Sverige, har fått en viss inflationsimpuls (se fördjupningsruta i Sverigeavsnittet) via högre importpriser men denna tycks bara bli temporär utan nämnvärda spridningseffekter. Höjda tullar och andra handelsrestriktioner kommer på marginalen att

lyfta inflationen med några tiondelar men påverkar således inte inflationsmiljön nämnvärt. Vi räknar därför med att uppgången i kärninflation de närmaste åren stannar vid några tiondelar. Inte heller energipriserna väntas ge några större impulser till totala KPI. Vi har justerat ned vår prognos för råoljepriset till 62,5 USD/fat (tidigare 70 USD) för 2019 och förutser sedan en viss uppgång till i genomsnitt 70 USD/fat för 2020. Sammantaget innebär detta att centralbankerna i huvudsak kommer att få fortsätta kämpa med låga inflationsförväntningar som speglar en misstro mot möjligheterna att nå inflationsmålen.

Nytt prisbildningsmönster minskar sannolikhet för ketchup-effekt. Att lönerna i viss mån har svarat på ett stramare arbetsmarknadsläge men däremot inte priserna har lyfts fram den senaste tiden ("Phillips-kurvan för priser har havererat medan den fortfarande visar livstecken för löner"). En tes är att det handlar om en fördröjningseffekt där företagen så småningom höjer sina priser som svar på ökande lönekostnader. Det är dock osannolikt att vi får se någon större inflationsimpuls från ett uppdämt behov av prishöjningar. Dels är uppväxlingen i löner i sig självt alltför blygsam, dels har den senaste åren ackompanjerats av en uppgång i produktiviteten som mildrar kostnadsimpulsen för företagen. Man kan också se en strukturell förändring i prisbildningen. För några decennier sedan fanns ett stabilt samband där lönedriven kostnadspress ledde till prishöjningar. Detta har dock gradvis försvagats i takt med att företagen har ökat sin förmåga att parera löneimpulser med nedskärningar av andra kostnader. Man har också kunnat förändra sitt produkt-sortiment på ett sätt som snarare registrerats som kvalitetshöjningar istället för prisökningar.



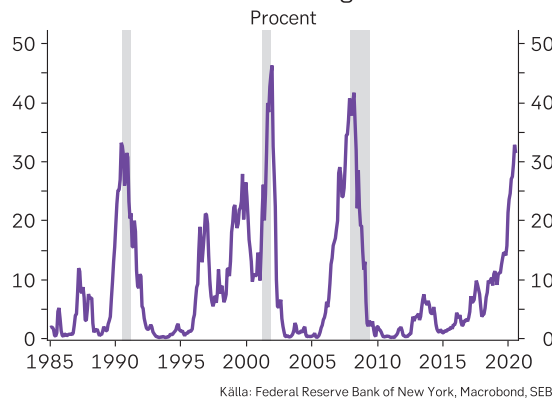
Centralbanker laddar för nya stimulanser

Centralbankernas nya stimulansväg är inte okontroversiell och riskerar att förvärra en rad negativa effekter av extremt låga räntor och tillgångsköp som diskuterats de senaste åren. Allokeringen av kapital blir t ex inte optimal i denna miljö när zoombieliknande företag med svag utvecklingspotential kan överleva. Detta minskar omvandlingstrycket och hämmar i förlängningen produktivitet- och välfärdsutveckling. Politiken bidrar också till växande ekonomiska klyftor genom att pressa upp tillgångspriser på t ex aktier och bostadspriser. Förutom negativa sociala konsekvenser kan inkomst- och förmögenhetskoncentration också hämma

konsumtionsefterfrågan. Risken för kreditbubblor och låneexcesser finns också i bakgrunden även om situationen skiljer sig åt mellan länder. Brist på ammunition att möta en annalkande recession brukar ibland också lyftas fram som ett problem.

Huvudansvar för centralbanker trots offensivare finanspolitik. Konferenser och utvärderingar av det penningpolitiska ramverket pågår kontinuerligt. I juni höll t ex Fed en stor konferens och i Sverige ska den parlamentariska Riksbanksutredningen presenteras i november. Det är dock inte troligt att vi får se förändringar som nämnvärt påverkar räntemiljön de närmaste åren. Idén att finanspolitiken i högre grad kan avlasta centralbankerna vinner dock gradvis stöd och IMF blir t ex allt tydligare i sina rekommendationer. Mycket tyder också på att finanspolitiken kommer att vara expansiv i de flesta ledande ekonomierna. I USA ser vi ut att få en expansiv valbudget för 2020 och i Europa visar Bryssel ökad tolerans mot avvikelser från EU:s ramverk samtidigt som Tyskland tycks vara på väg att lätta på sitt strama regelverk i vissa situationer. Det låga ränteläget och behov av offentliga resurser till angelägna klimatinvesteringar kan bidra till ännu offensivare politik men huvudansvaret för stabiliseringspolitiken kommer troligen ändå att ligga kvar på centralbankerna under överskådlig tid.

Ökad recessionsrisk enligt Fed-modell



Komplex samspel mellan Fed och marknad. Att sänka räntan sent i cykeln i en situation med robust efterfrågan och en arbetslöshet på 50-årslägsta är förstås inte invändningsfritt. Detta illustreras av Fedchefen Jerome Powells ovilja att, i samband med julibeslutet, signalera att en regelrätt sänkingscykel nu påbörjats. Istället valde han termer som "försäkring"- eller "mid-cycle"-anpassning för att motivera beslutet. Samspelet med marknaden är inte enkelt för Fed. Samtidigt som man försöker bromsa förväntningarna genom att lyfta fram den robusta situationen i real ekonomin är det ofrånkomligt att de aggressiva förväntningarna på sänkningar påverkar analysen. Att New York-Feds recessionsindikator nu ligger över 30 procent beror t ex i huvudsak på avkastningskurvens varnande lutning. Även om Fed inte direkt tar någon större hänsyn till presidentens krav på räntesänkningar är det tänkbart att hans aggressiva retorik spår på marknadens förväntningar och därmed indirekt får betydelse.

Ihållande högt efterfrågetryck ger positiva strukturella effekter via lägre jämviktsarbetslöshet och högre förvärvsfrekvens

Förlängd expansion kan ge strukturella vinster. Vi tror att Fed nu kommer att leverera tre ytterligare sänkningar så att styrräntan i mitten av 2020 ligger på 1,25-1,50 procent; något mindre aggressivt än vad marknaden i nuläget prisar in. Det finns också lite mer offensiva argument för räntesänkningar. När den måttliga inflationen nu ger frihetsgrader kan det vara värt att ta chansen. Visserligen är arbetsmarknaden stram men erfarenheter visar att ihållande högt efterfrågetryck kan ge strukturella förbättringar i form av lägre jämviktsarbetslöshet och ökad förvärvsfrekvens. Historiskt kan man också dra paralleller till 1995 och 1998 då Fed båda gångerna lyckades förlänga en expansionsperiod med tre sänkningar på vardera 0,25 procent. Vid dessa tillfällen var dock inte konjunkturcykeln, i alla fall på arbetsmarknaden, lika mogen som nu. Dagens arbetsmarknadsläge påminner kanske mer om januari 2001 då Fed lyckades överraska marknaderna med sänkningar som dock till slut inte förmådde förhindra en recession.

Centralbankers styrräntor

	21 Aug	Dec 2019	Dec 2020	Dec 2021
Federal Reserve	2,25	1,75	1,50	1,50
ECB (inlåningsränta)	-0,40	-0,60	-0,60	-0,60
Bank of England	0,75	0,75	0,75	1,00
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Riksbanken	-0,25	-0,25	-0,25	0,00
Norges Bank	1,25	1,50	1,50	1,50

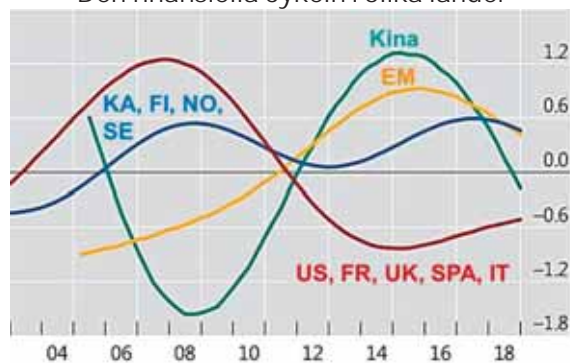
Källa: Centralbanker, SEB

ECB stimulerar på bred front. ECB är nu också på väg att leverera nya stimulanser i spåren av inflations- och tillväxtbesvikelser samt Feds omsvängning. Trots att arbetsmarknaden också i euroområdet ser ganska stark ut signaleras kraftfulla åtgärder. Vi räknar med inlåningsräntan sänks i två steg med vardera 10 räntepunkter i september och december till en nivå på minus 0,6 procent. Även andra åtgärder kommer att vidtas, bl a en återstart av tillgångsköpsprogrammet APP. Christine Lagarde lär också, som ny ECB-chef, fortsätta i den anda Mario Draghi skapade med sin "Whatever it takes"-politik för att hålla europrojektet vid liv. Möjligen kan hon också, som tidigare fransk finansminister, verka för ett bättre samspel mellan finans- och penningpolitik.

Bank of England går mot strömmen. Andra centralbanker påverkas förstas i hög grad av de nya vindarna från Fed och ECB men nationella särdrag spelar också

roll. För Storbritannien kretsar mycket kring utgången av brexitprocessen. Med vårt huvudscenari där man trots alla svårigheter kan undvika ett avtalslöst utträde blir tillväxten hyfsad. I en miljö med stram arbetsmarknad och inflationspress uppåt från ett svagt pund är det sannolikt att Bank of England avstår från sänkningar och låter räntan ligga stilla under lång tid. I slutet av prognosperioden räknar vi med en försiktig höjning.

Den finansiella cykeln i olika länder



Källa: Bank for International Settlements

Ansträngd finansiell cykel i Norden. Den svenska och norska centralbankens dilemma kan delvis illustreras av läget i den sk finansiella cykeln i grafen ovan.

Måttet, som på ett trendensat sätt, försöker mäta var man befinner sig på områden som privat skuldsättning, bostadspriser och kreditillgänglighet mm visar att den grupp av länder som kunde undvika en större anpassning efter finanskrisen befinner sig i en mer ansträngd situation än t ex USA. Till skillnad från situationen i Sverige och Norge har alltså Fed, enligt detta mått, ingen större anledning att i nuläget "luta sig mot vinden" och avstå från räntesänkningar med hänsyn till en överhettad finansiell cykel. Norges Banks pågående åtstramning kan delvis tolkas som ett försök att dämpa finansiella risker. Vi tror nu att man är nära slutet på höjningscykeln men och förutser en sista höjning i september. I Sverige har däremot Riksbanken helt fokuserat på att få upp inflationen och inte tagit liknande hänsyn. Med en arbetsmarknad som är på väg att försvagas och fortsatta problem att nå upp till inflationsmålet tyder det mesta på att Riksbanken avstår från planerade höjningar. Vi tror därför att styrräntan ligger kvar på -0,25 till slutet av 2021 då den höjs till 0.

BNP-tillväxt, Norden

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Sverige	2,3	1,5	1,3	1,7
Danmark	1,5	1,9	1,7	1,5
Norge	1,4	2,0	2,9	2,1
Finland	1,7	1,5	1,6	1,6

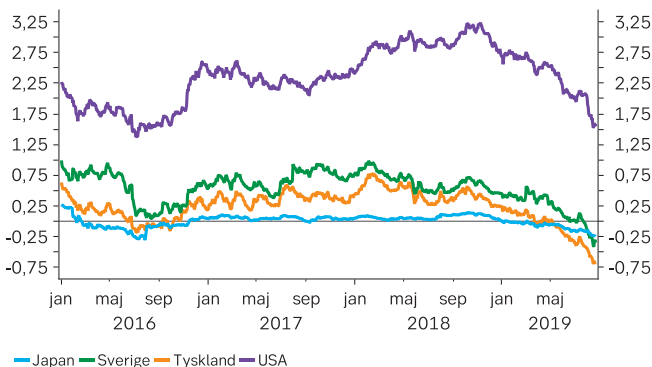
Källa: IMF, SEB

Räntemarknaden

Global kollaps i räntor

En blandning av konjunkturella, strukturella och regleringsrelaterade drivkrafter bedöms ligga bakom de dramamatiske räntefallen 2019. Negativa räntor präglar flertalet löptider – ett helt nytt landskap för centralbanker, investerare och prognosmakare. Vår bedömning är att räntorna förblir låga de närmaste 12-18 månaderna. Riskerna ligger på nedsidan. Mer expansiv finanspolitik – främst i Europa och Kina men också USA – kan få räntorna att röra sig uppåt.

Rekordlåga obligationsräntor efter sommarens dramatiska fall
10-åriga statsobligationsräntor i procent



Källa: Macrobond, SEB

10-åriga statsobligationsräntor

	21 aug	Dec 2019	Dec 2020	Dec 2021
USA	1,59	1,50	1,30	1,50
Tyskland	-0,68	-0,70	-0,70	-0,40
Sverige	-0,37	-0,35	-0,20	0,20
Norge	1,13	1,00	1,00	1,00

Källa: Centralbanker, SEB

Kollaps i långräntor. Nedgången i globala räntor intensifierades under sommaren. Nivån på en amerikansk 10-årig statsränta har därmed mer än halverats sedan november 2018. Rörelsen har sammanfallit med att marknadsförväntningar på Fed, på bara åtta månader, gått från räntehöjningar på cirka 75 punkter (ett år framåt) till räntesänkningar på nästan 100 punkter. Marknadsprissättningen anger att Fed ska sänka styrräntan till drygt 1,0 procent vid slutet på nästa år. Under sommaren har ett 15-tal centralbanker följt Fed och sänkt sina räntor.

Tyska statsräntor har satt nya bottenrekord och hela den svenska avkastningskurvan har stundtals handlats under noll procent. ECB har öppnat dörren för nya räntesänkningar liksom att återstarta sina värdepappersköp. Europeiska räntor ligger därmed under sina japanska motsvarigheter. Fed har i förtid stoppat reduceringen av sin penningpolitiska portfölj (50 miljarder dollar per månad t o m juli) medan Bank of Japan fortsatt sina köp. När ECB återtar köpen väntas centralbankerna sammantaget nettoköpa värdepapper för ca 100 miljarder dollar per månad.

Inverterad räntekurva eldar på recessionsoron. Den kraftiga nedgången i långa räntor har gjort att ränteskillnaden mellan USA:s 10- och 2-åriga statsränta blivit negativ för första gången sedan 2007. Det har bidragit till ytterligare recessionsoro och ny räntepress nedåt. Kurvans historiska samvariation med recessioner ger anledning till respekt men åsikterna går isär om i vilken grad den okonventionella penningpolitiken (omfattande obligationsköp) och fallande neutral ränta försämrar denna recessionsindikator. Likväl har den fått stort genomslag och riskerar därmed att sätta negativa avtryck på hushålls och företags framtidstro. En uthållig period med negativ avkastningskurva påverkar bankers incitament att omvandla kort inlåning till långfristig utlåning samt deras lönsamhet vilket i förlängningen riskerar att bromsa kreditillväxten. Detta är framförallt ett problem för euroområdet.

En kombination av konjunkturella och strukturella faktorer kan förklara räntefallet såväl kortsiktigt som långsiktigt:

1. Stor efterfrågan på säkra och likvida tillgångar vilket speglar såväl investerares konjunktur- och avkastningsoro som regelverk som tvingar liv- och pensionsbolag att positionera sig för lägre räntor i t ex swapmarknaden för att balansera växande pensionskulda vid fallande diskoteringsräntor.
2. Fallande inflationsförväntningar och dito riskpremier p g a konjunktur, oro för "japanisering" och strukturella disinflationskrafter
3. Centralbankernas fortsatta köp av räntepapper (se ovan).
4. Förväntan om låga och i vissa fall lägre styrräntor i både utvecklade och utvecklingsländer.
5. Förväntan om ytterligare fall i neutrala räntor p g a demografien och därmed sparöverskott som i frånvaro av ökad kapitalefterfrågan från t ex företag pressar jämviktsräntan på kapital nedåt.

Ingen återhämtning i närtid. Nedgången har varit betydligt större än väntat. USA:s 10-åriga statsränta handlas i slutet av augusti endast 20-30 punkter från tidigare bottennivåer. Vår bedömning är att räntan kommer handlas i stort sett sidledes kring 1,50 procent under hösten för att falla ytterligare till 1,30 procent under 2020. När Fed sänkt färdigt 2020 väntas långa räntor röra sig försiktigt uppåt under 2021. Tyska 10-åriga räntan väntas pressas av ECB:s nya penningpolitiska lättnader och därefter följa USA-räntorna uppåt under 2021. Möjligheten till högre räntor kopplas till utsikterna för finanspolitiken. Om t ex euroländerna i allmänhet och Tyskland i synnerhet sjsätter en mer expansiv politik med fokus på bl a klimatet kan långa räntor stiga mer än i vårt huvudscenario.

Valutamarknaden

Skadlig miljö för små valutor

Mindre likvida valutor har haft ett tufft första halvår medan traditionellt defensiva valutor har klarat sig bättre. Det tyder på att oro för global avmattning och den eskalerande handelskonflikten mellan USA och Kina dominerar utvecklingen på valutamarknaden. Kronan fortsätter att lida av den negativa räntan och det kommer att dröja innan vi ser en starkare krona. Dollarn har länge gynnats av ett högre ränteläge, men ytterligare sänkningar från Fed talar för en något svagare dollar på sikt.

Mindre likvida valutor har haft ett tufft år. Att det handlar om valutor med vitt skilda förutsättningar avseende ränteläge och utsikter för tillväxt och penningpolitik talar för att andra faktorer ligger bakom. Fortsatt global avmattning, en generell omsvängning mot lättare penningpolitik och fallande globala räntor samt eskalerande handelskonflikt mellan USA och Kina är några faktorer som sammantaget skapat en negativ miljö för mindre valutor. Man kan notera att den traditionella kopplingen till generell riskaptit, t ex börsklimatet, varit svagare än normalt. Sämre globalt risksentiment verkar således inte vara någon avgörande förklaringsfaktor.

Dollarn är sannolikt något övervärderad och har gynnats av ett vidgat räntegap de senaste åren när Fed har höjt räntan. President Trumps kritik mot Feds politik har dock varit hård den senaste tiden och den eskalerande handelskonflikten med Kina har ytterligare höjt tonläget på ett sätt som riskerar att sprida sig till valutamarknaden. Man kan inte ens utesluta direkta interventioner i marknaden i ett senare skede. Fed väntas nu följa upp julisänkningen med ytterligare tre sänkningar det närmaste året och minskad räntedifferens talar för något svagare dollar. Vi räknar med att EUR/USD står runt 1,20 i slutet av 2021. Att andra centralbanker, däribland ECB, också har svängt runt mot ytterligare lättnader talar mot en mer betydande dollarförsvagning. Att dollarn gynnas av global avmattning talar också mot en kraftig USD-depreciering så länge Fed inte signalerar betydligt aggressivare sänkingsplaner.

Pundet har tagit rejält med stryk sedan det stod klart att Theresa May skulle avgå som premiärminister. Den nya ledningens betydligt hårdare linje med ett kabinett som är redo att lämna EU utan avtal den 31 oktober har förvärrat splittringen gentemot parlamentet. Just nu är risken stor att Storbritannien kraschar ut ur EU. Den mest sannolika vägen att förhindra en sådan utveckling verkar vara en regeringskris. Inget av dessa alternativa förefaller speciellt gynnsamt för pundet och vi räknar med ytterligare försvagning under hösten. Med ett ordnat utträde och stramare penningpolitik från Bank of England innebär dagens låga värdering att pundet har utrymme att ta tillbaka förlorad mark på längre sikt.

Sedan årsskiftet har kronan återigen gått svagast bland G10-valutorna. Även om också andra mindre valutor har deprecierat har Riksbankens omsvängning efter räntehöjningen i december bidragit till kronförsvagningen. Att Riksbanken nu väntas revidera ned sin räntebana rejält och inte leverera någon räntehöjning förrän andra halvåret 2021 sätter ytterligare press på kronan. En osäker omvärldsmiljö med risk för förvärrad handelskonflikt är heller inte kronpositivt och vi tror att EUR/SEK går mot 11,00 mot slutet av 2019. Att kronan är undervärderad talar dock för en viss förstärkning på lite längre sikt. Mycket tyder dock på att kronans jämviktskurs försvagats det senaste decenniet och nu inte ligger speciellt mycket under 10,00 mot euron. Det gör att vi förutspår en modest appreciering där EUR/SEK står i 10,00 vid slutet av 2021.

Den norska kronans svaga utveckling är gåtfull. Stark tillväxt och inflation runt centralbankens mål har lett till tre räntehöjningar det senaste året och vi väntar vi oss en ytterligare räntehöjning framöver. Trots denna, jämfört med Sverige, diametral annorlunda räntemiljö, har den norska kronan försvagats mot traditionellt defensiva valutor i år. Möjligen kan den svenska kronans svaghet ha smittat av sig på den norska kronan eller så speglar den viss tveksamhet om centralbankens möjligheter att gå vidare med ytterligare höjningar. Ett annat skäl kan vara att utsikterna för oljepriset har försämrats med global avmattning. Framöver är det dock svårt att tro att inte de fundamentala styrkefaktorerna till slut skulle göra sig gällande. Vi förutser att EUR/NOK rör sig mot 9,60 mot slutet av 2020.

G10: Inte bara kronan som har det jobbigt i år
Utveckling i procent mot ett index av USD, EUR & JPY sedan 1 feb.



Källa: Bloomberg, SEB

Valutakurser

	21 aug	Dec 2019	Dec 2020	Dec 2021
EUR/USD	1,11	1,13	1,17	1,20
USD/JPY	107	105	100	100
EUR/GBP	0,91	0,93	0,87	0,88
EUR/SEK	10,67	11,00	10,50	10,00
EUR/NOK	9,91	10,30	9,60	9,30

Källa: Bloomberg, SEB

Aktiemarknaden

Stigande tillväxtoro sätter press

Årets resa med stigande börser trots fallande tillväxt- och vinstprognoser verkar ha nått vägs ände. Låga räntor – normalt borspositivt – tolkas som signaler om svagare tillväxt. Med handelskriget som utlösande faktor har tillväxtoron kommit att dominera börsbilden. En mildare inbromsning än befarat, drivet av mjukare centralbanker och en mer godartad handelsbild, kan mycket väl räcka för att driva nya uppgångar – men börshösten lär domineras av oro kring tillväxt och vinster.

Stigande kurser och vikande tillväxt ingen hälsosam borscocktail. Efter bakslaget i maj återvände optimismen, främst drivet av utsikter till ytterligare centralbanksstimulanser. Samtidigt fortsatte signalerna om inbromsning i tillväxten. När spänningarna sedan eskalerade i handelssamtalen USA-Kina, andra orosmoln som Brexit, Italien och Hongkong gjorde sig påminda och värderingarna rörde sig mot topparna från förra sommaren återvände borsoron.

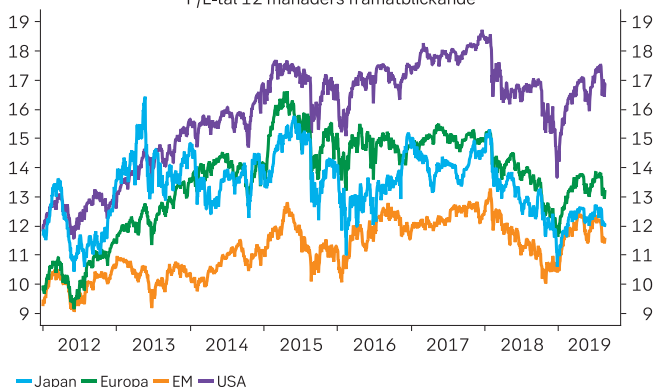
Blandade budskap i rapporterna. Börsbolagens vinster utvecklades bättre än befarat under andra kvartalet. De cykliska bolagen som grupp signalerade dock en ganska tydlig inbromsning i orderingången. Det bekräftar bilden av inbromsande (industri-) konjunktur och spår på oron för framtida vinster. Aktiemarknadens tolkning är att de tillverkande bolagen är i eller nära en recessionsliknande miljö och oron stiger för att det sprider sig till övriga sektorer. Detta har dock än så länge inte fått någon större inverkan på vinstprognoserna. Konsensusbilden för innevarande år är nu visserligen att börsbolagen globalt inte levererar några vinstökningar, men för nästa år prognostiseras vinstökningar på bortåt 10 procent. Bilden för 2020 är sannolikt för ljus, givet sämre utsikter för försäljning och marginalpress från stigande löner. Å andra sidan framstår prognosen för i år som väl låg.

Tveeggad räntebild. Låga/fallande räntor ger stöd till börser via värderingen. Frågan är dock vilken långsiktig tillväxtbild som motiverar extrem låga och till och med negativa räntor på lägre löptider? Låga räntor har gjort att TINA (There Is No Alternativ) allt oftare får förklara årets borsuppgång. Men förr eller senare slår värderingsbromsen till. Om tillväxt och vinster utvecklas så svagt framöver som räntorna signalerar reduceras det långsiktiga borsbränslet. Det gör marknaden känslig för ändringar i förväntansbilden och prognosen om en volatilitet över den historiska trenden kvarstår. På sektornivå skapar lägre räntor och flack räntekurva motvind för banker. Såväl defensiva (kapitalintensiva) sektorer som de som drivs av strukturell tillväxt gynnas dock rimligen. Detta illustreras av att de senaste årens borsmotorer, bl a digitala jättar som FANG-bolagen, visade fortsatt god utveckling i sina rapporter.

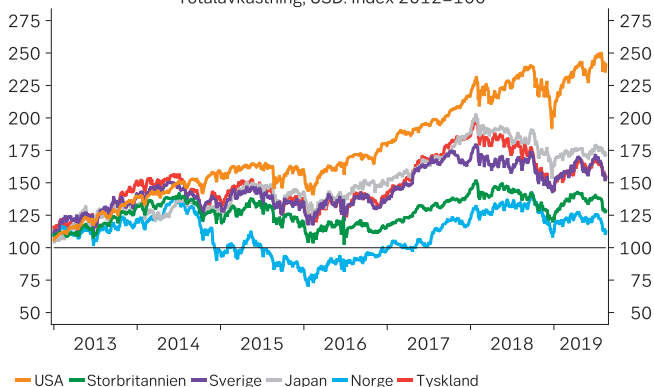
Försiktiga investerare dämpar fallhöjden. Enkäter tyder på att professionella placerare intagit en tydligt försiktig hållning. Detta återspeglas också i generell ökad övervikt i amerikanska aktier trots synen att USA är övervärderat. Bland övriga regioner har Emerging Markets såväl viktats ner som tagit stryk borsmässigt på riskaversion och fallande vinstprognoser. Här skapar dragkampen mellan osäkra handels-/konjunkturutsikter och ränte- och valutastöd från ett duvaktigt Fed risk för tvära borskast. I Norden i allmänhet och Sverige i synnerhet får det relativt stora cykliska inslaget placeringarna att avvakta. Det återspeglas i svag relativ utveckling under året och dämpar potentialen framöver.

Försiktigt stigande börser med ökade nedåtrisker. Dagens P/E-tal, på något över det historiska snittet, förutsätter årliga vinstökningar på ca 5-10 procent under en längre tid framöver. Det är inte orimligt givet våra tillväxtprognoser. I nuläget skapar sencykliska mönster med nedsidesrisker för tillväxten dock argument för lägre värdering. En momentan återgång till historiska snitt skulle innebära ett fall i storleksordningen 10 procent. Sker anpassningen över ett antal år talar detta, med våra tillväxtprognoser, för svagt stigande börser, men i något långsammare takt än vinsterna. En något mer försiktig kalkyl med nolltillväxt i vinster och P/E strax under historiska snitt implicerar en större nedsida, men detta är inte huvudscenariot. Tydligt tillväxtstöd från centralbankerna och en mindre hotfull utveckling i handelsfrågorna kan mycket väl räcka för att vända börshumöret till det positiva. De ökade riskerna för ett mer ogynnsamt borsscenario manar dock tydligt till försiktighet i det korta perspektivet.

Mindre dyr aktiemarknad, men inte billigt
P/E-tal 12 månaders framåtblickande



USA fortsätter att outperforma
Totalavkastning, USD. Index 2012=100



Tema

Handelskrig & fred

Stagnation i världshandeln men allt beror inte på Trump

Trots krigsrubrikerna har världen sett flera nya frihandelsavtal färdigställas under 2019 vilka knyter t ex EU närmare Asien och Sydamerika och främjar handeln mellan Afrikas alla länder. USA:s handelspolitik är dock oförutsägbar – förhöjd osäkerhet råder om både ingångna och förväntade avtal. Vita husets taktik har även medverkat till att sätta teknologisektorns globala produktionskedjor och delar av bilindustrin i gungning. Därtill har konturerna av potentiella valutakrig synliggjorts. Risken har ökat för uthålliga negativa effekter på global BNP-tillväxt. USA-Kina-samtalen är svåra men de väntas leda till delresultat senare under hösten. Sammanfattningsvis spås världshandeln återhämta sig något 2020-2021 efter försvagningen 2019, men ökningstakten ligger ändå långt under genomsnittet de senaste decennierna.

Global handel tvärnätade i slutet av 2018 och har hittills i år uppvisat nolltillväxt i volym (se diagram nedan). Det är klart under de 2 procent vi förväntade oss i början av året. Avmattningen pågår fortfarande enligt exportkomponenten i globala inköpschefsindex. Vår prognos är att världshandeln växer med 1 procent i volym 2019 för att därefter växla upp till 2 procent 2020 och 2021. Det är i linje med snittet sedan finanskrisen efter att global handel 2017-2018 fått ett lyft av bl a Kinas stimulanser samt hög aktivitet i bilsektorn. Takten är dock betydligt lägre än snittet under decennierna före finanskrisen.

Vi identifierar fem faktorer bakom inbromsningen:

1. Höjda tullar i USA-Kina-konflikten

USA:s och Kinas import och export har påverkats negativt av handelskriget. Den direkta effekten är ändå totalt sett marginell. Enligt Fedanalyser har USA:s import minskat ca 70 miljarder dollar. Det utgör ca 0,5 procent av total global import. Därtill har länder som t ex Vietnam och Indonesien istället gynnats av USA-Kina-konflikten.

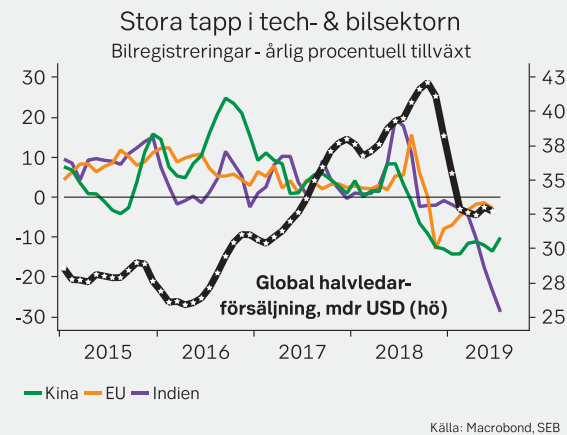
2. Mindre förutsägbarhet, svagare investeringscykel

Tullarnas indirekta negativa effekter via förhöjd osäkerhet och kortsiktigheten i USA:s handelspolitik blir större när framtidstron går ned och globala produktionskedjor behöver anpassas. Det är dock svårt att urskilja vad som är ett resultat av tullkriget och vad som beror på en generell global inbromsning; lågkonjunkturer brukar sätta tydliga avtryck i global handel p g a en lägre efterfrågan på bl a investeringsvaror.



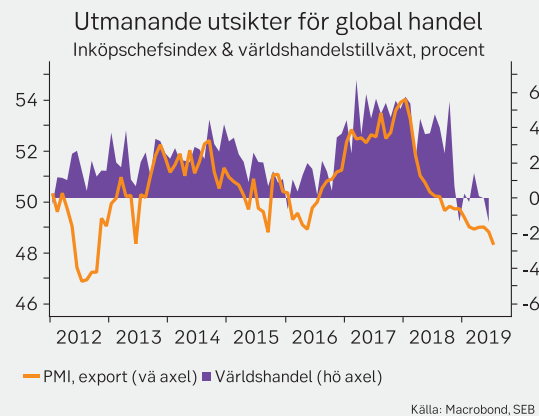
3. Inbromsning i teknologisektorn

Tech-cykeln har uppvisat en tydlig inbromsning (se diagram). Den kan kopplas till dels en minskad efterfrågan, dels till länders försök att skydda sin teknologi. Det senare har medverkat till att försvåra möjligheten att upprätthålla globala/asiatiska produktionskedjor. I dag verkar efterfrågan på mobiler präglas av mättnadskänslor. Nya modeller till relativt höga priser erbjuder bara marginella teknikförbättringar, vilket kan få konsumenter att köpa mobiltjänster i stället för nya telefoner. Enligt analys av¹ Internationella valutafonden stod tech-sektorn för 1/6-del av världshandeln för två år sedan.



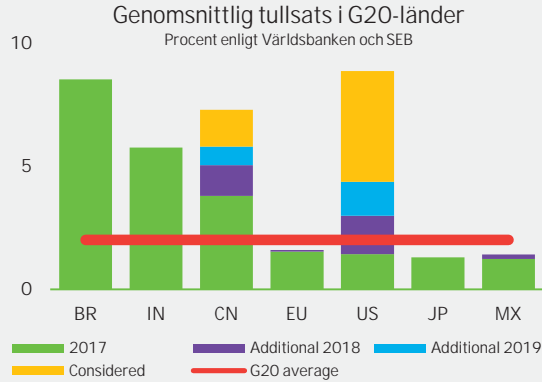
4. Svag bilförsäljning i främst Kina och Indien

Efterfrågan på personbilar har bromsat in på bred front med spridning till andra industrisektorer. Försäljningen i Kina, världens största bilmarknad, föll 14 procent första halvåret 2019 jämfört med 2018. Förklaringarna är flera: anpassningar till nya utsläppsregler, avskaffad skatterabatt 2018 på bilköp (gällde 2015-2017), en ökad efterfrågan på (dyrare) elbilar, försämrade lånemöjligheter (inkluderar även Indien), tilltagande konjunkturoro och börsvolatilitet. Bilregistreringarna i USA och Europa har visat en god tillväxt de senaste fem-tio åren varför en avmattning framöver inte framstår som ologisk.



5. Hämmad exportfinansiering p g a bankregleringar

Bank for International Settlements² tycker sig finna ett långsiktigt negativt samband mellan ökade regleringar av finansiella sektorn och exportfinansiering. Detta ger dock inga uppenbara förklaringar till inbromsningen i global handel under 2018-2019 men kan påverka förutsättningarna för global handel att återhämta sig.



Flera nya frihandelsavtal har ingåtts...

Om världens två största ekonomier (USA och Kina) som totalt sett står för 35-40 procent av världsekonomin har problem blir det även en global angelägenhet. Tullsatser är vanligtvis låga mellan utvecklade ekonomier men oftast höga för tillväxtekonomier (se diagram). USA:s tullnivåer har det senaste 18 månaderna börjat bli i ögonfallande. Det är dock värt att notera att resten av världen under samma tid tagit flera viktiga steg, inte minst symboliska, som lägger grunden till ökad frihandel mellan länder och regioner. Några exempel:

EU-Japan: Nytt avtal trädde i kraft 1 februari 2019. EU och Japan står för ca 20 procent av världsekonomin.

EU-Mercosur: I slutet av juni 2019 träffade EU och Brasilien, Argentina, Uruguay och Paraguay ett principavtal för 90 procent av handeln mellan EU och Sydamerika; avtalet omfattar ca 20 procent av världsekonomin.

Afrikanska frihandelsavtalet (AfCFTA): Afrikas samtliga 54 ekonomier hade i juli 2019 skrivit under frihandelsavtalet. Det har ett stort symbolvärde även om Afrikas länder utgör bara 5 procent av världsekonomin.

USA-Japan: Båda sidor har uttryckt optimism vad gäller möjligheten att nå ett nytt handelsavtal i höst.

...men nytt haveri efter Shanghaimöte

I anslutning till G20-mötet i Japan i slutet av juni enades USA och Kina om att återuppta förhandlingarna som havererade i maj. Vita huset lovade att "tills vidare" avstå från nya Kinatullar. Samtalen, de 12:e i ordningen, havererade i slutet av juli vilket fick president Trump att hota med nya 10-procentiga tullar på varor från Kina värda 300 miljarder kronor från 1 september. Kinas motdrag blev att tills vidare stoppa i stort sett all import av amerikanska jordbruksvaror och låta kinesiska yuanen tappa i värde mot dollarn. Det ledde i sin tur till att USA valde att stämpla Kina som valutamanipulator (se box om Kinas möjligheter att använda valutan i pågående handelskrig).

¹ Se "A New Smartphone for Every Fifth Person on Earth: Quantifying the New Tech Cycle", IMF WP/18/22.

² Se "What is behind the recent slowdown?", tal av Hyun Song Shin, BIS, 14 maj 2019.

I augusti beslutade Trump att senarelägga delar av sina nya importtullar till december 2019 vilket kunde tolkas som att USA ville undvika en ytterligare eskalering av konflikten med Peking. Men inför G7-mötet i Frankrike i slutet av augusti annonserade Kina sitt beslut om nya tullar på USA-varor värda ca 75 miljarder dollar. Trump tog konflikten till en ny nivå genom att meddela att i princip samtliga befintliga Kina-tullar ska höjas med 5 procentenheter.

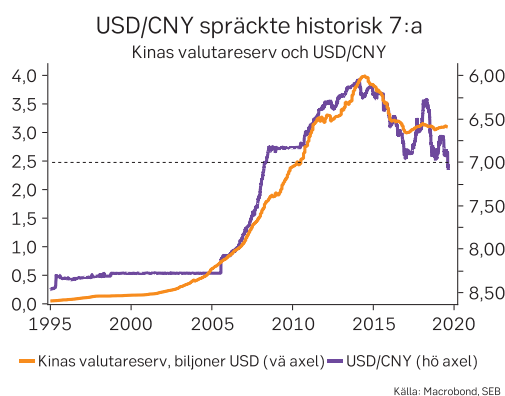
Kinas yuan: ny bricka i handelskriget?

Efter att Vita huset den 1 augusti valt att avisera nya tullar tillät Kina yuanen att handlas till nivåer över symboliska 7 mot dollarn för första gången sedan våren 2008 (se diagram). Det var en tydlig markering mot USA. För industrin som drabbats av tullar leder en svagare yuan till viss lättnad. Men nackdelarna för Kina är större än fördelarna:

Destabiliserande kapitalutflöden. Kinesiska företag kan ersätta dollarlån med yuanlån och därmed skapa stora kapitalflöden. Kinas dollarskuld uppskattas till 3 000 miljarder dollar. Utländska företag i Kina kan öka valutasäkringsgraden och därmed också skapa stora utflöden av kapital.

Minskat inflöde av kapital. Kinas valutapolitik är en viktig faktor för att öka utlandets intresse för landets aktie- och räntemarknader och för att ge yuanen en global reservvalutastatus.

G20-överenskommelse. Kina vill framstå som en av globaliseringens och handelns främsta vänner. Uppenbar försvagningspolitik skulle äventyra den bilden och strida mot G20-avtalet. För närvarande handlas yuanen på nivåer som ligger nära jämviktscursen.



Stora ekonomiska värden står på spel för USA och Kina men det handlar också om politisk taktik och att länderna är på kollisionskurs på områden som ideologi, säkerhetspolitik och globalt/regionalt ledarskap i Fjärde industriella revolutionen. På handelsområdet vill USA se bl a ökad jordbruksexport till Kina samt skydd av amerikansk teknologi. Kina, å sin sida, vill se borttagande av tullar samt realistiska krav på hur mycket varor landet ska importera från USA. Nya samtal förväntas fortfarande återupptas i september; vi tror på vissa men långsamma framsteg senare i år.

...men det finns också andra oroshärdar

G20-mötet i Osaka i juni underströk behovet att snabbt reformera Världshandelsorganisationen WTO med sikte inställt på att nå resultat på WTO-mötet i Kazakstan i juni 2020. Redan i december i år blir dock WTO:s skiljedomstol satt ur funktion då USA blockerar tillsättning av nya domare.

Men det finns även andra konflikter – utöver de med Kina och WTO – där också USA spelar en central roll:

USA-Indien: Sedan början av 2018 har USA höjt tullarna på 14 procent av all import från Indien. New Delhi har reagerat med att höja tullarna på 6 procent av USA-importen. Förhandlingarna går uppenbart trögt i dagsläget.

USA-EU: Parterna befinner sig i en osäker vapenvila med avvaktande dialog i skuggan av Kina-konflikten. Trump beslutade i maj att senarelägga beskedet om att införa tullar på import av bilar. Avtal måste nås senast 13 november för att Trump inte ska införa tullar på EU-bilar.

Japan-Sydkorea: Tech-sektorn drabbas ytterligare av en tillväxtfientlig och tilltagande konflikt mellan länderna efter att Japan infört restriktioner på export av vissa högteknologiska komponenter. Konflikten har en historia som går tillbaka till Japans ockupation av Sydkorea 1910-45. USA har kallats in som medlare i konflikten.

En bild av krig & fred på handelsområdet

Världen har – trots allt – tagit positiva steg på frihandelsområdet det senaste året. Men Vita husets oförutsägbara handelspolitik och att ingångna avtal kan frångås (Mexikofallet) lämnar efter sig bestående osäkerhet som ger varierande grad av skador på globala produktionskedjor. De fem förklaringar till inbromsningen i global handel visar på krafter som alltså både är tillfälliga och mer permanenta till sin karaktär.

Olja/råvaror, bilar- och bildelar samt tech-produkter utgör bland de största bidragen till global handel. Om tillväxtbidraget från dessa produkter av olika skäl mattas samtidigt som fossila bränslen ska fasas ut lär global handel minska i volym trots ökad handel i andra varor och tjänster. Vår prognos om svagt stigande världshandel under prognosperioden om 1-2 procent är klart lägre än historiska 5 procent och något lägre än de 2,5 procent som varit snittet sedan 2012.

Global ekonomi

USA

1,5 %

Prognostiserad Fed-ränta i mitten av 2020. Fed väntas leverera tre ytterligare "försäkringssänkningar" för att förlänga en redan historiskt lång expansion.

Sida 19

Euroområdet

-0,60%

ECB lättar ytterligare på penningpolitiken och sänker inlåningsräntan 0,10 procentenheter i september och december i år.

Sida 25

Storbritannien

4,4 %

Hushållens sparkvot är fortsatt låg.

Sida 31

Kina

7,00

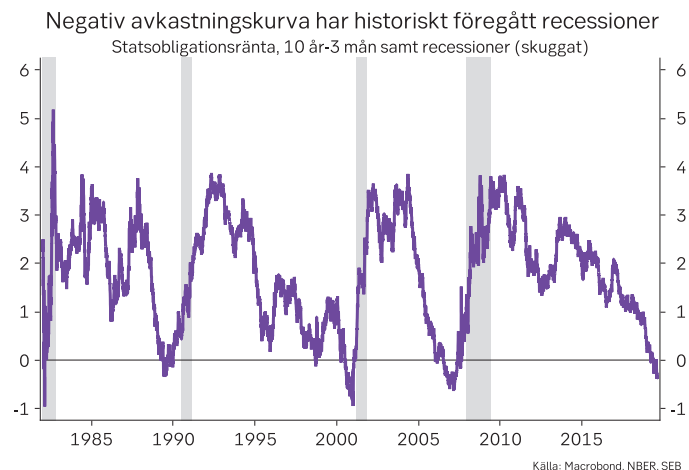
Kina accepterar att yuanen tappar i värde mot dollar.

Sida 34

USA

Fed-sänkningar förlänger uppgången

Den upptrappade handelskonflikten med Kina samt samspillet med nervösa och pessimistiska finansmarknader skapar tydliga nedåtrisker för USA-ekonomin efter en utdragen uppgångsfas. Att Fed delvis reverserar tidigare höjningar ökar dock motståndskraften. Centralbanken väntas leverera ytterligare tre "försäkringssänkningar" och styrräntan når då 1,50 procent i mitten av 2020. Huvudscenariot är att ekonomin gradvis växlar ned under trend men att en recession undviks.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,9	2,3	1,8	1,7
Arbetslöshet*	3,9	3,6	3,5	3,7
Löner	3,0	3,3	3,4	3,3
KPI	2,5	1,7	1,9	2,0
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	1,9	1,6	1,8	1,8
Offentligt saldo**	-5,3	-4,9	-4,6	-4,6
Offentlig bruttoskuld**	106,8	108	109	110
Fed funds rate***	2,50	1,75	1,50	1,50

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

Gradvis avmattning med ökade nedåtrisker. Amerikansk ekonomi har förblivit robust i en svag omvärldsmiljö. Tillväxten har ändå saktat in tydligt, från en topp på 3,5 procent i mitten av 2018 till i genomsnitt drygt 2 procent under de senaste tre kvartalen. Samtidigt syns få tecken på de obalanssymptom – överinvesteringar, uppdrivna skulder och finansiella bubblerisker – som traditionellt föregått en recession. Vår prognos är en endast gradvis inbromsning i USA från 2,3 procent i år till en tillväxt något under trend 2020 och 2021 då BNP väntas öka med 1,8 respektive 1,7 procent.

Osäkerhet från handel och finansmarknad. I temaartikel på sid 22 resonerar vi kring de svåra avvägningar som möter prognosmakaren i nuvarande sena fas i konjunkturen och konstaterar att USA-bedomningen omges av större osäkerhet än vanligt. En klassisk varningssignal, avkastningskurvens lutning mätt som skillnaden mellan 10-åriga statsobligationsräntor och tremånadersräntor, har fallit till nivåer som historiskt med viss fördröjning normalt följts av en recession. Feds respons har dock kommit snabbare än vad som ofta varit fallet, vilket minskar risken för ett policymissstag. Att inflationen förblivit måttlig ökar Feds manöverutrymme. Vi räknar med att centralbanken utnyttjar detta i ett försök att ytterligare förlänga en redan historiskt lång uppgångsfas och motverka negativa sentimenteffekter från handelskriget.

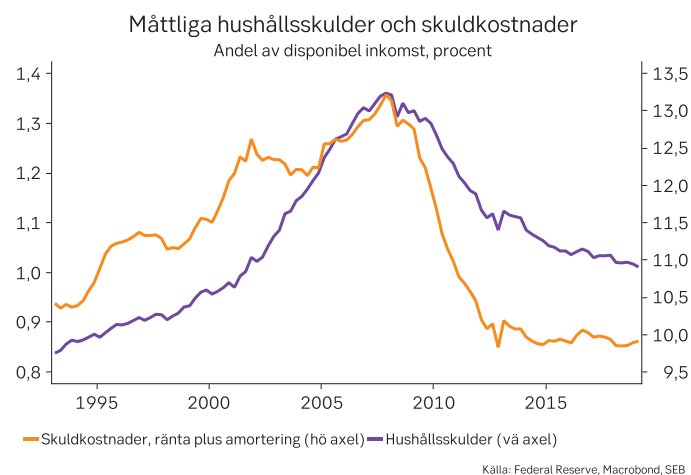
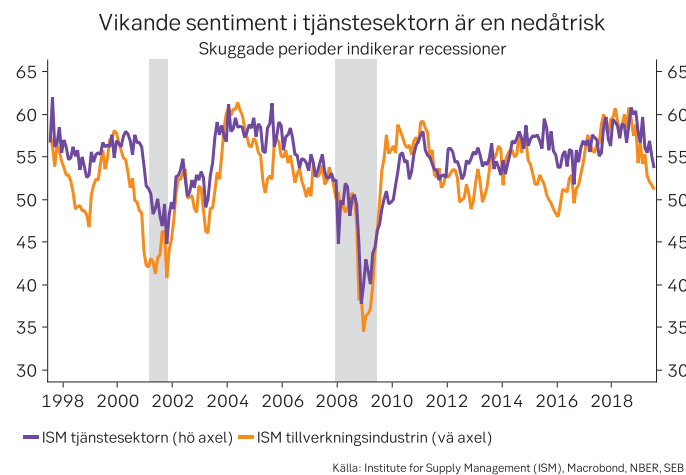
Allt mindre stöd från finanspolitiken. Den strama arbetsmarknaden sätter en gräns för expansionen och långsammare jobbtillväxt dämpar framöver takten i konsumtionen. Därtill avtar stimulansdosen från finanspolitiken. Efter en stimulanseffekt motsvarande ca 0,5 procent av BNP 2019 väntar vi oss en mer neutral politik 2020 och 2021. Sommarens partiöverskridande budgetöverenskommelse gör att hotet om nya uppslitande budgetbråk i närtid har avväjts och minskar risken för ett betydande omslag i åtstramande riktning nästa år. USA kommer inte att riskera att slå i skuldtaket förrän i mitten av 2021, väl bortom nästa års val. Att utgiftsramarna för 2020 och 2021 höjts ökar också utrymmet för reformer när förhandlingarna om nästa års budget inleds. Att Trump behöver få med sig demokraterna i kongressen, som vill matcha höjda förslagsanslag med ökningarna även på andra områden, ökar sannolikheten för ännu en expansiv budget för valåret 2020. Underskotten ligger därmed kvar på historiskt höga nivåer nära 5 procent av BNP i slutet av perioden.

Svaghet koncentrerad till industrin. Inköpschefsindex (ISM) för industrin har fallit i linje med omvärlden samt en krympande världshandel och ligger nu på endast svagt expansiva nivåer. Både exporten och företagets investeringar sjönk under andra kvartalet. Inhemsk ekonomi har varit mer motståndskraftig och får ökat stöd av låga räntor. Nedgången i byggsektorn visar tecken på att plana ut. Förtroendeindikatorer för hushåll och mindre företag ligger kvar på höga nivåer, arbetsmarknaden har förblivit stark och inbromsningen i privat konsumtion kring årsskiftet följdes av ett uppsving under andra kvartalet. Inköpschefsindex för tjänstesektorn har backat på senare tid, vilket indikerar risk för att svackan i industrin kan sprida sig till övrig ekonomi. Sammantaget tecknar data dock ännu inte bilden av att USA är på väg in i en recession.

Handelskriget har trappats upp; få tecken på snar lösning. Huvudscenariot i *Nordic Outlook Maj* var att USA och Kina skulle nå en uppgörelse kring handeln. G20-mötet i slutet av juni innebar en tillfällig lättnad när de båda länderna enades om att återuppta förhandlingarna. Därefter har konflikten åter trappats upp. Trump meddelade den 1 augusti oväntat att 10-procentiga tullar kommer att införas på återstående 300 miljarder av import från Kina den 1 september och att ytterligare höjning till 25 procent är tänkbar. Kina har svarat med att låta yuanen försvagas samt att stoppa statlig import av amerikanska jordbruksvaror. Därefter har USA

officiellt stämplat Kina som valutamanipulator, en åtgärd som dock är av mer symbolisk betydelse i ett läge där USA redan infört höjda tullar. Planerna på fortsatta förhandlingar ligger ännu fast och parterna har tagit vissa steg tillbaka (t ex för USA:s del att skjuta upp de senaste tullarna för vissa konsumentvaror) men den senaste tiden har konflikten åter eskalerat med nya aviserade tullar från både sidor. Handelskonflikten ser därmed ut att bli djupare och mer utdragen än vi tidigare antagit med växande skadeverkningar på ekonomin som följd. Hotet mot ekonomin kommer inte främst från de direkta effekterna på handeln och importpriser utan framförallt från osäkerhet och brustna globala produktionskedjor.

En jämförelse får snarast göras med 1990-talet, då Fed sänkte i flera steg trots en fortsatt nedåttrend för arbetslösheten



USA:s handelsförhandlingar med både EU och Japan har hamnat i bakgrunden av konflikten med Kina. Hotet om biltullar kvarstår – nytt datum för beslut från Vita huset är satt till november – men utökade kvoter för import av amerikanskt kött innebär att EU delvis gått USA till mötes vad gäller kraven på att även inkludera jordbruksvaror (se temaartikel *Handelskrig & Fred* på sid 15).

Osäker omvärld hämmar investeringar och export

Under första halvan av 2018 visade investeringarna tydliga tecken på att ta fart men aktiviteten har därefter dämpats. Fjolårets skattelättnader ser således inte ut att ha gett det uppsving många hoppades på. Andra kvartalet 2019 föll till och med investeringarna för första gången sedan 2015. Detta beror troligen delvis på ökad osäkerhet om handelspolitiken och denna väntas även framöver dämpa investeringsaktiviteten. Bostadsbyggandet har backat sex kvartal i följd. Uppmjukad penningpolitik har dock fått sentimentet att stiga samtidigt som försäljningen av bostäder återhämtat sig något i år och framöver väntas byggandet åter visa en positiv tillväxt. Generellt har cykliska sektorer (byggande, investeringar i maskiner och utrustning samt köp av varaktiga konsumentvaror) legat kvar på en låg nivå som andel av BNP; ett par procentenheter under topparna inför tidigare lågkonjunkturer. Det minskar risken för att sådana svängningar ska leda till en recession i hela ekonomin. Inkluderas även investeringar i immateriella tillgångar (programvara samt forskning och utveckling) är företagens investeringar (exklusive bostäder) som andel av BNP dock mer i linje med den senaste toppen i mitten av 2008 och ungefär en procentenhet under nivån år 2000. Sammantaget bromsar näringslivets investeringar in från en tillväxt på nära 5 procent i fjol till strax över 2 procent i år och drygt 1,5 procent 2020 och 2021.

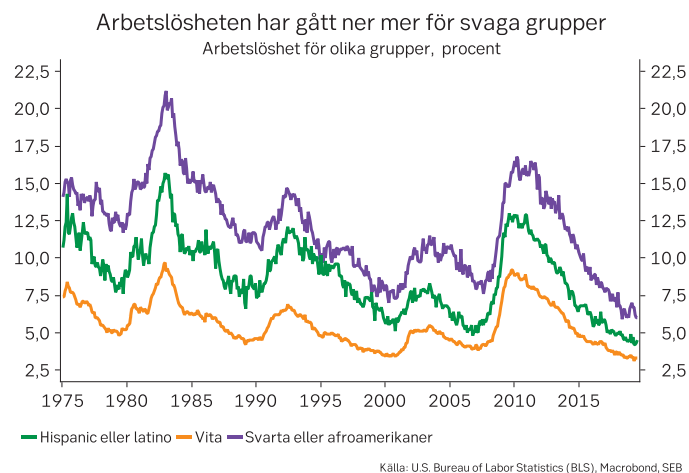
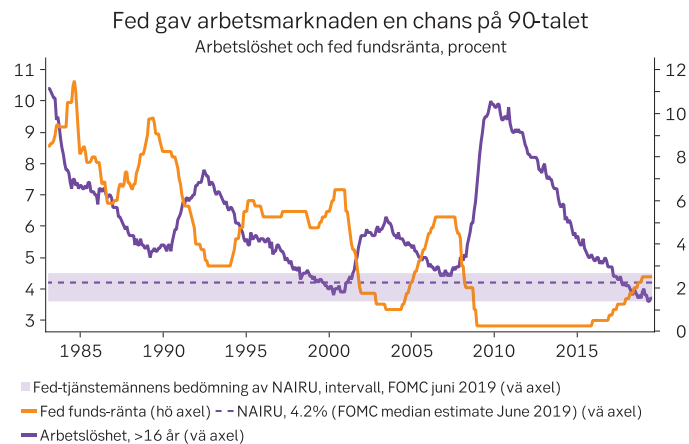
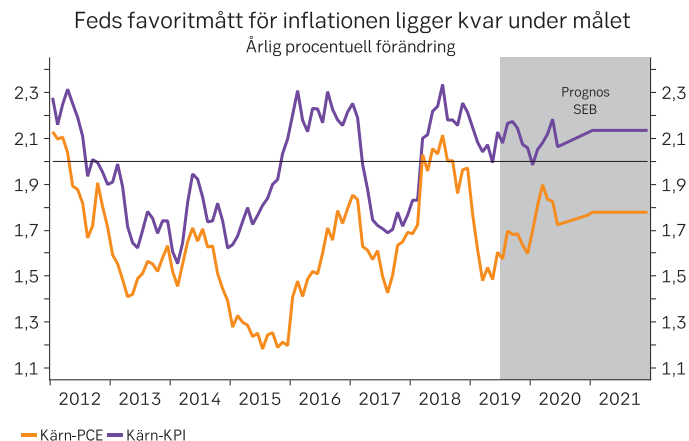
Stark dollar samt svag extern efterfrågan ser ut att sätta avtryck i exporten, som föll under andra kvartalet efter en stark inledning på året. Vi prognostiserar en i stort sett oförändrad export i år följt av ökning på 1,5 respektive 2 procent 2020 och 2021. Hyfsad inhemsk efterfrågan bidrar till att utrikeshandeln väntas ge fortsatta negativa bidrag till tillväxten. Så länge som USA växer snabbare än omvärlden blir det svårt för Trump att få ned storleken på handelsunderskotten trots nya handelshinder.

God motståndskraft bland hushållen. Kombinationen av fallande börser i slutet av 2018, nedstängda offentliga verksamheter och Feds räntehöjningar satte tydliga negativa spår i privat konsumtion i slutet av förra året och början av detta. Under andra kvartalet syntes dock en tydlig återhämtning. Att 30-åriga boräntor fallit nära 150 räntepunkter sedan november i fjol har fått ansökningar om att refinansiera bolån att åter skjuta fart och gör det möjligt för hushållen att sänka sina bolånekostnader. Hushållens finansiella ställning är god. Skuldbördan efter finanskrisen har fortsatt att minska som andel av inkomsterna och kostnader för räntor och amorteringar ligger kvar på historiskt låga nivåer. Att sparkvoten rört sig uppåt under de senaste 2-3 åren till runt 8 procent skapar också konsumtionsutrymme i ett läge där konsumentförtroendet ligger kvar på höga nivåer. Takten i konsumtionen dämpas dock i takt med att sysselsättningen bromsar in och väntas ligga på runt 2,5 respektive 2 procent år 2020 och 2021.

Måttliga löneökningar minskar överhettningrisker

Olika arbetsmarknadsindikatorer har planat ut på höga nivåer. Jobbtillväxten har avtagit från i snitt drygt 230 000 nya jobb per månad sista kvartalet i fjol till en månatlig takt på 140 000 de senaste tre månaderna. Nedgången i arbetslösheten har stannat av men nivån i juli på 3,7 procent är en halv procentenhet under Feds senaste bedömning av jämviktsarbetslösheten på 4,2 procent. Att

arbetskraftsdeltagandet förblivit lågt, 63 procent mot en toppnivå på 67 procent år 2000, speglar delvis en åldrande befolkning. Även deltagandegraden bland personer i aktiva åldrar, 25 - 54 år, ligger dock flera procentenheter under den tidigare toppen, vilket skapar utrymme för fortsatt sysselsättningsstillväxt. Vi håller fast vid prognosen om att arbetslösheten kan fortsätta ned ytterligare något till en nivå kring 3,5 procent i slutet av året. Den alltså måttliga löneökningstakten tyder på att arbetsmarknaden ännu inte är överhettad. Trots en viss acceleration de senaste månaderna var ökningstakten för timlönerna i juli 3,2 procent – fortfarande något under nivåerna i början av året.



Vi tror att löneökningstakten kan stiga ytterligare något i takt med att arbetsmarknaden fortsätter att stramas åt men att den stannar på historiskt måttliga nivåer, kring 3,4 och 3,3 procent under 2020 och 2021.

Inflationen obekvämt låg för Fed. Både total inflation och kärninflationen, exklusive mat och energi, har dämpats något sedan i fjol. Feds målvariabel, kärn-PCE, låg i juni på 1,6 procent, en bra bit under 2-procentsmålet samtidigt som bl a marknadsprissatta inflationsförväntningar åter dragit sig nedåt. Gradvis stigande löneinflation kan väntas sätta visst tryck uppåt på inflationen under de kommande åren. Fortsatt tryck nedåt på världsmarknadspriserna för konsumentvaror kommer dock att verka i motsatt riktning. Höjda tullar ser hittills inte ut att ha satt några nämnvärda avtryck men de senaste aviserade tullhöjningarna kommer i högre grad att träffa konsumentprodukter, vilket ökar uppåtrisen. Att importen från Kina delvis väntas styras över till andra länder i Asien är dock en dämpande faktor samtidigt som en stark dollar håller tillbaka importprisökningarna generellt. Hård konkurrens i detaljhandeln försvårar också för företagen att föra över kostnadsökningen på konsumenterna. Sammantaget är vår prognos att underliggande inflation kommer att vara i stort sett oförändrad kring 1,8 procent i genomsnitt för kärn-PCE de två kommande åren.

Fler "försäkringssänkningar" från Fed att vänta

Fjolårets Fedhöjningar såg ut att ha börjat bita på ekonomin via bl a svalare bostadsmarknad. De kraftiga börsfallen i slutet av 2018 innebar också en utmaning för strategin att låta den strama arbetsmarknaden styra penningpolitiken. Omsvängningen i början av året, när Fed lade fortsatta höjningar på is, och sommarens sänkning samt avslutad bantning av balansräkningen, två månader i förtid, har dock ändrat bilden. Julisänkningen, som tog styrräntan från 2,50 till 2,25 procent, beskrevs av Fed som en anpassning i mitten av konjunkturcykeln snarare än starten på en serie av sänkningar. Att Fed lättar på penningpolitiken i rådande starka arbetsmarknadsläge går på tvärs mot mönstret från de senaste räntesänkingsfaserna. En jämförelse får snarast göras med mitten och slutet av 1990-talet, då Fed i båda fallen sänkte räntan i tre steg, trots en fortsatt nedåttrend för arbetslösheten. Att nedåtriskerna från handelspolitiken ser ut att kvarstå talar för att Fed genomför ytterligare "försäkringssänkningar" och vi tror nu att nästa kan komma redan i september följt av ytterligare sänkningar i december i år samt första kvartalet nästa år. Det innebär en styrränta på 1,50 procent i mitten av 2020.

Flera argument för sänkningar trots rekordlåg arbetslöshet. Fed har i sin kommunikation lyft fram flera argument för en lättare penningpolitik. 1) Låg neutral ränta som ökar risken för att åter slå i räntebotten. Fed reviderade i juni ned bedömningen av neutral ränta igen från 2,8 procent i mars till 2,5 procent. 2) Ökade behov av att väga in den globala utvecklingen och även effekterna av Feds egen penningpolitik på omvärlden samt på finansiella marknader. Handelskriget skärper dessa risker. 3) En ökad vilja att testa gränserna för arbetsmarknaden för att få upp arbetskraftsdeltagandet även bland svagare grupper. Fed har under våren haft möten runt om i landet och ett budskap från dessa till Fed är att den långa uppgångsfasen på arbetsmarknaden förbättrat jobbchanserna för låg- och medelinkomsttagare på ett sätt som inte varit fallet på flera decennier. Värdet av att inte kyla ned arbetsmarknaden i förtid stöds även av ny forskning från IMF som pekar på förekomsten av positiva sk hysteresis-effekter, d v s att en uppgång i arbetskraftsdeltagande i slutet av en högkonjunktur kan ge en bestående högre deltagandegrad.

Tema

Recessionsrisker

Svårt att såväl definiera som förutsäga recessioner

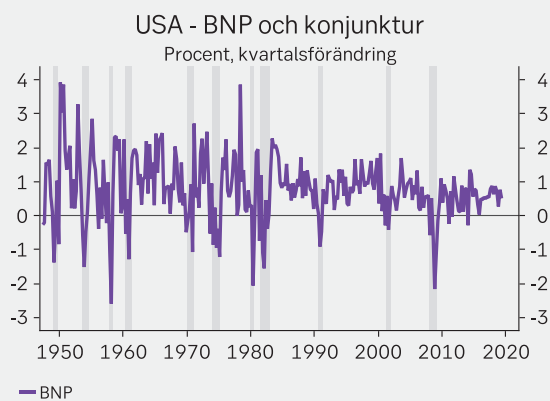
Global ekonomi står vid ett vägskäl där en fortsatt god utveckling ställs mot farhågor om ett abrupt slut. I följande tema-artikel diskuteras olika definitioner kring konjunkturbegrepp och möjligheterna att förutse recessionsutbrott. Ofta landar konjunkturprognoser i olika former av mjuklandningar. Även om historiken visar att just mjuklandningar sällan inträffar kan de ändå utgöra ett rimligt scenario med tanke på att prognoser på längre sikt ofta har en dålig träffsäkerhet. Detta gäller i än högre grad då Feds omsvängning i mer pragmatisk och mjukare riktning minskat riskerna för ett recessionsutbrott drivet av policymisstag.

Svag prognosförmåga kräver ödmjukhet

Att expansionen i den amerikanska ekonomin nu pågått i mer än tio år och därmed slagit ett längdrekord i modern tid bidrar till att konjunkturdiskussion i nuläget är fokuserad på riskerna och sannolikheten för en kommande ny recession. Att vi nu utvidgar prognos-horisonten till år 2021 spetsar ytterligare till frågan om hur långvarig uppgången verkligen kan bli. Det är då viktigt att konstatera att prognosförmågan avtar snabbt ju längre in i framtiden man tittar. De utvärderingar som KI, Riksbanken och regeringen gör visar att prognosfelen för år t+2 (nu 2021) ofta är mycket stora. Sett över en sådan tidshorisont har prognosmakare svårt att ens överträffa den "naiva" prognosen med en historiskt genomsnittlig BNP-tillväxt. Trots denna bristande förmåga har det ändå ett värde om prognosmakare försöker ta ställning till var i konjunkturcykeln man befinner sig och om det är troligt att ekonomin växer långsammare eller snabbare än sin underliggande trend. Utan en sådan fotnedsättning är det svårt att dra några finansiella slutsatser av en makroprognos.

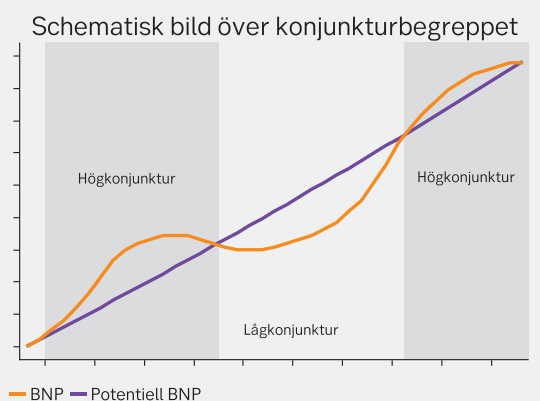
Olika recessionsdefinitioner ger huvudbry

Man kan konstatera att det inte finns någon entydig definition för begreppet recession. En enkel och ofta använd definition är två på varandra följande kvartal med fallande BNP. Amerikanska NBER (National Bureau of Economic Research) har en bredare definition där man tittar på flera variabler än BNP t ex sysselsättning, industriproduktion, inkomst, detaljhandel m.m. Det viktiga är att det rör hela ekonomin, och inte delsektorer. Det finns dock ingen kvantitativt entydig definition och i praktiken har definitionerna lyckligtvis sammanfallit.



Källa: OECD, Macrobond, SEB

Förändring eller nivå i fokus? Recensionsbegreppen ovan fokuserar främst på förändringar i t ex BNP-tillväxt och arbetslöshet. Ur ett stabiliseringspolitiskt perspektiv är det ofta viktigare att avgöra var man nivåmässigt befinner sig i cykeln och då är BNP-gap (eller outputgap) och jämviktsarbetslöshet viktiga begrepp. Ibland definieras begreppet högkonjunktur (t ex av Konjunkturinstitutet) som en situation då faktisk BNP ligger över den nivå som anses vara långsiktigt hållbar. Beslutsfattare bör då fundera på åtstramningar medan stimulanser blir aktuella i en lågkonjunktur när det finns lediga resurser i ekonomin och faktisk BNP-nivån ligger under den potentiella. En fördel med nivåbegreppen är att de kan frikopplas från den faktiska BNP-tillväxten. Recensionsbegrepp som enbart definieras utifrån en viss tillväxttakt, t ex två kvartal i rad med negativ BNP-förändring, kan bli skeva när man tittar på långa perioder där underliggande trender för produktivitet och arbetsutbud varierar kraftigt. Negativ BNP-tillväxt får förstas allvarigare effekter på arbetslösheten i en miljö med snabb produktivitetssökning och stigande underliggande arbetsutbud.



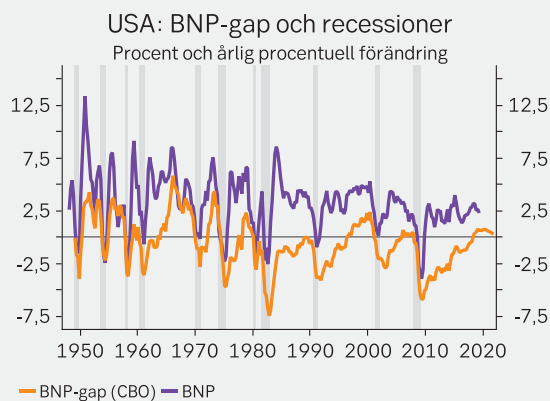
Källa: Macrobond, CBO, SEB

Definitions- och revideringsproblem med BNP-gap. Det finns dock viktiga problem med de nivåbaserade måtten som minskar deras relevans. De är t ex inte direkt observerbara och kan definieras på en rad konkurrerande sätt. Att löner och priser i så liten grad reagerat på den historiskt låga arbetslösheten de senaste åren skapar extra stora tolkningssvårigheter och gör att olika definitioner på resursutnyttjandet kan ge helt olika resultat. Måtten revideras också ganska kraftigt och något som först tedde sig som ett normalt

konjunkturläge kan senare framstå som en tydlig överhettning. Utvärderingar som i efterhand görs av den förda ekonomiska politiken kan därför bli orättvisa. Detta bidrar till beslutsfattarens tveksamhet att alltför strikt koppla reaktionsfunktioner för den ekonomiska politiken till gapmåten.

Mjuklandningar ovanliga men inte orimliga

Det vanliga historiska mönstret har varit att den ekonomiska nedgången börjat med en recession då BNP normalt fallit. De senaste decennierna har de amerikanska recessionerna varit ganska tydliga med finansiell dramatik och rejäla uppgångar i arbetslösheten. Det gäller speciellt de som följde i spåren av fastighetskraschen i början på 1990-talet och Lehmankraschen 2008 medan nedgången efter IT-kraschen runt millennieskiftet var mildare. När recessionen väl brutit ut har den förstärkts av underliggande finansiella obalanser. Recessionerna har sedan följts av längre perioder av tillväxtåterhämtning men där ekonomin ändå under ganska lång tid präglades av lägre resursutnyttjande än normalt och således befunnit sig i lågkonjunktur enligt definitionen ovan. Högkonjunkturerna, dvs perioder med en BNP-nivå över den potentiellt hållbara, har varit relativt korta. Enligt NBER:s nuvarande skattningar var lågkonjunkturerna betydligt kortare under perioden 1950-80 och högkonjunkturerna istället längre (se graf).



Källa: OECD, CBO

Återupprepas historien eller ej? En grundläggande metodfråga för prognosmakare är i vilken grad man ska ta hänsyn till de historiska mönstren och försöka efterlikna dem i framåtblickande prognoser. Det gäller såväl "timingen", dvs när det är rimligt att tro att en recession ska inträffa, som "amplituden" dvs hur djup den kommer att bli. Den pågående expansionsfasen har nu alltså redan slagit tidigare längdrekord för efterkrigstiden på 120 månader från 1990-talet. Samtidigt tyder skattningar från t ex NBER och IMF på en viss överhettning motsvarande ca 1 procent av BNP. Den faktiska arbetslösheten har de 3 senaste månaderna legat på i genomsnitt 3,7 procent vilket är klart under Feds estimat på jämviktsarbetslöshet på 4,2 procent. Den flacka och bitvis negativa lutningen på avkastningskurvan, som historiskt varit en god recessionsindikator, signalerar också att en recession kan vara nära förestående.

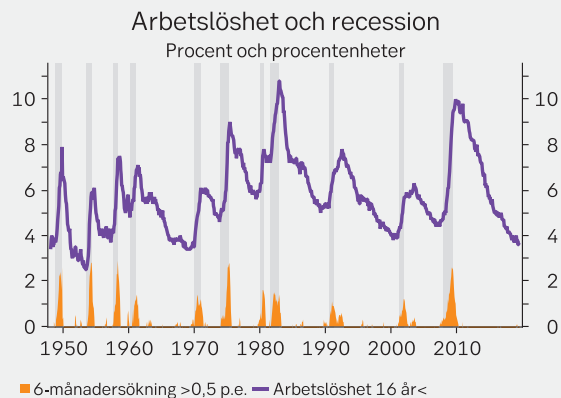
Inbromsning mot normalt konjunkturläge. Trots att det alltså inte är svårt att hitta argument för en USA-nedgång de närmaste 2-3 åren avstår de flesta bedömare från att lägga in en regelrätt recession i prognoserna. En vanlig metodik på några års sikt är istället att låta ekonomin i långsam takt röra sig mot normalt resursutnyttjande. En sådan "mjuklandning" designas ofta (t ex av IMF) genom att tillväxten under några år ligger en bit under potentiell takt. Den potentiella BNP-tillväxten i USA bedöms ligga runt 2 procent de närmaste åren. Mycket tyder på att den faktiska BNP-tillväxten för 2019 blir högre än så och att "överhettningssgapet" i år således ökar ytterligare. Utgår man från CBO:s och IMF:s kalkyler kulminerar den amerikanska högkonjunkturen i slutet av 2019 med ett positivt BNP-gap runt 1½ till 2 procent. Med vår prognos om en BNP tillväxt på 1,8 resp. 1,7 procent för 2020-21 skulle gapet krympa till drygt 1 procent. Att det inte sluts innebär att USA alltså befinner sig i högkonjunktur under hela prognosperioden trots att vår prognos ligger under konsensus-prognosen (genomsnittet bland ekonomer). Både IMF och Fed ligger också högre än vi i sina prognoser.

Både metodologiska och ekonomiska argument för försiktighet. Framöver kan vi nog vänta oss en debatt om huruvida ekonomer är alltför försiktiga eller feiga i sina prognoser. Förutom rekordlång uppgång och överhettningstendenser finns också geopolitiska hot med t ex handelskrig samt osäkerhet kring EU-samarbetet, inte minst via den alltmer krampaktiga Brexit-processen. Därtill visar historien att mjuklandningar sällan realiserar. Att träffsäkerheten på några års sikt är så dålig är dock ett viktigt argument för att undvika spektakulära recessionsprognoser.

Måttlig skuldsättning. Men det finns också underliggande faktorer som talar emot en prognos där expansionen enbart "dör på grund av hög ålder". Den privata sektorn i USA, framför allt hushållen, har i nuläget en relativt måttlig skuldsättning. Detta bidrar till att den "finansiella cykeln" inte alls är lika mogen som den traditionella konjunkturcykeln där arbetsmarknaden har en nyckelroll. Detta mildrar nackdelarna med fortsatt expansiv penningpolitik och minskar samtidigt riskerna för att den privata sektorns behov av att reparera sin balansräkning ska initiera eller förstärka en konjunkturdgång.

Fortsatt låg inflation är det tyngsta argumentet mot en recessionsprognos. Feds omsvängning från en ganska bestämd höjningsplan i slutet av 2018 till en öppenhet att överväga uppföljningar av "försäkrings-sänkningen" i juli har också förändrat spelplanen. Risken för att Fed skulle driva fram en recession genom policymisstag med dogmatiska räntehöjningar har i stort sett eliminerats. Även om man inte kan utesluta att den strama arbetsmarknaden till slut kommer att pressa upp löner och priser är vårt huvudscenario att inflationen kommer att vara modest och ge Fed stort manöverutrymme att fortsätta stötta konjunkturuppgången. I en sådan miljö kostar det inte mycket för centralbanken att försöka förlänga uppgången och testa hur lågt arbetslösheten kan falla och om det är möjligt att stärka efterfrågan.

Mild recession mindre sannolik i USA. En medelväg mellan prognos som enbart sluter "överhettningssgapet" och en rejäl recession av den typ vi sett de senaste decennierna är också tänkbar. Sådana "light-recessioner" har de senaste decennierna varit relativt vanliga i Japan och även Västeuropa uppvisade en sådan runt 2015. Att de inte inträffat i USA beror troligen delvis på att de sk automatiska stabilisatorerna är så svaga. När väl sysselsättningen minskar och arbetslösheten börjar stiga drabbas såväl offentlig som privat konsumtion hårt. På delstats- och stadsnivå måste man direkt börja skära ner sin verksamhet när skatteintäkterna minskar eftersom man normalt inte får federalt stöd. Samtidigt är arbetslöshetsunderstöd och andra former av inkomststöd till hushållen betydligt svagare än i Europa. När väl arbetslösheten har stigit med ca 0,5 procentenheter har USA-ekonomin regelmässigt kommit i en negativ spiral där finansiella och reala krafter förstärkt varandra. Att räntesänkningar från Fed bara kunnat mildra processen, men inte räckt till för att stoppa den gör att prognosmakare har historien mot sig om man lägger en mycket mild prognos som huvudscenario. Speciellt gäller nog detta stora institutioner som IMF eller Världsbanken som har potential att påverka marknader och andra aktörers förväntningsbild.



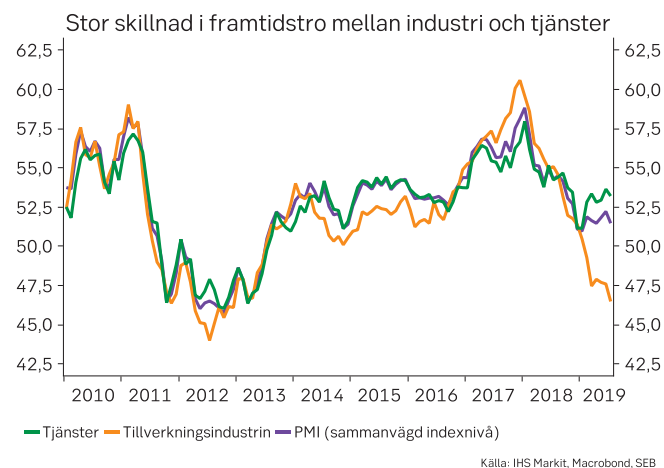
Källa: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, SEB

Sammanfattningsvis innebär således svag prognosförmåga på lite längre sikt, måttlig skuldsättning i privat amerikansk sektor samt utsikter till fortsatt låg inflation att huvudfaran av prognosmakare kommer att vara försiktiga med att döma ut en amerikansk recession. Troligen kommer man istället att fortsätta varna för risker kopplade till såväl den mogna cykeln som olika politiska oroskällor. Om detta ska betecknas som ett utslag av överdriven försiktighet eller realistisk ödmjukhet inför möjligheterna att förutse framtiden lär fortsätta att diskuteras.

Euroområdet

Motståndskraft mot tysk industrisvagheter

Konjunkturbilden är fortsatt splittrad. Tillverkningsindustrin, med Tyskland i spetsen, fortsätter att försvagas. Sektorer som är mer beroende av inhemsk efterfrågan visar dock motståndskraft vilket ger stöd för en försiktig återhämtning kommande år. ECB rycker ut med mer stimulanser och inlåningsräntan sänks till -0,60 procent. Att även finanspolitiken hjälper till något bidrar till att tillväxten växlar upp från 1,0 procent i år till 1,1 och 1,3 procent 2020-21 med risker på nedsidan.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,9	1,0	1,1	1,3
Arbetslöshet*	8,2	7,6	7,2	7,1
Löner	2,2	2,4	2,5	2,5
KPI	1,8	1,2	1,2	1,5
Offentligt saldo**	-0,5	-0,8	-0,8	-0,8
Offentlig bruttoskuld**	85,1	84,4	82,7	82,7
Inlåningsränta***	-0,40	-0,60	-0,60	-0,60
EUR/USD***	1,14	1,13	1,17	1,20

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

Splittrad indikatorbild skapar frågetecken

Sammanvägt inköpschefsindex (PMI) för regionen som helhet har de senaste månaderna stabiliserats en bit över 50-strecket, vilket är i linje med en kvartalstillväxt kring 0,2 procent. Sentimentet i tjänstesektorn har förbättrats det senaste halvåret, medan fallet inom tillverkningsindustrin har fortsatt till den lägsta nivån sedan eurokrisen 2012. Endast vid ett par tillfällen de senaste decennierna (1998 och 2008-2009) har skillnaden varit så stor. Divergensen mellan sektorer och länder gör utsikterna osäkra. Italiens budgetproblem och politiska osäkerhet innebär att landet står och stampar och nya kortare recessioner kan inträffa. Franska stimulanser ger viss tillväxtskjuts och ekonomin växer snabbare än Tyskland kommande år. Spanien som lett tillväxtligan (bland de fyra stora ekonomierna) de senaste åren bromsar in. De tyska problemen ebbat långsamt ut men en svag BNP-utveckling håller ner regionens totala tillväxt. Svagheter har varit mer utdragna än vi väntat oss och BNP-prognosen för euroområdet revideras ner något till 1,0 procent 2019. Industrisvagheter, Brexit- och handelsoro fortsätter att hämma men i frånvaro av ytterligare större störningar är detta inte tillräckligt för att pressa ner regionen i recession. Vi förutser istället en viss återhämtning till 1,1 respektive 1,3 procent 2020 och 2021.

Baksmälla för tysk industri efter lång framgångsperiod. Att det tyska exportmaskineriet hackar väcker oro för både den tyska utvecklingen och regionen som helhet (fordonsindustrins betydelse analyseras i temaartikel sid 28). BNP-tillväxten i Tyskland ligger i nuläget kring nollstrecket i kvartalstakt. Den tyska industrins svaghet kan också ses i ett längre perspektiv. De senaste 20 åren har tysk industri utvecklats på ett imponerande sätt. Industrin har vunnit terräng internationellt och har, till skillnad från andra länder, ökat sin andel av ekonomin (se diagram på nästa sida). Framgångarna kulminerade 2016-2017 när global konjunktur gynnade den tyska exportindustrin. Den senaste tidens försvagning kan delvis tolkas som en naturlig reaktion på denna långa expansion. Ordernivåer och kapacitetsutnyttjande ligger trots allt fortfarande på nivåer som indikerar tillväxt och inte kris eller recession.

Ökad export trots varierande omvärldsutsikter. Övrigt stark efterfrågan från USA och Kina under våren har bidragit till ett visst uppsving för exporten. Framöver ser dock utsikterna blandade ut. Den generellt stigande globala aktiviteten 2020 och 2021 ger stöd även om BNP-tillväxten i USA och Kina bromsar in gradvis samtidigt som Brexit skapar oklara förutsättningar. En övrigt stark import har bidragit till att bytesbalansen för regionen är fortsatt stark. År 2018 låg den på sin näst högsta nivå någonsin och vi väntar oss ett visst fall framöver men att den ligger kvar över 2 procent av BNP hela prognosperioden.

Hushållen konsumerar med viss försiktighet. När omvärldens efterfrågan försvagas har inhemsk efterfrågan hållit emot relativt väl. Hushållen har gynnats av en ökad sysselsättning och den låga inflationen ger ökad real köpkraft trots dämpade löneökningar. Samtidigt stiger bostadspriserna i de flesta länderna med Italien som ett viktigt undantag. Konsumentförtroendet har fallit från toppnivån för drygt ett år sedan men ligger på en nivå som tyder på en viss konsumtionspotential uppåt. Vi tror ändå att hushållen kommer att dra upp sparandet något som svar på ökad osäkerhet vilket dämpar konsumtionsuppgången.

Nedåtriskerna dominerar. Även om motståndskraften för inhemsk efterfrågan förhindrar en recession i vårt huvudscenario är riskbilden övervägande negativ. Förutom vikande industrisentiment och effekter av hotande eskalering av handelskonflikten mellan USA

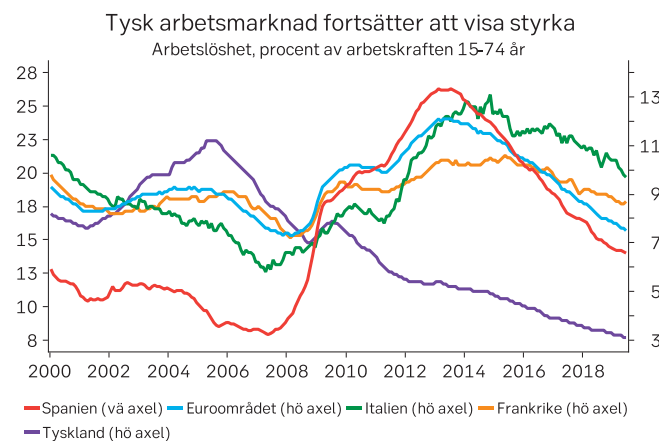
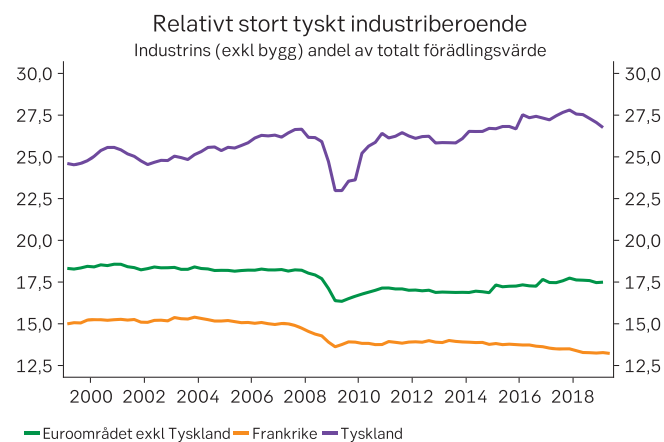
och Kina brottas regionen med en ständig politisk osäkerhet på många plan. Det gäller t ex svårigheter i den spanska regeringsbildningen, en hårdfört EU-kritisk regering efter eventuellt nyval i Italien, budgetbråk mellan medlemsländer och Bryssel. Effekter av en hård Brexit kan bli betydande, inte minst för den redan hårt pressade tyska och franska bilindustrin som även skulle drabbas hårt om handelskonflikter spridas till den sektorn. Många länder plågas också av hög arbetslöshet och statsskuld, vilket gör de sårbara om negativ spiral väl kommer igång. Den positiva överraskningspotentialen är betydligt mer begränsad, inte minst beroende på att arbetslösheten nu är nära nivån före finanskrisen. Därmed är utbudsrestriktioner inte längre lika avlägsna som tidigare.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB



Expansiv finanspolitik förändrar inte spelplanen

De offentliga finanserna har fortsatt att förbättras, trots kritik mot bristande disciplin i vissa medlemsländer. Samtliga länder har nu underskott som ligger under 3 procent av BNP. Förra året föll underskottet till 0,5 procent av BNP, vilket är i nivå med tidigare bästa notering från år 2000. Variationerna är dock betydande även på detta område. Det tyska överskottet slog 2018 nytt rekord (1,7 procent av BNP) medan Frankrike, Italien och Spanien har underskott mellan 2 och 3 procent av BNP.

Att vilja men inte kunna. Och tvärtom... Även om penningpolitiken nu går in i än mer expansiv riktning har finanspolitiken en viktig uppgift att stötta tillväxten. Någon kraftfull omläggning i expansiv riktning är dock inte i sikte. De länder som har överskott är av tradition fiskalt konservativa, framför allt Tyskland, och har också cykliska skäl att inte bränna sitt krut så länge inte inbromsningen blir hårdare. Att övriga stora ekonomier (Frankrike, Italien, och Spanien) brottas med underskott begränsar också utrymmet för satsningar. Ändå finns vissa tecken på en omsvängning. Bryssels attityd har mjuknat och man avstod t ex från att trappa upp budgetkonflikten med Rom. Mönstret verkar nu vara att brott mot EU:s budgetregelverk möts av hård retorik men följs därefter inte upp av faktiska sanktionsåtgärder. Tyskland visar också visst tillmötesgående mot omvärldens krav på stimulanser. Det finns t ex spekulationer om att man är på väg ska lätta upp regelverket och acceptera en ökad statsskuld om detta kopplas till klimatpåverkande investeringar. Sammantaget motsvarar stimulanserna för regionen en kvarts procent av BNP per år 2019-2021.

Nytt ledargarnityr men begränsad förnyelsepotential. Framgångarna för EU-kritiska populistiska partier blev mindre än befarat i parlamentsvalet i maj. De konservativa (EPP) blev största parti-grupp även om de liberala, gröna och populistiska grupperna gick fram. Valresultatet gjorde att ingen av parti-gruppernas förstaval till kommissionsordförande fick gehör. Som ofta inom EU-politiken så blev ordförandeposten en bricka i de stora ländernas spel om viktiga EU-poster. När Frankrike (Lagarde) får ta över som ECB-chef fick Tyskland och Ursula von der Leyen till slut ordförandeposten för EU-kommissionen. Medlemsländerna nominerar nu kandidater till EU-kommissionärer. I slutändan är det dock de nationella regeringarna som har det avgörande inflytandet över EU:s framtid. Tyskland och Frankrike sitter som vanligt ihop i förarsätet men utmaningarna lär bli stora framöver. Opinionsläget tyder på att Matteo Salvini Lega får förstärkt mandat att driva en hård linje gentemot EU i det väntade italienska nyvalet. Samtidigt måste EU hantera alla turer kring Brexit och det alltmer komplicerade läget när det gäller global handels- och säkerhetspolitik.

Arbetsmarknaden visar motståndskraft

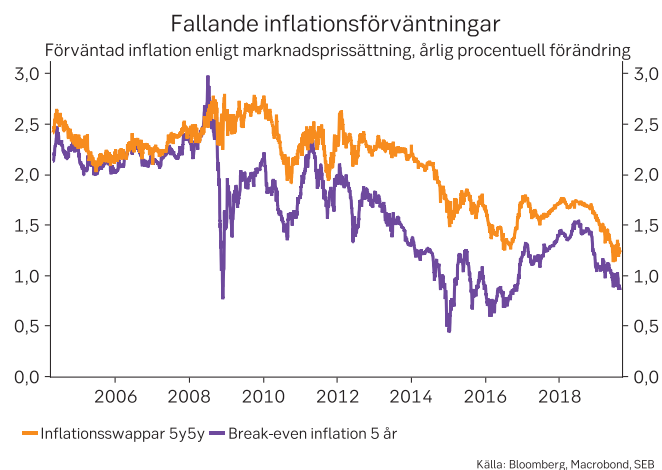
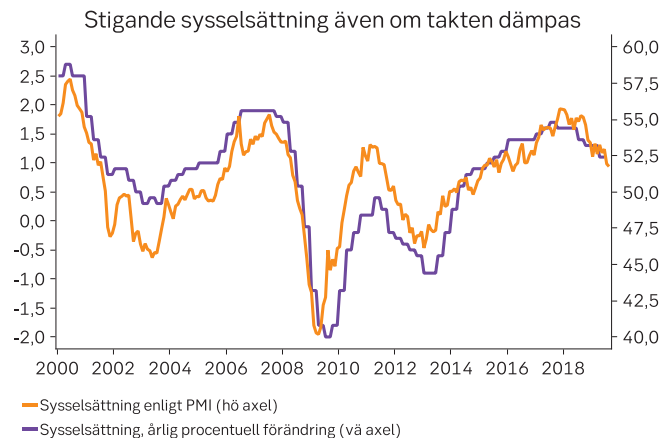
Trots långsammare tillväxt fortsätter företagen att anställa och sysselsättningen i regionen har nått nya toppar även om uppgångstakten mattats något. Företagens anställningsplaner har blivit försiktigare, främst i tillverkningsindustrin, men ligger fortfarande på hyfsade nivåer. Arbetslösheten har fortsatt att falla i en takt av 0,1 procentenhet ungefär varannan månad och för regionen som helhet låg den i juni på 7,5 procent, vilket bara är 2 tiondelar över botten före finanskrisens utbrott.

Utbudsrestriktioner ett mindre problem. Trots låg arbetslöshet lär inte utbudssidan hämma tillväxten under överskådlig tid. Fortfarande är arbetslösheten hög i Italien, Spanien och Frankrike. Löneökningstakten är fortsatt dämpad och för regionen som helhet ökar lönerna, beroende på mått, med 2 till 2,5 procent. Vi väntar oss att takten stiger svagt kommande år och ligger kring 2,5-3,0 procent under senare delen av prognosperioden. Cykliska skillnader mellan

länderna kan skönjas men inte ens i Tyskland ligger ökningstakten högre än ca 3 procent. Bilden är dock inte entydig; man kan notera att andelen företag som anger brist på personal som hinder mot ökad produktion är högre än vid tidigare konjunkturtoppar de senaste 30 åren. Detta bidrar till att vi tror att tillväxten blir lite produktivitet driven framöver i takt med att företagens problem med att hitta arbetskraft blir något mer framträdande. Trots lite starkare tillväxt dämpas därmed nedgångstakten för arbetslösheten som ligger strax över 7 procent i slutet av prognosperioden.

-0,60 %

ECB tvingas till reträtt och adderar ytterligare stimulans; inlåningsräntan sänks i två steg och ligger kvar hela prognosperioden.



Fortsatt lågt inflationstryck

Inflationen har återigen överraskat på nedsidan. I juli föll HIKP-inflationen till 1,1 procent och trenden har varit fallande i nästan ett år. Avtagande inflationstakt för livsmedel och energi dämpar prisutvecklingen. Även kärninflationen är under press nedåt och har de senaste två åren legat runt 1,2 procent. Att inflationsförväntningarna dessutom fallit till flerårlägstas visar på en ökad misstro till att ECB ska kunna nå sitt mål. Att stigande lönekostnader ännu inte har gett avtryck i högre inflation är ett problem ECB delar med andra centralbanker. BI a BIS påpekar att kopplingen mellan arbetsmarknad och lönetillväxt fortfarande fungerar, men att det är övergången från lön till inflation som har ändrats. Det brukar förklaras av en rad strukturella förändringar såsom globalisering, ökad automatisering, ökat informationsövertag för konsumenter, lägre lönsamhet inom tjänstesektorn m.m. Även om euroområdet som helhet har kvar en del lediga resurser i ekonomin kommer de här förändringarna att dämpa inflationen framöver. Dock kan man notera att ekonomier som Italien och Finland som har mer lediga resurser att ta av, relativt sett, uppvisar en lägre inflationstakt jämfört med länderna med ett mer ansträngt resursläge. Vi tror dock att kärninflationen sakta stiger härifrån, men kommer inte mycket högre än 1,5 procent. Svagt stigande energipriser bidrar till att även HIKP bedöms uppgå till 1,5 procent i slutet av prognosperioden.

ECB tvingas till reträtt

Inflationsbesvikelser, svaga konjunkturdata och en dramatisk omprisering av förväntningarna på Fed tvingade ECB till reträtt i juli. Det vänteläge vi beskrev i Nordic Outlook i maj har förbytts i förberedelser för lättnader på flera områden. ECB-chefen Draghi har lyft fram besvikelser avseende utfall för inflation och realekonomi. Samtidigt beskrivs arbetsmarknaden som robust och en ytterligare förbättring bedöms leda till att löneökningarna fortsätter stiga ytterligare. För att undvika ytterligare bakslag behöver ECB därför agera. Till skillnad från Fed är dock handlingsutrymmet begränsat. Vi tror därför på en palett av åtgärder; 1) ECB sänker räntan med 10 räntepunkter i september och i december (från -0,40 procent till -0,60 procent); 2) Ett flernivåsystem för räntan utreds för att undvika negativa effekter för banker av minusräntan (vilket också möjliggör för ytterligare sänkning); 3) Tillgångsköpsprogrammet APP (Asset Purchasing Program) återstartas med köp om 20–30 miljarder euro per månad, i likhet med tidigare perioder, genom köp i huvudsak av statsobligationer. Därtill har redan beslut tagits om TLTRO III som är ett program med obegränsad utlåning till bank-systemet till en låg, fast ränta, för vidareutlåning till övriga ekonomin.

Lagarde fortsätter i Draghi anda. När Mario Draghi nu avgår efter åtta år går ECB in i en fas med Christine Lagarde som dess fjärde (och andra franska) chef. Att Lagarde är en fd politiker tror vi bidrar till att Draghis "Whatever it takes"-politik för att hålla europrojektet vid liv fortsätter. Denna bidrar till att hålla ner regionala ränteskillnader, och ger därmed indirekt stöd till länder som vill spendera mer. Den avgående ECB-chefen poängterade åter att finanspolitiken måste göra sitt genom reformer som höjer långsiktig tillväxt och minskar sårbarheter. Lagarde lär fortsätta i den andan och kan kanske i än högre grad verka för ett bättre samspel mellan finans- och penningpolitik inom systemets ramar. Vår bedömning att de finanspolitiska stimulanserna blir högst modesta de närmaste åren gör ändå att huvudansvaret att stötta ekonomin till slut ändå hamnar hos ECB. Vi bedömer därför att ECB efter årets sänkningar ligger kvar med inlåningsräntan på -0,60 procent under hela prognosperioden.

Tema

Bilindustrin

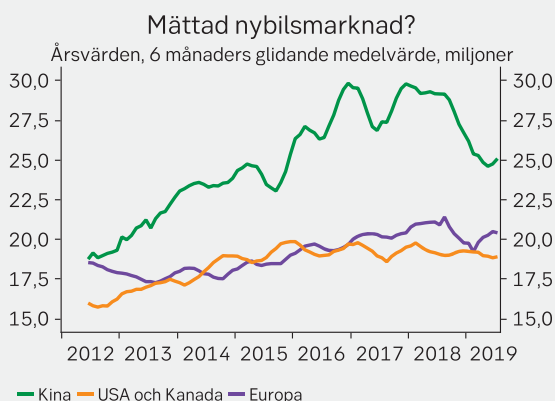
Strukturomvandling ger mångfacetterade utmaningar

Relativt resten av euroområdet så är industrin, framför allt bilindustrin, viktig för Tyskland. Efter flera goda år när tyska industrin varit en motor för regionen väcker avmattningen nu flera frågetecken nationellt men även kring risker för spridningseffekter till resten av Europa. Bilindustrin möter nu ett antal strukturella och konjunkturella uppförsbackar som hårdare utsläppskrav, elektrifiering, mättnad, handelskrig och Brexit. Sammantaget är det svårt att se att bilindustrin kommer att accelerera i närtid och att utvecklingen både kommer att hämma försäljning och lönsamhet.

Tyska industrins andel av ekonomin sticker ut. Efter flera år av framgångar för tysk industri har dess andel i ekonomi vuxit, medan tjänstesektorn vunnit mark på industrins bekostnad i andra europeiska länder. Den tyska industrins andel av förädlingsvärdet utgör nu 27 procent, vilket kan jämföras med 13 procent i Frankrike och 20 procent i euroområdet som helhet. Den cykliskt känsliga tyska ekonomin gynnades av den starka globala konjunkturen 2016-2017, men nu ser vi tydligt en omvänd tendens. Att nedgången i den tyska industrin fortsatt de senaste månaderna reser frågor kring spridningsrisker till hela den europeiska ekonomin. Den tyska bilindustrin har stor betydelse för utvecklingen och det finns därför skäl att diskutera dess specifika drivkrafter i ett globalt perspektiv.

Bilindustrin viktig för euroområdet

Global bilförsäljning ligger runt 90 miljoner lätta fordon (<3,5 ton). Kina är världens största marknad (ca 25 miljoner nya bilar) följt av Europa (ca 20 miljoner) och USA (ca 17 miljoner). Europa, och framför Tyskland, har en dominerande ställning som global exportör av bilar vilket innebär en extra känslighet för svängningar och strukturella förändringar. Försäljningsutvecklingen sedan 2012 har varit god men faller nu i framför allt Kina (som toppade på 30 miljoner) och USA men även i Europa. Traditionellt brukar man se bilköp i likhet med andra investeringar av kapitala varor, något som sker tidigt i en konjunkturcykel då ränteläget gör finansieringen billigare. Dock förefaller bilar delvis ha en egen cykel som eventuellt går att härleda till livslängden på personbilar, men även större trender av modeller, och framöver troligen klimatomställning.



Källa: Macrobond, LMC Automotive, SEB

Mångfacetterade problem i bilindustrin

Att bilbranschen de senaste åren vuxit kraftigt ökar riskerna för bakslag. Hösten 2018 förklarade bilindustrin, tillsammans med läkemedlen, en stor del av industrins nedgång i euroområdet. Fordonsindustrin står för nästan en femtedel av tysk export, eller knappt 5 procent av förädlingsvärdet (och då är det bara den direkta effekten). Spridningseffekterna till övrig tysk ekonomi eller andra länder inom EU är relativt stora på grund av de ganska omfattande produktionskedjorna inom EU. EU-kommissionen visade bland annat i våras att en 8-procentig nedgång i tysk bilproduktion sänkte tysk BNP med drygt 0,6 procentenheter, men tog även bort närmare 0,2 procentenheter från länder som Tjeckien, Ungern och Slovakien. Trots återhämtningen under 2019 är det tydligt att det finns strukturella förklaringar till svagheten som gör att fordonsindustrins bidrag till Europas tillväxt troligen blir begränsad de närmaste åren.

Många krafter drar i bilindustrin. I *Nordic Outlook i Januari* diskuterades de mångfacetterade problemen i tysk bilindustri. De kan delas in i 4 områden.

- 1) Nya utsläppregler i Europa under hösten 2018 skapade en kraftig uppgång i försäljningen initialt, följt av ett stort fall. Därefter har merparten av fallet hämtats tillbaka.
- 2) En svag global efterfrågan främst från Kina och USA har verkat hämmande. I USA gäller nedgången personbilar medan pickupmodeller gynnas av lägre drivmedelspriser och låga räntor.
- 3) En strukturell omvandling av bilmarknaden sätter press på både producenter och konsumenter. Elbilar är i stort fokus, vilket innebär stora kostnader för bilföretagen, samtidigt som priserna är högre än för traditionella modeller. Ett förändrat beteende för ägande spelar sannolikt in.
- 4) Nationella känslor präglar bilbranschen då produktionen är koncentrerad till få länder, vilket gör den sårbar för handelsstörningar och politiska händelser som exempelvis Brexit. Sammantaget talar mycket för en fortsatt pressad marknad för bilproducenter.

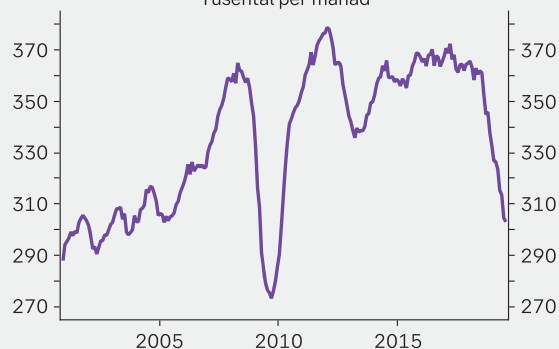
Andra landspecifika faktorer pressar försäljningen.

Bilefterfrågan i Kina har länge drivits av strukturella förändringar som ökad levnadsstandard och en mer omfattande kreditgivning. Att nybilsregistreringen i Kina nu minskar kan bli kopplas till börsfall, ändrade

utsläppskrav och subventioner samt att mål har införts om fler elbilar. Även ökad inhemsk kinesisk produktion av komponenter och fordon gör att importen blir mindre viktig. Det samma gäller egentligen också USA. Där får man också betänka att bilförsäljningen varit robust under många år, och risken för att man uppnår en viss mättad är överhängande. Därtill innebär en ökad oro för var konjunkturen är på väg och att konsumenterna eventuellt blir mer försiktiga av den anledningen. Över tid är dock sysselsättningsutvecklingen en av de bättre indikatorerna för nybilsregistrering i flera ekonomier. För USA och EU har tillväxten i bilförsäljningen de senaste tio åren reagerat med 1-1,5 års eftersläpning på sysselsättningstillväxten. Även om styrkan på den amerikanska arbetsmarknad har överraskat positivt sker dock en avmattning i tillväxttakten. Det samma gäller för EU. Det gör att en tilltagande tillväxt i bilförsäljningen, oaktat några strukturella förändringar, verkar ganska orimlig.

Den tyska industrimotor hackar betänkligt efter ett bilexportfall på 19 procent de senaste två åren. Hur mycket av fallet som kan återtas avgörs i hög grad av hur företagen klarar av strukturomvandling i sektorn. Att USA och Kina trendmässigt ser ut att bli mindre importberoende bromsar möjligheterna att växla upp.

Tysk export av bilar faller tungt
Tusental per månad



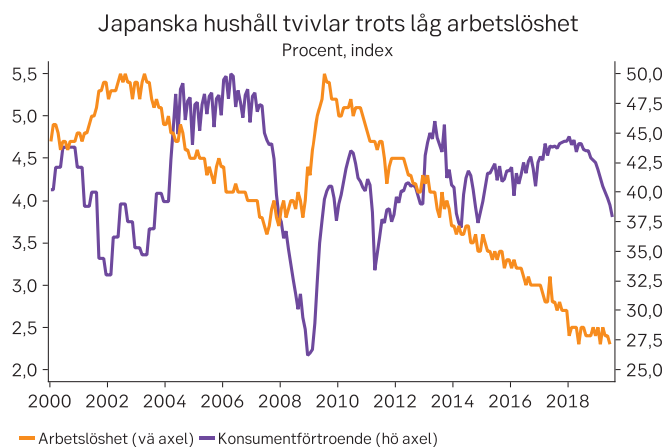
Källa: German Association of the Automotive Industry (VDA), Macrobond, SEB

Bilbranschen står inför stora utmaningar. Med en stigande, om än varierande ambition, att förändra fordonsflottan i klimatvänlig riktning kommer branschen att förändras i grunden. Det är rimligt att konsumenter med tanke på miljö, energikällor och ägandefrågor tvekar kring bilköp. Elbilar är ofta mycket dyra och det finns ett begränsat modellutbud samtidigt som det debatteras huruvida de är bra för miljön eller ej. Den tidigare europeiska vurmen för dieslbilar utgör ett exempel på hur snabbt förutsättningar kan ändras. Men om politikernas höga ambitioner med en ökad andel elbilar blir verklighet kommer produktionskedjor att förändras. Elbilar kännetecknas av hög inköpskostnad, få delar och mer fokus på driften. Såvida elproduktionen inte görs av fossila bränslen kommer global handel att minska i takt med att färre bilrelaterade produkter ska transporteras mellan olika länder (med undantag för koppar och andra batterimetaller).

Japan

Oändliga historien om svagt inflationstryck

Tillfälliga effekter har lyft BNP-tillväxten men den går nu tillbaka till 0,5 procent. Privat konsumtion, som utgör 60 procent av BNP, håller emot med hjälp av stark arbetsmarknad men höstens moms-höjning, och exportfrågetecken, utgör nedåtrisker. Demografin och låga inflationsförväntningar håller Japan i ett hårt grepp. Inflationsmålet nås inte. Trots ifrågasatt penningpolitik fortsätter centralbankens balansräkningsexpansion – a never-ending-story.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	0,8	1,2	0,7	0,5
Arbetslöshet*	2,4	2,3	2,3	2,2
KPI exkl livsmedel	1,0	0,7	1,4	0,8
Offentligt saldo**	-3,2	-2,8	-2,1	-1,9
Offentlig bruttoskuld**	237	238	237	237
Reporänta***	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
USD/JPY***	110	105	100	100

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

Japans BNP växte 0,4 procent under andra kvartalet 2019 (1,8 procent i årstakt), klart över trendtillväxt som bedöms ligga på 0,5-1,0 procent. Senvårens kejsarinstallation, med 10 dagars ledighet för många japaner, gav ett starkt men dessvärre blott tillfälligt konsumtionslyft. Visserligen väntas BNP-tillväxten 2020 och 2021 få fortsatt bra stöd från gynnsamma förhållanden för hushållen tack vare stark arbetsmarknad. Helhetsbilden präglas ändå av nedåtrisker p g a höstens momshöjning från 8 till 10 procent och omvärldens avmattning. Även export och investeringar utvecklas relativt svagt framöver. BNP-tillväxten 2019 landar på 1,2 procent och sjunker till 0,7 respektive 0,5 procent 2020 och 2021. Tillväxteffekterna av 2020 års Tokyo-OS har nu i stort sett klingat av och påverkar inte BNP-prognosen 2020-2021.

Japanska företags framtidstro har fallit tillbaka under sommaren till 3-årslägsta enligt den sk Tankenrapporten vars innehåll spelar en nyckelroll för att bedöma tillståndet för landets ekonomi. Fallet avspeglar den globala inbromsningen i allmänhet och teknologisektorns problem i synnerhet. Under sommaren försämrades relationen till Seoul efter att Japan infört restriktioner för teknologiexport till Sydkorea med hänvisning till "skydd av japansk teknologi". Konflikten är djupgående, har en historisk dimension och kan bli långvarig. Ett handelsavtal med USA har bättre förutsättningar att lyckas; ca 20 av Japans export går till USA – knappt 10 procent till Sydkorea.

Arbetslösheten är låg och väntas ligga kvar på 2-2,5 procent under prognosperioden bl a på grund av Japans demografi, d v s en åldrande befolkning som minskar arbetskraftsutbudet. Styrkan på arbetsmarknaden sätter likväl inte mycket avtryck på lönerna som ökar med 0,5-1,0 procent per år. Därmed riskerar hushållens reallöneökningar att utebli. Oron är stor för negativa konsumtionseffekter av höstens momshöjning men regeringen Abe har vidtagit flera åtgärder för att mildra tillväxteffekterna, t ex tidsbestämda skattelättnader på bl a räntekostnader och bilköp.

Inflationsmålet på 2,0 procent nås inte under prognosperioden trots att BNP-gapet varit positivt de senaste 2-3 åren (fn ca 1 procent av BNP). Optimisten drar dock slutsatsen att snittet för det inflationsmått som Bank of Japans (BOJ) följer varit 0,5 procent de senaste 5 åren. Det ska jämföras med en motsvarande deflation på 0,25 procent de föregående 10-15 åren.

Den okonventionella penningpolitikens effekter ifrågasätts allt mer när inflationsmålet inte uppnås; en del hävdar t ex att inflationstrycket är lågt av strukturella skäl, inte p g a svag efterfrågan. Därmed bör hushållen få ta del av låga prisökningar och de ska inte motverkas av BOJ. Andra menar att politiken syftar till att hålla yenen svag. Det minskar industrins omvandlingstryck och gynnar framväxten av ineffektiva och kapitalförstörande japanska zombiföretag.

De låga inflationsförväntningarna på ca 0,5 procent är djupt rotade i hushålls och företags medvetande. Det begränsade finanspolitiska manöverutrymmet – budgetunderskottet väntas ligga på ca 2 procent av BNP – lägger ett tungt policyansvar på BOJ. Därför ligger styrräntan kvar på -0,1 procent samtidigt som BOJ försöker styra nivån på 10-årsräntan så att den är nära 0 procent; QE-köpen av obligationer innebär att monetära basen växer årligen med 5-10 procent. Penningpolitiken pressar värdet på yenen men dollarns utveckling gör att USD/JPY under 2020-2021 ändå går mot 100.

Storbritannien

Brottas med Brexitbryderier

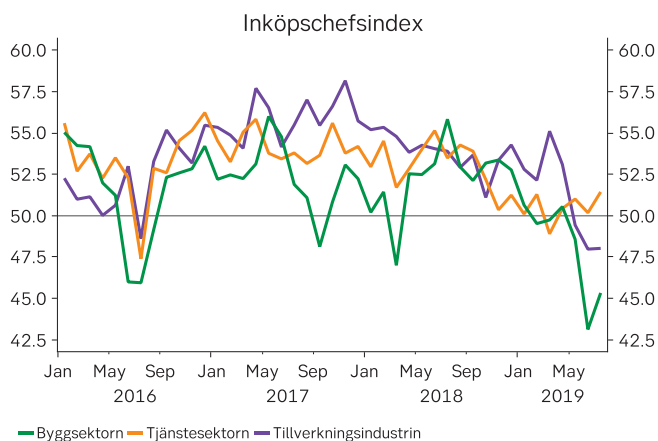
Brexitprocessen gör det svårt att bedöma den underliggande styrkan i ekonomin och de senaste kvartalen har kännetecknats av tvära kast. Det förefaller dock som att den globala avmattningen även påverkar brittisk ekonomi negativt. En stram arbetsmarknad gynnar dock hushållen, men lågt sparande gör de känsliga för eventuella störningar. Centralbanken fortsätter att fokusera på arbetsmarknaden och vi räknar med oförändrad ränta både i år och nästa år.

Storbritanniens hållning gentemot EU har hårdnat sedan Boris Johnson tillträdde som ny premiärminister och risken för en hård Brexit har ökat påtagligt genom ledarbytet (se temaartikel). Brexitrelaterade störningar gör det svårt att bedöma tillväxtkraften när osäkerheten nu förlängts. Det handlar om uppskjutna investeringar när företag avvaktar utgången men också om temporära störningar som omfattande lageruppyggnad när företag förbereder sig för en hård Brexit. Det var väldigt tydligt inför den ursprungliga utträdesdagen den 30 mars år och bidrog då till överraskande stark tillväxt under första kvartalet som sedan reverserades under det andra. Huvudscenariot är alltså ett kontrollerat utträde men skulle vi få ett avtalslöst utträde lär ekonomin kylas av rejält kommande år med ökad risk för recession.

Konsumtionen håller emot men lågt sparande utgör nedåtrisk. Utöver Brexitosäkerhet verkar brittisk ekonomi följa den globala avmattning som bl a har drabbat euroområdet och länder i Asien. Sentimentsindikatorer har fallit ordentligt, särskilt inom byggsektorn. Även tillverkningsindustrin bromsar in medan tjänstesektorn visar motståndskraft. Med rekordlåg arbetslöshet på 3,9 procent och en årlig lönetillväxt på drygt 3,5 procent är hushållens situation alltså stabil. Hushållens efterfrågan har länge varit den främsta drivkraften för tillväxt och så länge arbetsmarknaden håller emot räknar vi med att nuvarande konsumtionstakt upprätthålls. Hushållen är dock sårbara för störningar eftersom sparandet ligger kvar på rekordlåga nivåer samtidigt som bostadpriserna ligger still. Det innebär begränsade buffertar och skulle arbetsmarknaden mattas lär hushållen snabbt tvingas skära ned sina utgifter.

Investeringsosäkerhet men svagt pund håller uppe exporten. Brexitosäkerhet bidrog till att investeringarna minskade något under 2018 och företagen lär vara återhållsamma med investeringar så länge osäkerheten består. Brittisk exportsektor gynnas av det svaga pundet, men trots det var underskottet i varuhandeln rekordstort under första kvartalet. Framöver räknar vi med att handelsbalansen förbättras något i vårt huvudscenario. Sammantaget gör det att vi räknar med att BNP växer med 1,3 procent 2019, 1,4 procent under 2020 och 1,5 procent 2021.

BoE i händerna på Boris. De senaste årens pundförsvågning är den främsta orsaken till att brittisk inflation tidigare låg över centralbankens mål. Valutaeffekten har dock långsamt klingat av och vi räknar med att inflationen ska stabiliseras strax under målet under prognosperioden. Centralbanken har länge haft fokus på den strama arbetsmarknaden och signalerar alltså någon enstaka höjning framöver. Agerandet kommer dock att styras av EU-utträdet. Vid ett kontrollerat utträde räknar vi med att den strama arbetsmarknaden består, vilket leder till en räntehöjning under den senare delen av prognosperioden och ger en styrränta på 1,00 procent i december 2021. Vid ett hårt utträde lär centralbanken tvärtom tvingas att sänka räntan för att stödja brittisk ekonomi. Brexit fortsätter att styra pundets utveckling. I takt med att sannolikheten har ökat för en hård Brexit under sommaren har pundet försvagats. I vårt huvudscenario med ett kontrollerat utträde räknar vi med att pundet ska återhämta sig och stärkas under 2020.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,4	1,3	1,4	1,5
Arbetslöshet*	4,1	3,9	3,9	4,0
Löner	2,9	3,5	3,0	2,5
KPI	2,5	1,9	1,8	1,7
Offentligt saldo**	-1,5	-1,3	-1,2	-1,1
Offentlig brutto skuld**	86,8	85,7	84,4	83,6
Styrränta***	0,75	0,75	0,75	1,00
EUR/GBP***	0,90	0,93	0,87	0,88

* % av arbetskraften ** % av BNP *** Slutet av perioden Källa: Macrobond, SEB

Tema

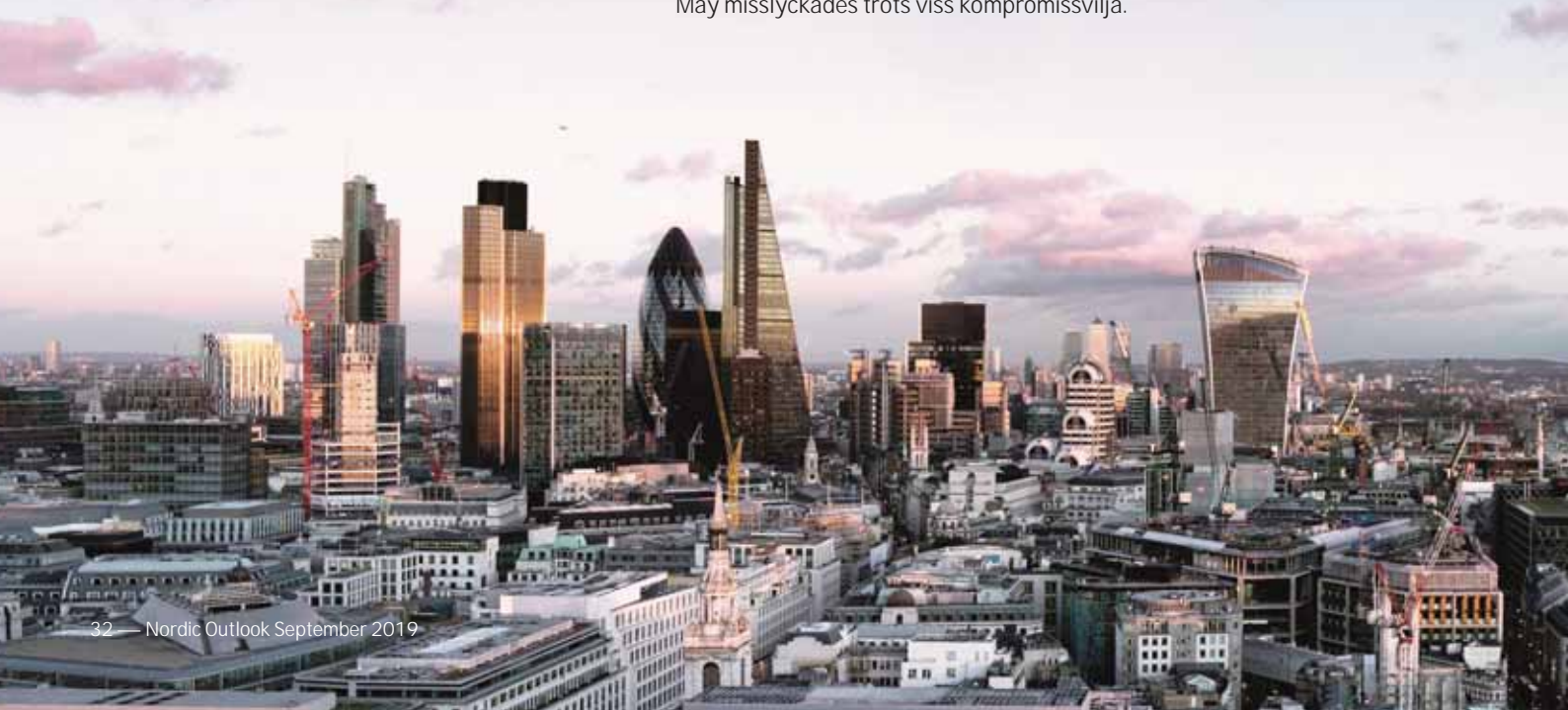
Brexit

Risken för en hård Brexit har ökat rejält

Den nya regeringen med EU-skeptiker och Brexitförespråkare under ledning av Boris Johnson har medfört att risken för en hård Brexit har ökat rejält. Genom konfrontation vill man tvinga EU till förhandlingsbordet för att justera utträdesavtalet. Nästa strid blir med parlamentet som tidigare i år tydligt har visat att en majoritet motsätter sig en hård Brexit. Risken är stor att regeringen faller och att parlamentet försöker lagstifta om ytterligare förlängning av utträdesperioden. Även om regeringen har tiden på sin sida och risken för en hård Brexit har ökat så håller vi fast vid vårt tidigare huvudscenario att Storbritannien lämnar EU under ordnade former.

Ökad splittring. I slutet av juli tog Boris Johnson över som ny premiärminister och partiledare för konservativa Torypartiet. Redan första dagen på jobbet genomförde han en dramatisk förändring av Mays kabinett, som nu har bemannats med EU-skeptiker och Brexitförespråkare. Inte helt oväntat har den nya regeringen intagit en konfrontativ inställning gentemot EU för att försöka tvinga fram förändringar i utträdesavtalet. Det är tveksamt om strategin kommer att lyckas. Även om det finns vissa positiva tecken tyder tongångarna från EU inte på att man är beredda att ge efter för de brittiska påtryckningarna trots hotet om ett avtalslöst utträde. När det brittiska parlamentet återsamlas den 3 september återstår bara knappt två månader av utträdesperioden fram till den 31 oktober.

Med en tydligt EU-skeptisk prägel på regeringen och premiärministerns benhårda hållning att Storbritannien ska lämna EU den sista oktober med eller utan ett avtal har inte bara konfrontationen med EU hårdnat utan sprickan mellan parlamentet och den nya regeringen har också vidgats rejält. Därtill har konfliktnivån inom det konservativa regeringspartiet höjts när många i den tidigare regeringen nu plötsligt, frivilligt eller inte, har hamnat utanför regeringen. Det är i dagsläget väldigt lite som tyder på att den nya premiärministern och hans EU-skeptiska regering ska kunna få parlamentet att godkänna att acceptera på det befintliga avtalet när May misslyckades trots viss kompromissvilja.



Två alternativ för att undvika hård Brexit. Tidigare föreföll en ny folkomröstning som en rimlig väg framåt. De senaste månadernas utveckling gör dock att det idag verkar mindre sannolikt. Vi ser egentligen bara två möjliga vägar framåt i Brexitfrågan. Det ena alternativet är att EU mjuknar och godtar vissa justeringar i utträdesavtalet som gör att det brittiska parlamentet slutligen kan acceptera överenskommelsen. Storbritannien kan då lämna EU under ordnade former den sista oktober. Det andra alternativet är att parlamentet försöker ta över processen från Regeringen. I det första alternativet kommer Storbritannien att träda in i övergångsperioden som enligt nuvarande avtal sträcker sig fram till den sista december 2020. EU har tidigare dock varit öppna för en förlängning av övergångsperioden om britterna skulle önska det. Under övergångsperioden kommer Storbritannien i praktiken att fungera som ett medlemsland utan inflytande i EU och bl.a. vara kvar i EU:s tullunion. Det är först när övergångsperioden upphör som britterna i praktiken lämnar EU. Dessvärre är det väldigt lite som talar för en sådan mer positiv utgång.

På konfrontationskurs med parlamentet. Den nya regeringens strategi med en hård Brexit den sista oktober innebär en fullständig konfrontation med parlamentet där majoriteten gång på gång har motsatt sig ett avtalslöst utträde. Regeringens majoritet är ytterst bräcklig och i dagsläget visar den parlamentariska matematiken att den konservativa regeringen, med sin samarbetspartner nordirländska DUP, endast har ett mandats övervikt i underhuset. Det gör att om en ny misstroendeomröstning skulle väckas mot regeringen så är utfallet ytterst osäkert. De konservativa parlamentsledamöterna ställs då plötsligt inför det otacksamma valet mellan att försvara en konservativ regering och sannolikt riskera en hård Brexit eller att fälla sin egen regering och orsaka ett nyval där det konservativa partiet riskerar att förlora makten.

Ökat stöd med Boris. Under sommaren var det i stort sett dött lopp mellan regeringspartiet och det största oppositionspartiet, Labour enligt opinionsundersökningarna. Samtidigt har det nybildade Brexitpartiet och det mer EU-vänliga Liberaldemokraterna gått fram starkt i opinionen. Det verkar dock som att det konservativa partiet på senare tid har lyckats vinna tillbaka visst stöd från Brexitpartiet efter att Boris Johnson tillträdde som ny konservativ ledare med en hårdare retorik mot EU. Trots att det konservativa partiet återigen är största parti i opinionsmätningarna är utgången av ett nyval som hålls innan ett EU-utträde mycket osäker. Tories löper ständigt risk att tappa röster till Brexitpartiet så länge Storbritannien är kvar i unionen. Även om valsystelet gör det svårt för mindre partier att få något större inflytande i parlamentet är det ändå ett hot mot regeringspartiet eftersom det lär gynna Labour som dominerande oppositionsparti.

Nyval tidigast den 25 oktober. Skulle regeringen fällas i en misstroendeomröstning inleds en formell process i parlamentet. Inledningsvis medges en period på 14 dagar då premiärministern eller någon annan

parlamentsledamot har möjlighet att hitta en konstellation med majoritet i underhuset. Misslyckas det så aktualiseras ett nyval som kan hållas tidigast 5 veckor senare. Med utträdesdagen den 31 oktober är det därför kort om tid eftersom ett nyval tidigast skulle kunna hållas den 25 oktober, dvs. mindre än en vecka innan utträdesdagen. Regeringen har dessutom inflytande över datum för ett nyval och det har spekulerats i att man i så fall skulle försöka fördröja valet till efter utträdesdagen och ändå tvinga fram ett avtalslöst utträde. Det är alltså inte säkert att man kan undvika en hård Brexit även om regeringen faller.

Viktiga händelser under hösten 2019

3 sep	Parlamentet öppnar efter sommaruppehåll
5-13 sep	Oppositionen kan väcka misstroendevotum
21-25 sep	Årlig partikonferens för Labour
29 sep-2 okt	Årlig partikonferens för Tory
Okt (mitten)	Parlamentet återsamlas
25 okt	Tidigast möjliga dag för ett ev. nyval
31 okt	Storbritannien lämnar EU under nuvarande lagstiftning

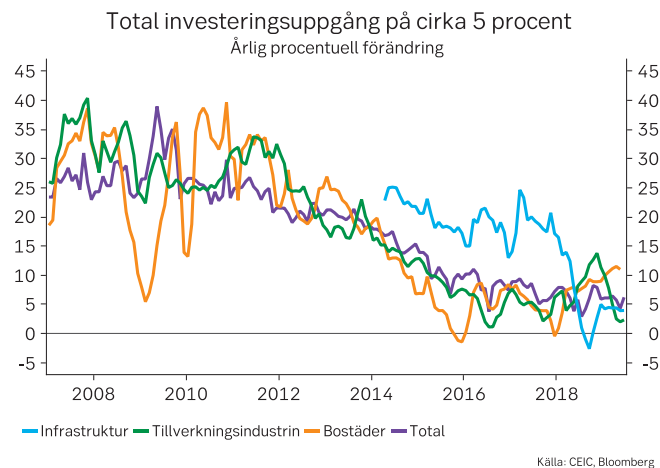
Vilka andra möjligheter finns för att undvika en hård Brexit? En majoritet inom parlamentet motsätter sig en hård Brexit. Men det brittiska parlamentariska systemet ger ändå regeringen en rad möjligheter att förhålla eller stoppa parlamentets inflytande. Regeringen styr agendan i parlamentet vad gäller lagstiftning och har dessutom den exekutiva rollen gentemot EU. Med nuvarande lagstiftning räcker det ju med att tiden går utan någon ny lagstiftning för att Storbritannien ska lämna EU den 31 oktober. Det försvårar för parlamentet att ta egna lagstiftningsinitiativ eller t ex tvinga fram en förlängning av utträdesperioden via ny lagstiftning för att undvika en hård Brexit. Tidigare har parlamentet utnyttjat olika tillägg till annan lagstiftning för att påverka utträdesprocessen, men om regeringen avstår från lagstiftning före den 31 oktober stängs även den vägen.

Vill parlamentet ändå ändra lagstiftningen för att stoppa utträdet eller förlänga utträdesperioden är nog den säkraste vägen att fälla regeringen i en misstroendeomröstning för att sedan parallellt med förberedelserna för ett nyval samla alla parlamentsledamöter från olika partier som vill undvika ett avtalslöst utträde. Därigenom skulle man kunna få inflytande över agendan och initiera ny lagsstiftning. Något sådant har inte skett sedan andra världskriget och skulle antagligen medföra en irreparabel splittring inom framförallt det konservativa partiet med konsekvenser för lång tid framöver. Eftersom EU-omröstningen 2016 hölls just i syfte att lyfta bort frågan om ett EU-utträde från agendan för att rädda ett splittrat konservativt parti, skulle det innebära att verkligheten till slut kom ikapp ändå. Med den nya regeringen och begränsat med tid till utträdesdagen har risken för en hård Brexit ökat rejält. Trots det är vårt huvudscenariot alltså att en hård Brexit kan undvikas och att Storbritannien lämnar EU med ett övergångsavtal.

Kina

Långsam återhämtning i inhemsk efterfrågan

Bilden består av en ekonomi som gradvis växer långsammare men nedåtriskerna ökar. Policyutmaningen är att dels upprätthålla hög inhemsk efterfrågan och sysselsättning, dels stötta tillverkningsindustrin som pressas av global inbromsning, tulloro och förändringar i techsektorns produktionskedjor. Kassakraven sänks på nytt men Peking undviker att reprisera en politik som ger snabb och oreglerad kredit tillväxt. Konflikten med USA blir utdragen och väntas bestå de närmaste åren.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	6,6	6,3	6,1	6,0
KPI	2,1	2,1	1,5	1,8
Offentlig bruttoskuld*	50,5	55,4	59,5	63,2
Bankernas kassakrav**	14,5	12,5	12,5	12,5
Utlåningsränta**	4,35	4,35	4,35	4,35
Inlåningsränta**	1,50	1,50	1,50	1,50
7-dagars omvänd reporänta**	2,55	2,50	2,50	2,50
USD/CNY***	6,88	7,15	7,05	6,90

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

Vår BNP-prognos för 2019 på 6,3 procent ligger fast. BNP-tillväxten bromsade in första halvåret 2019 till 6,3 procent. Utvecklingen är i linje med förväntan men svagheten i inhemsk efterfrågan är en källa till oro. Det finns anledning att noga följa utvecklingen i sysselsättnings- och investeringsindikatorer de närmaste månaderna för en eventuell nedrevidering av helårsprognosen.

Pekings tillväxtmål för 2019 är "6,0-6,5 procent" men det blir en utmaning för den ekonomiska politiken (se nedan) att hålla uppe tillväxten när den demografiska motvinden tilltar. På sikt avgörs utvecklingen av Pekings förmåga att i denna miljö skapa en långsiktigt hög BNP-tillväxt och samtidigt hantera risker förenade med en redan hög skuldsättning. Statens övertagande av Baoshang Bank i maj, lånebegränsningar för lokala myndigheter och att Peking hittills avstått från nya massiva infrastrukturprojekt indikerar avsteg från en tidigare politik byggd på snabb och oreglerad kredit tillväxt. Kinas BNP-tillväxt 2020 och 2021 väntas röra sig ned mot 6 procent.

Den ansträngda relationen till USA synliggörs allt tydligare i t ex månatliga exportsiffror och inköpschefsindex för både tillverkningsindustri och tjänstesektorn. Så sent som i maj höjde USA tullsatsen till 25 procent (tidigare 10 procent) på Kina-varor värda 200 miljarder dollar. Efter att samtalen med USA återupptogs efter G20-mötet i slutet av juni havererade de på nytt i början av augusti när Vita huset annonserade nya 10-procentiga tullar varor för 300 miljarder dollar (se temaartikel "Handelskrig & fred", s 15). Kinas svar blev bl a att tillåta yuanen att noteras över 7 yuan per dollar (se nedan) vilket i sin tur föranledde USA att stämpla Kina som valutamanipulator.

USA:s åtgärder träffar främst Kinas små och medelstora företag vilka tenderar att vara oproportionerligt exponerade mot externa risker. Därtill kan skärpta USA-regleringar på teknologiexport begränsa delar av Kinas produktutveckling. Inbromsningen har i sin tur skapat utmaningar för sysselsättningen med ökade nedåtrisker för bl a privat konsumtion som utgör 40 procent av Kinas BNP. Att importen har mattats är en indikation på svagare inhemsk efterfrågan även om investeringstillväxten verkar ha stabiliserats.

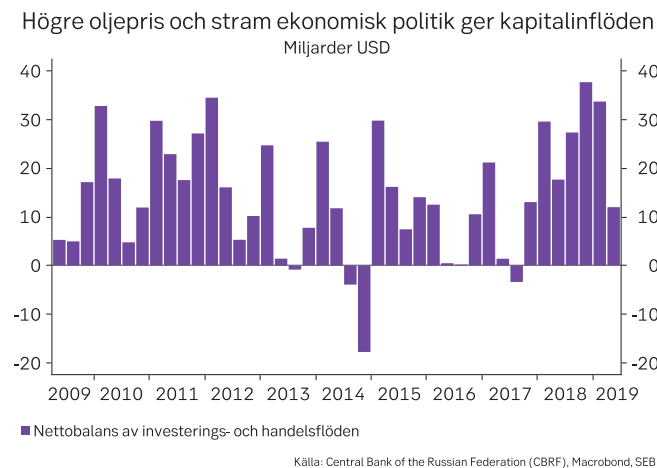
Inflationen har ökat första halvåret men är kvar under målet. Utbudsbrist på grönsaker samt högre fläskpriser har bidragit till en inflation på i snitt 2,2 procent hittills i år; Pekings inflationsmål för i år är "ca 3 procent". Produktivitetstillväxten bedöms ligga på 6-7 procent vilket ger överlag en tendens till deflationstryck. Under 2020 och 2021 väntas KPI-inflationen stanna på ca 1,5 procent.

Den ekonomiska politiken har beredskap och manöverutrymme för att kunna möta nedåtriskerna i ekonomin. Skatter har sänkts för hushåll och företag i syfte att lyfta konsumtion och investeringar. Pekings finanspolitiska strategi inbegriper nu punktinsatser snarare än stora generella stimulanspaket liknande dem som sjösattes i samband med den stora recessionen 2008-09. Även monetärt blir politiken mer expansiv. Förutom att kassakraven sänks med ytterligare 1 procentenhet till 12,5 procent justeras även 7-dagarsräntan nedåt. En mer expansiv amerikansk penningpolitik möjliggör för Kina att följa efter med en lättare penningpolitik. I mitten av augusti annonserade centralbanken en sedan länge förväntad räntereform som möjliggör lägre låneräntor för hushåll och företag vilket tillför stimulans till ekonomin. Vår bedömning är att Kina försöker undvika en alltför stor försvagning av yuanen av dels handelspolitiska, dels skuldpolitiska skäl. Om världen tror att Kina ska föra en deprecieringspolitik ökar risken för destabiliserande kapitalutflöden. USD/CNY väntas ligga på 7,15 i slutet av 2019 och på 7,05 respektive 6,90 i slutet av 2020 och 2021.

Ryssland

Svag tillväxt leder till ökad politisk risk

Rysk ekonomi har mattats av markant i takt med vikande global tillväxt. Samtidigt har budget- och penningpolitik varit stram vilket lett till fallande levnadsstandard. Missnöje med att oppositionspolitiker blivit blockerade att ställa upp i Moskvas lokala val har tillsammans med den impopulära pensionsreformen lett till stora protester. Resultatet är sannolikt att fortsatta ekonomiska reformer skjuts på framtiden och stagnerande potentiell tillväxt.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,3	0,8	1,7	1,9
KPI	2,9	4,7	4,0	4,1
Styrränta *	7,75	6,50	6,75	7,00
Statsskuld**	14,0	13,8	13,9	14,1
Bytesbalans**	4,6	4,5	3,0	2,0
Löner	10,1	6,5	6,0	7,0
USD/RUB kurs***	69,4	67,9	67,0	69,0

* Procent vid årets slut; ** % av BNP; *** vid årets slut.

Källa: IMF, Rosstat, Ryska centralbanken, SEB

Bredbaserad dämpning av tillväxten. BNP ökade med goda 2,3 procent 2018. Tillväxten har dock bromsat in kraftigt i år och nådde endast 0,7 procent i årstakt första halvåret. Avmattningen har varit bredbaserad men är inte värre än väntat mot bakgrund av den globala inbromsningen. Överenskommelsen med Opec att begränsa oljeproduktion har haft en dämpande effekt men avmattningen bottnar i svagare exporttillväxt och investeringar, samt en stram budgetpolitik. Bankernas utlåning till hushållen ökade i maj med höga 23,5 procent i årstakt. Centralbankens försök att begränsa takten, som i förlängningen kan hota banksystemets stabilitet, håller tillbaka privat konsumtion andra halvåret. Trots det förutser vi en viss acceleration av BNP-tillväxten tack vare ökade statliga investeringar samt en uppgång i exporten av olja och gas.

Finanspolitiska stimulanser men inga strukturreformer. Den federala budgeten visade första halvåret ett överskott på 1,6 procent av BNP efter ett rekordstort överskott på 2,6 procent av 2018. Samtidigt har finansdepartementet ökat upplåningen på den inhemska obligationsmarknaden. Sannolikt kommer Kreml att använda dessa resurser för att lyfta tillväxten och samtidigt stävja växande missnöje över ekonomiska reformer, framförallt pensionsreformen. Sannolikt tror vi att BNP växer med 0,8 procent i år och med 1,7 respektive 1,9 procent 2020 och 2021. Det är dock inte sannolikt att vi får se några stora strukturella reformer. Angelägna områden är t ex statligt ägda företag och domstolar där reformer skulle kunna stärka äganderätten och minska korruptionen och därmed på sikt lyfta potentiell tillväxt.

Fallande inflationstakt ger utrymme för räntesänkningar.

Inflationen steg under andra hälften av 2018 och i början på 2019 till följd av baseffekter och en höjning av moms 1 januari i år. Centralbankens strama penningpolitik samt svag efterfrågetillväxt har därefter gjort att inflationen fallit snabbare än väntat och nådde 4,6 procent i juli. Sannolikt kommer inflationen att sluta året på eller strax under målet på 4,0 procent. Inflationen håller sig på målet 2020 för att sedan stiga något under 2021. Kapitalinflöden, fallande inflation samt lägre räntor i omvärlden har skapat utrymme för penningpolitiska lättnader. Första räntesänkningen kom redan vid juni-mötet och följdes sedan upp av en ny i juli. Vi väntar oss att centralbanken fortsätter att sänka räntan från nuvarande 7,25 procent till 6,50 i slutet av 2019. I slutet av 2020 höjs räntan åter och i slutet av 2021 förutses styrräntan ligga på 7,00 procent.

Stabilare förutsättningar för rubeln. Rubeln har varit relativt stabil det senaste året tack vare ett bestående bytesbalansöverskott, relativt höga realräntor samt starka statsfinanser. Därtill kommer en budgetregel som minskar växelkursens känslighet för oljeprisförändringar. Vi väntar oss att rubeln försvagas till 67,9 2019 till följd av fallande global tillväxt och svag riskaptit. Den bör återhämta sig något 2020 till 67,0, men försvagas igen 2021 till 69,0 då rysk inflation beräknas vara något högre än omvärldens.

Demonstrationer och sanktioner är återkommande riskfaktorer.

Stora protester mot att myndigheterna blockerat en rad oppositionskandidater från att ställa upp i Moskvas lokala val den 8 september i år har skakat främst Moskva men även andra städer. Även om antalet deltagare nått upp mot 60 000 är demonstrationerna dock för små för att hota den rådande maktstrukturen. Putins popularitet är nära rekordlåga nivåer men ligger kvar på runt 60 procent. Amerikanska sanktioner mot att köpa nya emitterade statsobligationer infördes den 2 augusti, men vi bedömer risken för Iran-liknande sanktioner som osannolika då marknadseffekterna skulle kunna skada även amerikanska företag och banker.

Norden

Svensk ekonomi går in i en lugnare fas trots stöd av både finans- och penningpolitik. Riksbanken går, likt omvärlden, i mjukare riktning och håller räntan oförändrad 2019 och 2020. Positiva impulser från oljesektorn fortsätter att driva norsk ekonomi samtidigt som hushållen ger tillväxtstöd. Norges Bank går mot strömmen och höjer i höst. Den danska ekonomin är i fundamentalt gott skick; hushållens inkomster stiger, bopriserna verkar ha bottnat och företagen investerar. Finska industrin deppar men exporten växer och inhemsk efterfrågan ökar med stöd från

Sverige

4,5 %

Trots globala industrisvagheter steg exporten med 4,5 procent. Skillnader mot den tyska utvecklingen väcker frågetecken. En inbromsning väntas dock när efterfrågan mattas.

Sida 37

Norge

2,9 %

Tillväxten växlar upp 2020. Norge växer snabbast av de nordiska länderna 2019-2021.

Sida 46

Danmark

0,5 %

Bolåneräntor på rekordlåga nivåer – 30-åringen på 0,5 procent och kortare under nollstrecket ger stöd åt bostadspriserna som återhämtat sig efter att ha bottnat.

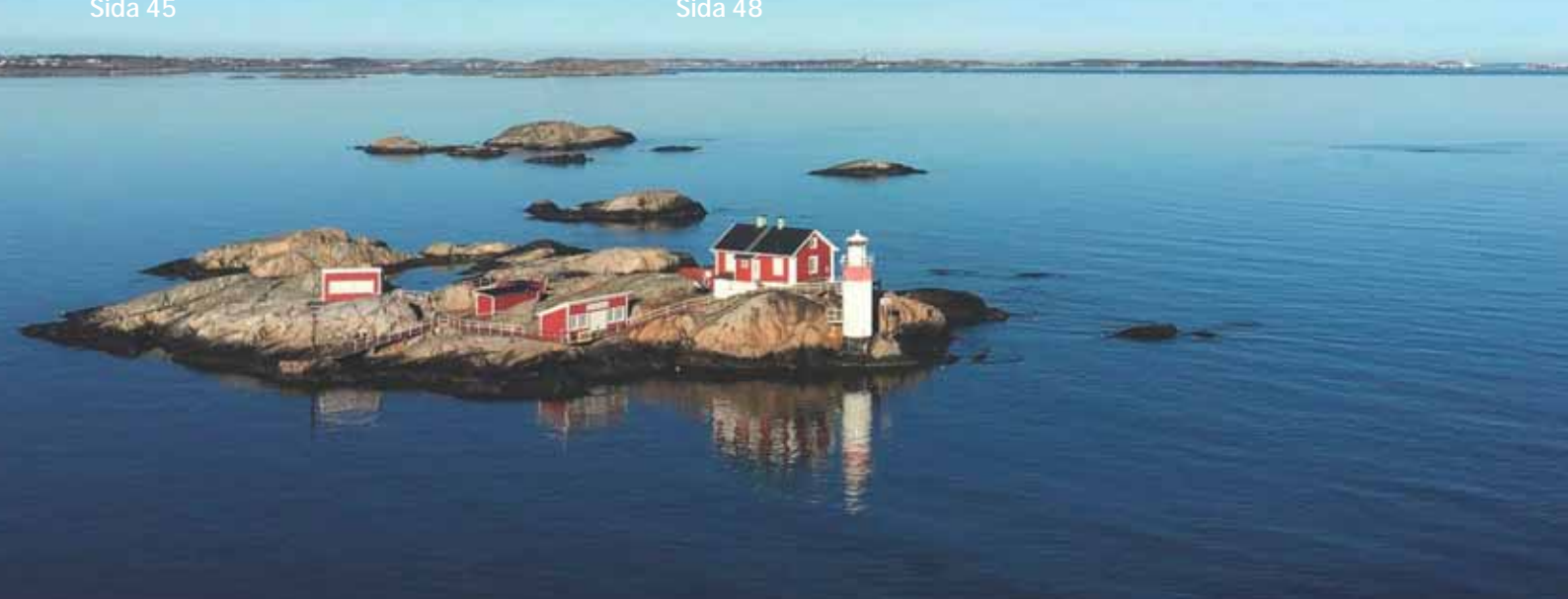
Sida 45

Finland

6,6 %

Lägsta nivån på arbetslösheten på över 10 år. Fortsatt stor efterfrågan på arbetskraft talar för fortsatt, om än långsammare nedgång, trots tillväxtinbromsning.

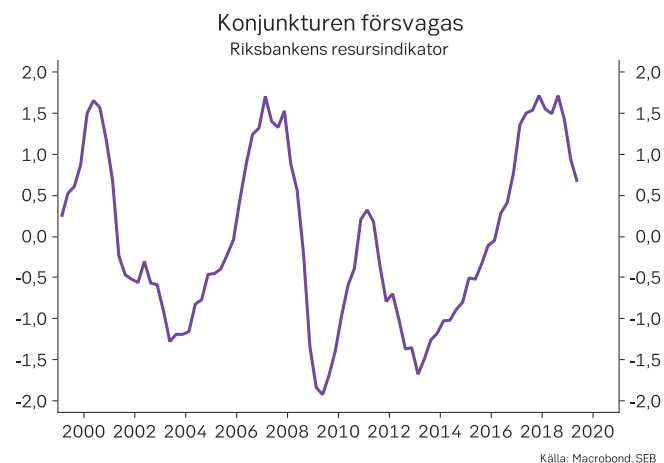
Sida 48



Sverige

Tillväxt under trend ger högre arbetslöshet

Ekonomin är nu på väg in i en fas av långsammare BNP-tillväxt trots stöd från både penning- och finanspolitik. Industrin håller emot med stöd av svag krona men exporten mattas av svag omvärldsefterfrågan. Trots hyfsad köpkraftsutveckling förblir hushållen försiktiga. Arbetslösheten stiger och trots lite högre löneavtal hamnar inflation under målet under 2020 och 2021. Riksbanken tvingas backa från höjningsplanerna och håller räntan oförändrad till mitten av 2021.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,4	1,5	1,3	1,7
Arbetslöshet*	6,3	6,5	6,8	7,0
Löner	2,5	2,6	2,7	3,1
KPIF	2,1	1,7	1,6	1,7
Offentligt saldo**	0,9	0,3	0,2	0,0
Offentlig bruttoskuld**	38,8	34,6	34,0	32,5
Reporänta***	-0,25	-0,25	-0,25	0,00
EUR/SEK***	10,15	11,00	10,50	10,00

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

BNP-tillväxten bottnar 2020

BNP föll oväntat andra kvartalet och även om en viss rekyl är trolig under tredje kvartalet tyder fallande sentimentsindikatorer på att tillväxten gått in i en lugnare fas. Ett starkt första kvartal gör dock att BNP revideringen för 2019 stannar vid 0,1; vi förutser nu en ökning på 1,5 procent. BNP-tillväxten för nästa år justeras dock ned med 0,4 procentenheter till 1,3 procent. År 2021 sker en viss upp-
växling till 1,7 procent i linje med lite starkare omvärldskonjunktur.

Dämpad tillväxt ger svalare arbetsmarknad. Att ekonomin saktar in bekräftas av tecken på stigande arbetslöshet. För första gången på länge drivs uppgången av svag sysselsättning och inte av stigande arbetskraftsdeltagande. Arbetslösheten väntas stiga från 6,3 procent första halvåret i år till 7 procent i slutet av 2020. Kommande avtalsrörelse äger således rum i en miljö med fallande resursutnyttjande. Något högre inflationsförväntningar och stigande internationella löner talar ändå för avtalsnivåerna växlar upp något och vi räknar med 3-åriga avtal med löneökningar på 2,5–2,6 procent per år. Fortsatt dämpad löneglidning och låga internationella priser gör dock att inflationen hamnar under målet hela prognosperioden. Lägre bidrag från energipriser förklarar nedväxlingen i närtid, men 2020 dämpas även den underliggande inflation då effekterna från de senaste årens kronförsvagning ebbat ut.

Räntehöjningar läggs på is. Svag konjunktur, låg inflation och än mer expansiv politik från ECB och Fed gör att Riksbankens avstår från planerade räntehöjningar. Marknadens prissättning indikerar att huvudfrågan snarare är om räntan kommer att sänkas eller ej. Vår bedömning är dock att det krävs en mer dramatisk nedgång i konjunkturen för att direktionen ska sänka och styrräntan väntas därför ligga oförändrad under ganska lång tid. Först under senare delen av 2021 höjs reporäntan till noll.

Industri i motvind får visst stöd av svag kronan

Den svenska industrikonjunkturen har varit fortsatt stark och därmed avvikit från omvärldens dystra trend. En viss avmattning kunde dock skönjas mot slutet av det andra kvartalet. Första halvåret ökade exporten med 4,5 procent i årstakt. Läke-
medelsexporten visar snabbast ökningstakt men uppgången var bred med god tillväxt för t ex fordonsexport, trots svag global marknad, se tema sida 28. Dessutom vände tjänsteexporten uppåt efter en period med svagare tillväxt. Sentimentsindikatorer för industrin har fallit under sommaren men nivåerna ligger markant över de tyska och signalerar fortfarande tillväxt. Förtroendefallet i industrin är brett, även om elektronik och fordonsindustrin håller emot. Trots att växelkursen fortsätter att stötta är det troligt att exporten framöver hämmas av svag efterfrågan från den europeiska marknaden dit 70 procent av varuexporten går. Tjänsteexporten är normalt mindre konjunkturkänslig och förväntas fortsätta öka med knappt fem procent i årstakt under hela prognosperioden. Totalt ökar exporten med 3,2, 1,4 samt 2,6 procent 2019-2021.

Bostadsinvesteringar på väg att bottna ur. Trots att exporten hållits uppe har industriföretagen varit försiktiga på investerings-
sidan. Maskininvesteringarna föll med fem procent första halvåret och sjunkande kapacitetsutnyttjande i industrin gör att en nedgång med ytterligare ca 10 procent är trolig det närmaste året. Även bostadsinvesteringar faller nu och har totalt minskat med nästan 15 procent sedan toppen i början på 2018. Antalet påbörjade lägenheter har minskat med ca 30 procent sedan 2017, men fallet har bromsats de senaste 3-4 kvartalen. Efter ytterligare en mindre nedgång andra halvåret 2019 väntas antalet påbörjade lägenheter återhämta sig något. Fördröjningar gör dock att bostadsinvesteringarna fortsätter falla under större delen 2020, men 2021

räknar vi med en uppgång med ca 5 procent. Fallet i orderingen för byggsektorn enligt KI-barometern utgör dock en nedåtrisk. Vår prognos är att 47 000 bostäder börjar byggas under 2020 och 50 000 under 2021. Nivån 2021 ligger fortfarande nästan 50 procent högre än innan byggboomen inleddes 2014. Boverkets behovsbaserad kalkyl på befolkningstillväxt visar dock att påbörjandet skulle behöva öka med minst 50 procent jämfört med nivån 2021.

Stigande offentliga investeringar bidrar till hög totalnivå. Trots fallande bostads- och industriinvesteringar har de totala investeringarna varit oförändrade det senaste året. Det beror främst på

snabbt stigande offentliga investeringar och hög efterfrågan på offentlig service till följd av växande befolkning talar för fortsatt uppgång. Det gör att totala investeringsnedgången stannar vid knapp en procent 2020. När konjunkturen stärks 2021 räknar vi med en viss uppgång. Investeringarnas andel av BNP steg till drygt 25 procent av BNP i slutet av 2018, vilket är den högsta nivån sedan 1980-talet. Andelen faller med två procentenheter de närmaste två åren, men är ändå mycket hög i ett internationellt perspektiv.

Försiktiga hushåll håller hårt i slantarna

Trots stigande inkomster har hushållens konsumtion varit mycket svag det senaste året och har hittills i år nästan helt stagnerat. Ökad köpkraft talar för att konsumtionen återhämtar sig i höst, men skakig konjunktur och stigande arbetslöshet gör att hushållen fortsätter vara försiktiga. Framöver dämpas köpkraftsuppgången av långsammare jobbtillväxt men lägre inflation och en viss uppväxling av löneökningarna ger stöd. Inkomstskatterna sänks dessutom 2020 genom slopad värnsskatt och lägre skatt på pensioner. Konsumtionen får också stöd av att bomarknaden är på väg att återhämta delar av prisfallen 2017. Prisuppgången har accelererat under sommaren och SEB:s boprisindikator tyder på fortsatta prisökningar i närtid. Svagare arbetsmarknad utgör en nedåtrisk, men boräntor som faller från redan låga nivåer är antagligen viktigare och vi räknar med svagt stigande bostadspriser under hela prognosperioden. Sammantaget ökar konsumtionen med ca 1½ procent per år 2020-2021, vilket är svagt med tanke på snabb befolkningstillväxt. Sparkvoten fortsätter att stiga från en redan hög nivå.

Ny statistikkälla höjer konsumtionen

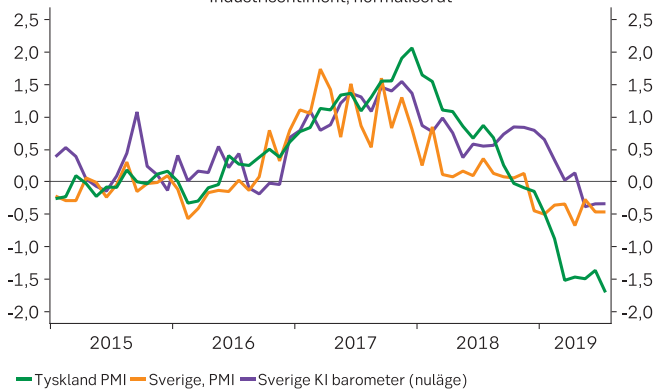
I samband med publicering av definitiva BNP-siffror för andra kvartalet (13 september) reviderar SCB även historiska data. Revideringarna är en del i den översyn som görs vart femte år grundat på instruktioner från Eurostat till samtliga EU-länder. Preliminära uppskattningar av SCB tyder på att BNP i nivån 2015 kommer att bli ca 1 procent högre. Den privata konsumtionen kommer att skrivas upp med hela 3 procent 2015, främst p g a att konsumtionen utomlands tidigare underskattats. En konsekvens av detta blir att nivån på hushållens sparande kommer att justeras ned med hela 2,5 procentenheter. Lägre sparande minskar i viss mån hushållens utrymme att öka sin konsumtion framöver. Sparkvoten kommer dock ändå att förbli mycket hög i en internationell jämförelse och den stigande trenden på senare år kommer sannolikt att bestå även efter revideringar. Hushållens banktillgodohavanden kan vara ett mått på hur stora buffertar man har tillgång till. Dessa har ökat betydligt snabbare än inkomsterna under lång tid och motsvarar nästan en årsinkomst (se graf på nästa sida).

Fortsatt expansiv finanspolitik

I ett internationellt perspektiv fortsätter offentliga finanser att visa styrka även om överskotten faller kommande år. En stark arbetsmarknad och högt byggande har bidragit till att stärka den offentliga kassan och trots en expansiv finanspolitik har statsbudgeten visat överskott och skulden minskat. De positiva krafter som gynnat de offentliga finanserna försvagas nu något. Om ekonomin försämrats ytterligare är utgångsläget ändå gott när statsskulden som andel av BNP ligger på sin lägsta nivå på 40 år.

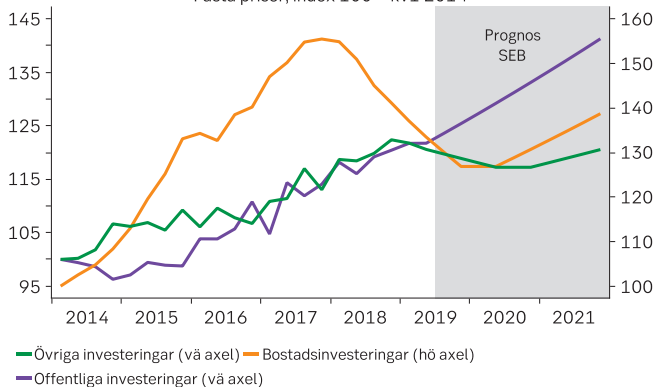
Politisk och regelmässig konflikt. Samtidigt som det offentliga saldot väntas falla mot nollstrecket 2021 går skuldkvoten under "ankaret" på 35 procent av BNP redan i år vilket skapar en mål-

Fallande industrihumör - men inte som i Tyskland
Industrisentiment, normaliserat



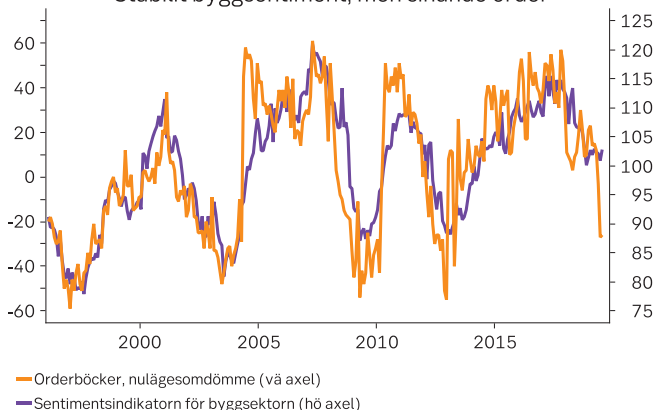
Källa: Konjunkturinstitutet, Markit, Swedbank, SEB

Stigande investeringar i offentlig sektor
Fasta priser, index 100 = kv1 2014



Källa: SCB, SEB

Stabilit byggsentiment, men sinande order



Källa: Konjunkturinstitutet, SEB

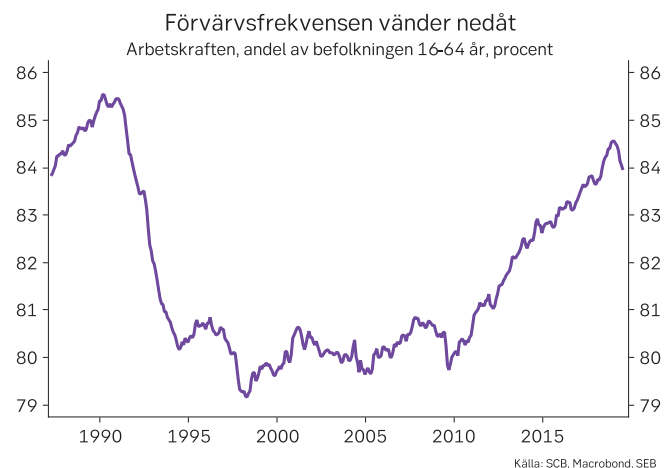
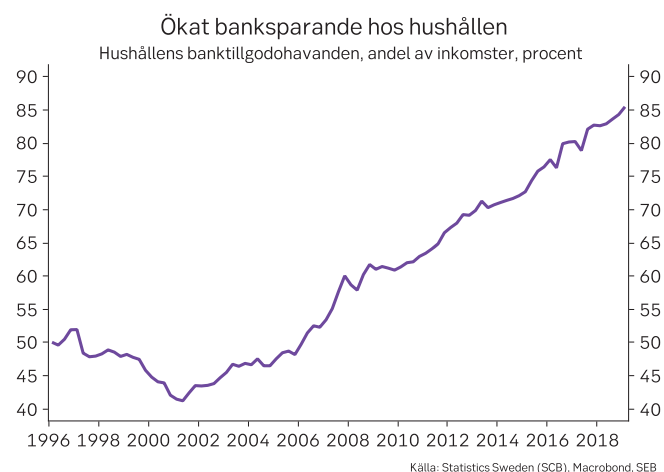
konflikt för det finanspolitiska regelverket. I avvägningen mellan att minska skulden ytterligare eller försämra saldot är det mest sannolika att vi får se mer reformer än vad formellt är förenligt med saldomålet. Samtidigt kan det politiska läget i riksdagen dämpa expansionen. Överenskommelsen med Centern och Liberalerna gör att den röd-gröna regeringen får igenom sin budget men det finns ändå spänningar. Januariavtalet, som i mycket listar Centerns och Liberalernas krav, låser upp reformutrymme och när konjunkturen bromsar in blir det svårare för regeringen att få utrymme för sin egen politiska agenda. Centern och framför allt Liberalerna, vars nya ledning inte visat någon större entusiasm för samarbetet,

Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Real disponibel inkomst	1,8	2,3	2,2	1,5
Privat konsumtion	1,2	0,7	1,3	1,7
Sparkvot	16,4	17,3	17,8	17,5

Källa: SCB, SEB



kommer nog att reagera negativt om reformerna blir alltför ambitiösa. Sammantaget tror vi att den finanspolitiska impulsen motsvarar ca 0,5 procent av BNP per år 2020 och 2021.

Hårt tryck på kommunerna som inte ger fullt avtryck i BNP.

Höstens budget kommer att innehålla ett avskaffande av värnsskatten och lägre skatt på pensioner. Därtill kommer sannolikt nya satsningar på kommunerna. Trots att skatteinkomsterna ökat i god takt har den kommunala skuldsättningen ökat. Kommunala finanserna pressas av demografi, flyktingmottagande, bostadsbyggande och krav på ökad kvalitet i offentliga tjänster. Den offentliga sektorn kommer därför att fortsätta expandera i snabbare takt än sin historiska trend även om uppgången i sysselsättning dämpas något. Vi har tidigare lyft fram att SCB:s mätmetoder i första hand registrerar konsumtionsökningen som stigande priser och fallande produktivitet snarare än volymökningar, vilket håller tillbaka den reala BNP-tillväxten. Produktiviteten i offentlig sektor har fallit med 10 procent under de senaste 6 åren. SCB verkar vara ganska ensam om att tillämpa de nya metoderna vilket gör att BNP-tillväxten i Sverige registreras som 0,2-0,4 procentenheter lägre per år än i andra länder. Offentlig sysselsättning bedöms öka med en procent per år under 2020 och 2021 samtidigt som konsumtionsvolymen i stort sett väntas bli oförändrad med gällande mätmetoder.

Arbetsmarknaden på väg att försvagas

Lägre tillväxt sätter nu avtryck på arbetsmarknaden. Efter att ha fallit sedan början av 2014 har arbetslösheten nu börjat stiga. Den svagare efterfrågan på arbetskraft påverkar också arbetsutbudet. Efter en längre tids uppgång låg förvärvsfrekvensen i slutet av 2018 nära toppnivåerna från 1990-talets början, vilket är mycket högt i en internationell jämförelse. Den senaste tiden har trenden brutits och oväntat hög arbetslöshet förförklaras i första hand av svagare sysselsättning medan deltagandegraden fallit tillbaka.

Resursutnyttjandet kulminerade i slutet av 2018. Företagens anställningsplaner har det senaste året gradvis blivit mindre expansiva, men tyder ändå på en årlig sysselsättningsökning på drygt en procent i närtid. Att svagare tillväxt påverkar arbetsmarknaden med viss fördröjning gör att sysselsättningsstillväxten väntas bromsa in till 0,4 procent under 2020, vilket är långt under genomsnittet de senaste åren. Arbetslösheten väntas stiga med drygt 0,5 procentenheter till 7 procent samma år och ligga kvar på denna nivå under 2021. Den svagare arbetsmarknaden återspeglas i lägre resursutnyttjande och Riksbankens resursindikator har fallit tre kvartal i rad. Resursläget är mer ansträngt än normalt, men nedgången väntas fortsätta och vi räknar med att resursindikatorn faller under sitt historiska genomsnitt i början av nästa år. Trots svagare konjunktur räknar vi med att löneavtalen hamnar på 2,5–2,6 procent per år vilket är 0,3-0,4 procentenheter högre än de löneavtal som slöts 2017. Totalt beräknas lönerna öka med 2,6 procent i år, 2,7 procent 2020 och 3,1 procent 2021.

Inflation under målet när energipriserna faller

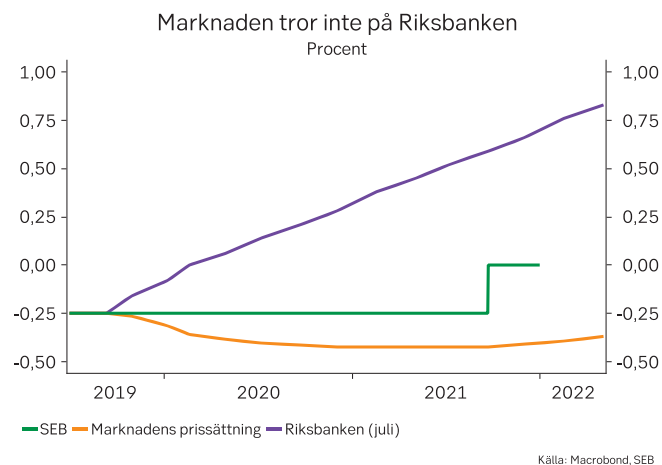
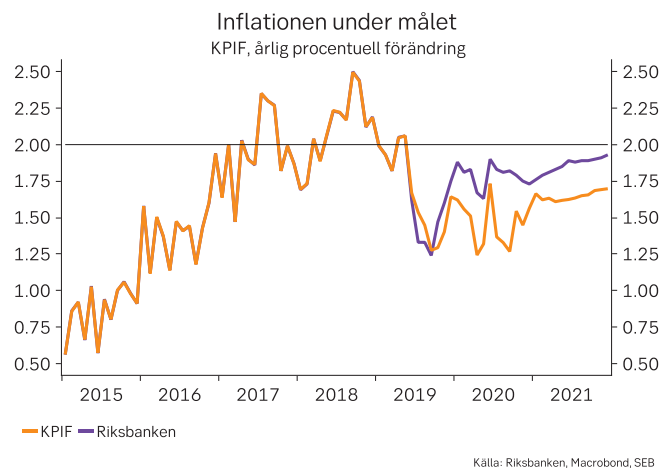
Sedan våren 2017 har KPIF-inflationen i genomsnitt legat i linje med Riksbankens mål. Under sommaren vände dock KPIF tydligt nedåt och låg i juli på 1,5 procent; en procentenhet lägre än toppnivån i september 2018. Bakom nedgången ligger främst fallande energipriser samt baseeffekter när förra årets energiprisuppgång faller ur 12-månaderstalen. Energipriserna väntas fortsätta trycka ned inflationen de närmaste månaderna och KPIF bedöms falla till 1,3 procent i september för att därefter vända upp något. KPIF exklusive energi har haft en stigande trend och låg i juli på 1,7 procent. Då ska man också beakta att SCB:s ändrade mätmetoder för paketresor

och tandläkartaxor trycker ned inflationen med 0,2-0,3 procentenheter.

Inflationsimpuls från svag krona ebbar ut. De senaste årens svaga krona har bidragit till att pressa upp inflationen och kortsiktiga indikatorer tyder på att pressen uppåt består under resten av 2019. Givet att växelkursen inte fortsätter försvagas märkbart indikerar dock historiska samband på att effekterna gradvis avtar under 2020 och inflationen väntas då falla tillbaka. Stigande löneökningar motverkar delvis nedgången och indirekta skatter väntas ge lite större bidrag än de har gjort det senaste året. Låg internationell inflation talar dock för att KPIF förblir lägre än målet under hela prognosperioden. I årsgenomsnitt beräknas KPIF öka med 1,6 procent 2020 och 1,7 procent under 2021

-0,25 %

Riksbanken ligger still. Långa. Reporäntan oförändrad 2019 och 2020.



Räntehöjningar skjuts på framtiden

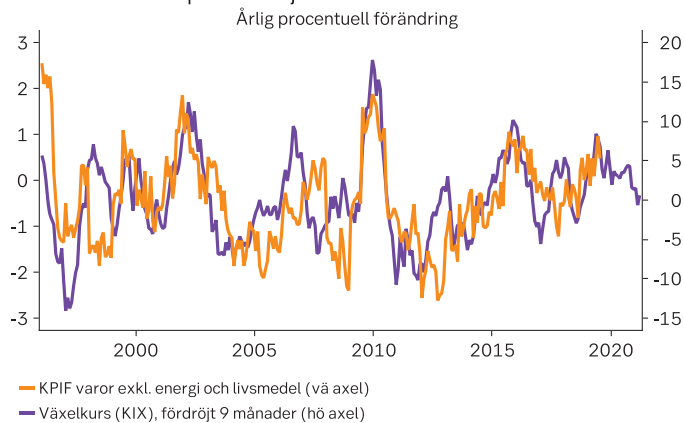
Svagare tillväxt, inflation under målet samt nya stimulanser från ECB och Fed talar för att Riksbanken lägger planerade räntehöjningar på is. Räntebana i juli signalerade stor (17 punkter) sannolikhet för en räntehöjning i år och därefter gradvisa höjningar till knappt 1 procent i slutet av 2022. Marknaden har länge ifrågasatt banan och prisar i nuläget in ca 56 procents sannolikhet, för att reporäntan istället sänks. Vi tror att direktionen i september tar ett stort steg tillbaka och drar ned räntebanan så att bara 2-3 punkters höjningar återstår i slutet av 2019. Slutpunkten på räntebanan dras troligen ned med ca 40-50 punkter. Trots att lägre inflationsförväntningar lär oroa tror vi att direktionen är mycket motvilliga att reversera räntehöjningen i december 2018 i frånvaro av en allvarlig konjunkturnedgång eller tydligare fall i inflationen. Majoriteten i direktionen kommer troligen att stå fast vid synen att inflationsutsikterna är betydligt bättre än för några år sedan. Det finns också tecken på att flera medlemmar vill undvika att bidra till att försvaga kronan ytterligare. Man kan inte utesluta att Riksbanken det närmaste året ändå hamnar i en situation där räntan sänks, men huvudscenariot är att reporäntan lämnas oförändrad på -0,25 procent under hela 2020. När konjunktur förbättras räknar vi med att räntan höjs med 25 punkter till noll mot slutet av 2021.

Riksbanken behåller ca 50 procent av statsobligationerna. Vår bedömning är att Riksbanken förlänger obligationsköpen när det nuvarande programmet löper ut i slutet av 2020. Vi tror då att Riksbanken annonserar att man köper ungefär hälften av nästkommande obligationsförfall i juni 2022. Prognosen innebär att Riksbanken fortsätter köpa obligationer i ungefär samma takt som nu, dvs 15 miljarder per halvår. Köp i den storleksordningen skulle visserligen innebära att Riksbankens balansräkning minskar med genomsnitt ca 25 miljarder men att Riksbanken fortsätter att hålla ungefär 50 procent av alla utestående obligationer.

Vidgad räntespread i spåren av ECB-stimulanser. Den svenska 10-åriga statsobligationen har under sommaren fallit kraftigt och ligger en bra bit under nollstrecket (-0,37). Räntemarginalen för 10-årsobligationer mot Tyskland steg från ungefär 10 punkter till 35 punkter i slutet av 2018 när Riksbanken höjde räntan. Därefter har marginalen saknat tydlig trend och den svenska 10-årsräntan har liksom den tyska fallit med 100 punkter sedan början av 2019. Räntesänkningar och utökade kvantitativa lättnader från ECB i kombination med att Riksbanken ligger still talar för att räntemarginalen mot Tyskland kommer att stiga det närmaste året. Lågt obligationsutbud och fortsatta köp från Riksbanken gör dock att uppgången blir modest. Vi räknar med att den 10-åriga räntemarginalen stiger från dagens ca 30 punkter till 50 punkter i slutet av 2020. Givet att Riksbanken höjer räntan och ECB ligger still beräknas räntemarginalen stiga med ytterligare 10 punkter under 2021.

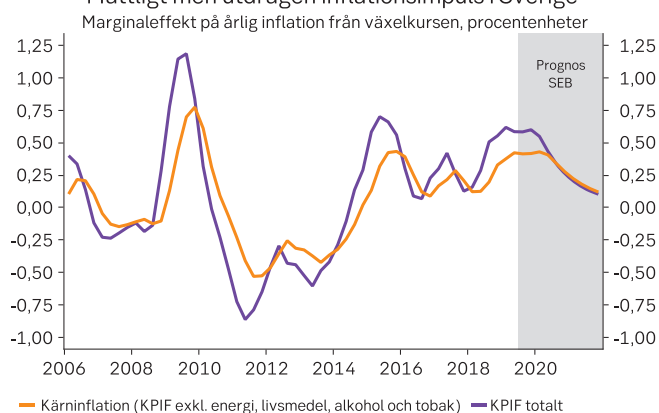
Sedan årsskiftet har kronan återigen gått svagast bland G10-valutorna. Även om också andra mindre valutor deprecierats har Riksbankens omsvängning efter räntehöjningen i december bidragit till kronförsvagningen. Att Riksbanken nu väntas revidera ned sin räntebana rejält och inte leverera någon räntehöjning förrän andra halvåret 2021 sätter ytterligare press på kronan. En osäker omvärldsmiljö med risk för en förvärrad handelskonflikt är heller inte kronpositivt och vi tror att EUR/SEK går mot 11,00 mot slutet av 2019. Att kronan är undervärderad talar dock för en viss förstärkning på lite längre sikt. Mycket tyder dock på att kronans jämviktskurs försvagats det senaste decenniet och nu inte ligger speciellt mycket under 10,00 mot euron. Det gör att vi förutspår en modest appreciering där EUR/SEK står i 10,00 vid slutet av 2021.

Varupriser i linje med historiskt mönster



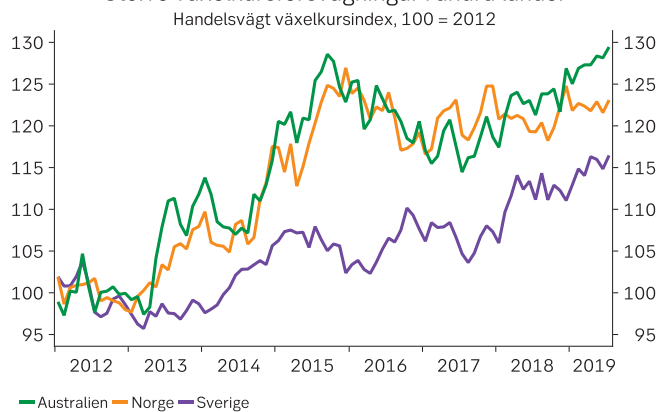
Källa: Riksbanken, SCB, SEB

Måttligt men utdragen inflationsimpuls i Sverige



Källa: SEB

Större växelkursförsvagningar i andra länder



Källa: Nationella centralbanker

Måttliga inflationsimpulser från växelkursen

Den långa perioden med kronförsvagning utgör den största uppåtriksen för vår inflationsprognos. Svag växelkurs har historiskt haft tydliga, om än måttliga, effekter på inflationen. Våra skattningar tyder på att en 10-procentig försvagning lyfter prisnivån med knappt en procent efter ett år och ytterligare 0,6-0,7 procent på lång sikt. Det här innebär att konsumenter och företag delar på kostnadsökningar. Modellen är skattad så att den tillåter olika grad av fördröjning för på olika komponenter i KPI-korgen. Energipriser påverkas i stort sett momentant medan effekten på andra varor och tjänster kommer med fördröjning. Effekten på kärninflationens nivå (KPIF exkl. energi, livsmedel, alkohol och tobak) är drygt en halv procent efter ett år och ytterligare en halv procent på några års sikt. Den maximala effekten på inflationstakten kommer efter ca 9-12 månader. Diagrammet överst till vänster antyder att inflationseffekterna av den senaste tidens kronförsvagning varit i linje med det historiska mönstret.

Inflationsimpulser i linje med historiska mönstret. Modellen indikerar att kroneffekten ska fortsätta att pressa upp inflationen de närmaste 6-12 månaderna men sedan avtar impulsen gradvis. En osäkerhetsfaktor är att skattningarna är gjorda under en period med tillfälliga kronförsvagningar. Under såväl IT-kraschen som Lehman-krisen deprecierades kronan ännu kraftigare än den gjort den senaste tiden, men rekylen uppåt kom relativt snabbt. Det är dock tänkbart att en mer varaktig växelkursförsvagning får större effekter då företagen kan i en sådan situation bli mer benägna att höja priserna. Då ökar också riskerna för spridningseffekter till löner och andra priser

Trendmässig impuls från växelkursen runt 0,20-0,25 procent.

Trots svag krona har inflationen när volatila energipriser exkluderas, bara legat över 2-procentsmålet någon enstaka månad. Men sedan kronan började försvagas 2014-2015 har KPIF exklusive energi legat en dryg tiondel över sin långsiktiga trend. Att växelkursen har lyft inflationen blir ännu tydligare om livsmedelspriser, som periodvis stigit brant på grund av internationella prischocker, exkluderas. Detta mått har sedan 2015 legat i genomsnitt 0,2 procentenheter högre än sitt historiska snitt. Enligt vår modell är bidraget från växelkursen under samma period i genomsnitt ca 0,25 procent per år, alltså marginellt högre än kärninflationens avvikelser från sitt

Temporära inflations effekter i andra länder. En jämförelse med andra länder tyder också på att effekten på inflationen av växelkursförändringar är måttliga och temporära. Sedan 2012 har kronans handelsviktade växelkurs försvagats med 15 procent. Under motsvarande period har den norska växelkursen försvagats med knappt 25 procent och den australiensiska dollarn med knappt 30 procent. De större växelkursförsvagningarna i dessa länder har medfört att kärninflationen stigit och legat över målen längre än i Sverige, men därefter har inflationen fallit tillbaka under målen. Att norsk inflation under senaste tiden legat över målet förklaras av att målet sänktes från 2,5 till 2,0 procent 2018. Inte ens Storbritannien fick någon bestående inflationsimpuls trots att pundet försvagades med 30-40 procent efter finanskrisen. Att inflationen under 2-3 år låg över målet förklaras lika mycket av att momsen höjdes med fem procentenheter som av en svagare växelkurs.

Tema

Avtalsrörelsen

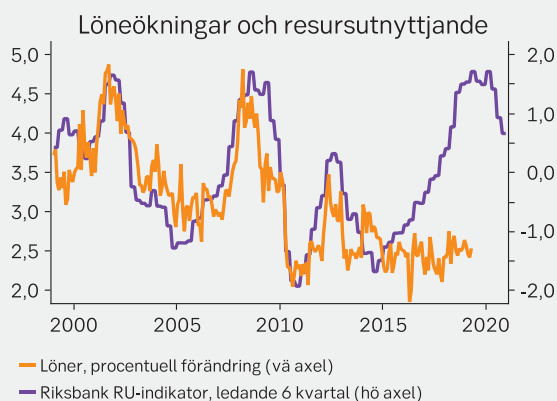
Något högre avtalsnivåer trots konjunkturell motvind

Den svenska avtalsrörelsen kommer att genomföras i ett läge med vikande konjunktur men där samtidigt lönerna i omvärlden växlat upp något. Industrins löneledande roll är åter ifrågasatt och den heta debatten om den svaga kronan gör att parterna nog blir tvungna att lite tydligare klargöra sin syn på samspelet med Riksbanken och det penningpolitiska ramverket. Det är ändå inte troligt att vi får se något större trendbrott mot de senaste decenniernas mönster. Vår prognos är att man landar i 3-åriga avtal med löneyft på 2,5-2,6 procent per år. Det innebär en mindre uppväxling men Riksbanken lär ändå få fortsatta problem att nå upp till inflationsmålet.

Inom några månader drar 2020 års svenska avtalsrörelse igång på allvar. Den fackliga samordningen sker under hösten och resultatet av denna brukar ha stor betydelse för hela avtalsrörelsen. De egentliga förhandlingarna drar igång efter årsskiftet med sikte på att få avtal på plats före det att avtalen från 2017 börjar löpa ut i slutet av mars. De senaste decennierna har präglats av låg konfliktnivå och relativt små variationer i avtalsnivåer. Skillnaderna mellan olika branscher har också minskat och 2017 följde i stort sett alla sektorer industriavtalets märke med löneökningar på 2,2 procent per år 2018-2020. Det är inte sannolikt att kommande avtalsrörelse kommer att bryta mönstret på något dramatiskt sätt men det finns nya faktorer att beakta. Industrins löneledande roll har åter ifrågasatts den senaste tiden och den hetsiga debatten om orsakerna till den svaga svenska kronan kan också få betydelse för avtalsrörelsen.

Underliggande förutsättningar drar åt olika håll. Den ekonomiska miljön i Sverige och omvärlden är förstås av vikt för avtalsrörelsen. Det är en ganska blandad bild som tornar upp sig. Att arbetsmarknaden nu är på väg att kylas av försvagar fackens position. Resursutnyttjandet enligt Riksbankens RU-indikator har fallit tillbaka men ligger fortfarande klart över det normala. Indikatorn kommer dock troligen att sjunka ytterligare en bit innan avtalsrörelsen är i hamn. Produktivitetstillväxten har också varit svag de senaste åren, vilket begränsar löneutrymmet. Men det finns

samtidigt faktorer som talar för högre löneavtal än i förra avtalsrörelsen. Inflationförväntningarna har stigit och parterna har i viss mån återfått förtroendet för Riksbankens möjligheter att nå inflationsmålet. Stram arbetsmarknad har också bidragit till att löneökningstakten växlat upp en del i flera konkurrentländer. Den tyska ökningstakten, som normalt tillmätts störst vikt, har t ex stigit något sedan förra avtalsrörelsen och ligger nu runt 3 procent. Sammantaget lär inte den ekonomiska miljön motivera några större avsteg från avtalsnivåerna 2017.



Källa: National Mediation Office (Medlingsinstitutet), Macrobond, SEB

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. 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. Därmed har det också funnits skäl att behålla ordningen med att industrins parter går före och sätter ett "märke" för den övriga arbetsmarknaden. Ordvalet "märke" är också noga genomtänkt; det behöver inte vara en norm som alla ska följa om det finns goda skäl att avvika. I praktiken har det dock kraven på giltiga skäl för avvikelser blivit allt högre.

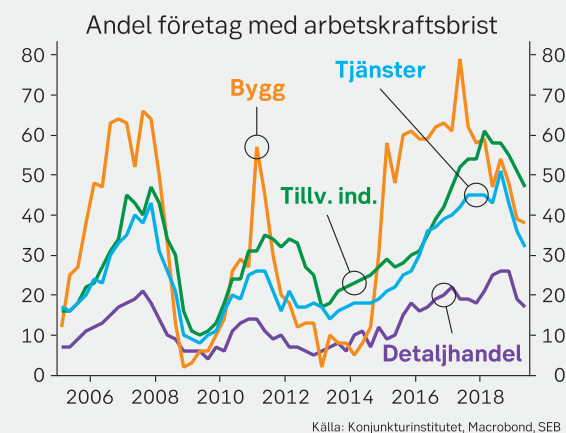
Tidschema för 2020 års avtalsrörelse

Okt-nov: Fackliga samordningsöverläggningar
Jan-feb: Förhandlingar mellan parterna påbörjas
31 mars: Avtal går ut för 1,3 miljoner bl a industrin
30 april: Avtal går ut för ca 0,5 miljoner bl a byggsektor

Hårda angrepp mot industrinormen. Facken inom den så kallade 6F-gruppen, med bl a Byggnads och Fastighets, har nu åter utmanat industrin och föreslagit en ordning där LO:s avtalssekreterare tillsammans med en delegation på 3-4 fackförbund ska företräda facken. De förbund som ingår i delegationen ska variera mellan

olika avtalsrörelser. 6F-gruppen presenterade nyligen, tillsammans med sin tankesmedja "Katalys", rapporten "Lönebildning i en ny tid" där man driver tesen att formerna för lönebildningen måste ändras. Rapporten bygger på underlag från ett antal ekonomer med varierande anknytningningsgrad till fackföreningsrörelsen. Oberoende professorer som Lars Calmfors och Nils Gottfries har t ex bidragit med kapitlen "Industrins lönenormering kan och bör reformeras" respektive "Europas norm saknar relevans – om sambandet mellan lönebildning, penningpolitik, växelkurs och konkurrenskraft". I flera andra kapitel, skrivna av ekonomer kopplade till facken, argumenteras för att lönekraven bör höjas jämfört med 2017 års avtalsrörelse och läggas på en nivå som fullt ut accepterar inflationsmålet som ankare.

Flera aktörer har starkt intresse att bevara status quo. Trots denna offensiv är det inte så troligt att formerna för lönebildningen kommer att ändras. Det dominerande industrifacket, IF Metall, har deklarerat att man vill behålla rådande system och arbetsgivar-sidan har knappast några skäl att öppna upp för en förändring. Om frågan ska bli aktuell på allvar krävs nog att LO centralt bestämt ansluter sig till 6F-gruppens strategi. Men frågan är om LO verkligen vill ta uppslitande strider om avtalsrörelsens former i ett läge då man måste ägna stor kraft åt opinionsbildning på andra områden där man befärar att fackliga intressen hotas av den S-ledda regeringens budgetsamarbete med Centern och Liberalerna.

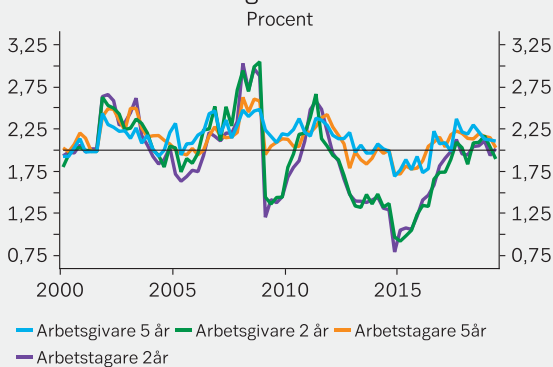


Viss uppväxling av avtalsnivåer jämfört med 2017.

Även om rådande förhandlingsordning formellt kommer att bestå är det troligt att facken kommer att kräva lite högre löneökningar än i förra avtalsrörelsen. Detta är delvis kopplat till samspillet med Riksbanken och penningpolitiken. Avigsidorna med den svaga kronan har debatterats intensivt den senaste tiden. Det höga kapacitetsutnyttjandet i exportindustrin gör att de positiva effekterna på produktionsvolym och sysselsättning blir betydligt mindre än normalt. Däremot plågas inhemska sektorer, inte minst detaljhandeln, av stigande importpriser som man har svårt att vältra över på konsumenterna. Detta ökar trycket att nå avtal som mildrar Riksbankens svårigheter att uppfylla inflationsmålet och därmed också extremräntans press nedåt på kronan. Samtliga fackförbund är nog också beredda att ge Riksbanken

ett visst erkännande för försöken att verkligen få upp inflationen till målet, vilket också kan utläsas ur parternas inflationsförväntningar.

Inflationsförväntningar nära Riksbankens mål



Källa: TNS Prospera, Macrobond, SEB

Näringslivet ambivalent inför kronsvagheten.

Arbetsgivarsidan har naturligt nog större behov av bevis för att Riksbanken verkligen kan få upp inflationen. Fokusering på KPI lyfts också ibland fram som ett problem eftersom det är prisutvecklingen på företagens produkter och inte konsumentpriser som avgör lönebetalningsförmågan. Att producent- och förädlingsvärdespriser skiljer sig åt mellan olika branscher, inte minst drivet av växelkursrörelser, är dock ett dilemma. I princip talar detta för branschvisa skillnader i avtalen, men efter avskräckande erfarenheter av branschvisa förhandlingar i mitten av 1990-talet har lönebildningen åter centraliserats. På senare tid har arbetsgivarna varit de som hårdast motsatt sig avvikelser från industrimärket. Även från näringslivets sida har man lyft fram nackdelar med den svaga kronan, t ex risker för att svenska tillgångar reas ut. Även om sambandet inte är självklart kan man konstatera att perioden efter kronans fall 1992 ledde till en betydande förändring av ägarbilden i svenskt näringsliv med en utflyttningsvåg av huvudkontor som en konsekvens.

Trendmässigt högre kostnadsökningar pressar kronan. Diskussionen om industrins konkurrenskraft har den senaste tiden varit lite förvirrad. Ibland hävdas att den svaga kronan ger industrin ett så starkt konkurrensläge att det hämmar omvandlingstrycket i ekonomin och därmed också produktivitet-utvecklingen. Samtidigt har arbetsgivarsidan presenterat flera rapporter där man hävdar att näringslivet pressas hårt av ökat kostnadstryck gentemot omvärlden. Vår egen analys tyder också på att utvecklingen av löner och produktivitet de senaste 10-15 åren gjort att enhetsarbetskostnaderna ökat snabbare än i omvärlden. Detta är en förklaring till vår syn att kronans jämviktscurs mot euron försvagats. Frågan är vilken betydelse detta får i löneförhandlingarna. Parterna har tidigare varit överens om att kortsiktiga valutaförändringar inte ska påverka löneutrymmet. Därtill har man också varit eniga om att det, även med rörlig växelkurs, har ett värde att ligga nära omvärldens kostnadsutveckling. Facken lär t ex inte använda den i nuläget svaga kronan som ett argument för att det nu finns ett ökat löneutrymme.

Arbetsgivarsidan ifrågasätter inflationsmålet? 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 under dess existentiella kris är inte så konstigt. En viss underliggande försvagning av den svenska nominella växelkursen, som parerar med lite högre inflation och håller real konkurrenskraft i balans, är också en naturlig konsekvens såväl teoretiskt som erfarenhetsmässigt. Att kräva att svenska enhetsarbetskostnader nu måste öka långsammare än i euroområdet för att kompensera för tidigare trend innebär ett betydligt större avsteg från den rörliga växelkursens spelregler än vi hittills sett. Det skulle onekligen föra in starka deflationistiska krafter i ekonomin. Skulle arbetsgivarsidan verkligen driva den linjen bör man nog tolka detta som att man inte längre kan acceptera inflationsmålet som ankare i penningpolitiken. Då handlar det inte längre om kritik mot Riksbankens tillämpning av politiken utan att man snarare eftersträvar någon form av fast koppling till större valutor, i första hand euron. Och i förlängningen, när opinionen är redo, kanske sikta på ett euromedlemskap.

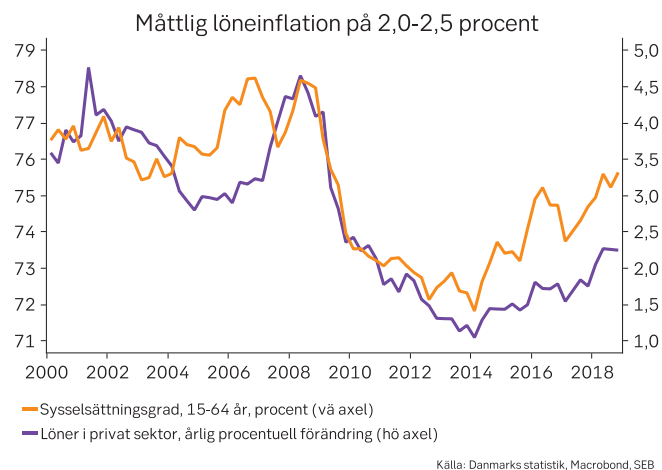
Avtalen främjar inte rörlighet och strukturomvandling men det priset kanske är värt att betala för stabilitet och arbetsfred

Avtal på 2,5-2,6 procent otillräckligt för Riksbanken. Trots alla stora makrofrågor som nu debatteras så hetsigt är det ändå troligt att det pragmatiska förhandlingsmaskineriet till slut landar i avtal som inte ligger särskilt långt från de som slöts 2017. Vi tror att högre inflationsförväntningar och viss "mättnad" när det gäller valutavolatilitet och extrem penningpolitik gör att vi får 3-åriga avtal med årliga löneökningar 2,5-2,6 procent. Svag produktivitetstillväxt och lönsamhetsproblem i flera inhemska sektorer bidrar till att hålla tillbaka avtalen. Lite högre avtalsnivåer innebär en viss lättnad för Riksbanken men i ett svalare arbetsmarknadsläge lär löneglidningen bli högst modest. De totala löneökningar vi förutser runt 3 procent per år 2020 och 2021 innebär att Riksbanken kommer att få fortsatta problem att nå upp till inflationsmålet. Att avtalen även denna gång lär hamna på ungefär samma nivå för olika sektorer oavsett arbetsmarknadsläge gör att lönebildningen inte heller främjar rörlighet och strukturomvandling. Men det kanske är ett pris som är värt att betala för stabilitet och arbetsfred.

Danmark

Håller stadig kurs i osäkra globala vatten

Den danska BNP-indikatoren tyder på att ekonomin återhämtade sig under andra kvartalet efter en svag start på året. Tillväxten för hela 2019 ser ut att hamna strax under 2 procent trots svagare tillväxt i euroområdet och tecken på att jobbtillväxten är på väg att slå av på takten. Vi väntar oss fortfarande en måttlig inbromsning i ekonomin, men så länge som en större global sättnings undviks kommer inhemska drivkrafter att förbli starka nog för att förlänga uppgången i åtminstone ett par år till.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,5	1,9	1,7	1,5
Konsumentpriser (KPI)	0,8	0,9	1,1	1,6
Löner	2,2	1,7	2,5	2,8
Offentligt saldo*	0,5	0,5	0,5	0,5
Offentlig bruttoskuld*	36,0	35,0	34,0	34,0
Bytesbalans*	8,0	7,0	7,0	7,0
Styrränta (CD-ränta)	-0,65	-0,85	-0,85	-0,85
EUR/DKK**	7,46	7,46	7,46	7,46

*Procent av BNP. ** Vid årets slut. Källa: Danmarks statistik, DØRS

Den danska ekonomin förblir i grunden stark. Fallande räntor och en måttligt expansiv finanspolitik bör ge stöd för inhemska efterfrågan och säkerställa en tillväxt över genomsnittet i euroområdet.

Tillväxten vände tillbaka över 2 procent under kvartal två. Den preliminära BNP-indikatoren tyder på att tillväxten tog ny fart under andra kvartalet efter en svag start på året. Efter första kvartalets tillväxtbesvikelse på 0,1 procent ökade BNP med 0,8 procent och den årliga tillväxttakten tog sig därmed tillbaka över 2 procent, en bra bit över euroområdets på strax över 1 procent. Vår BNP-prognos för i år har dragits ner marginellt till 1,9 procent och prognosen för 2020 och 2021 är fortfarande en gradvis avmattning ned till omkring 1,5 procent, främst på grund av sämre globala tillväxtutsikter, men helhetsbilden förblir ändå robust.

Drivkrafter för konsumtionen förblir goda, med en ökning av real disponibelinkomst på dryga 2 procent och fortsatt god jobbtillväxt, även om takten dämpades kvartal två. Sparkvoten fortsätter att stiga och svagare konsumentförtroende under sommaren kan vara en signal om att konsumtionen toppat ur. Å andra sidan ser bopriserna ut att ha passerat botten med hjälp av rekordlåga bolåneräntor och ett stopp på kreditåtstramningen. De senaste månadernas nedgång i obligationsräntorna har fått hushållen att omförhandla sina lån i stor skala, vilket bör ge stöd för hushållens efterfrågan under andra halvåret. Stigande kapacitetsutnyttjande ger samtidigt stöd för investeringarna i näringslivet.

Husmarknaden verkar ha bottnat ur för den här gången. Bostadspriserna har återhämtat sig de senaste månaderna med stöd av lägre bolåneräntor och framöver bör priserna också få stöd av att många hushåll utnyttjat tillfället att omförhandla sina lån. Fallet i långa räntor har lett till att 30-åriga fasta boräntelån löper till en ränta på 0,5 procent och för kortare lån är räntorna på väg att bli negativa. Det har ökat intresset för att refinansiera lån kraftigt. Lägre månadskostnader spär på boprisuppgången och frigör likviditet för hushållens konsumtion. En framgångsrik makrotillsynspolitik kan sannolikt även framöver väntas lägga ett tak på hushållens skuldsättning och säkerställa en god kreditkvalitet.

Sysselsättningen har mattats och risken för att arbetsmarknaden överhettas är avlägsen. Löneinflationen är tillbaka under 2 procent och det syns inga tecken på arbetskraftsbrist då sysselsättningsgraden ser ut att plana ut en bra bit under toppen i den föregående cykeln. Vi tror att löneinflationen drar sig högre, men låg inflation bidrar till att hålla tillbaka nominella löneökningar. HIKP-inflationen har saktat ner till 0,4 procent, drivet av lägre tjänsteprisinflation och gapet mot euroområdet har åter vidgats.

Vi ser få tecken på överhettning under prognosperioden. Dansk konkurrenskraft är stark. Största hotet mot exporten är svagare efterfrågan. Lönerna växer långsammare än snittet i euroområdet och bytesbalansöverskottet har stabiliserats på 6 procent av BNP. En snabbare inbromsning i euroområdet skulle kunna påverka även inhemska ekonomi, men detta är inte vårt huvudscenario.

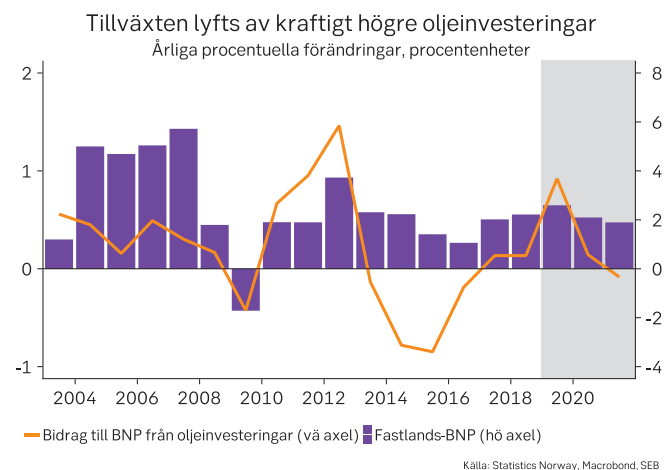
Starkare DKK minskar pressen på DNB. Kronen är tillbaka inom DNB:s (den danska centralbankens) målintervall och har fallit under 7,46 mot euron på växande förväntningar om ytterligare ECB-lättnader. Danska fundamenta talar, ur strukturellt perspektiv, för att det är troligare att kronen utsätts för tryck uppåt än neråt. Korta marknadsräntor är kvar under nivåerna i euroområdet.

Måttligt stöd från finanspolitiken. Valet i juni banade väg för en socialdemokratiskt ledd minoritetsregering. Detta kommer troligen att leda till en måttlig finanspolitisk expansion. Låg offentlig skuld och senaste tidens minskade inflationsrisker, gör att detta är en rimlig hållning.

Norge

Svag krona trots inhemsk styrka

Ekonomi fortsätter att växa drivet av positiva efterfrågeimpulser från kraftigt högre oljeinvesteringar. Omvärldsfaktorer adderar nedåtrisker, men inhemska tillväxtkrafter väntas bestå. En gynnsam arbetsmarknad ger stöd för privat konsumtion via högre löner. Den svaga kronen spär på inflationen och Norges Bank väntas leverera en sista höjning i höst.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,4	2,0	2,9	2,1
Fastlands-BNP	2,2	2,6	2,1	1,9
Arbetslöshet*	3,9	3,5	3,6	3,6
Löner	2,8	3,3	3,5	3,5
KPI-ATE-inflationen	1,5	2,3	1,9	1,9
Styrränta*	0,75	1,50	1,50	1,50
EUR/NOK***	9,90	10,30	9,60	9,30

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

Tillväxten saktar ner men ligger kvar över trend

Den norska ekonomin fortsätter att växa, drivet av positiva efterfrågeimpulser från kraftigt högre investeringar i oljesektorn. Motvinden från stigande protektionism och svagare omvärldstillsättning har ännu inte satt några märkbara avtryck i utsikterna för inhemsk ekonomi. Tillväxten i fastlands-ekonomi saktade av något i början av året men svackan bör vara övergående (nationalräkenskaper för andra kvartalet publiceras 29 augusti). Regeringen trappade oväntat upp de finanspolitiska stimulanserna i vår-budgeten till motsvarande 0,5 procent av fastlands-BNP 2019, vilket kommer att lyfta tillväxten under andra halvan av året. I breda drag står sig prognosen från *Nordic Outlook* maj. Vi håller fast vid vår prognos om en acceleration i fastlands-BNP från 2,2 procent 2018 till 2,6 procent 2019. Avtagande bidrag från olja kommer att sakta ner tillväxten till 2,1 respektive 1,9 procent under 2020 och 2021. Total BNP väntas växa med 2,9 procent under 2020 och 2,1 procent 2021. Vi räknar inte med några bidrag från finanspolitiken under 2020-2021.

Oljeinvesteringar lyfter aktiviteten inom industrin

Investeringscykeln inom olje- och gasutvinning har stärkts markant. Mätt i volymtermer har dessa investeringar ökat med 26 procent från botten i början av 2018. Utvecklingen av nya oljefält på den norska kontinentalsockeln kommer att öka på investeringarna ytterligare under andra halvåret och investeringarna väntas accelerera med 16,0 procent under 2019. Det direkta bidraget till den årliga BNP-tillväxten bedöms till 1,0 procentenheter och utgör en viktig efterfrågeimpuls till övriga ekonomin. Att antalet nya projekt avtar framöver innebär att investeringstillväxten saktar av till 2,5 respektive -1,5 procent under 2020 och 2021.

Ökade omvärldsrisker har inte satt några märkbara spår i industrin

Sentimentet inom näringslivet har rört sig lägre men låg kvar över det historiska snittet under andra kvartalet och indikerar produktionsökningar i linje med den historiska trenden. Utvecklingen inom tillverkningsindustrin blir alltmer splittrad, när oljerelaterade sektorer drar iväg från övriga sektorer. Produktionen av insatsvaror inom exportindustrin har ändå varit överraskande motståndskraftig och företagen rapporterar stigande exportordergång i den senaste konjunkturbarometern. Den kraftiga försvagningen av kronen har förbättrat konkurrenskraften och hållit uppe utländsk efterfrågan. Produktionen inom tillverkningsindustrin mattas troligen framöver i takt med att impulserna från oljesektorn avtar. Vi väntar oss att exporten av traditionella varor växer med 2,2 respektive 1,6 procent under 2020 och 2021. Hög investeringstillväxt de senaste tre åren och ökad osäkerhet kring den globala industrikonjunkturen dämpar troligen investeringarna i näringslivet under kommande år. Vi väntar oss att tillväxttakten avtar från 4,0 procent 2019 till 1,9 procent 2021.

Försiktigt positiva utsikter för bostadsmarknaden

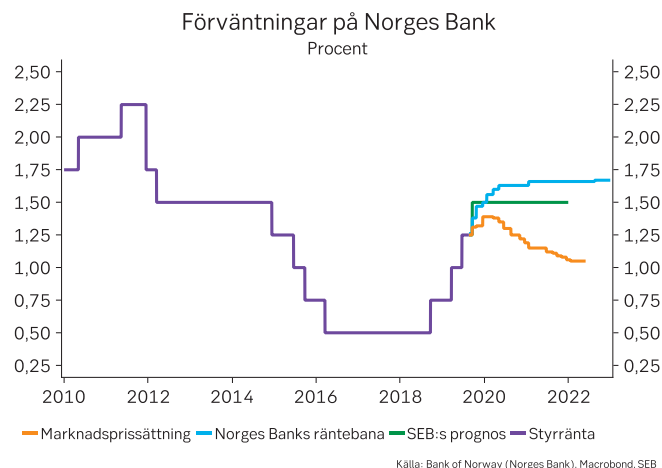
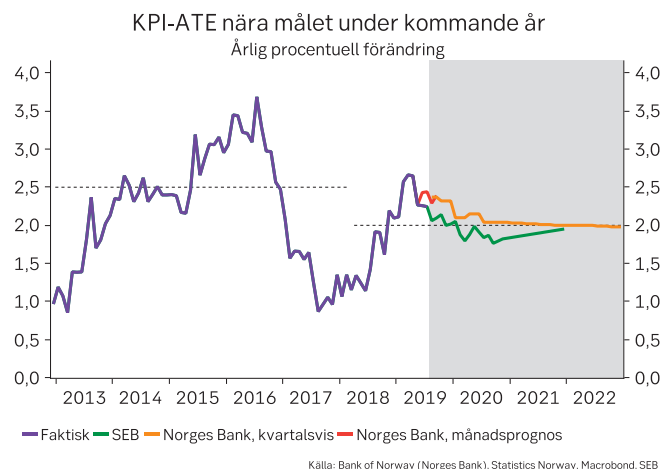
Priserna på befintliga bostäder har rört sig högre under våren och den senaste uppgången har lett till att priserna i juli låg 1,5 procent över nivåerna vid toppen mars 2017. Aktiviteten väntas avta något under årets andra halva. Stocken av osålda bostäder kommer att ligga kvar på en hög nivå på grund av ett stort antal färdigställningar. Trots stark efterfrågan har antalet objekt till salu som andel av försäljningen trendat högre och tyder på en mer balanserad marknad framöver. Vi behåller prognosen om årliga prisökningar på 2,5 procent under kommande år. Måttligt stigande bostadspriser, vändning upp i igångsättningarna och en stabil utveckling av försäljningen av bostäder indikerar att bostads-

investeringarna kan öka något och vi förväntar en tillväxt på 1,0 procent under 2019 och nära 2,0 procent under 2020-2021.

Stram arbetsmarknad stöttar konsumtionen

Arbetslösheten har rört sig lägre sedan början av 2017, men kraften i nedgången har avtagit i år vilket tyder på att fallet i arbetslösheten i stort sett är över. Den registrerade arbetslösheten har stabiliserats kring 2,3 procent, vilket är i linje med vad Norges Bank bedömer är förenligt med prisstabilitet. Sysselsättningen ökade i snabb takt under första kvartalet, med 1,6 procent från samma period i fjol. Olika företagsenkäter visar på robusta anställningsplaner men minskat inflöde av lediga platser tyder på att jobbtillväxten kommer att mattas av. Vi väntar oss att AKU-

Norges Bank väntas leverera en sista höjning vid det kommande räntebeslutet i september, vilket innebär att styrräntan toppar på 1,50 procent



arbetslösheten är stabil nära 3,5 procent under de kommande åren. Detta innebär att det strama arbetsmarknadsläget består. Trendlik jobbtillväxt, en återhämtning för reallönerna och expansiv finanspolitik ger stöd för hushållens inkomster. Den kvartalsvisa förtroendemätningen bland hushållen förbättrades under sommaren till nivåer som historiskt varit liktydiga med en trendlik tillväxt för privat konsumtion. Konsumtionen växer med 2,3 procent 2019 och 2,6 procent 2020.

Inflationen stabiliseras vid målet, Norges Bank-paus

Efter att ha stigit till 2,7 procent i mars har inflationen avtagit. I juli låg KPI-ATE-inflationen (exklusive skatter och energi) på 2,2 procent. Nedgången förklaras främst av långsammare ökning för livsmedelspriserna men även något lägre priser på andra varor och tjänster. Utsikterna för inflationen i närtid är blandade; bedömningen är att KPI-ATE-inflationen sjunker ytterligare till 2 procent i slutet av året. Matpriserna har utrymme att dämpas ytterligare och tjänsteinflationen bör sjunka till följd av baseffekter från snabba prisökningar i slutet av förra året. Accelererande löneökningar talar ändå för att den underliggande trenden för tjänstepriserna är på väg upp. Högre varupriser var den viktigaste drivkraften bakom uppgången i inflationen i mitten av 2018 och förnyad kroneförsvagning betyder att varupriserna kommer att fortsätta att öka stadigt under kommande 6-12 månader. Växelkursseffekten avtar därefter vilket får KPI-ATE-inflationen att falla tillbaka under målet. Vi prognostiserar en KPI-ATE-inflation på i snitt 1,9 procent under 2020. Under 2021 kommer gradvist stigande löneökningar att få inflationen att närma sig 2 procent. Något lägre priser på både el och olja, men framförallt baseffekter från höga energipriser förra sommaren, har fått KPI-inflationen att falla till strax under 2 procent i juli. Skillnaden mellan KPI och KPI-ATE-inflationen väntas vara liten under prognosperioden.

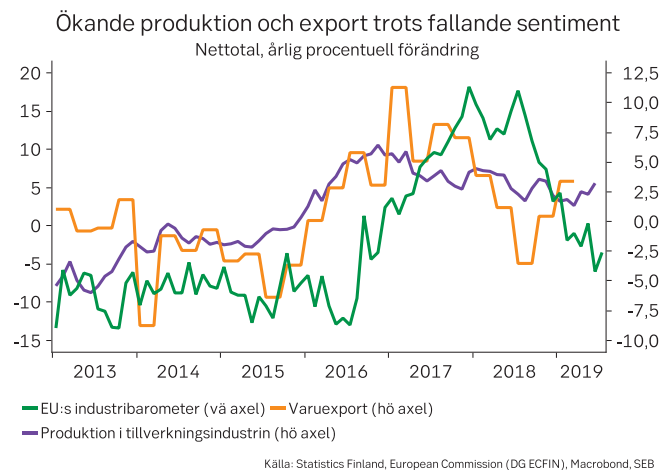
Norges Bank nära räntetoppen. Norges Bank trotsade en duvaktig omvärld och höjde styrräntan till 1,25 procent i juni samt signalerade ännu en höjning senare under året. Räntehöjningarna har motiverats med stark inhemsk ekonomi vilket har ökat risken för accelererande pris- och löneinflation. Omvärldsriskerna har där efter intensifierats och talar för en försiktigare hållning framöver. Norges Bank väntas leverera en sista höjning vid det kommande räntebeslutet i september, vilket innebär att styrräntan toppar på 1,50 procent. Tillväxt över trend i fastlandsekonomin, inflation nära målet och hänsyn till finansiell stabilitet gör att centralbanken lämnar räntan oförändrad på 1,50 procent under 2020 och 2021.

NOK förblir svag. Kronen har haft en dålig period under sommaren och noterat flerårslägsta mot både euro och dollar. Det väntade stödet för kronen från positiva fundamenta som stark tillväxt och Norges Banks höjningar har uteblivit. Även om Norges Bank väntas leverera en sista räntehöjning i september kommer detta troligen inte att ha någon nämnvärd effekt på trenden för kronen. Rådande miljö är generellt negativ för små valutor och vi tror att risk-sentimentet kvarstår som avgörande drivkraft på valutamarknaden. Omvärldsrisker förväntas därmed hålla kronen svag under återstoden av året. Vi väntar oss att EUR/NOK-kursen faller från 10,30 i slutet av året till 9,60 respektive 9,30 i slutet av 2020 och 2021. Att kronen ligger kvar på historiskt svaga nivåer gör att norska statsobligationer inte kommer att möta samma valuta-relaterade efterfråga. Räntorna har fallit avsevärt i linje med omvärlden men en jämförelsevis hög styrränta betyder att räntorna är positiva över hela avkastningskurvan. Norska statsobligationer erbjuder därmed ett attraktivt påslag i förhållande till sina tyska motsvarigheter. Vi prognostiserar en 10-årsspread på 170 respektive 160 punkter i slutet av 2020 och 2021.

Finland

Stark början på 2019 trots svagare omvärld

Trots fallande tillförsikt har industriproduktion och export hållit emot första halvåret. Framöver väntas dock industrin hämmas av svagheter i euroområdet. Inhemsk ekonomi har stått emot bra och stigande sysselsättning i kombination med lite högre löneökningar gör att BNP-tillväxten hamnar nära 1,5 procent åren 2019-2021. Den ny tillträdde regeringen satsar nu på sociala områden men statsskulden, som 2018 föll under 60 procent av BNP, fortsätter ändå långsamt nedåt.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,7	1,5	1,6	1,6
Arbetslöshet*	7,4	6,5	6,2	6,1
Löner	1,1	1,8	2,3	2,5
HIKP	1,2	1,3	1,5	1,6
Offentligt saldo**	-0,7	-0,8	-0,7	-0,5
Offentlig bruttoskuld**	58,9	58,5	58,0	57,0

* Procent ** Procent av BNP

Källa: Eurostat, SEB

Uppväxling efter svacka trots försämrat företagshumör. I linje med euroområdet har indikatorbilden successivt försämrats i Finland. Att industrin misströstar samtidigt som mer inhemskt orienterade sektorer är på något bättre humör följer också ett internationellt mönster. När industri- och byggsektorn fortsatt sin kräftgång har däremot tjänstesektorn förbättrats något. Trots fallande industrisentiment har tillväxten växlat upp under första halvåret av 2019, efter en svacka som varade stora delar av 2018. BNP-statistiken är dock lite svårtolkad med stora svängningar i bl a konsumtion, lager och import.

Exporten har växlat upp. Exporten har det senaste halvåret ökat med ca 3 procent per kvartal samtidigt som importen varit svag. Orderläget har samtidigt successivt försämrats och givet den generella svagheten inom euroområdet väntas exporten öka i långsammare takt framöver. Kapacitetsutnyttjandet har fallit något och industrins investeringar växlar ner kommande år samtidigt som bygglov pekar på en svagare konjunktur även för bostadsinvesteringar. Även om vi tror på en viss avmattning för industriproduktion och investeringar landar BNP-tillväxten över euroområdets genomsnitt under hela prognosperioden.

Sysselsättningsuppgången bromsar in. Sedan slutet av 2017 har sysselsättningen ökat rejält och klart snabbare än vad den måttliga BNP-tillväxten normalt skulle indikera. Arbetslösheten låg i juni på 6,5 procent, vilket är nästan 1 procentenhet lägre än året innan och bara några tiondelar över botten 2008. Vi ser goda utsikter för ett fortsatt fall i arbetslösheten och tror inte att tillväxten i någon större utsträckning begränsas av utbudsfaktorer under prognosperioden. Sysselsättningen väntas öka i långsammare takt framöver när företagen försöker få upp produktiviteten som föll förra året. Trots den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden är löneökningarna beskedliga kring 1,5 procent. Svag produktivitet samt relativt lågt lönetryck i konkurrentländer gör att uppgången blir måttlig och når 2,5 procent i slutet av prognosperioden.

Begränsat manöverutrymme för hushållen. Hushållen har varit pressade under en lång period med recession och sanering av offentliga finanser. Konsumtionen har vänt upp men trots att sysselsättningen stiger ökar inkomsterna relativt långsamt. De löneökningar vi förutser ligger något högre än inflationen som väntas ligga kvar strax under 1,5 procent kommande år. Samtidigt ligger sparkvoten redan kring nollstrecket och bopriserna är i stort sett oförändrade även om det finns regionala skillnader. Konsumtionen ökar med ca 1,5 procent per år 2019-2021.

Förbättrade finanser men fortsatta underskott. Tidigare besparingsprogram och en sysselsättningsintensiv tillväxt har pressat ner det offentliga underskottet till under 1 procent av BNP. Valet i våras gav ett splittrat resultat och för första gången fick inget parti mer än 20 procent. Den ny tillträdde regeringen, under ledning av Centerpartiet, förhandlar nu sin första budget, vilken bl a väntas ge satsningar på det sociala området som pensionärer och hushåll med låga inkomster. Finansministern har inför förhandlingarna gett tydliga signaler om att resurserna är begränsade. Vi väntar oss en svagt expansiv politik som gör att underskottet ligger kvar på i stort sett nuvarande nivå under hela prognosperioden. Den offentliga skulden föll förra året under euroområdets riktmärke på 60 procent av BNP för första gången på fem år och väntas fortsätta falla långsamt till 57 procent av BNP 2021.

Baltikum

De baltiska ekonomierna har än så länge stått emot den globala avmattningen och visat en förhållandevis god tillväxt. Inför hösten och nästa år mattas däremot tillväxten av betänkligt i takt med att exporten blir svag samt att även investeringsviljan avtar när framtiden ter sig alltför osäker. Trots att löneökningstakten är väsentligt högre än många andra EU-länder ligger inflationen stabilt strax över, eller runt 2 procent, även om det på sikt kan bli en utmaning.

Estland

7,8 %

Offentliga bruttoskulden lägst i EU. Trots avmattning i tillväxten fortsätter den ned.

Sida 50

Lettland

2,4 %

BNP prognos 2019. Omsvängningen i omvärlden har medfört att vi har sänkt BNP-prognosen med mer än 1 procentenhet för vardera 2019 och 2020.

Sida 51

Litauen

8,2 %

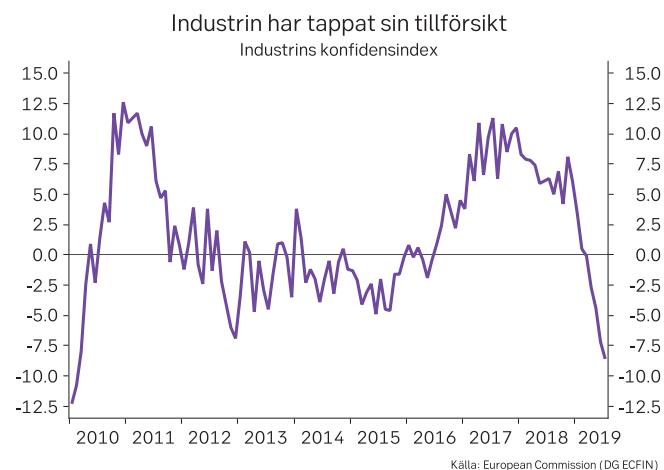
Löneökningstakten är den högsta bland de baltiska länderna.

Sida 52

Estland

Ett gynnsamt läge på väg att vända

Estland har framstått som ett sällsynt undantag när dämpad ekonomisk aktivitet lett till nedjusterade prognoser i många ekonomier. Vi räknar med att Estlands BNP växer med 3 procent 2019, främst på grund av ett starkt första kvartal. Framöver bromsas dock efterfrågan såväl på exportmarknader som inhemskt vilket gör att BNP gradvis dämpas till 2,3 respektive 2,0 procent 2020 och 2021.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	3,9	3,0	2,3	2,0
Privat konsumtion	4,8	3,5	2,6	2,3
Export	4,6	2,2	2,4	2,8
KPI	3,4	2,3	2,2	2,0
Arbetslöshet*	5,4	5,4	6,0	6,4
Löner	7,3	7,6	6,2	5,4
Offentligt saldo**	-0,5	-0,2	-0,3	-0,3
Offentlig bruttoskuld**	7,9	7,8	7,5	7,5

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

Starkt första halvår i Estland trots dyster europeisk data. Under första halvåret accelererade BNP-tillväxten till 4,5 procent drivet av en ökning av investeringar och en stark export. De risker vi tidigare lyft fram, t ex en inbromsning i utrikeshandeln och minskad efterfrågan på fastigheter, har ännu inte realiserats i någon större utsträckning. Förutsättningarna är dock på väg att ta en vändning i mer bekymmersam riktning under det andra halvåret. Exporten, som tidigare visat en stark tillväxt, sjönk med 10 procent i juni. Ytterligare utmaningar kommer framöver och industrins framtidstro har fallit till den lägsta nivån sedan 2010. En tredubbling av priset på utsläppsrätter har påverkat den estniska energisektorn kraftigt, då den är beroende av skifferolja. Den stora produktionen av skogsprodukter möter hinder då efterfrågan minskar och det råder överutbud. Problemen för industrin är emellertid inte bara cykliska och begränsade till ett fåtal sektorer utan kan också härledas till den mycket höga lönetillväxten de senaste åren. Denna har tvingat företagen att skära ned arbetsstyrkan och sträva efter produkter med högre förädlingsvärde. Sammantaget bidrar det till att Estlands export kommer att växa under 3 procent årligen under vår prognosperiod.

Hög efterfrågan på bostäder stimulerar byggsektorn på kort sikt. Men det kraftiga fallet i födelsetalen i början av 1990-talet gör ändå att den potentiella kundbasen krymper på sikt. Byggvolymen har redan börjat sjunka, men nedgången i nya bygglov har varit mer måttlig än väntat. Ett annat orosmoln är utvecklingen för offentliga investeringar när den nuvarande budgetperioden för EU:s strukturfonder avslutas 2020. Under nästa period kommer Estland antagligen få mindre EU-pengar. Det kommer definitivt att leda till lägre offentliga investeringar, vars främsta finansieringskälla hittills varit EU-medel. Försämrade framtidstro bland företagen gör därtill att även utsikterna för andra investeringar ser dystrare ut.

Tydlig ökning i levnadsstandard drivet av stark arbetsmarknad.

Tillväxten för hushållens konsumtionsutgifter kommer åter att överstiga 3 procent under 2019. I år gynnas konsumenterna dessutom av en lägre inflationstakt. Medan KPI ökade med 3,4 procent både 2017 och 2018 beräknas inflationstakten i år dämpas till i genomsnitt drygt 2 procent. Lägre energipriser har varit en av de viktigaste bakomliggande faktorerna, men den nya regeringens beslut att sänka punktskatter på alkohol har också haft viss inverkan. En lägre ekonomisk aktivitet kommer ändå att begränsa hushållens utgifter och under 2020 och 2021 väntas de stiga med ca 2,5 procent per år.

Några första sprickor i den tidigare så solida arbetsmarknaden.

Medan arbetskraftsundersökningen för det andra kvartalet visade på en sysselsättningsgrad på 68,1 procent och en arbetslöshet på 5,1 procent var den registrerade arbetslösheten i juli den högsta sedan 2013. Uppsägningar inom energisektorn och inom tillverkningsindustrin har påverkat och väntas göra så även under andra halvåret 2019. Hushållsundersökningar visar också på stigande upplevd arbetslöshetsrisk. Uppgången kommer dock att vara begränsad och arbetslösheten borde hamna på 5,4 procent 2019 och bara stiga till 6,4 procent under 2021.

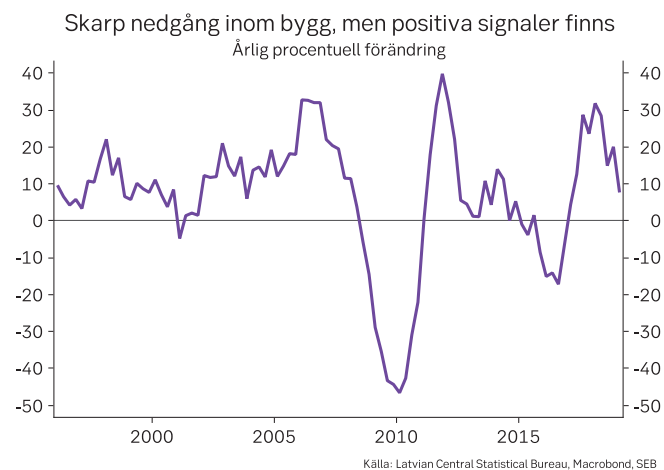
Att dra tillbaka tidigare reformer är den nya regeringens högsta prioritet.

I juni sänktes punktskatten på alkohol med 25 procent. Den tidigare regeringen hade höjt den väsentligt. Dessutom vill regeringen reformera den andra pensionspelaren, vilket syftar till att låta människor välja att avsluta sitt pensionssparande och ges möjlighet att ta ut medel. På kort sikt kan det ge en positiv effekt på konsumtionen, men liknande reformer i andra länder har visat att de flesta fortsätter att spara.

Lettland

Ekonomi lämnar snabbfilen

Den lettiska ekonomin saktade in oväntat häftigt andra kvartalet. Osäkerheten kring omvärldsutvecklingen fortsätter att påverka sentiment och tillväxt negativt och vi har justerat ned vår BNP-prognos med mer än 1 procentenhet både 2019 och 2020. Långsammare tillväxt runt 2 till 2,5 procent gör att arbetsmarknaden svalnar av och vår bedömning är att löneökningstakten dämpas från nuvarande 7 procent till 4,5 procent år 2021.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	4,8	2,4	2,0	2,5
Privat konsumtion	4,6	2,9	2,6	3,2
Export	1,8	-0,3	2,8	3,5
KPI	2,5	2,8	2,2	2,2
Arbetslöshet*	7,4	6,4	6,1	6,2
Löner	8,4	7,0	6,0	4,5
Offentligt saldo**	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Offentlig bruttoskuld**	35,9	33,5	32,0	31,5

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

Skarp nedväxling av tillväxten. BNP-tillväxten mattades kraftigare än väntat det andra kvartalet och stannade vid 2,1 procent jämfört med 3 procent det första kvartalet. Framöver kommer hushållens konsumtion att vara en viktig drivkraft medan utrikeshandeln väntas ge ett negativt bidrag till BNP-tillväxten. Inflödet från EU:s strukturfonder kommer att stabilisera utvecklingen men ökad osäkerhet håller tillbaka näringslivets investeringar. Recessionsrisken har ökat men vår huvudprognos är att ekonomin fortsätter att växa om än i långsammare takt. Vi har justerat ned vår BNP-prognos med mer än 1 procentenhet för både 2019 och 2020 och förutser nu en BNP-tillväxt på 2,4 procent respektive 2,0 procent 2019 och 2020. År 2021 väntas tillväxten stiga något till 2,5 procent.

Rekordstark tillförsikt men måttlig konsumtion. Enligt den lettiska barometerundersökningen nådde hushållens tillförsikt den högsta noteringen någonsin i juni. Tillväxten i detaljhandeln dämpades ändå något efter topparna i början av året och försäljningsökningen stannade vid 2,1 procent. Hushållens konsumtionsutgifter kommer att förbli måttliga trots en stark reallönetillväxt och en stram arbetsmarknad. Vi bedömer att hushållens konsumtion växer med 2,9 procent i år för att sedan växla ned till 2,6 procent 2020 och därefter åter stiga till 3,2 procent 2021.

Den snabba expansionsfasen i byggandet är över. Efter att ha ökat med 22 procent 2018 minskade byggtillväxten till enbart 1 procent under det andra kvartalet. Färdigställda storskaliga privata projekt, kapacitetsbegränsningar och ett dämpat inflöde från EU:s strukturfonder kommer de närmaste åren att begränsa tillväxten men också göra den mer volatil. En ökning av bygglov för bl a bostadshus ger ändå visst hopp för byggsektorn framöver.

Global avmattning slår mot export och tillverkningsindustrin. Under juni sjönk exporten av varor med 8,2 procent. Under det första halvåret förblev dock tillväxten över noll; +0,3 procent. Den nuvarande exportutvecklingen är tydligt negativ och väntas fortsätta ge ett negativt bidrag till BNP-tillväxten. I avsaknad av en tydlig långsiktig lösning av pågående handelsvister väntas exporten av varor minska med så mycket som 3,0-4,0 procent i år. Tjänsteexporten kan dock fortsätta att växa, särskilt inom IKT-sektorn. Under det första halvåret i år ökade tjänsteexporten med 5,6 procent, vilket delvis kompenserade det negativa bidraget från varuexporten. Tillväxten inom tillverkningsindustrin kommer troligen att förbli dämpad under det andra halvåret, men kommer att nå 1,5 procent för helåret 2019. Därefter kommer den leta sig upp mot 3,0-3,5 procent under de kommande åren.

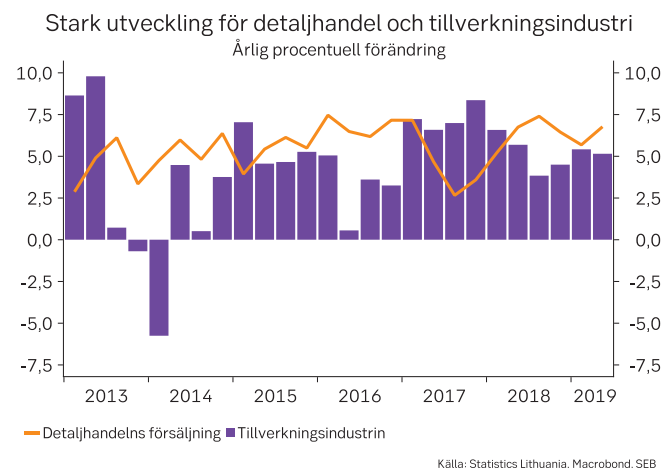
Svalare ekonomi ger nedväxlade löneökningar. Svagare ekonomisk tillväxt gör nu att arbetslösheten planar ut något över 6 procent efter en lång period av nedgång. Vi väntar oss att lönetillväxten går ned från i genomsnitt 7,0 procent i år till 4,5 procent 2021. Trots att takten är relativt hög jämfört med andra länder inom euroområdet skulle det vara den svagaste ökningstakten sedan 2012.

Inflation faller tillbaka. I juli sjönk inflationstakten till 2,9 procent och ett dämpat kostnadstryck och lägre energipriser gör att inflationstakten fortsätter ned till 2 procent under hösten. Högre livsmedelspriser och taxehöjningar bidrar till att den inte faller ännu mer. Som årsgenomsnitt landar inflationen på 2,8 procent i år. Framöver innebär dämpat lönetryck och fallande inflationsförväntningar minskat tryck på tjänstepriserna, vilket bidrar till att inflationstakten som årsgenomsnitt stannar på 2,2 procent både 2020 och 2021.

Litauen

Tillväxten fortsätter att överraska

BNP-tillväxten var oväntat stark första halvåret 2019, främst drivet av nettoexport. Vi tror dock att utsikterna för tillverkningsindustrin och exporten kommer att försämrans under hösten och 2020. Hushållens konsumtion väntas sakta in när sysselsättning och reallöner utvecklas svagare. Arbetslösheten ligger kvar nära sex procent. Trycket att öka utgifterna för sociala förmåner och löner kommer att stiga.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

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

* Procent av BNP. Källa: Statistics Lithuania, SEB

Litauens ekonomi växte med 4,2 procent första halvåret 2019.

Oväntat stark nettoexport gav det största tillväxtbidraget när BNP-utfallet överträffade förväntningarna. Tillverkningsindustrin har lyckats stå emot en dämpad efterfrågan från marknader som Tyskland under inledningen av året. Produktionen väntas dock stagnera eller t o m falla under andra halvåret 2019 och endast växa långsamt 2020. Hushållens konsumtion utgör en fortsatt god tillväxtkraft, men kommer att växa långsammare åren framöver. Med hänsyn tagen till utfallen hittills i år reviderar vi upp BNP-prognosen för 2019 från 3,2 till 3,6 procent. Prognosen för 2020 lämnas oförändrad på 2,4 procent och 2021 växer ekonomin med 2,6 procent vilket är i linje med den långsiktigt potentiella tillväxttakten.

Investeringar viktig drivkraft för tillväxten. Privata och offentliga investeringar fortsätter att öka i god takt och spelar även de en viktig roll för tillväxten. Vi ser dock en klar risk att global handels- och tillväxtoro kan hämma exportbolagens vilja att investera kommande år. I år har redan ökningstakten för maskininvesteringar och utrustning bromsat in och dessa växer långsammare än t ex bygginvesteringar. De sistnämnda gynnas av en stark trend för efterfrågan på bostäder och kommersiella fastigheter. Men en snabbt växande orderstock kommer att öka både mängden lediga lokaler och bostäder år 2020.

Hushållens konsumtion bromsar in från 3,7 till 3,2 procent mellan 2020 och 2021. Långsammare sysselsättnings- och reallönetillväxt gör att hushållens konsumtion bromsar in. Sysselsättningsgraden (15-64 år) är redan 73 procent och högre än EU-genomsnittet vilket minskar utrymmet för tillväxt framöver. Även om det fortsatt är attraktivt för arbetsgivare att locka till sig arbetskraft från länder utanför EU så har regeringen ökat ansträngningarna för att få in fler personer i arbetskraften och öka dess kompetensnivå.

Fortsatt stram arbetsmarknad. Långsammare BNP-tillväxt kommer bara marginellt att minska stramheten på arbetsmarknaden. Vi väntar oss att arbetslöshetsnivån ligger kvar nära nuvarande nivå på 6 procent de kommande två åren. Att arbetslösheten inte faller mer bidrar till att löneökningstakten dämpas från 8,2 procent i år till 6,5 procent 2020 och 5,8 procent 2021. Regeringen har redan beslutat att minimilönen ska öka med 9,4 procent 2020. Det kommer att vara ett stort tryck på att öka lönerna i offentlig sektor 2020 men vi väntar oss att offentliganställda får nöja sig med en långsammare lönetillväxt. Regeringskoalitionen har också beslutat att det månatliga barnbidraget ska höjas från 50 till 70 euro år 2020. Det är däremot osäkert hur mycket den lägre brytpunkten för inkomstskatter kommer att höjas nästa år.

Vi har marginellt justerat ner vår inflationsprognos och väntar oss nu att inflationen som årsgenomsnitt ligger kvar nära 2,5 procent under 2020-2021. Ekonomin fortsätter att konvergera mot EU-genomsnittet, vilket leder till högre löner och tjänstepriser. I år har inflationen återigen pressats upp av bl a stigande grönsakspriser när en varm och torr sommar resulterade i minskade skördar.

Höjda välfärdsambitioner. Den nya presidenten har ambitionen att få upp skatteintäkterna från 30 till 35 procent av BNP de kommande fem åren för att skapa utrymme för utgiftssatsningar i motsvarande grad. Det kommer dock att bli svårt så länge parlamentet fortsätter att vara försiktigt med att öka fastighets- och miljöskatter. Att budgetöverskottet minskar trots hög tillväxt tyder på att finanspolitiken är procyklisk 2019. De kommande två åren väntar vi oss en budget i balans.

Nyckeldata

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP OECD	2,3	1,6	1,5	1,5
BNP världen (PPP)	3,7	3,1	3,2	3,3
KPI OECD	2,6	1,9	1,9	2,0
Oljepris, Brent (USD/fat)	72	62,5	70	70

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr USD	2018	2019	2020	2021
BNP	20 580	2,9	2,3	1,8	1,7
Privat konsumtion	13 999	3,0	2,5	2,4	1,9
Offentlig konsumtion	2 904	1,7	1,7	1,2	1,0
Bruttoinvesteringar	4 316	4,4	2,5	1,8	1,6
Lagerbidrag i % av BNP		0,1	0,2	-0,1	0,0
Export	2 510	3,0	0,2	1,5	1,9
Import	3 149	4,4	2,1	3,0	2,3
Arbetslöshet (%)		3,9	3,6	3,5	3,7
KPI		2,5	1,7	1,9	2,0
Kärn-KPI		2,1	2,1	2,1	2,1
Hushållens sparkvot (%)		7,7	8,2	8,2	8,4
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		106,8	108,0	109,0	110,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP					

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	11 586	1,9	1,0	1,1	1,3
Privat konsumtion	6 230	1,3	1,2	1,3	1,3
Offentlig konsumtion	2 353	1,0	1,0	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 422	2,1	2,0	2,0	2,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	0,1	0,0	0,0	0,0
Export	5 565	3,4	2,2	2,8	3,1
Import	5 051	2,7	3,0	3,5	3,5
Arbetslöshet (%)		8,2	7,6	7,2	7,1
KPI		1,8	1,2	1,2	1,5
Kärn-KPI		1,0	1,1	1,3	1,5
Hushållens sparkvot (%)		6,2	6,0	6,0	0,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,5	-0,8	-0,8	-0,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		85,1	84,4	82,7	82,7

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Inflation

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

Arbetslöshet (%)

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

Finansiella prognoser

Officiella räntor		21-Aug	Dec-19	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
USA	Fed funds	2,25	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Repo rate	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00

Oblighationsräntor

USA	10 years	1,59	1,40	1,30	1,30	1,50	1,50
Japan	10 years	-0,25	-0,20	-0,20	-0,20	-0,10	-0,05
Tyskland	10 years	-0,68	-0,70	-0,70	-0,70	-0,50	-0,40
Storbritannien	10 years	0,48	0,40	0,40	0,50	0,80	0,90

Växelkurser

USD/JPY	106	105	103	100	100	100
EUR/USD	1,11	1,13	1,15	1,17	1,19	1,20
EUR/JPY	118	119	118	117	119	120
EUR/GBP	0,91	0,93	0,85	0,87	0,88	0,88
GBP/USD	1,21	1,22	1,35	1,34	1,35	1,36

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr SEK	2018	2019	2020	2021
BNP	4790	2,4	1,5	1,3	1,7
BNP, dagkorrigerat		2,5	1,5	1,1	1,6
Privat konsumtion	2115	1,2	0,7	1,3	1,7
Offentlig konsumtion	1253	0,9	0,2	0,2	0,2
Bruttoinvesteringar	1223	4,0	0,0	-0,7	2,2
Lagerbidrag i % av BNP	48	0,3	0,0	0,0	0,0
Export	2253	3,9	3,2	1,4	2,6
Import	2102	3,8	0,9	-0,4	2,0
Arbetslöshet (%)		6,3	6,5	6,8	7,0
Sysselsättning		1,8	0,4	0,4	0,5
Industriproduktion		3,4	1,5	0,0	2,0
KPI		2,0	1,7	1,4	1,6
KPIF		2,1	1,7	1,6	1,7
Timplöneökningar		2,5	2,6	2,7	3,1
Hushållens sparkvot (%)		16,4	17,3	17,8	17,5
Real disponibel inkomst		1,8	2,3	2,2	1,5
Bytesbalans, % av BNP		2,0	2,9	3,2	3,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-80	-130	-5	-30
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,9	0,3	0,2	0,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		38,8	34,6	34,0	32,5

Finansiella prognoser	21-Aug	Dec-19	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
Reporänta	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	-0,02	-0,05	-0,05	-0,05	-0,05	0,20
10-års ränta	-0,37	-0,35	-0,30	-0,20	0,05	0,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	31	35	40	50	55	60
USD/SEK	9,62	9,73	9,39	8,97	8,65	8,33
EUR/SEK	10,67	11,00	10,80	10,50	10,25	10,00
KIX	123,4	126,4	125,4	121,7	118,5	115,4

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	241	1,7	1,5	1,6	1,6
Privat konsumtion	125	2,0	1,6	1,7	1,7
Offentlig konsumtion	53	1,4	1,5	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	53	3,1	2,0	2,5	2,5
Lagerbidrag i % av BNP	0	0,9	-0,7	0,0	0,0
Exports	91	1,1	1,5	2,2	2,5
Imports	92	4,1	0,3	2,5	2,7
Arbetslöshet (%)		7,4	6,5	6,2	6,1
KPI, harmoniserat		1,2	1,3	1,5	1,6
Timplöneökningar		1,1	1,5	2,0	2,2
Bytesbalans, % av BNP		-1,6	-1,2	-1,0	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,7	-0,8	-0,7	-0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		58,9	58,5	58,0	57,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr NOK	2018	2019	2020	2021
BNP	3227	1,4	2,0	2,9	2,1
BNP (Fastlandet)	2829	2,2	2,6	2,1	1,9
Privat konsumtion	1473	2,0	2,3	2,6	2,3
Offentlig konsumtion	788	1,2	1,8	1,5	1,4
Bruttoinvesteringar	827	1,0	5,1	2,3	1,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,4	-0,4	0,0	0,0
Export	1089	-0,7	2,5	4,5	2,9
Import	1071	0,6	3,9	2,2	1,7
Arbetslöshet (%)		3,9	3,5	3,6	3,6
KPI		2,8	2,3	2,1	1,9
KPI-ATE		1,5	2,3	1,9	1,9
Årslöneökningar		2,8	3,3	3,5	3,5

Finansiella prognoser	21-Aug	Dec-19	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
Folioränta	1,25	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
10-års ränta	1,13	1,00	1,00	1,00	1,10	1,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	181	170	170	170	160	160
USD/NOK	8,96	9,12	8,61	8,21	7,97	7,75
EUR/NOK	9,94	10,30	9,90	9,60	9,45	9,30

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr DKK	2018	2019	2020	2021
BNP	2223	1,5	1,9	1,7	1,5
Privat konsumtion	1058	2,2	2,3	2,1	1,6
Offentlig konsumtion	546	0,9	0,9	1,1	0,8
Bruttoinvesteringar	499	6,6	1,6	4,1	3,0
Lagerbidrag i % av BNP		0,1	-0,2	0,0	0,0
Export	1212	0,4	2,1	2,9	2,6
Import	1101	3,3	1,2	4,1	3,9
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,2	4,5	4,2	4,2
KPI, harmoniserat		0,8	0,9	1,1	1,6
Timplöneökningar		2,2	1,7	2,5	2,8
Bytesbalans, % av BNP		8,0	7,0	7,0	7,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,5	0,5	0,5	0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		36,0	35,0	34,0	34,0

Finansiella prognoser	21-Aug	Dec-19	Jun-20	Dec-20	Jun-21	Dec-21
Utlåningsränta	-0,65	-0,85	-0,85	-0,85	-0,85	-0,85
10-års ränta	-0,66	-0,65	-0,65	-0,65	-0,45	-0,35
10-års räntedifferens mot Tyskland	2	5	5	5	5	5
USD/DKK	6,72	6,60	6,49	6,38	6,30	6,22
EUR/DKK	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	45	3,5	3,6	2,4	2,6
Privat konsumtion	28	3,9	3,7	3,2	3,2
Offentlig konsumtion	7	0,8	1,0	0,8	0,6
Bruttoinvesteringar	9	6,5	6,4	5,2	4,1
Export	37	5,1	4,6	2,7	3,0
Import	36	4,3	4,4	3,7	3,5
Arbetslöshet (%)		6,2	6,0	6,0	5,9
KPI		2,5	2,4	2,3	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,7	0,3	0,1	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		34,2	36,5	35,5	34,5

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2018	2019	2020	2021
BNP	30	4,8	2,4	2,0	2,5
Privat konsumtion	17	4,6	2,9	2,6	3,2
Offentlig konsumtion	5	4,0	2,0	1,7	2,3
Bruttoinvesteringar	7	16,4	7,5	3,2	3,5
Export	17	1,8	-0,3	2,8	3,5
Import	18	5,1	2,3	3,3	4,2
Arbetslöshet (%)		7,4	6,5	6,1	6,2
KPI		2,5	2,8	2,2	2,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,0	-0,9	-0,9	-0,9
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		35,9	33,5	32,0	31,5

Estland

Årlig procentuell förändring

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

Research kontakter

Robert Bergqvist
Chefekonom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Euroområdet,
Finland
+46 8 506 23118

Erica Dalstø
SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Eugenia Fabon Victorino
SEB Singapore
Kina
+65 6505 0583

Richard Falkenhäll
Storbritannien,
Valutamarknaden
+46 8 506 23133

Lina Fransson
Obligationsmarknaden
+46 8 506 232 02

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth
Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund
Tillväxtekonomet
+46 8 506 231 77

Olle Holmgren
Sverige
+46 8 763 80 79

Elisabet Kopelman
USA
+ 46 8 506 23091

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

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

Marcus Widén
Euroområdet,
Sverige
+46 8 506 380 06

Denna rapport publicerades den 27 augusti 2019.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 21 augusti 2019.

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

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

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

SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i ett 20-tal kontor världen över med cirka 15 000 medarbetare. Den 30 juni 2019 uppgick koncernens balansomslutning till 2 912 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 932 miljarder kronor. Med kapital, kunskap och erfarenhet skapar vi värden åt våra kunder – ett arbete där vi har stor nytta av vår analysverksamhet.

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 kvartalskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige.

Läs mer om SEB på sebgrou.com/sv.

