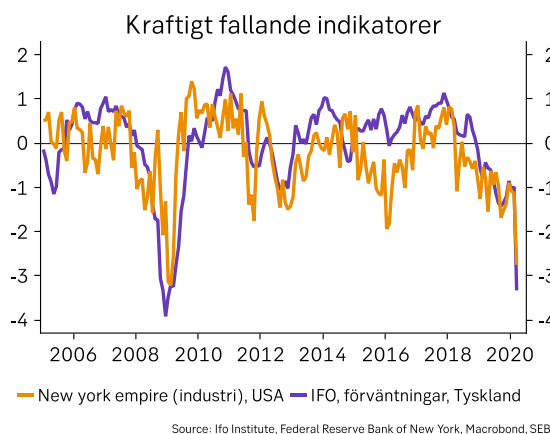


Prognosuppdatering under extrem osäkerhet

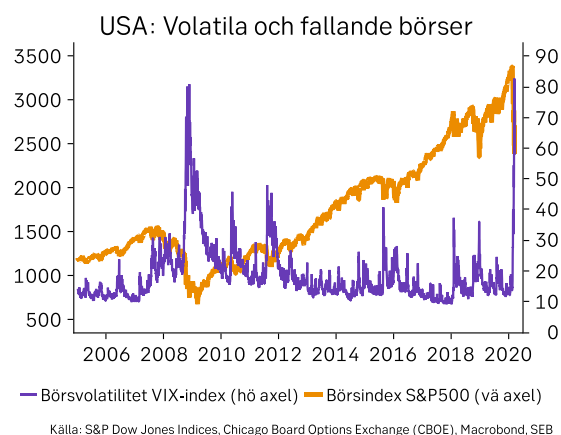
Covid-19:s framfart har snabbt ändrat prognosförutsättningarna. Nedstängningar runt om i världen gör att en djup ekonomisk nedgång i närtid nu är oundviklig. Huvudscenariot är att BNP i OECD minskar med 2½ procent för helåret 2020; en nedrevidering med ca 4 procentenheter. Scenariot utgår från att läget i vissa avseende börjar normaliseras om några månader. Återhämtningen sker sedan gradvis så att BNP-tillväxten rekylar upp med 3½ procent 2021. Arbetslösheten kommer ändå att hamna på klart högre nivåer än vi sett på senare år. Den stora osäkerheten gör också att vi redovisar tillväxtbanor i två alternativa scenarier.

Extrem scenförändring på kort tid. De senaste veckornas omfattande nedstängningsbeslut i västvärlden har dramatiskt förändrat utsikterna för prognosmakare. Under en ganska lång tid efter Coronautbrottet dominerande synen att de ekonomiska effekterna skulle bli små, speciellt utanför Kina. I mitten på februari bedömde Internationella valutafonden (IMF) att den negativa BNP-effekten på global nivå i huvudscenariot skulle stanna vid marginella 0,1 procent för helåret 2020. Den 2 mars publicerade OECD en mer fullständig prognosuppdatering med ett huvudscenario där global BNP för 2020 justerats med 0,5 procentenheter jämfört med tidigare prognos i november 2019. Den 13 mars, när nedstängningarna i Västeuropa börjat bli alltmer omfattande, bedömde EU-kommissionen att BNP i unionen kommer att minska med 1 procent för 2020 jämfört med tidigare prognos som innebar en ökning med ca 1½ procent.



Begränsade historiska erfarenheter att luta sig mot. Att bedömningen av de ekonomiska effekterna på bara några veckor förändrats så radikalt beror förstås

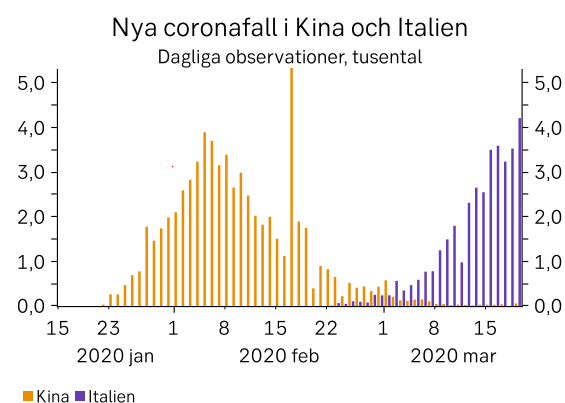
främst på att prognosmakare inte kunde föreställa sig de dramatiska nedstängningsåtgärder som nu genomförts. Man kan också tänka sig att tongivande organisationer tenderat att undvika att publicera alarmistiska prognoser för att inte öka oron hos allmänhet och finansiella marknader i ett läge då osäkerheten ändå var så stor. Men när nu myndigheter tydligt lagt fram sina kort och nedstängningarna så konkret påverkar den ekonomiska aktiviteten måste ekonomer börja försöka kvantifiera konsekvenserna trots den stora osäkerheten. Det är redan uppenbart att erfarenheter från tidigare pandemier har begränsat värde när det gäller att bedöma vilka ekonomiska effekter vi nu står inför eftersom de inte alls ledde till den typ av nedstängningar vi ser nu. De senaste decenniernas recessioner (fastighetskrisen i början på 1990-talet, den spruckna IT-bubblan runt millenniumskiftet samt Lehmankrisen 2008-09) hade förstås helt andra drivkrafter till en början men det kan ändå finnas lärdomar att dra när det gäller negativa förstärkningsmekanismer samt jämföra de olika typerna av policyrespons.



Smittospridning och nedstängningsbeslut i fokus.

Man måste dock konstatera att vi i huvudsak befinner oss på okänt territorium. Än så länge beror djupet av nedgången inte så mycket på bristande framtidstro, minskat investeringsbehov eller andra traditionella drivkrafter för recessionsutbrott. Det är istället takten i smittans utbredning och framför allt de åtgärder myndigheterna i ett förebyggande försöker vidta för att bromsa spridningen som avgör den ekonomiska nedgången. Det är därför vanskligt att dra för stora växlar på t ex historiska samband mellan sentimentsindikatorer och faktiska BNP-utfall.

BNP-utvecklingen andra kvartalet i fokus. Den närmaste tiden kommer prognosmakarnas fokus att ligga på att försöka beräkna hur stora negativa BNP-bidrag vi kommer att få från de sektorer som nu nästan helt stängs ner. För första kvartalet (Q1) kommer de tre sista veckorna i mars att sätta sina spår men det mest tyder på att det mest dramatiska fallet kommer att inträffa under Q2. Hur djup nedgång vi då får kommer att bli mycket viktigt för hela prognosbilden och hur dramatisk stor nedgången på helårsbasis blir. I nuläget diskuteras BNP-fall i storleksordningen 5-7 procent räknat i säsongsjusterad kvartalstakt. Mätt på amerikanskt vis med uppräknig till årstakt (s k annualisering) skulle vi då få se BNP-fall i storleksordningen 20-30 procent. Detta är ett betydligt brantare fall än vad vi såg under Lehmankrisens värsta period.



Källa: World Health Organization, Macrobond, SEB

Återhämtningsförloppet beror på flera faktorer. Vad som därefter händer efter en så djup ekonomisk nedgång beror på flera olika faktorer. Det fortsatta spridningsförloppet för Covid-19 blir naturligtvis viktigt men beslutsfattande myndigheter och politiker kommer löpande att ställas inför beslut om nedstängningarnas omfattning. Även om de medicinska övervägandena fortfarande är avgörande kommer det bli svårt att inte också väga in konsekvenserna av en ekonomisk och social utveckling där riskerna för sammanbrott och kollaps på vissa områden ökar. Sådana skulle i sin tur kunna få återkopplingar på möjligheterna att snabbt bygga ut vårdkapaciteten. Om t ex takten i smittospridningen avtar i takt med varmare väder och sedan återkommer till hösten kan man mycket väl välja en annan strategi än dagens.

Snabb ekonomisk-politisk respons. Den senaste veckan har ekonomisk-politiska beslutsfattare reagerat

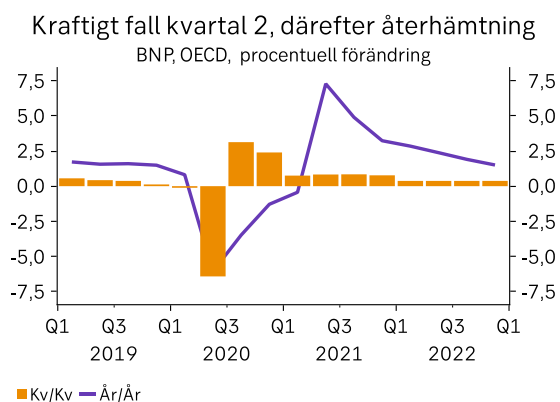
snabbt och beslutsamt. Både regeringar och centralbanker har insett att situationen är allvarlig och varit måna om att inte förlora tid. I USA har Federal Reserve snabbt sänkt räntan till 0 och omfattande QE-program har sjuvägats på båda sidor av Atlanten. I detta avseende är situationen helt annorlunda än under Lehmankrisen. Då fanns länge en mer eller mindre outtalad ovilja att agera på ett sätt som skulle gynna de aktörer som drivit på olika former av excesser, främst på den amerikanska bolånemarknaden. Perioden från de första allvarliga kristecknen på subprime-marknaden i augusti 2007 till Lehmankonkursen ett drygt år senare präglades av en balansgång mellan att hjälpligt hålla igång det finansiella systemet men samtidigt undvika stora räddningsaktioner. Först i oktober 2008 började kraftfulla åtgärder sjuvägats när det finansiella systemet helt och hållet höll på att kollapsa. När nu den ekonomiska krisen är en direkt konsekvens av drastiska medicinska och politiska beslut finns inget motsvarande dilemma, åtminstone inte till att börja med.

Stimulanspolitiken blockeras. Även om handlingskraften kan imponera finns många frågetecken vad gäller stödpolitikens effektivitet och syfte. Vi har i fler analysprodukter försökt sammanställa såväl centralbankers som regeringars åtgärder. En grundläggande skillnad mot tidigare kriser är att såväl ekonomins efterfråge- som utbudssida just nu i hög grad är bakbundna. När såväl gränser som t ex affärer och restauranger är stängda försvinner viktiga delar av hushållens konsumtionsmöjligheter. På utbudssidan drabbas många andra sektorer där personal t ex har svårt att jobba hemifrån. Flera satsningar har också utformats för att på olika sätt underlätta för arbetstagare att kunna stanna hemma. Därmed bidrar åtgärderna indirekt till att pressa ned BNP på kort sikt. Vi börjar nu också se att större industriföretag stoppar produktionen när stängda gränser och nedstängningar förhindrar nödvändig tillförsel av insatsvaror och personal. I en sådan situation kan finanspolitiska impulser i begränsad omfattning dämpa det kortsiktiga fallet i BNP oavsett hur stor stimulansdos man formellt kan summera ihop. Syftet med många åtgärder är istället att minska de långsiktiga skadeverkningarna genom att ge företagen möjligheter att behålla personal eller mildra konsekvenserna för den som tillfälligt eller mer permanent förlorar arbetsinkomster.

Svag penningpolitisk transmission. Centralbankernas insatser har haft stor betydelse för att stadga upp det finansiella systemet, men även här finns stora begränsningar när det gäller möjligheterna att påverka den ekonomiska aktiviteten på kort sikt. Dessa begränsningar framkommer inte alltid så tydligt när åtgärderna presenteras. Lånefaciliteter av den typ som Riksbanken annonserade den 16 mars till ett sammanlagt belopp av 500 miljarder SEK kan underlätta överlevnaden för pressade företag. Men för att företag verkligen ska vara beredda att ta nya lån krävs att man ändå kan skönja någon form av ljusning när det gäller efterfrågan på sina produkter. Och kreditrisken ligger trots allt kvar hos affärsbankerna som därmed har kvar rollen som traditionell kreditvärderare.

Större ekonomisk-politiska spänningar på väg. Trots den snabba responsen från regeringar och centralbanker kan man nog säga att man hittills levererat relativt okontroversiella åtgärder. Framöver kommer man sannolikt att tvingas till aktioner där svårare avvägningar måste göras och där också avigsidor blir tydligare. Det kan handla om specifika stöd som kan slå orättvist mellan branscher och företag och när det gäller euroområdet och ECB också mellan länder. Vi kommer nog också att få se tydligare ingrepp i marknadsekonomi där regeringar och centralbanker tar över kreditrisk på vissa områden. Gällande ramverk och begränsningar i mandat kommer troligen tillfälligt att behöva omprövas när det gäller såväl budget- som centralbankspolitik.

Traditionella konjunkturfrågor får nytt liv. Även om analysen på kort sikt helt kretsar kring effekterna av alla nedstängningsåtgärder kommer vi ganska snart också att behöva ta ställning till mer traditionella spridningseffekter. Arbetslösheten kommer att öka också på lite längre sikt, vilket t ex påverkar konsumtion och bostadsmarknad. Börsfallet kommer också att verka dämpande på konsumtionen under en tid. Behovet av investeringar kommer att minska i vissa branscher och många företag kommer att ha sämre finansiella förutsättningar för att genomföra kapacitetsutbyggnader. Sammantaget gör detta att BNP-nivån under de närmaste åren kommer att förbli lägre jämfört med de bedömningar som gjordes för bara ett fåtal månader sedan.



Kraftiga BNP-fall för 2020 men viss rekyl uppåt 2021. Vårt huvudscenariot innebär att BNP-nivån faller något under första kvartalet för att sedan rasa med drygt 6 procent (ca 25 procent i uppräknad årstakt på amerikanskt vis). Kalkylen bygger på att nedstängningar och restriktioner successivt lättar när sommaren närmar sig och att ekonomin börjar återhämta sig i mitten på kvartalet. Därefter sker en gradvis återhämtning under andra halvåret och under 2021 (se graf). Årsmedeltalen kommer med ett sådant förlopp att förändras kraftigt jämfört med tidigare prognoser. BNP i OECD-området beräknas falla med 2,6 procent för helåret 2020; en nedjustering med drygt 4 procentenheter jämfört med Nordic Outlook Februari. För 2021 reviderar vi istället upp BNP-tillväxten med 2 procentenheter. Det innebär att BNP-nivån för helåret 2021 ligger ca 2 procent lägre än i tidigare prognos beroende

på de negativa följdverkningar som diskuteras ovan. Trots de försök som nu görs för att ge företagen möjlighet att behålla personal kommer arbetslösheten kommer att stiga markant det närmaste året. Arbetslösheten i USA stiger från dagens 3½ procent till en nivå runt 10 procent en bit in i 2021 för att sedan börja falla tillbaka. I Europa blir uppgången något mildare i linje med historiska mönster vid recessioner. Den svenska arbetslösheten väntas stiga till 10 procent.

BNP-tillväxt i huvudscenariot

Årlig förändring i %. Differens jämfört med NO Feb

	Prognos 2020	2021	Diff 2020	2021
Sverige	-2.7	3.4	-3.8	+1.7
Euroområdet	-3.6	3.4	-4.7	+2.2
USA	-1.7	3.7	-3.5	+1.8
OECD	-2.6	3.6	-4.1	+2.0
Världen	0,5	4,5	-2,6	+1,2

Källa: OECD, SEB

Liknande situation i USA och Västeuropa. I detta tidiga skede är det vanskligt att skissa på alltför detaljerade skillnader mellan olika länder bl a för att det i så hög grad beror på smittospridningens förlopp. I nuläget är dock bedömningen att BNP i euroområdet faller djupast eftersom man drabbats av hårdast av Covid-19 och genomfört de mest långtgående nedstängningarna. Att USA ligger efter i smittospridningen gör dock att bilden kan ändras. Svagare automatiska stabilisatorer i den amerikanska ekonomin bl a beroende på mindre utbyggd socialförsäkringssystem gör också att spridningseffekterna ut i ekonomin normalt blir större. Det är dock troligt att vi kommer att få se nya typer av federala insatser som ändrar detta mönster. Detta bidrar till att vi inte tror att arbetslösheten kommer att stiga till så höga nivåer som historiska erfarenheter indikerar (se tabell nedan).

Förändringar i BNP och arbetslöshet

Procent respektive procentenheter i USA

	BNP*	Arbetslöshet**
Tidigt 80-tal	-2,1	2,0
Tidigt 90-tal	-1,4	2,3
Finanskrisen	-3,9	4,9
Coronasenario	-5,8	5,5

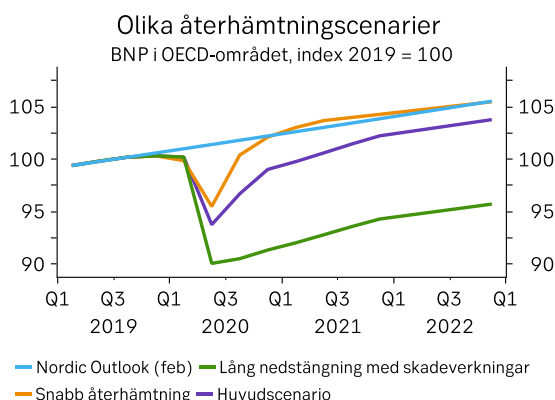
Källa: SEB, Macrobond

Anm: * Ackumulerad nivåförändring från topp till botten i procent, ** Uppgång mätt som kvartalsgenomsnitt i procentenheter.

Kraftig inbromsning även i EM-ekonomier. I nuläget finns skäl till att tro att EM-ekonomierna kommer att drabbas ungefär lika hårt som efter den globala finanskrisen 2008–2009. Smittospridningen i Kina tycks ha avstannat markant och den ekonomiska aktiviteten har börjat komma igång vilket ger visst hopp om att tillväxten fortfarande blir positiv. Vi kommer dock troligen att då se dramatiska effekter i många exportberoende länder. Kapitalinflödet har stannat av och fallande råvarupriser och en kollaps för turismen blir också mycket kännbart.

Nedåtrisker kopplade till nya nedstängningsbeslut.

Den exceptionella osäkerhet som nu råder gör att det är naturligt att arbeta med olika alternativscenarier. Man kan tänka sig olika utvecklingsmönster både när det gäller smittospridningen, den ekonomisk-politiska responsen samt på faktiska ekonomiska konsekvenserna av dessa faktorer. Vårt negativa scenario utgår från att smittospridningen blir så allvarlig att nedstängningsbesluten förlängs en betydligt längre tid än vad som än vad som är utgångspunkten i huvudscenariot och åtminstone ligger kvar till halvårsskiftet. Då kommer förstås den ekonomiska nedgången att bli betydligt djupare och BNP-tappet jämfört med vår februariprognos blir som mest 7-8 procent under slutet av 2020. Den ekonomiska politiken kommer i detta scenario att behöva ta till dramatiska åtgärder som vi hittills inte sett i fredstid. Redan nu kan vi se att t ex USA redan har infört krigsliknande lagstiftning som ökar handlingsalternativen. Vi ser ändå argument för att inte skissa på ett alternativ med en alltför katastrofal ekonomisk utveckling eftersom det trots allt troligen kommer att finnas handlingsalternativ som undviker detta.



Källa: Macrobond, SEB

Möjligheter för bättre utveckling när politiken börjar verka.

Ett mer positivt scenario kan dels ta sin utgångspunkt i att läget i smittospridningen förbättras snabbare än väntat eller att nedstängningsrestriktionerna av andra skäl mildras tidigare än i huvudscenariot. På lite längre sikt kan man också tänka sig att återhämtningen går snabbare än i huvudscenariot när bl a beroende på att de ekonomisk-politiska stimulanser som på kort tid har mycket begränsad börjar bita betydligt bättre när den allmänna samhällsmiljön normaliseras. I ett sådant scenario är det svårt att se att regeringar och centralbanker skulle vara speciellt snabba att dra tillbaka stimulanserna av oro för en överhettning. Vi ser ungefär symmetrisk sannolikhet för alternativscenarierna och i nuläget gör vi bedömningen att sannolikheten för en svagare utveckling är något större än för det positiva scenariot. Vi sätter 60 procents sannolikhet för vårt huvudscenario och således 20 procent vardera det positiva och negativa scenariot.