

Research Reports

Verkningsfull krispolitik
med långsiktiga risker

Positiva överraskningar
i Norden och Baltikum

Nordic Outlook

September 2020

Innehåll

4	Inledning
5	Global ekonomi
6	Internationell översikt
13	Tema: Globaliseringen
16	Räntemarknaden
17	Valutamarknaden
18	Tema: Svenska kronan
21	Aktiemarknaden
22	USA
25	Tema: USA-valet
28	Euroområdet
31	Japan
32	Storbritannien
33	Kina
34	Ryssland
35	India
36	Norden
37	Sverige
41	Tema: Recessioner och arbetsmarknad
44	Norge
46	Danmark
47	Finland
48	Baltikum
49	Litauen
50	Lettland
51	Estland
52	Nyckeldata
57	Research kontakter



Hälsokris på två plan

Annus horribilis 2020

”Det är alltid klokt att se framåt men svårt att blicka längre än man kan se.” Orden är Winston Churchills, legendarisk brittisk premiärminister. Utmaningen känns extra stor när vi nu adderar ett nytt prognosår: 2022.

Det råder inga tvivel om att 2020 blir ett år för historieböckerna. Vi bevittnar en värld präglad av hälsokris för både människan och ekonomin. De närmaste årens ekonomiska och finansiella utveckling bestäms av förmågan att uthålligt bromsa virusets spridning och att utforma en effektiv kris- och återhämtningspolitik.

Globala återhämtningen är inne på sin fjärde månad men navigerar i osäkra och förrädiska farvatten. Krispolitiken kan rädda produktionskapacitet men leder inte nödvändigtvis till ekonomisk tillväxt. Det finns en betydande oro för bestående skador på ekonomins funktionssätt även om vaccin och bromsmediciner tycks vara inom räckhåll.

Att öppna upp har visat sig vara minst lika svårt som att stänga ned ekonomier. Hushålls och företags beteende och agerande de senaste månaderna visar dock en vilja att försöka komma tillbaka till ett mer normalt läge. Men covid-19 håller världsekonomin i ett hårt grepp. Det pågår en dragkamp mellan realekonomisk pessimism och börsernas framtidsoptimism.

Krispolitikens storlek saknar motstycke – 19 500 miljarder dollar – vilket lyfter tillgångspriser. Dessa offentliga ingripanden dominerar utsikterna och gränsen mellan finans- och penningpolitik har blivit otydlig. ”Sedelpresspolitiken” skapar möjligheter för en investeringsdriven återhämtning med fokus på bla grön omställning.

Efter att ekonomier har varit i fritt fall under andra kvartalet har läget stabiliserats. Ljuset i tunneln har blivit allt starkare. Förutsättningar finns för en efterlängtd ekonomisk återhämtning. Var vi i slutänden hamnar avgörs av hur hushåll, företag, politiker och centralbankschefer reagerar på rådande extrema läge.

Vår nya *Nordic Outlook September 2020* analyserar covid-19-krisens konsekvenser för världen. Vi presenterar även fyra fördjupande teman:

- Globaliseringen
- Svenska kronan
- USA-valet
- Recessioner och arbetsmarknad

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

Robert Bergqvist

Chefsekonom

Håkan Frisén

Prognoschef

Global ekonomi

Verkningsfull krispolitik med långsiktiga risker

USA

Återhämtningen har varit snabbare än väntat trots omfattande virus spridning. Vägen tillbaka är dock lång. Även om nya större nedstängningar undviks, ligger arbetslösheten kvar på en hög nivå kommande år.

Sida 22

Euroområdet

BNP föll dramatiskt under våren men bilden är splittrad med en nord-sydlig spricka. Uppstudsens leds av hushållens varukonsumtion medan industrin går trögare. EU:s nya stödfond stimulerar och stärker samarbetet.

Sida 28

Kina

Första landet ut ur krisen uppvisade oväntat stark BNP-tillväxt andra kvartalet. Utvecklingen är dock splittrad och återhämtningen går i otakt. Restriktionerna från utbudssidan har lättat men arbetsmarknaden hämmar.

Sida 33

Storbritannien

Nedgången andra kvartalet var större än i Euroområdet och USA. Återhämtningen blir stapplande och såväl Covid-19 som Brexit skapar osäkerhet. BoE är beredda med mer QE-politik vid behov men undviker räntesänkningar.

Sida 32



Trots ökad virus-spridning har återhämtningen i utvecklade ekonomier gått lite snabbare än väntat; i Norden och Baltikum blir BNP-fallet betydligt mildare än befarat. Krispolitiken har framför allt dämpat uppgången i arbetslösheten. Ökningen i offentlig skuld blir rejäl men inte lika kraftig som tidigare kalkyler indikerade. Tillsammans med låg inflation ger det centralbanker och regeringar utrymme att stötta återhämtningen i nästa fas. På sikt riskerar dock den ultralätta penningpolitiken att skapa ökade klyftor och svagt omvandlingstryck.

När senaste Nordic Outlook (NO) publicerades i början av maj var nedstängningarna och restriktionerna som mest omfattande. Samtidigt var vi mitt i en period då enorma ekonomisk-politiska stimulanser sjuksattes i snabb takt. Deras effektivitet och egentliga storlek var svåra att bedöma men de finansiella marknaderna hade börjat repa sig efter den dramatiska börsnedgången i mars. Prognosläget i denna situation var extremt osäkert och många drog slutsatsen att det egentligen bara var 1930-talets depression som var jämförbar när det gällde krisens allvar. Vi var också inne i en fas då tillväxtprognoserna ständigt reviderades nedåt och internationella organisationer har också därefter fortsatt att överträffa varandra i pessimism. I takt med att ny statistik kommit in har bilden blivit lite klarare och prognosutsikterna lite mindre osäkra. Om NO i maj präglades av behovet att resa de stora frågorna och sätta den unika situationen i ett historiskt perspektiv är fokus denna gång lite mer "jordnära". Det gäller att verkligen granska inkommande data och försöka urskilja de viktigaste felen och överdrifterna i de initiala slutsatserna och prognoserna.

Positiva överraskningar trots covid-bakslag. Covid-19-pandemin har snarast utvecklats i mer negativ riktning jämfört med antagandena i vår tidigare huvudprognos. Trots det har ekonomin generellt återhämtat sig i lite snabbare takt än väntat i utvecklade ekonomier, framför allt på konsumtionssidan och inom industrin. Preliminära BNP-siffror för andra kvartalet visar dock på oväntat stora skillnader, där framför allt de nordiska och baltiska länderna överraskat på upp-sidan. Arbetsmarknaden har samtidigt inte försvagats så mycket som befarat. Arbetslösheten har sjunkit tillbaka i USA de senaste månaderna samtidigt som stödåtgärderna i Europa har begränsat uppgången i betydligt större grad än väntat (se temaartikel "Recessioner och arbetsmarknad"). Detta har bidragit till att belastningen på de offentliga finanserna av recession och stödåtgärder inte blir lika stor som väntat, vilket skapar manöverutrymme för ytterligare satsningar framöver.

Stora upprevideringar för Norden och Baltikum. Vi har gjort mindre upprevideringar för de stora industri-länderna för 2020 och BNP i OECD väntas nu sjunka med 6,6 procent jämfört med 7,0 i tidigare prognos. För de nordiska och baltiska regionerna är däremot upp-

revideringarna mångdubbelt; i storleksordning 5 till 6 procentenheter för de båda aggregaten. Global BNP är trots detta nedjusterad en dryg procentenhet eftersom pandemins spridning i många EM-länder har orsakat större ekonomisk skada än väntat; förändrade utsikter för Indien har haft särskilt stor betydelse. BNP-prognosen för 2021 är generellt nedjusterad något bl a för att pandemin ser ut att hämma vissa sektorer längre än väntat. De närmaste åren sker ändå en gradvis återhämtning med BNP-tillväxt över trend; framför allt för 2021. Men ännu i slutet av 2022 är resursutnyttjandet lägre än normalt med en arbetslöshet som i de flesta länder ligger klart över nivåerna som gällde före krisen.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
USA	2,2	-5,5	4,0	3,5
Japan	0,7	-5,8	2,4	0,7
Tyskland	0,6	-6,1	5,0	2,8
Kina	6,1	2,0	8,0	5,6
Storbritannien	1,4	-11,6	7,0	1,0
Euroområdet	1,3	-8,8	6,6	3,4
Norden	1,4	-3,5	4,0	2,8
Baltikum	3,6	-2,9	3,7	3,4
OECD	1,6	-6,6	4,8	2,8
EM	3,9	-2,5	5,6	4,8
Världen, PPP	2,9	-4,3	5,3	4,0

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

Goldilockmiljö gynnar tillgångspriser. Riskaptiten på finansiella marknader har fortsatt att förbättras. Bolagsrapporterna för andra kvartalet överträffade generellt lågt ställda förväntningar, framför allt beroende på resoluta kostnadsbesparingar. Vår makroprognos innebär fortsatt relativt gynnsamma förutsättningar för börs och riskapitet. Konjunkturen tar sig gradvis upp på allt fastare mark samtidigt som centralbankerna är beredda att stötta ekonomierna under lång tid med rekordlåga styrräntor och därtill en utvidgning av sina tillgångsköp vid behov. I en sådan miljö är det inte naturligt att värderingen på aktiemarknaden glider

uppåt till nivåer som är höga i ett historiskt perspektiv. Centralbankernas agerande ökar också manöverutrymmet för finanspolitiken som får en allt viktigare roll framöver. Även om det finns avvisidor med den ultralätta penningpolitiken på lång sikt i form av ökande ekonomiska klyftor och svagt omvandlingstryck i ekonomin är det i nuläget för tidigt att börja spekulera i kommande exitstrategier för centralbankerna.

Dollarförsvagningen fortsätter. Räntekonvergens på låga nivåer har den senaste tiden varit en viktig drivkraft för valutamarknaden och den trenden väntas fortsätta. Det innebär att dollarn försvagas när den inte längre får tydligt stöd av positiv räntedifferens gentemot andra stora valutor samtidigt som också stabilare konjunkturutsikter tynger dollarn som defensiv valuta. Vår prognos är att EUR/USD står i 1,25 i slutet av 2021. Även den svenska kronan väntas fortsätta att ta tillbaka förlorad mark i en miljö där inte Riksbanken längre sticker ut på samma sätt som tidigare (se temaartikel "Varaktigt förstärkning av undervärderad krona"). I slutet av 2021 väntas EUR/SEK ligga på 9,75.

Den svenska kronan väntas fortsätta att ta tillbaka förlorad mark när inte Riksbanken sticker ut på samma sätt som tidigare

Oväntat stora variationer andra kvartalet

Dramatiken i BNP-nedgången andra kvartalet saknar helt motstycke i modern tid. Oortodoxa mätmetoder pekade på att så mycket som en tredjedel av ekonomierna i länder som Frankrike och Storbritannien var nedstängda i april. När vi nu har fått preliminära BNP-utfall kan man konstatera att vissa saker följde förväntningarna medan andra överraskade kraftigt. Nedgången i USA och euroområdet som helhet blev ungefär som väntat. Att Storbritannien noterade det allra största fallet med en drygt 20-procentig nedgång var också logiskt mot bakgrund av nedstängningsgrad, indikatorer och brexit. Däremot var skillnaderna mellan Tyskland och övriga stora euroländer oväntat stora.

Oväntad motståndskraft i Finland och Litauen. För Norden och Baltikum var däremot överraskningarna större. Generellt blev fallen mildare än väntat, framför allt för Finland och Litauen. För Norges del publicerades BNP-siffrorna efter vår "cut-off" men andra indikatorer tyder på oväntat snabb återhämtning. Sveriges coronastrategi att hålla samhället mer öppet än i omvärlden har rönt stor internationell uppmärksamhet. Detta har dock inte resulterat i mildare BNP-fall än i grannländerna. Andra kvartalet uppvisade Sverige det största BNP-fallet i regionen. Det är dock relevant att också beakta första kvartalet i jämförelsen och där höll svensk ekonomi emot bäst, vilket gör att svenska BNP-fallet första halvåret blev ungefär som genomsnittet i den nordisk-baltiska regionen.

BNP, säsongsrensade kvartalsförändringar

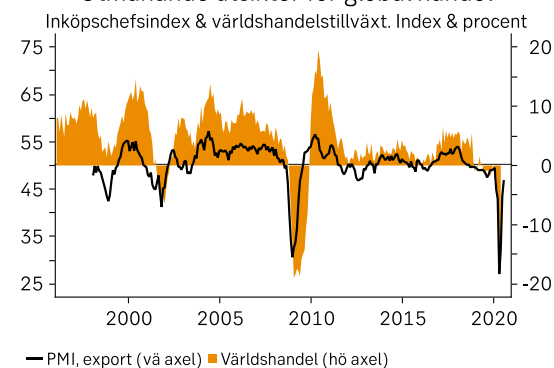
Procentuell förändring

	2020 kv1	Kv2	Kv3	Kv4
USA	-1,3	-9,5	3,6	1,8
Euroområdet	-3,6	-12,1	6,0	3,5
Tyskland	-2,0	-10,1	6,0	3,0
Spanien	-5,2	-18,5	10,0	6,0
Storbritannien	-2,2	-20,4	12,5	5,1
Sverige	0,1	-8,6	3,8	1,8
Norge	-2,1	-5,5	3,5	1,4
Danmark	-2,0	-7,5	4,0	2,0
Finland	-1,9	-3,2	2,4	0,2
Litauen	-0,3	-5,1	2,9	0,5
Lettland	-2,9	-7,7	3,5	2,6
Estland	-3,7	-7,4	4,5	4,1

Källa: Eurostat OECD, SEB

Rekyl uppåt för hårt drabbade länder. Det är svårt att fästa alltför stor vikt vid ett preliminärt utfall för ett enskilt kvartal. Det är dock svårt att bortse från att man har fått en ny "bottenplatta" som i vissa länder ligger klart högre än väntat och detta får stor påverkan på helårssiffrorna, givet att man inte tror på kraftiga bakslag framöver. I takt med att graden av restriktioner konvergerar räknar vi med starkare rekyl uppåt framöver för de ekonomier som hade de största minustalen andra kvartalet. Trots detta blir skillnaderna när det gäller BNP-tillväxten för helåret 2020 mycket stora. I majrapporten var t ex prognosen att BNP i Norden sammantaget skulle falla med 8 procent; nu tror vi fallet stannar vid 3,5 procent. För Baltikum är revideringen ännu större.

Utmanande utsikter för global handel



Starka globaliseringskrafter – trots allt

De globala handelsströmmarna minskade kraftigt under våren när globala produktionskedjor bröts. Trots en viss återhämtning i juni sjönk världshandeln med 20 procent på årsbasis andra kvartalet. Även om återhämtningen fortsätter under andra halvåret väntas nedgången för helåret 2020 bli 10 till 12 procent. Mot slutet av 2020 tror vi dock att det mesta av tappet är återhämtat och som årsgenomsnitt väntas uppgången 2021 bli 8 procent. År 2022 tror vi att världshandeln är tillbaka på ungefär samma nivå som 2019.

Spänningar mellan USA och Kina också med Biden.

Coronapandemin har satt fokus på nationsgränsernas ökade betydelse där regeringar bl a behöver se över behovet av nationella beredskapslager. I ett längre perspektiv är det heller inte svårt att måla upp en hotbild med ökad protektionism, demokratiens tillbakagång, försvagade internationella organisationer och kanske också väpnade konflikter. Ökande spänningar mellan Kina och Västvärlden, framför allt USA, är den ojämförligt viktigaste frågan och man kan tyvärr konstatera att konfliktytorna mellan USA och Kina eskalerat på senare tid. Det reser frågor kring det mödosamt framförhandlade handelsavtalet. Vid halvårsskiftet hade Kina bara nått en fjärdedel av stipulerad importökning från USA för 2020. Relationerna mellan USA och Kina lär inte förbättras märkbart med Joe Biden i Vita huset, vilket i nuläget ser mest troligt ut (se temaartikel om USA-valet). Viljan att bromsa Kinas globala expansion är utbredd i alla politiska läger i USA.

Relationerna mellan USA och Kina lär inte förbättras med Joe Biden i Vita huset. Viljan att bromsa Kinas globala expansion är utbredd i alla politiska läger i USA

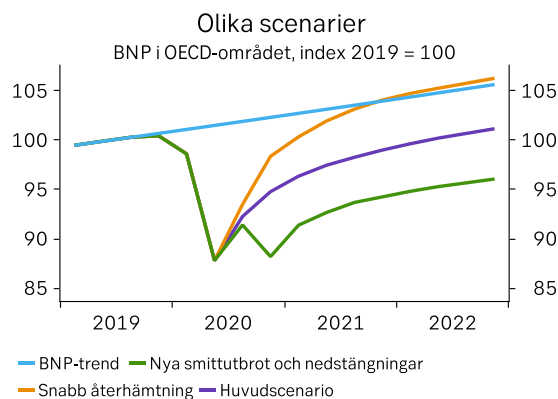
Globaliseringen långt ifrån död. Samtidigt är det inte ovanligt att man kan peka på risker mot globalisering och frihandel. Hotbilden måste därför balanseras mot andra faktorer. Frihandeln har tagit steg framåt de senaste åren med en rad nya handelsavtal och det finns trots allt en utbredd insikt om hur viktig handeln varit för ökat välstånd och den framgångsrika globala kampen mot fattigdom (se temaartikel "Globaliseringen" på s 13). Världshandeln, som andel av global BNP, har stagnerat sedan finanskrisen av en rad skäl t ex tjänstesektorernas ökade andel av BNP, ökade finansiella regleringar samt ambitioner från EM-ekonomier, främst Kina, att minska sitt exportberoende. Det finns också gröna argument för att öknings-takten i världshandeln saktar in. Vår slutsats är att vi även framöver får se en långsamt stigande, eller möjligen stagnerande, världshandel när krafter drar åt olika håll men globaliseringen är långtifrån död.

Ökad virus spridning leder till ny taktik

Spridningen av coronaviruset har dessvärre fortsatt i oroande takt. I Nord- och Sydamerika ligger antalet nya fall på rekordhöga nivåer och i Asien och Europa, som låg före i pandemicykeln, har vi sett nya utbrott den senaste månaden. Istället för generella nedstängningar verkar dock taktiken nu vara att angripa kluster av smitta för att därigenom minska effekterna på arbetsmarknad och tillväxt. Faktorer som kapacitet och beredskap inom hälso- och sjukvård och befolkningens åldersstruktur påverkar strategier liksom risken för politisk och social oro.

Vaccinfrågan allt viktigare. Med fortsatt omfattande spridning på global nivå samt uppblående smitt-

härda runt om i världen blir det alltmer tydligt hur viktig vaccinfrågan är för normaliseringsprocessen. Det är svårt att få en tydlig bild av när vaccinering i större skala kan genomföras eftersom bedömningarna bland experter varierar kraftigt. Idag finns sex vaccinkandidater som nått sista fasen av kliniska tester. Det är under denna kritiska fas, som väntas ta 2 till 3 månader, det avgörs om ett eller flera vacciner fyller kraven i olika avseenden. I bästa fall kan ett vaccin finnas på plats redan vid årsskiftet, vilket skulle vara en stor framgång för världens medicinforskning. Rysslands tidiga vaccineringsplaner skapar både oro och nyfikenhet i omvärlden. Om det ryska vaccinet visar sig fungera och inte leda till allvarliga biverkningar blir det en framgång i kampen mot covid-19 men också en ekonomisk och politisk framgång för Moskva.



Källa: Macrobond, SEB

Många frågor kring vaccineringsprocessen. Det är dock många olika frågor som diskuteras när det gäller massvaccinering. Det gäller t ex hur snabbt tillräckligt många doser kan fås fram, konkurrens mellan olika länder när det gäller tillgång och fördelning samt verkningens grad och varaktighet hos vaccinet. Också graden av vaccinmotstånd, inte minst i USA, samt ekonomiska möjligheter att genomföra massvaccinering i fattigare länder är faktorer som bidrar till osäkerhet. I vårt huvudscenariot är antagandet att den kommande vintern på norra halvklotet måste "genomlidras" utan massvaccinering. Därmed finns risker för en temperaturdriven försämring av pandemiläget, även om också detta är omdiskuterat. Däremot antar vi att vaccineringen under andra halvåret 2021 nått en sådan omfattning att behovet av restriktioner minskar påtagligt.

Negativt scenario

BNP-tillväxt, procent

	2020	2021	2022
USA	-7,3	1,5	3,0
Euroområdet	-10,7	2,5	2,5
Sverige	-6,0	0,5	2,5
OECD	-8,5	1,5	2,5
Världen	-5,7	2,0	3,5

Källa: OECD, SEB

Symmetriska risker. Den stora osäkerheten kring vaccin och virus spridning är en orsak till att vi fortsätter att arbeta med olika alternativscenarier. På nedsidan dominerar risken för att pandemin under vintern tar fart på ett så allvarligt sätt att nya större nedstängningar och hårdare restriktioner tvingas fram. Förutom de direkta effekterna i form av BNP-fall skulle det troligen få påtagliga negativa förtroendeeffekter som påverkar såväl realekonomin som finansiella marknader. Vaccinering i större skala redan i början på 2021 skulle – å andra sidan – kunna generera ett mer positivt scenario. Det är också möjligt att vi underskattar kraften i den ekonomisk-politiska stimulansdosen när den får bättre förutsättningar att verka. Vi behåller en symmetrisk sannlikhetsfördelning med 60 procents sannolikhet för huvudalternativet och 20 procent för de båda alternativscenarierna.

Positivt scenario

BNP-tillväxt, procent

	2020	2021	2022
USA	-4,3	7,0	3,6
Euroområdet	-7,6	10,5	4,1
Sverige	-2,8	8,0	3,9
OECD	-5,4	8,0	3,1
Världen	-3,3	8,5	4,2

Källa: OECD, SEB

Historiska BNP-fall för EM-ekonomier

Året 2020 går till historien som det år då BNP i EM-ekonomierna som grupp krympte för första gången sedan tillförlitlig statistik började presenteras. Ingen region kommer att förskonas från covid-19-pandemin, men det finns stora skillnader i hur hårt enskilda länder drabbas. Det är dock svårt att hitta något tydligt mönster när det gäller framgångsrika strategier. Indien införde t ex restriktioner relativt tidigt och stängde sedermera ner ekonomin nästan totalt medan Brasilien tog beslut senare och tog mindre drastiska steg. Brasilien har nu världens näst högsta antal bekräftat smittade efter USA och Indien världens tredje högsta. Den viktigaste faktorn för EM-länderna har visat sig vara den institutionella kapaciteten, dvs hur effektivt fattade beslut kan implementeras och hur väl myndigheter kan hantera utmaningar som matdistribution och sjukvård. Även förmågan att nå speciellt utsatta och fattiga invånare med stöd är viktig. Generellt sett finns en korrelation mellan BNP per capita och institutionell kapacitet vilket indikeras av att länder som Sydkorea och Taiwan klarat sig betydligt bättre än t ex Mexiko och Brasilien.

EM-länder tyngs också av svag omvärldsefterfrågan.

Många ekonomier är beroende av turism och varuexport medan andra lider av den press nedåt på råvarupriserna som följt i spåren på den globala nedgången. Med undantag för Kina föll BNP i samtliga större EM-ekonomier under andra kvartalet. En vändning verkar dock vara på gång och styrkan i den kommer att avgöras av i vilken grad restriktioner behöver återinföras. För helåret 2020 har vi reviderat

ner vår BNP-prognos för EM-ekonomierna till -2,5 procent från -0,6 procent i NO Maj (-2,0 procent i juni-prognosen). Justeringen beror främst på en kraftig nedrevidering för Indien och i viss mån även för Mexiko. För 2021 är prognosen nedjusterad till 5,6 procent (från 6,1 i NO Maj).

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: IMF, SEB

Inflationsrisker på sikt. Inbromsningen i EM-länderna har skapat utrymme för ytterligare penningpolitiska lättnader. Många centralbanker genomförde sänkningar redan under tidigare avmattningsfas 2018 och 2019 och styrräntenivåerna är nu nere på rekordlåga nivåer. Vissa centralbanker har också börjat köpa statsobligationer, främst på andrahandsmarknaden. I rådande svaga konjunkturläge är detta knappast inflationsdrivande. Det finns dock en påtaglig risk för accelererande prisökningar i en mognare konjunkturfasa och i vissa länder kommer centralbankerna sannolikt att utsättas för politiskt tryck att stödja tillväxten.

Svårflirtade kapitalflöden. Trots att riskkapiten rekylerat uppåt har inte EM-valutorna stärkts generellt. Vårt valutaindex för EM har åter fallit tillbaka och ligger nu nära den nivå som nåddes när corona-krisen var som djupast. De flesta EM-valutor har stärkts mot dollarn men istället tappat mark mot andra världsvalutor som euron, yenen och pundet. Fallande räntor har uppenbarligen bidragit till att avkastningen blivit för låg och ränteskillnaden mot mogna ekonomier för liten för att attrahera tillräckligt med kapital. Data från IIF (Institute of International Finance) visar att kapitalflödena är positiva, men mindre än i tidigare perioder med återhämtning och stigande riskapit. På sikt betyder det lägre investeringar och fallande tillväxtpotential, vilket bidrar till att vägen tillbaka för EM-ekonomierna blir lång och skakig.

Lägre investeringar och fallande tillväxtpotential bidrar till att vägen tillbaka för EM-ekonomierna blir lång och skakig

Kraftfulla krissatsningar med viss dimridå

De ekonomisk-politiska satsningarna för att mildra covid-19-krisen lanserades snabbt och kraftfullt. De var dock inte alltid så transparenta och trots att internationella organisationer och tankesmedjor har lagt ned mycket resurser på att försöka sammanställa åtgärderna är det fortfarande osäkert hur de ska tolkas.

Sammantaget summerar vi satsningarna till nästan 25 procent av global BNP varav finanspolitiken står för ca två tredjedelar. I tabellen nedan framgår de finanspolitiska satsningarnas fördelning mellan direkt budgetpåverkande stöd och åtgärder som stärker företags likviditets- och kapitalsituation.

Definitionsskillnader manar till försiktighet. Att nivåerna mellan olika länder skiljer sig kraftigt åt är i sig en signal om att de bör tolkas försiktigt. Man kan nästan ana en tävlan i handlingskraft. Siffrorna för vissa länder baseras på en väl tilltagen maxgräns medan andra länder försöker göra en prognos för sannolikt utfall. Mest förrädisk i detta avseende är jämförelsen av likviditetsstöd och garantier. När man diskuterar storleken på den diskretionära stimulansdosen, dvs hur stora effekterna av aktivt vidtagna beslut är, måste man också ta hänsyn till hur generösa befintliga system är. De grundskydd som finns i Europa (a-kassa eller motsvarande) registreras inte som krisstöd utan brukar istället beskrivas som en sk automatisk stabilisator. I USA ingår däremot understödet bland krisåtgärderna. Ofta fungerar också diskretionära åtgärder och befintliga system som kommunicerande kärlet ex när de svenska korttidsprogrammen avlastar a-kassan.

Diskretionär finanspolitik – Covid-19-krisen

Urval av länder. 5 augusti 2020. Andel av BNP. Procent

	Direkt effekt	Likviditetsförstärkning	Garantier, statsstöd, övr	Total
USA	9,1	2,6	2,6	14,3
Japan	13,7	27,8	0,7	42,2
Storbrit.	8,0	2,3	15,4	25,7
Tyskland	8,3	7,3	24,3	39,9
Frankrike	4,4	8,7	14,2	27,3
Italien	3,4	13,2	32,1	48,7
Spanien	3,7	0,8	9,2	13,7
Sverige	5,1	6,7	5,2	17,0
Norge	5,3	1,9	3,7	10,9
Danmark	5,5	7,2	4,1	16,8

Källa: SEB, Bruegel, IMF

Skulduppgången inte lika dramatisk som befarat.

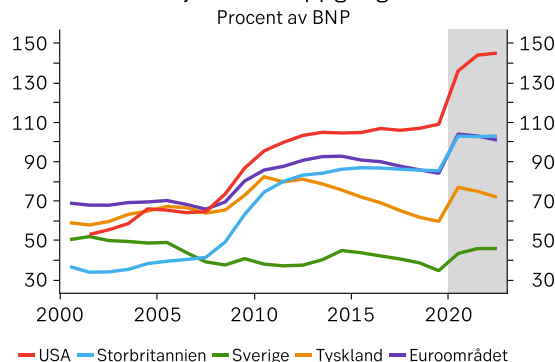
De kalkyler på den offentliga skuldutvecklingen som nu redovisas av internationella organisationer och nationella regeringar kan fungera som en mer sammanhängande avstämning av hur generösa satsningarna verkligen här. Tendensen är att uppgången inte blir så kraftig som tidigare indikerats. För 2020 stiger skuldkvoten visserligen rejält när stora underskott förstärks av fall i nominella BNP (nämnaren i kvoten). Men redan 2021 planar skuldkvoten ut påtagligt när underskotten minskar något samtidigt som nominell BNP rekylar uppåt. Redan 2022 tyder mycket på att skuldkvoten börjar falla tillbaka i många länder även om prognosen är osäker.

Systemen utnyttjas inte i väntad utsträckning.

Det kan finnas flera anledningar till att den offentliga skuldsättningen inte ökar lika mycket som samman-

ställningar av åtgärderna gett intryck av. I vissa länder verkar inte den ekonomiska nedgången bli lika djup som befarat, vilket är en anledning till att systemen inte utnyttjats i lika hög grad som väntat. Ett viktigare skäl är dock att den största delen av satsningarna inte är en direkt kostnad för staten. Likviditetsförstärkning innebär i stor utsträckning att företag bara skjuter upp inbetalning av t ex skatt och arbetsgivaravgifter och då handlar det bara om en omperiodisering av inkomsterna för staten. Garantiprogram har ibland angetts till enorma bruttobelopp men det är först när garantin infrias som belastningen på underskott och skuld uppstår. Att slå på trumman med stora ramar för garantier, lån och likviditetsstärkande åtgärder kan också vara ett sätt att ingjuta mod i marknad, företag och hushåll. Ett exempel är Feds nödlåneprogram som hittills använts i marginell omfattning eftersom beslutssamma signaler haft positiva förtroendeeffekter som skapat möjligheter att istället låna på marknaden.

Rejåla skulduppgångar



Utrymme för tillväxstöd.

Bilden är visserligen blandad där skulden som andel av BNP är på väg mot nya rekordnivåer i t ex USA och Italien. Men för de flesta länder ter sig inte skulduppgången så väldigt dramatisk och skuldkvoten hamnar ofta i paritet med nivåerna efter finanskrisen. Den låga räntenivån gör dock att räntekostnaderna nu är betydligt lägre och i vissa länder historiskt rekordlåga. Att det statsfinansiella läget inte ter sig lika ansträngt som befarat är förstås positivt. Den akuta krispolitikens uppgift var att rädda produktionskapacitet – företag och jobb – men den kunde knappast förhindra att ekonomierna krympte i spåren av nedstängningar och restriktioner. Nu behövs istället finanspolitiska åtgärder som kan stimulera tillväxt och underlätta strukturomvandlingar. Det finns då skäl att utnyttja det utrymme som nu utkristalliserat sig och vänta med att återaktivera de restriktioner som t ex Maastrichtkriterierna och det svenska finanspolitiska ramverket innebär. Ur den aspekten är EU:s uppgörelse om krisfonden ett steg i rätt riktning. Den innebär åtminstone att man inte gör om misstagen från eurokrisen i början på 2010-talet då krisländer tvingades till omedelbara åtstramningar i ett redan i utgångsläget svagt konjunkturläge. Att Tyskland äntligen går i bräschen med kraftiga stimulanser är också ett stort framsteg.

Ytterligare QE mer verkningsfull än negativa räntor.

Utvecklingen verkar också gå i en riktning där de flesta

är överens om att finanspolitiken ska bära huvudbördan. Centralbankerna sänder tydliga budskap om att de är beredda att utöka värdepappersköpen om en lång-
ränteuppgång äventyrar återhämtningen. Fed, ECB och Bank of Japan väntas köpa värdepapper det närmaste året för ca 4 000 miljarder dollar. Därmed bedöms centralbankernas balansräkningar (OECD) uppgå till 26 000 miljarder dollar. Trots att expansionen av balansräkningarna sedan finanskrisen är mer än 10 gånger större än uppgången för nominell BNP finns stöd för att detta är att föredra framför sänkningar till negativa styrräntenivåer. Såväl IMF:s Artikel IV-analys på USA som Bank of Englands studier kring negativa räntor landar i slutsatsen att nackdelarna fortfarande är större än fördelarna.

Såväl IMF:s analys som Bank of Englands studier kring negativa räntor landar i slutsatsen att nackdelarna fortfarande är större fördelarna.

Snabb återhämtning efter oljepriskollaps

Svängningarna i oljepriset i Covid-19-krisens spår har varit historiska stora (se box i Nordic Outlook Maj 2020). I april kollapsade t ex priset på WTI-oljan till minus 40 dollar per fat bl a på grund av vikande efterfrågan och priskrig mellan Saudiarabien och Ryssland. Därefter har oljemarknaden stabiliserats efter att Opec+ enats om produktionsbegränsningar för att balansera en väntad efterfrågenedgång på ca 8 procent för 2020. Genomsnittspriset 2020 för Brent väntas bli 45 dollar per fat.

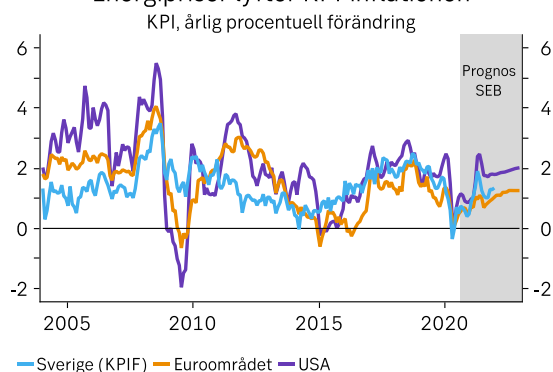
Oljepriset fortsätter till 65 USD/fat. Nästa år väntas en tydlig rekyl uppåt för den globala efterfrågan som då bara väntas ligga 1 procent under 2019 års nivå. Fortsatta produktionsbegränsningar och ingen tydlig vändning för USA:s oljeproduktion pressar ned lagernivåer. Prisutvecklingen 2021 och 2022 är starkt beroende av hur amerikansk energiproduktion ska reagera på minskade lager och högre priser. Vi tror att det tar tid innan USA:s oljeindustri reagerar på högre pris. Sammantaget räknar vi med ett oljepris på 55 dollar per fat 2021 som stiger till 65 dollar 2022.

Utmaningar för stabil inflationsmiljö

Riskerna för att exceptionella monetära stimulanser i kombination med globaliseringsbakslag till slut ska resultera i en rejäl inflationsuppgång har varit ett tema i debatten på senare tid. I Nordic Outlook Maj diskuterade vi dessa risker mer utförligt. Slutsatsen var att faktorerna ovan ändrat riskbilden genom att dels minska sannolikheten för deflation, dels öka sannolikheten för mer markant inflationsuppgång. Men huvudscenariot var – och är fortfarande – att de disinflationistiska krafterna kommer att fortsätta dominera i en miljö där lågt resursutnyttjande sätter press nedåt på lönerna.

Låg risk för utbudsdriven inflationschock. Utvecklingen de senaste månaderna har i huvudsak stärkt den bilden. KPI-inflationen har visserligen stigit i spåren av oljeprisets återhämtning och baseffekter kommer framöver att förstärka den impulsen, speciellt i början på 2021. Kärninflationen (KPI exkl energi och livsmedel) föll påtagligt under våren men de allra senaste månaderna har en del av rörelsen reverserats. Priset på vissa varor och tjänster som påverkats starkt av restriktioner har stigit och framför allt har volatiliteten ökat på dessa områden. KPI-mätningarna har också blivit osäkrare genom att man inte kunnat mäta priser i delar av KPI-korgen där verksamheten nästan helt legat nere. Dessa mätproblem var som störst under våren, speciellt i stora euroländer som t ex Frankrike. Generellt sett har dock riskerna för en utbudsdriven inflation minskat. Kortsiktiga effekter från t ex hamstring och brutna produktionskedjor har klingat av. På sikt kan man inte utesluta ökade krav på nationell kontroll över produktion av t ex läkemedel och livsmedel men det är ändå inte sannolikt att världsekonomin generellt skulle röra sig speciellt långt i protektionistisk riktning.

Energipriser lyfter KPI-inflationen



Otydligare gräns mellan finans- och penningpolitik.

Frågan är då om dagens monetära expansion kan resultera i inflationsbrasa på längre sikt när resursutnyttjandet börjar normaliseras. Lite osäkerhet på denna punkt är snarast något som centralbankerna välkomnar i nuläget. Att inflationsförväntningarna vänt uppåt en del bidrar t ex till ytterligare press nedåt på realräntorna. Centralbankerna kommer att ta tillfället i akt att signalera acceptans för att inflationen kan överskjuta målen efter en lång tid med bias mot för låg inflation. Ett sådant "lagom ansvarslöst" agerande från centralbankerna kan bidra till att hålla uppe inflationsförväntningarna. Situationen spetsas till ytterligare av att centralbankernas innehav av statspapper troligen inte kommer att avvecklas inom överskådlig framtid i linje med det japanska exemplet. Därmed ligger vi nära en monetarisering av offentliga skulder som gör gränsen mellan penning- och finanspolitik mera suddig (se tema i Nordic Outlook Maj 2020 – "Historisk krispolitik").

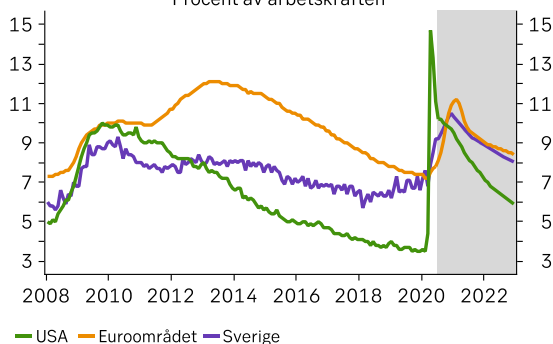
Lågt resursutnyttjande ger andrum för exitpolitik.

Man kan måla upp scenarier där denna lek med "inflationsselden" slutar i en rejäl inflationsuppgång på ont och gott. Men monetär expansion och svällande

balansräkningar hos centralbankerna kan bara skapa varaktig inflation i den mån de verkligen skapar en miljö då efterfrågan överstiger utbudet i ekonomin. Även om den genomsnittliga löneökningstakten på kort sikt tycks hållas uppe i många ekonomier, när främst lågavlönade förlorar jobben, lär det dröja innan vi får se några inflationsdrivande löneökningar. Både regeringar och centralbanker kommer av allt att döma att ha god tid på sig att dra tillbaka stimulanser och likviditet innan överhettningssignalerna blir påtagliga. Att man medvetet skulle vilja använda inflation som ett medel för att kraftigt minska den reala skuldbördan ter sig som än så länge lite långsökt i utvecklade länder. I vilket fall som helst innebär vår inflationsprognos för de närmaste 2 till 3 åren att centralbankerna får fortsätta slåss mot en obekvämt låg inflation.

Många utmaningar för finanspolitiken. Det vore rimligt om det finanspolitiska utrymme som nu finns används på ett sätt som i någon mån mildrar klyftorna. Samtidigt gäller det att göra det på ett sätt som inte försvagar drivkrafterna för arbete och investeringar. Även om det nu finns bred politisk förståelse för behovet av att minska de ekonomiska klyftorna kan man vänta sig hårda ideologiska strider kring vilka medel som ska användas. Att döma av den senaste tidens debatt finns inga större tecken till positionsförändringar som kan underlätta kompromissgenombrott utan de flesta verkar tolka krisen som en bekräftelse på den egna linjens förträfflighet. Det finns också en bred enighet om att återstartspolitiken måste ha en tydligt grön inriktning. Även här krävs vaksamhet så att åtgärderna verkligen blir effektiva och verkningfulla i ett längre perspektiv. Det finns många historiska exempel på misslyckanden när stora satsningar ska designas på kort tid.

Varaktigt högre arbetslöshet
Procent av arbetskraften



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

Regeringar och centralbanker kommer av allt att döma att ha god tid på sig att dra tillbaka stimulanser innan överhettningssignaler blir påtagliga

Utmaningar att hantera klyftor och miljö

Sammanfattar man vår analys ser det alltså ut som om det finns utrymme för ytterligare finans- och penningpolitiska stimulanser utan allvarliga konsekvenser för skuldbörda och inflation. Men samtidigt finns en rad andra utmaningar och risker som den ekonomiska politiken nu måste hantera och balansera. Ständiga centralbanksaktioner och tillgångsköp bidrar på sikt till att förstöra marknadens signalsystem och gynna osunt risktagande. Det kroniskt låga ränteläget bidrar också till att minska omvandlingstrycket och skapa "zombieföretag" och problemet förstärks nu av olika former av garantier för att hindra konkurser. Det viktigaste problemet är dock att extremt låga räntor bidrar till att driva upp börskurser och bostadspriser på ett sätt som förvärrar problemet med växande ekonomiska klyftor. Detta blir särskilt allvarligt i ett läge där pandemin har slagit hårdast mot svaga grupper.

Tema:

Globaliseringen

Ryktet om dess död är betydligt överdrivet

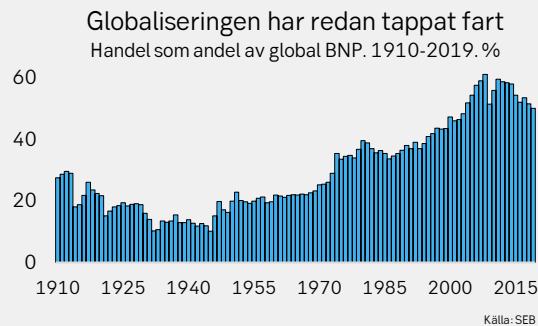
Globaliseringen har gynnat många men inte alla. Covid-19 väcker frågor om nationsgränsernas betydelse, globaliseringens framtid och effekter på tillväxt, inflation och företags lönsamhet. De senaste årens handelskonflikter får företag och politiker att även överväga åtgärder som reducerar sårbarheten och ökar riskspridningen och därmed motståndskraften mot nya störningar. Det påverkar företagets värdekedjor. Vår slutsats är att globaliseringens underliggande krafter är starka och att ryktet om dess död är överdrivet.

Covid-19 raderade ut ca 20 procent av global handel under det andra kvartalet 2020 jämfört med för ett år sedan. Politiska beslut har t ex inneburit nedstängda arbetsplatser, begränsad rörlighet och gränskontroller. Covid-19-krisens negativa tillväxteffekter har gått bl a via brutna globala värdekedjor, d v s nätverk av företag som inkluderar utvecklare, producenter, underleverantörer, investerare och återförsäljare. Globaliseringens framtid avgörs till stor del av hur värdekedjor kommer att förändras i syfte att öka motståndskraft och diversifieringsmöjligheter samt minska sårbarheten för nya störningar, både nya pandemier och ökad protektionism.

Är världen på väg mot deglobalisering i spåren av covid-19-krisen? Faktum är att globaliseringen mätt som världshandels andel (export + import) av global BNP redan passerat toppen; 2008 var den 61 procent efter 25 år med stadigt ökande globalisering (se diagram).

Globaliseringens inbromsning sedan 2008 och fram till idag har tre ganska odramatiska förklaringar. *Dels* har utvecklingsekonomierna, med bl a Kina i spetsen, eftersträvat mindre exportberoende och ökad inhemsk såväl produktion som efterfrågan. *Dels* har tjänstesektornas utveckling och ökande andel av totala ekonomin pressat tillbaka globaliseringen enligt det mått vi använder här. *Dels* har globalt verksamma företags exportfinansiering fördyrats p g a ökade regleringar efter finanskrisen. Därtill har den globala investeringscykeln liksom bil- och tech-cykeln visat vissa svaghetstecken de senaste åren (se temaartikel i Nordic Outlook September 2019).





Globaliseringens framtid är beroende av flera faktorer. Dels varierar global handel procykliskt med **konjunkturen** – den ekonomiska återhämtningen kommer att på sikt leda till ökad handel. Dels kan en utdragen period med t ex hög arbetslöshet och ekonomisk ojämlikhet få den **allmänna opinionen** att öka sitt stöd för handelshinder och protektionism. Dels innebär **global och nationell säkerhetspolitik** att det pågående teknologiskiftet inom ramen för den fjärde industriella revolutionen får regeringar och företag att vilja skydda sina produkter från främmande makt.

Pandemin har blottat systemsvagheter

Nationsgränzers ökade betydelse – även inom EU – tvingar stater och företag att tänka om. Regeringar behöver se över behovet av nationella beredskapslager. Även för företag kan det handla om en ökad lagerkapacitet och/eller möjligheter att flytta eller ställa om produktion för att säkra företagets värdekedjor. ”Just-in-time”-leveranser av insatsvaror har möjliggjort låga lagernivåer och bidragit till högre produktivitet och lägre kostnader. Företag kan nu behöva hitta en modell som ger en optimal balans mellan å ena sidan leverans- och produktionssäkerhet och kostnadseffektivitet å andra sidan.

När Kina stängde ned sin ekonomi i slutet av januari

– och världen fortfarande levde i tron att virusutbrottet var begränsat till ett land – uppvisade många företag en imponerande och överraskande förmåga att snabbt ställa om och flytta produktion till anläggningar i andra länder. Även vilka produkter som behövde produceras anpassades till det rådande läget. Flexibiliteten – visserligen förenad med högre kostnader – ger värdefull information till företag när det gäller att både planera för och hantera framtida kriser.

Starka drivkrafter för fortsatt globalisering

Globalisering beskrivs bäst som en samlad och stark underliggande kraft hos olika aktörer i olika länder i ett gemensamt system. Kraften uppstår då konsumenterna, producenter och investerare drivs av viljan att dra fördelar av pris- och kostnadsskillnader på marknaderna för varor, tjänster, arbetskraft och kapital. Konsumenterna söker ett stort produktutbud till låga priser. Företagen söker kunder och låga produktionskostnader. Investerare vill ha så hög avkastning till så låg risk som möjligt. Därtill blir möjligheten till idéutbyten en viktig kraft för nya innovationer. Hur stark kraften tillåts bli avgörs i slutändan av politiska beslut och interventioner i systemet.

Globaliseringens problem och möjligheter har debatterats flitigt de senaste åren. Att frihandel och teknologiska framsteg tillåter den gemensamma kakan att växa råder knappast någon tvekan om. Men globaliseringen och tekniska revolutioner får också fördelningspolitiska och därmed politiska konsekvenser. Därmed behöver den ekonomiska politikens fokus riktas mot de som har svårt att följa utvecklingen samt krympande sektorer som ger arbetslöshet, d v s tillväxten behöver vara inkluderande.

Globaliseringen har minskat ekonomisk ojämlikhet

mellan länder. För 35 år sedan utgjorde utvecklingsekonomiernas andel av världsekonomin 35 procent (köpkraftsjusterat). Idag är den andelen 60 procent (2019). Miljarder människor har kunnat lyftas ur fattigdom. Kinas och Indiens arbetskraft, ca 40 procent av den globala arbetskraften, har inkorporerats i det globala systemet. Globaliseringen har inneburit att konsumenter fått tillgång till ett större produktutbud till låga priser.



Genom länders specialisering och utnyttjande av komparativa fördelar uppnås både högre effektivitet och lägre resursanvändning. Det ger förutsättningar som bör vara positivt för klimatet. Därtill har räntor pressats ned vilket har stärkt hushållens ekonomi och stimulerat företagets investeringar. På globaliseringens minuskonto hamnar att konsumenter och företag inte fullt ut betalar för t ex negativa effekter på miljön och klimatet av produktion och transporter.

Men om den ekonomiska ojämlikheten minskat mellan

länder har den istället ökat inom länder. Uppskattningsvis en miljard människor i utvecklade ekonomier har påverkats av ökad ekonomisk ojämlikhet vilket bidragit till framväxten av antietablissemangskrafter. Samtidigt har arbetslösheten fallit till sin lägsta nivå på 40-50 år i länder som USA, Tyskland, Japan och Storbritannien (d v s läget före covid-19-pandemin).

Frihandeln på frammarsch...tills nu?

Den gängse bilden av ökad protektionism haltar. Faktum är att ett flertal ekonomier och regioner de senaste fem åren tagit viktiga steg mot ökad – inte minskad – frihandel. Visserligen föregicks t ex USA:s och Kinas Fas1-avtal 2019 av konflikter men samtidigt träffades en rad nya avtal mellan bl a USA och Japan, USA, Mexiko och Kanada (USMCA), EU och Mercosur, EU och Japan, flertalet afrikanska stater (AfCFTA) samt ASEAN och Australien, Japan, Kina, Nya Zeeland och Sydkorea. Noterbart är dock att covid-19-krisen inneburit att runt 120 nya exportrestriktioner införts hittills under 2020 enligt World Trade Alert bl a på läkemedel/medicinska produkter.

”Många av de problem som besvärar världen idag är inte orsakade av globaliseringen”

Kinas President Xi, 17 januari 2017

Omvärldens konflikter med Kina har ökat på senare tid även om relationen USA-Kina är i epicentrum. Förutom att stora ekonomiska värden, globala jobb och minskad fattigdom står på spel handlar konflikterna även om politisk taktik och att länder hamnat på kollisionskurs på områden som ideologi, säkerhetspolitik och globalt och/eller regionalt ledarskap i den fjärde industriella revolutionens tidevarv.

Kina är djupt integrerat i många värdekedjor och flertalet företag kommer inte att ha råd att bli helt oberoende av t ex Kina. Många har under lång tid investerat i en närvaro på världens största – och snabbast växande – marknad för konsumtionsvaror och vill rimligen se en avkastning på denna investering.

Systembakslag: helikopterperspektivet

Globalisering är inget nytt. Den har pågått i flera hundra år. Unikt för de senaste decenniernas utveckling är dock hastigheten och att den inkluderar enormt folkrika nationer som t ex Kina och Indien. Globaliseringen har inburet en stor ekonomisk maktförskjutning österut. Med ökad global ekonomisk makt följer också ökad politisk makt.

En multipolär värld har växt fram men fortfarande saknas i praktiken en ”infrastruktur” kring global problemlösning och beslutsfattande om t ex klimatet, flyktingkriser och pandemin. Världshandelsorganisationen WTO behöver reformeras och är just nu kraftlös som global problemlösare. Det handlar t ex om regelverk som inte förändrats i takt med handelns utveckling och framväxten av nya stora ekonomier. WTO anses även t ex behandla områden som varor, tjänster och data i separata silos. G7, G10 och G20 har också försvagats de senaste åren. I en tid med ökade spänningar på flera plan blir bristerna bl a i världshälsoorganisationen WHO:s och FN:s globala ledarskap än tydligare.

Att nu verka för tydligare nationsgränser på bekostnad av multilateralism är kontraproduktivt. Världen behöver konstruktiva och inte destruktiva lösningar på internationella problem. Det är lätt att måla upp framtids-scenarier som innebär ökad protektionism, demokratiers tillbakagång och t o m väpnade konflikter.

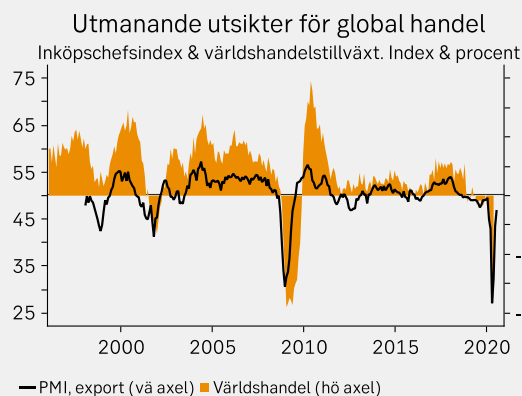


Globalisering sammanbinder (minst) **tre system**: ekonomiska, finansiella och politiska. Systemen behöver därför utvecklas parallellt. När ekonomier länkats samman via handel och värdekedjor globaliseras även det finansiella systemet. Ett lands finansiella system be-

skrivs ofta som blodomloppet som syresätter ekonomin. När den reala ekonomin globaliseras händer samma sak med det finansiella systemet. Bristande insikter om det globala finansiella systemets sammanlänkning var sannolikt en bidragande faktor bakom kraften i den globala finanskrisen 2008-2009. Regleringar utan en återuppbyggnad av nationsgränser blev ”facit” för att öka finansiella systemets motståndskraft.

Covid-19-krisen testar nu det ekonomiska systemets och de globala värdekedjornas motståndskraft. Fjärde industriella revolutionen är en resa som redan inletts. Mycket pekar på att covid-19-krisen innebär att tempot ökar i bl a digitalisering och automatisering. Men för ökad motståndskraft kan systemen behöva bli än mer integrerade mellan aktörer i nätverken för att uppnå ökad transparens och t ex överblick av lager hos aktörerna i företagens värdekedjor.

Världen vill vaccinera det ekonomiska systemet och öka dess motståndskraft mot både framtida pandemier och handelskrig. Men om stater och företag vill minska sårbarheten genom att lyfta in delar av den reala världen i den digitala måste vi också kunna skydda oss mot datavirus och cyberattacker. Annars har världen bara vunnit en pyrrhuseger.



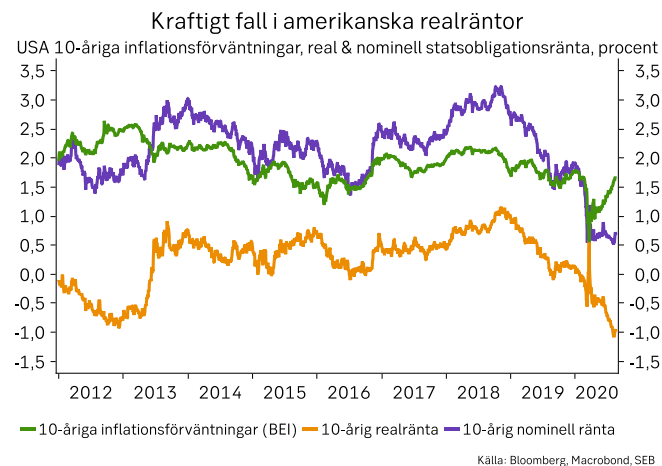
En värld med förutsägbar oförutsägbarhet

Företag behöver förutsägbarhet och långsiktighet kring den globala handelns spelregler. Brist på förutsägbarhet dämpar globaliseringen och hämmar investeringar och därmed tillväxt och produktivitet. Osäkerhet kring hur regelverk kommer att se ut kan i sig dessutom ge överdrivna negativa effekter på investeringar och produktion. Oförutsägbarhet i det internationella handelssystemet accentuerar de strukturella och cykliska krafter som hämmar både handelsströmmar och ekonomisk tillväxt. Mycket talar ändå för att globaliseringens underliggande drivkrafter (såsom de beskrivits ovan) är tillräckligt starka för att motverka en kontraproduktiv renässans för nationsgränser som hindrar handels- och idéutbyten. Även om det finns skäl att anta att handeln som andel av BNP inte kommer att öka lika kraftigt som åren innan 2008 ser vi heller inte skäl att tro på en kraftig inbromsning.

Räntemarknaden

Centralbanker lägger våt filt över räntor

Centralbankerna håller globala räntor i ett stadigt grepp. Trots ökad riskaptit och stigande börser har räntor förblivit extremt nedtryckta. Realräntorna har samtidigt fallit kraftigt när inflationsförväntningar rekylat upp. "Centralbankslöften" om låga räntor under flera år visar att nuvarande ränteläge kan bli varaktigt även om centralbankerna väntas tillåta viss ränteuppgång om den sammanfaller med uthållig ekonomisk återhämtning.



10-åriga statsobligationsräntor

Procent

	19 aug	Dec 2020	Dec 2021	Dec 2022
USA	0.68	0.80	1.00	1.20
Tyskland	-0.50	-0.40	-0.20	0.00
Sverige	0.00	0.00	0.20	0.50
Norge	0.69	0.70	0.80	0.95

Källa: Nationella centralbanker, SEB

Efter extremt stora rörelser i början av 2020 har räntemarknaderna handlats i stort sett sidledes. Volatiliteten i amerikanska statsobligationsräntor har de senaste veckorna noterat nya bottenrekord. Räntemarknaden tycks inte reagera nämnvärt på det senaste knappa halvårets förbättrade riskaptit, stigande börser eller snabbt stigande statsfinansiella underskott. Förklaringen är att de stora centralbankerna sagt att det i princip inte finns någon övre gräns för hur mycket räntepapper man kan köpa. USA:s 10-årsränta statsränta handlas i dagsläget kring 0,65 procent efter att i början av augusti noterat den lägsta stängningskursen någonsin på 0,51 procent.

Marknadens inflationsförväntningar kollapsade under våren som en följd av både ett kraftigt oljeprisfall och recessionsoron. Efter att ha bottnat på strax under 0,6 procent har 10-åriga inflationsförväntningar i USA – mätt som skillnaden mellan en nominell och real obligationsränta – stigit kraftigt. I dag är förväntningarna tillbaka på nästan samma nivå – 1,7 procent – som före krisens utbrott. Då uppgången skett under en period med i stort sett sidledes rörelser i nominella räntor har realräntorna fallit kraftigt. Negativa realräntor har länge varit ett fenomen i Japan och Europa. Skiftet i USA, där en 10-årig realränta idag ligger på minus 1 procent bedöms ha eldat på utvecklingen i andra tillgångsslag. Förutom att ha bidragit till börsrallyt har bland annat guldpriset stigit till sin högsta nivå någonsin.

Inflationsförväntningarna är dock relativt låga i ett historiskt perspektiv. Trots blandade inflationssignaler har centralbankerna varit tydliga med att de kommer tillåta inflationen överskjuta målet. Penningpolitiken, både globalt och i Sverige, är istället helt inriktad på att stötta ekonomierna med "löften" om låga räntor och likviditetsstöd (både lånestöd men främst tillgångsköp). Marknaderna väntas fortsätta prissätta viss sannolikhet för räntesänkningar. Med tydliga signaler från framförallt Fed att man inte vill införa negativa räntor ser vi nedsidan i korta räntor som begränsad.

För långa räntor fortsätter dragkampen mellan ett exploderande utbud och dedikerade centralbanker. Amerikanska finansdepartementet uppskattar att USA behöver låna minst 5 400 miljarder dollar i år (2 000 miljarder för återstoden av 2020). Det kan jämföras med 1 200 miljarder för 2019. Efter att som mest ha köpt statspapper för 75 miljarder dollar per dag har Fed bromsat sina köp till ungefär 80 miljarder per månad. Det innebär utbudet av amerikanska statspapper sväller rejält de kommande månaderna vilket indikerar ett visst tryck uppåt på räntor. Vår slutsats är att Fed tillåter långa räntor att stiga gradvis så länge uppgången går hand i hand med bättre ekonomiska utsikter. En amerikansk 10-årsränta stiger till 0,8 procent i slutet av det här året och till 1,0 procent i slutet av 2021. Det är en något lägre prognos jämfört med Nordic Outlook i maj.

EU:s återhämtningsfond på 750 miljarder euro öppnar för första gången marknaden för storskalig upplåning av EU-kommissionen. Därtill – efter många år av sparande – har också Tyskland öppnat kranarna och presenterat stora finanspolitiska åtgärder vilket väntas öka obligationsutbudet de närmaste åren. Med ECB som en signifikant köpare väntas dock större ränteuppgångar motverkas och ränteskillnaden mellan Tyskland och mer skuldsatta länder krymper när det gemensamma EU-stödet ökar förtroendet för regionen.

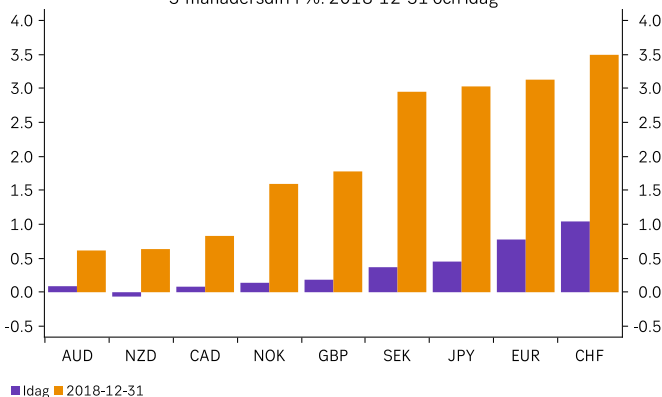
Ränteskillnaden mellan Sverige och Tyskland har visat små rörelser under sommaren men efter att tillfälligt ha handlat en bit över de senaste årens intervall ligger 10-årsspreaden nu på 46 räntepunkter, en oförändrad nivå jämfört med maj. Men efter att tidigare ha argumenterat för en stigande ränteskillnad till följd av ökat utbud har de senaste månadernas oväntat starka statliga finanser i kombination med Riksbankens utökade QE-program minskat denna drivkraft. Vi ser därför relativt små rörelser i spreaden även framöver.

Valutamarknaden

Nya förutsättningar kräver nya kursnivåer

Rörelserna på valutamarknaden har i många fall varit mycket stora sedan utbrottet av Covid-19 tidigare i år. Efter en framgångsrik period för traditionellt defensiva valutor som USD och CHF under krisen, har procykliska valutor tagit tillbaka förlorad mark. Ränteskillnaderna mellan G10-valutorna är de minsta i modern tid och än så länge har inte kurserna fullt ut anpassats till den nya miljön. Vi tror därför sommarens rörelseriktning fortsätter, men att små räntedifferenser på sikt också minskar volatiliteten på valutamarknaden.

Minskande räntedifferens mellan USD och övriga G10-valutor
3-månadersdiff i %, 2018-12-31 och idag



Källa: SEB och Bloomberg

Valutakurser

	19 aug	Dec 2020	Dec 2021	Dec 2022
EUR/USD	1,19	1,20	1,25	1,28
USD/JPY	106	110	113	113
EUR/GBP	0,90	0,87	0,83	0,81
EUR/SEK	10,30	10,00	9,75	9,60
EUR/NOK	10,53	10,35	9,90	9,80

Källa: Bloomberg, SEB

USD-dollarn stärktes enligt traditionellt mönster när marknadsstressen var som störst i början på Covid-19-krisen i mars. Ett närmast omätligt behov av dollarlikviditet och stort utbud av likvida instrument gör dollarn attraktiv under akuta krisfaser. Dollarn var dock redan övervärderad mot flertalet valutor vid Covid-utbrottet eftersom högre amerikanska räntor attraherat investerare de senaste åren. Feds räntesänkningar ner till noll i kombination med omfattande obligationsköp har dock medfört en snabb räntekonvergens mot omvärlden. Därmed har en viktig dollarpositiv kraft nästan helt eliminerats. Därtill har ökad global riskaptit minskat behovet av dollarlikviditet, vilket bidragit till kraftig försvagning av dollarn sedan april. Vi räknar med att trenden fortsätter under hela prognosperioden förutsatt att ingen ny oväntad kris uppstår. Prognosen för EUR/USD är 1,20 i slutet av 2020, 1,25 i slutet av 2021 och 1,28 vid utgången av 2022.

Brittisk ekonomi befann sig i en utsatt situation redan när Covid-19-krisen slog till. Det är fortfarande mycket osäkert om något handelsavtal med EU kommer att finnas på plats när övergångsperioden upphör den sista december i år. Utfallet av pågående förhandlingar är viktiga för pundets framtid. Med ett avtal på plats räknar vi med att pundet återhämtar sig mot slutet av 2020 och under 2021. Brittisk ekonomi har dock drabbats hårdare än de flesta länder av nedstängarna. För att en varaktig återhämtning för pundet ska komma till stånd krävs nog att brittisk ekonomi tar tillbaka förlorad mark under de kommande kvartalen så att Bank of England kan ta ett steg tillbaka. Vi räknar dock med att bitarna hyggligt faller på plats och att EUR/GBP sjunker till 0,88 vid slutet av 2020 och sedan gradvis fortsätter ned till 0,80 i slutet av 2022.

Den svenska kronan har varit undervärderad mot många valutor de senaste åren men har återhämtat sig rejält på senare tid. Kronan har sedan mitten på mars i år stärkts med drygt 8 procent mot ett handelsvägt valutaindex KIX. Sedan årsskiftet har kronan faktiskt stärkts mot alla 21 valutor som ingår i indexet och denna bredbaserade uppgång har tagit kronan till sin starkaste nivå på mer än två år. Kronan är dock alltså undervärderad. Vi räknar med ytterligare förstärkning kommande år. Det främsta skälet är att den svenska räntenivån inte längre avviker tydligt från omvärlden. Därmed förändras förutsättningarna för många aktörer som varit underviktade kronan de senaste åren. I slutet på 2020 ligger EUR/SEK på 10,00 och faller därefter till 9,75 i slutet på 2021 och till 9,60 i slutet på 2022 (se temaartikel).

NOK fortsätter att pressas av låga oljepriser. Den norska kronan försvagades kraftigt när botten gick ur oljemarknaden. Den svaga likviditeten i valutan bidrog också till att försvaga kronan under Covid-krisen då EUR/NOK toppade över 13,00. Fundamentalt är valutan kraftigt undervärderad och ett rejält budgetunderskott i år finansierat av oljefonden skapar också ett rejält kapitalinflöde som måste växlas till NOK. Trots det har kronresponserna hittills varit svaga och kapitalinflödet i sig är tydligen inte tillräckligt för att ta EUR/NOK tillbaka till rimligare nivåer. Kronens rörelser i år har varit högt korrelerade med rörelserna för EM-valutor och andra tillgångar med höga riskpremier. I en global miljö med fortsatt återhämtning där riskpremier fortsätter att falla samtidigt som oljepriset stiger räknar vi att NOK till slut stärks. Vi räknar med att EUR/NOK står i 10,35 i slutet på 2020 för att sedan gradvis stärkas till 9,80 i slutet av 2022.

Tema:

Svenska kronan

Varaktig förstärkning av undervärderad krona

Svenska kronan har varit undervärderad mot många valutor de senaste åren, men har återhämtat sig rejält på senare tid. Kronan har sedan mitten på mars i år stärkts med drygt 8 procent mot ett handelsvägt valutaindex KIX. Faktum är att sedan årsskiftet är kronan starkare mot alla 21 valutor som ingår i indexet. Det är m a o en bredbaserad förstärkning som ägt rum och som tagit kronan till sin starkaste nivå på mer än två år. Kronan är dock alltjämt undervärderad. Vi räknar med ytterligare förstärkning kommande år. Främsta skälet är att den svenska räntenivån inte längre avviker markant från omvärlden.

Betydande återhämtning för kronan

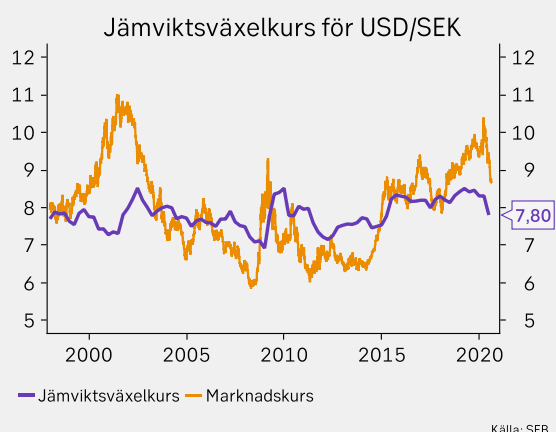
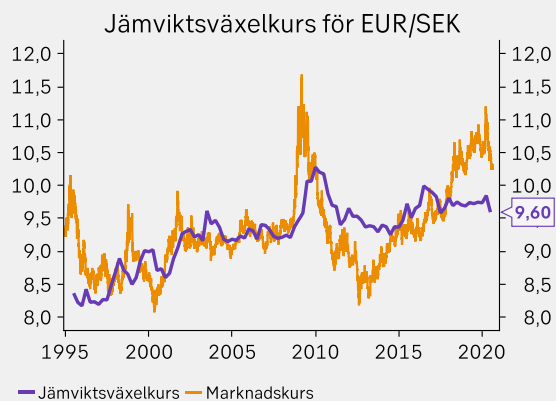
Covid-19-krisens effekt på ekonomisk aktivitet tycks ha varit som störst i mars och april. Tidpunkten sammanfaller med att kronan började stärkas; en utveckling som har accelererat under sommaren. Kronan har gynnats av en ökad riskaptit och förhoppningar om en konjunkturvändning efter massiva stödprogram från regeringar och centralbanker under våren och sommaren. Kronans värde brukar ofta mätas mot det handelsvägda valutakursindexet KIX som består av 21 valutor vilka har betydelse för svensk utrikeshandel. Enligt KIX är kronan i dag på sin starkaste nivå på mer än två år.

Bakom kronförstärkningen ligger flera faktorer vilka just nu samverkar: ökad riskaptit och stigande börskurser; kronans attraktiva värdering; positioneringen på valutamarknaden där aktörer antagligen har varit underviktade i kronan de senaste åren; minskande räntedifferenser mellan Sverige och omvärlden; mildare negativa effekter på svensk tillväxt jämfört med motsvarande ekonomier p g a riktlinjer snarare än hårda regler för social distansering. Denna temaartikel gör en analys av de olika faktorerna. Vår slutsats är att den enskilt viktigaste förklaringen till att kronan stärkts är förändringen i räntedifferenser.

Kronan har varit svag under en längre tid. Vår långsiktiga värderingsmodell för valutor – och som bygger på ett antal fundamentala variabler som brukar styra en



valutas jämviktsväxelkurs – indikerar att kronan varit rejält undervärderad mot såväl euron som US-dollar. Enligt våra modeller ligger kronans jämviktsväxelkurs mot euron på mellan 9,50 och 10,00 kronor och mot dollarn på mellan 7,50 och 8,00 kronor. Dessa nivåer har varit relativt stabila de senaste åren (se diagram nedan). Det betyder att kronan jämfört med dagens växelkurser fortfarande är undervärderad och bör kunna stärkas ytterligare framöver mot både euron och dollarn.



Dessvärre saknar vi jämviktsestimat för samtliga de 21 valutor som ingår i KIX-indexet. Men om indexet anpassas till de tio valutor som vi har jämviktsestimat för (omfattar 85 procent av totala vikten i KIX) får vi fram att jämviktsnivån borde ligga mellan 109 och 110. Idag ligger KIX-indexet strax under 115 (högre index betyder svagare krona). Det innebär att kronan är fem procent undervärderad mot våra viktigaste handelspartners. Den bedömningen stämmer också ganska väl överens med bedömningar som Riksbanken tidigare har gjort.

Kronan mindre känslig under Covid-krisen.

Sverige har under många år haft stora finansiella sparöverskott (bytesbalansöverskott) som möjliggjort en minskning av utlandsskulden. Sedan ett decennium tillbaka har Sverige större tillgångar i utlandet än vad utlandet har tillgångar i Sverige. Det gäller även aktier där innehavet av utländska aktier är större än utlandets innehav av svenska aktier. Det fungerar som en krockkudde vid större börsfall. I tider av börsoro blir nettoflödet kopplat aktier kronpositivt då svenska investerare kan väntas sälja större belopp av utlandsägda aktier jämfört med vad utländska investerare säl-

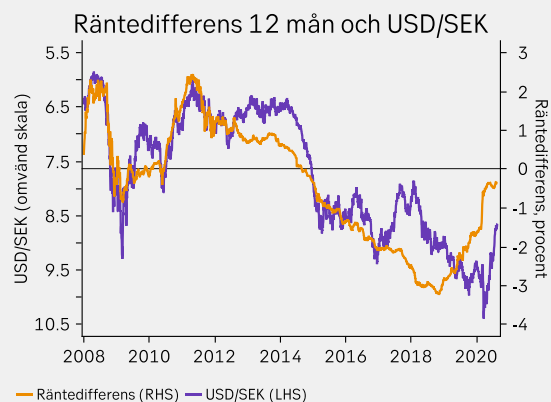
jer av svenska aktier. Denna faktor bidrog till att begränsa kronans fall under den mest akuta fasen av Covid19-krisen i februari och mars, även om kronan försvagades mot mer likvida valutor som dollar och euro.

En låg värdering och det faktum att många marknadsaktörer redan var underviktade i kronor kan också ha bidragit till att kronan klarade sig bättre än många andra mindre valutor.

Kraftig förändring i relativa räntor

En undervärderad och övervärderad krona bidrog till att dollarn kostade under sex kronor 2011. Då var svenska styrräntan betydligt högre än den amerikanska. Räntedifferensen mellan den svenska och amerikanska 12-månadersräntan låg på +2,4 procentenheter (se graf nedan). Därefter föll både kronan och svenska räntor trendmässigt gentemot dollarn och amerikanska räntor fram till november 2018. Då var räntedifferensen -3,2 procentenheter. Således föll räntedifferensen med 5,6 procentenheter från 2011 till 2018. Under samma period tappade kronan nästan 50 procent i värde mot dollarn.

Räntor styr priset för att köpa valutor på termin. Företag agerar på terminsmarknaden för att bli valutasäkra (hedga) framtida intäkt- eller kostnadsflöden. Ränteförändringen får en enorm priseffekt. Kostnaden för att valutasäkra USD/SEK på ett år ökade från 2011 till 2018 med cirka 45 öre och kronan gick under perioden från att vara en av de valutor som kunde erbjuda en positiv räntedifferens mot dollarn till att vara en av de mest attraktiva finansieringsvalutorna.



Fram till 2014 medförde högre svenska korträntor

att det var möjligt för svenska obligationsinvestorer att få en betydande överavkastning från amerikanska statsobligationer (som då avkastade samma ränta som svenska obligationer) genom att helt enkelt eliminera dollarexponeringen på dessa innehav. De här förutsättningarna förändrades dramatiskt när den amerikanska centralbanken Fed började höja sin styrränta i slutet av 2015, samtidigt som Riksbanken gjorde det motsatta och sänkte räntan till minus 0,5 procent.

Avkastningen på amerikanska statspapper blev inte bara högre med bibehållen valutarisk; sedan början av 2016 har valutasäkrade innehav av amerikanska stats-

papper genererat en lägre avkastning än motsvarande inhemska obligationer med samma löptid, trots att amerikanska nominella obligationsräntor har varit betydligt högre. Sedan 2016 har det alltså bara varit möjligt för svenska finansiella institutioner att dra nytta av högre amerikanska obligationsräntor om dessa innehav haft valutaexponering mot dollarn; annars har det avkastningsmässigt varit ett bättre alternativ att köpa svenska statsobligationer. Vi har uppskattat svenska institutioners dollarexponering i slutet av 2019 uppgick till motsvarande ca 500 miljarder kronor.

Dramatisk förändring från Fed och Riksbanken i år.

Sedan slutet av 2019 – och som ett resultat av Covid19-krisen – har penningpolitiken förändrats dramatiskt igen. Riksbanken har höjt reporäntan till 0 procent samtidigt som Fed sänkt till nära 0 procent och aggressivt expanderat balansräkningen. För svenska exportföretag innebär den här förändringen att kostnaden för att valutasäkra har fallit påtagligt till 3-4 öre för att valutasäkra USD/SEK på 12 månader jämfört med en kostnad på närmare 30 öre i slutet på 2018.

Årlig ränta för en svensk investerare

10-åriga statsobligationer, procent



Källa: SEB

Även för svenska finansinstitut har förutsättningarna förändrats påtagligt. Ränteskillnaden mellan en svensk och amerikansk 10-årig statsobligation är idag lite dryg 0,5 procentenheter samtidigt som en svensk investerare idag återigen kan erhålla något högre ränta genom att äga amerikanska statsobligationer utan valutarisk. Den här snabba och dramatiska penningpolitiska förändringen har skapat ett behov att reducera dollarexponeringen genom att köpa kronor och sälja dollar. Vi bedömer att detta är den enskilt viktigaste förklaringen till att kronan stärkts på senare tid. Förändringen i kombination med aggressiv politik från Riksbanken, där en försvagning av kronan utnyttjades för att höja inflationsförväntningarna, medförde antagligen att svenska investerare tvingades öka valutaexponeringen på sina utländska innehav avsevärt, vilket bidrog till att försvaga kronan.

Små ränteskillnader gör också att kronan inte längre är en uppenbar finansieringsvaluta bland mer spekulativa aktörer på valutamarknaden och svenska exportbolag lär öka sin valutasäkringsgrad när kostnaden fallit. Svenska institutionella placerare lär fortsätta att minska sin valutaexponering. Olika aktörer på valutamarknaden har av goda skäl varit

underviktade kronor de senaste åren men det lär inte vara fallet framöver.

Svensk Covidstrategi också gynnsam

Mildare Covid-19-effekt gynnar kronan. Det finns alltså goda förutsättningar för att kronan ska kunna fortsätta att stärkas från dagens nivå mot ett flertal valutor, inklusive euron. Ytterligare en gynnsam faktor för kronan är den svenska hanteringen av Covid-19-utbrottet som tycks få mildare konsekvenser för svensk ekonomi jämfört med andra länder. Under andra kvartalet 2020 föll Sveriges BNP preliminärt med 8,7 procent jämfört med samma kvartal 2019, vilket var mindre än både USA (-9,5 procent) och euroområdet (-15 procent). Om Sverige undkommer covid-19-krisen något lindrigare än andra länder även under de kommande kvartalen kan detta också gynna kronan framöver.

Sveriges statsfinanser är samtidigt betydligt starkare

jämfört med många jämförbara ekonomier. En låg stats-skuld i utgångsläget och viss återhållsamhet under covid-19-krisen gör att det finns förutsättningar att på ett uthålligt sätt stimulera efterfrågan via finanspolitik om behov uppstår framöver. Det kan också väntas gynna kronan framöver.

Snabbare kronförstärkning i vår prognos

Redan innan covid-19-krisen var vår prognos att kronan skulle återhämta sig från svaga nivåer i takt med en allt mindre extrem penningpolitik. I om covid-19-utbrottet har anpassningen av det svenska ränteläget i jämförelse med omvärlden skett på bara några få månader. Följaktligen har kronförstärkningen också gått snabbare än vår tidigare bedömning. Redan under sommaren reviderade vi därför upp våra prognoser. Vi räknar nu med en snabbare förstärkning. EUR/SEK väntas falla till 10,00 redan i slutet på 2020 och att nivåer under 10 kronor nås redan under första halvåret 2021. Därefter räknar vi med en långsammare förstärkning och att EUR/SEK handlas till 9,75 kronor i slutet av 2021 och 9,60 kronor i slutet av 2022. Mot dollarn räknar vi med en något kraftigare förstärkning. Vi bedömer att USD/SEK ligger på 8,30 i slutet på 2020 för att därefter falla till 7,80 i slutet på 2021 och 7,50 kronor i slutet av 2022.

Aktiemarknaden

Digitala vinnare driver värderingar

Bolagsresultaten överträffar med råge de lågt ställda förväntningarna. Börsens framåtblickande karaktär blir tydlig när extremlåg tillväxt möts med historiskt höga värderingar. Håller prognoserna för vinster och räntor kan uppgången göra det också, med fortsatt draghjälp från den digitala omställningens vinnare eller en comeback för de cykliska bolagen i en godartad återhämtningsmiljö.

Bättre vinster än befarat. Att vinstprognoserna överträffades rejält i rapporterna för andra kvartalet är glädjande men inte så förvånande givet hur hårt prognoserna beskurets. Relationen mellan försäljning och resultat överraskade dock desto mer. Till skillnad mot vinsterna ser försäljningen ut att endast marginellt överträffa prognoserna, vilket indikerar oväntat goda vinstmarginaler. Att företag i högre grad än väntat har gynnats av olika stödåtgärder kan vara en förklaring. Därtill ökar de höglönsamma digitaliseringsbolagens andel av totalen vilket drar upp siffrorna samtidigt som bolagen genomfört omfattande rationaliseringar som sänker kostnaderna. Stöden klingar förr eller senare av, men såväl rationaliseringar som fortsatt digital draghjälp till aggregatet ligger i korten för kommande kvartal.

Stimulanser ger stöd. Sedan botten i slutet på mars är S&P 500 upp över 50 procent till nya rekordnivåer medan tekniktunga Nasdaq stigit med imponerande 64 procent vilket ger en rejäl uppgång sedan årsskiftet. Flera röster höjs för att en större rekyll nu måste komma. Det kan aldrig uteslutas, men vi ser några rimliga förklaringsfaktorer till uppgången. De exempellöst stora ekonomiska stimulanserna ger stöd till tillväxtprognoserna och, väl så viktigt, ger placerarna anledning att tro att nya tillväxtbesvikelser kommer att bekämpas med nya stöd. Centralbankerna bidrar också kraftfullt; numera även med köp av företagsobligationer. Att centralbankerna lyfter bort kreditrisk pressar ner bolagens finansieringskostnader och fortplantar sig till aktiemarknaden. Stödåtgärderna utgör en rejäl kapitalöverföring från offentlig till privat sektor. Detta återspeglas i att kreditspreadarna, efter att ha dragits isär kraftigt under krisen, nu återtagit det mesta av förlorad mark. Det gäller inte minst de mer stabila obligationerna inom investment grade där stödköpen varit störst men även i High Yieldsegmentet. Vi räknar med mer normala avkastningsnivåer i kreditmarknaden framöver efter några månader av god återhämtning.

Högre värderingar kan accepteras. Att aktiekurser och dito värderingar stigit i denna miljö är heller inte förvånande. De svåra frågorna blir då hur länge miljön består och hur höga värderingar som kan accepteras. Som framgått tidigare räknar vi med relativt god tillväxt och bestående låga räntor under överskådlig tid. En viktig förklaringsfaktor till de höga värderingarna återfinns hos tidigare nämnda digitaliseringsvinnare. De fem största amerikanska börsbolagen i gruppen utgör nu runt 22 procent av börsvärdet; en andel som bara överträffats av dåtidens största i IT-bubblan. Men dagens börsigiganter redovisar såväl stora som snabbt växande vinster. Deras andel av de aggregerade börsvinsterna är runt 15 procent. Det visar alltså på högre värdering än börssnittet, men den är ändå inte skyhögt. Håller vinstprognoserna växer de snabbt i värderingskostymen.

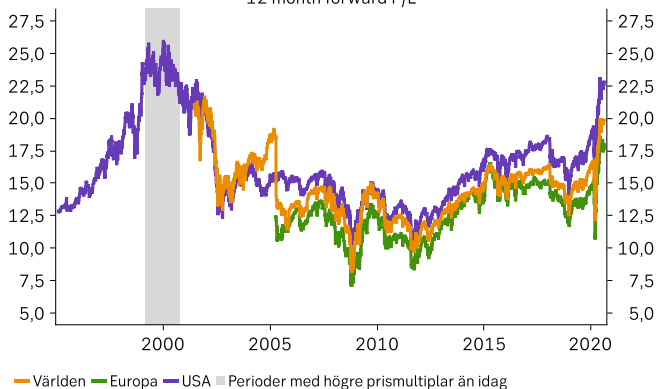
Digitalisering och hållbarhet ger vinnare? De senaste årens accelererande vinsttillväxt kan dock bli svårt för börsjättarna att upprepa en längre tid, vilket kan pressa dagens värderingar. För de generella värderingsnivåerna ligger också lejonparten av en rimlig höjning nog bakom oss. Dagens nivå kan motiveras men kräver godartad vinstutveckling. Avsaknaden av alternativ (TINA) och överflödet av kapital kan mycket väl räcka för att fortsätta driva kurserna vidare uppåt så länge stora negativa överraskningar uteblir. För en mer långsiktigt hållbar uppgång vore dock ytterligare tillväxtstöd välkommet. Vi ser möjligheter till börsbränsle, inte minst för enskilda sektorer, i inriktningen på de stimulanspaket som borde kunna bidra till tillväxten framöver. Satsningar på digitalisering och kanske infrastruktur framstår som troliga. Vi räknar med att arbetet för en mer hållbar värld också intensifieras, till gagn även för bolag med mer hållbara produkter och tjänster.

USA-börsen: Jättarna dominerar uppgången
Ackumulerad avkastning, index 2020 = 100



Källa: Bloomberg, SEB

Högt värderade börser
12 month forward P/E



Källa: MSCI, Macrobond, SEB

USA

Lång väg tillbaka till utgångsläget

Takten i återhämtningen har varit högre än väntat. Prognosen för BNP skrivs upp till ett fall på 5,5 procent i år följt av uppgång med 4 respektive 3,5 procent 2021/2022. Stimulanspolitiken har stöttat hushållen, investeringsfallet ser ut att bli mindre än befarat och låga räntor förkortar svackan på bostadsmarknaden. Gapet mot tidigare tillväxt-trend kommer dock inte att slutas under perioden och arbetslösheten förblir hög. Fed håller fast vid nollräntepolitiken i jakten på inflation över målet.

Historiskt BNP-fall trots oväntat snabb återhämtning

Nedstängningarna i spåren av Covid-19 har slagit hårt mot USA:s ekonomi. BNP föll andra kvartalet med 9,5 procent (-32,9 i uppräknad årstakt), den mest dramatiska nedgången i modern tid. Arbetslösheten nådde i april nära 15 procent; högsta nivån sedan 1930-talet. Stimulanser utan motstycke har dock dämpat spridningseffekterna i ekonomin. Den inledande återhämtningen har gått snabbare än väntat, inte minst på arbetsmarknaden och för delar av privat konsumtion, medan utrikeshandel och industri förblivit svag. Att ekonomin vände upp redan under senare delen av andra kvartalet bidrar till att kvartal tre kommer att visa god tillväxt trots tecken på en utplaning under sommaren. Vi skriver upp BNP-prognosen för i år från -6,5 procent i maj till -5,5 men justerar istället ned prognosen för 2021 till +4,0. Prognosen innebär att BNP är tillbaka på utgångsläget i slutet av 2021. Gapet mot tidigare tillväxttrend sluts dock inte ens år 2022 då BNP väntas växa med 3,5. Arbetslösheten ligger kvar på en hög nivå under hela prognosperioden.

Sommarens ökade virusutbredning i tidigare mindre drabbade delstater har tvingat fram nya restriktioner. Korttidsindikatorer tyder på en dämpning av den ekonomiska aktiviteten under juli och augusti. Att viruskurvorna åter börjat flacka den allra senaste tiden talar ändå för att de ekonomiska skadeverkningarna blir begränsade. Huvudscenariot är att nya omfattande nedstängningar undviks samtidigt som takten i återöppnandet troligen blir lugnare än vad som var fallet i våras.

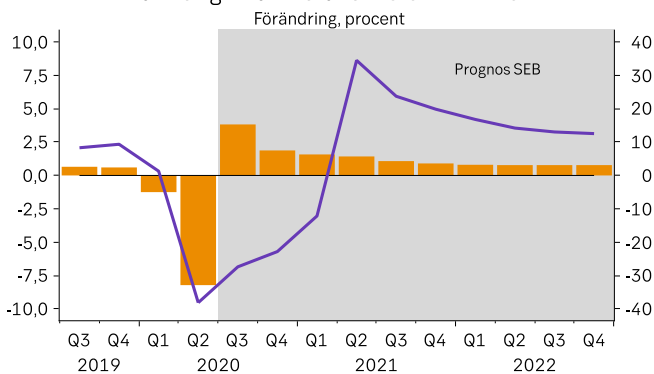
Arbetslösheten föll snabbt när tillfälligt arbetslösa kallades tillbaka till sina arbetsplatser under maj-juni. Den positiva trenden höll delvis i sig även under juli, med en ytterligare nedgång till drygt 10 procent. Gapet till tidigare sysselsättningsnivåer är dock fortfarande stort. Mindre än hälften av det tidigare fallet har återtagits. Sysselsättningsgraden i "prime age" 25-54 år är kvar under lägstಾನിവåerna från 2009-2010. Förbättringen ser att döma av veckostatistiken ut att ha planat ut under sommaren och vi ser risk för att nedgången i arbetslösheten framöver går långsammare. I slutet av året väntas arbetslösheten ligga strax under 10 procent för att sedan fortsätta ner till ca 5,5 procent i december 2022.

Generösa stöd till hushållen har ökat disponibelinkomsterna så att de nu på aggregerad nivå ligger högre än vid krisens utbrott. Detta bidrog till att BNP-fallet andra kvartalet inte blev riktigt lika dramatiskt som befarat. Utbudsrestriktioner inom områden som nöjen, resor och restaurang, snarare än brist på pengar, har utgjort främsta bromsen för hushållens efterfrågan under våren. Konsumtionen av sällanköpsvaror låg i slutet av juni nästan 10 procent över nivån i februari och total varukonsumtion ungefär 5 procent över. Tjänstekonsumtionen hade samtidigt 12 procent kvar till utgångsläget. Efterfrågan på tjänster förblir under press så länge som hotet från coronaviruset kvarstår, men vi ser ändå utrymme för fortsatt återhämtning inom delar av sektorn. Det gäller t ex hälso- och sjukvård (cirka 30 procent av totala tjänster) där resurser för vård av Covid-19-sjuka troligen skapade utträngningseffekter som sannolikt bidrog till det kraftiga fallet i mars-april (40%). Konsumtionen av sådana tjänster låg i juni fortfarande ca 15 procent under nivån i februari. Fortsatta coronarelaterade restriktioner på tjänstesidan och viss måttad efter tidigare snabba återhämtning på varusidan väntas ändå dämpa ökningstakten för privat konsumtion framöver. Årets fall stannar på 5,5 procent och följs av ökning på ca 4,5 och 4,0 procent under 2021 och 2022.

Utformningen av stimulansåtgärderna skiljer sig från i Europa.

Mindre företag har erbjudits lån som omvandlas till bidrag om man behåller sin personal. Tonvikten i stödprogrammen har dock legat

Kortvarigt men historiskt brant BNP-fall



— Årlig procentuell förändring (vå axel) ■ Kvartalsvis tillväxt, omräknad till årstakt (hö axel)

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

Nyckeldata

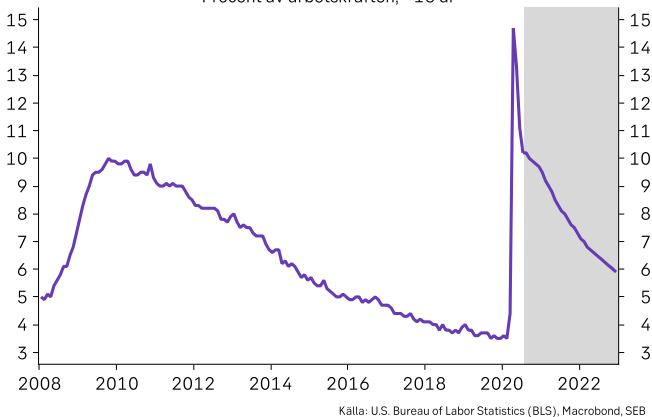
Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,2	-5,5	4,0	3,5
Arbetslöshet*	3,7	9,3	8,3	6,2
Löner	3,3	4,7	2,1	1,8
KPI	1,8	1,1	1,8	1,9
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	1,7	1,5	1,6	1,4
Offentligt saldo**	-5,9	-21,0	-11,0	-8,0
Offentlig bruttoskuld**	109	136	144	145
Fed funds rate, %***	1,75	0,25	0,25	0,25

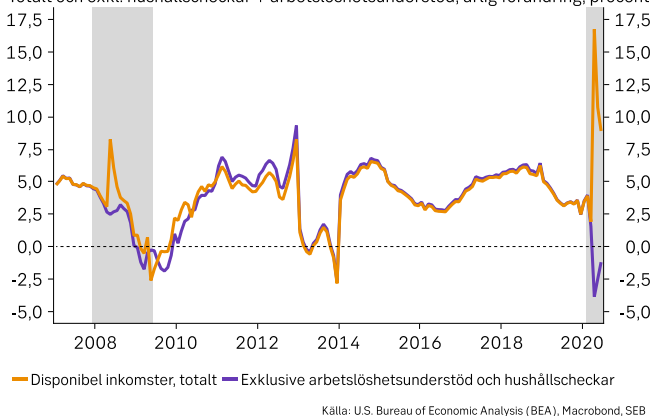
* % av arbetskraften ** % av BNP *** Vid årets slut. Källa: Macrobond, SEB

på att värna hushållens köpkraft. Det har skett på framförallt två sätt – engångscheckar på 1200 USD per vuxen och 500 per barn samt ett extra arbetslöshetsunderstöd på 600 USD i veckan. Arbetslöshetsersättningen löpte ut i juli. Förhandlingarna om en förlängning av stödåtgärderna och nya kontantcheckar till hushållen ser, åtminstone tillfälligt, ut ha brutit samman. Istället har president Trump utfärdat exekutiva order vad gäller bl a arbetslöshetsstödet. Förutom en del praktiska utmaningar kommer dessa dock inte tillföra nya pengar, bara omdirigera existerande medel.

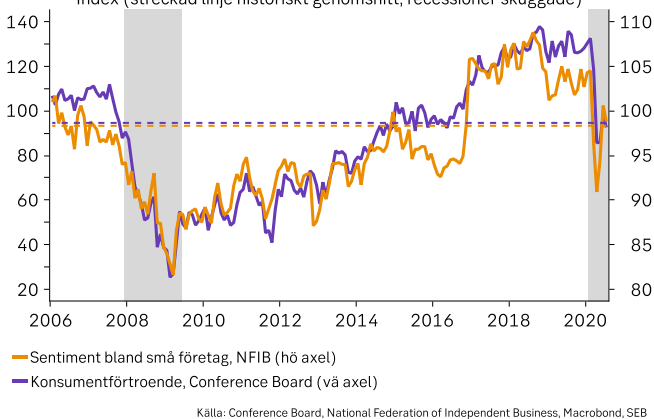
Snabbt fall i arbetslöshet följts av mer gradvis nedgång
Procent av arbetskraften, >16 år



Hushållens disponibelinkomster har stigit under coronakrisen
Totalt och exkl. hushållscheckar + arbetslöshetsunderstöd, årlig förändring, procent



Motståndskraftigt konsument- och företagshumör
Index (streckad linje historiskt genomsnitt, recessioner skuggade)



Tidigare höga ersättningar skapar dock andrum tills förhandlingarna kan återupptas, troligen tidigast i början av september.

Huvudscenariot är att en ny överenskommelse nås men storleken på paketet är osäker med nedåtrisk för de 1 000 – 1500 mdr USD som tidigare legat i korten. Att delar av det republikanska partiet visar växande motvilja mot att spå på de svällande underskotten försvårar förhandlingarna men räcker sannolikt inte för att stoppa nya stimulanser. Ju närmare valet 3 november, desto större blir dock risken för att ytterligare stöd dröjer tills nästa år. En möjlighet är att åtgärder istället bakas in i höstens budget. Konsumentförtroendet (i synnerhet Conference Boards mått) har varit motståndskraftigt givet läget på arbetsmarknaden medan sentimentet bland småföretagen tagit sig tillbaka till det historiska genomsnittet med stöd av fortsatt optimistiska framtidsutsikter. Sentimentet bland både hushåll och småföretag sjönk dock i juli, vilket kan signalera ökade tvivel kring både virus och stimulanser.

Optimistiska storföretag trots svag export och industri.

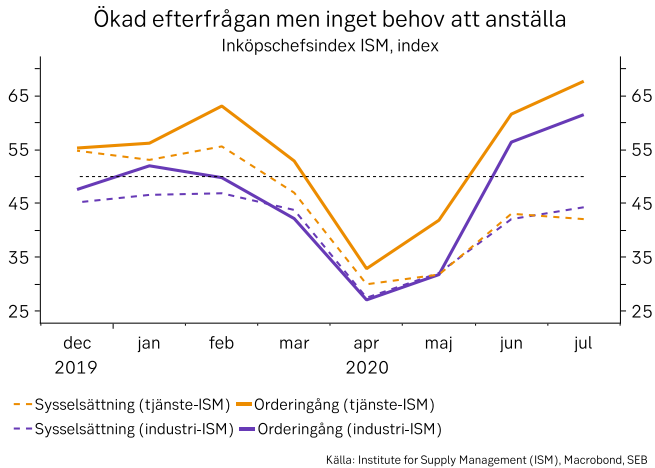
Inköpschefsindex (ISM) har stigit till tydligt expansiva nivåer, lett av index för produktion/aktivitet och order. Detta speglar dock optimism avseende framtidsutsikterna och inte nuläget, vilket understöds av att indikatorer för sysselsättning förblivit nedtryckta. Svag utrikeshandel samt stora fall för transportmedel är viktiga faktorer bakom den svaga utvecklingen i industrin. Produktionen av motorfordon (ca 5 procent av totalen) har nu tagit tillbaka stora delar av det tidigare fallet. Produktionen av flygplan och flygplansdelar (4 procent) förblir dock under press från den dubbla bördan av tidigare haverier/flygstopp samt generell kris för världens flygbolag. Företagens investeringar var, näst efter privat konsumtion, den främsta negativa drivkraften bakom BNP-fallet kvartal två. Indikatorer tyder ändå på begränsade effekter jämfört med de två föregående recessionerna. Fallet för ordergången har framförallt varit koncentrerad till transportsektorn medan andra konjunktur känsliga områden, så som maskiner, visat relativt små förändringar samtidigt som IT-/elektronikprodukter gått starkt.

Kortvarig svacka på bostadsmarknaden. Uppsvinget på bostadsmarknaden i slutet av förra året och början av detta fick ett abrupt slut när covid19-pandemin inleddes. Rekordlåga räntor på bolån har därefter lett till ett kraftigt uppsving för ansökningar om bolån och bostadsförsäljningen har vänt upp igen. Bostadsmarknaden får även stöd av lågt utbud. Sentimentet bland husbyggare, NAHB-index, är tillbaka på historiskt höga nivåer, vilket talar för att nybyggnationer och bostadsinvesteringar närmar sig en botten.

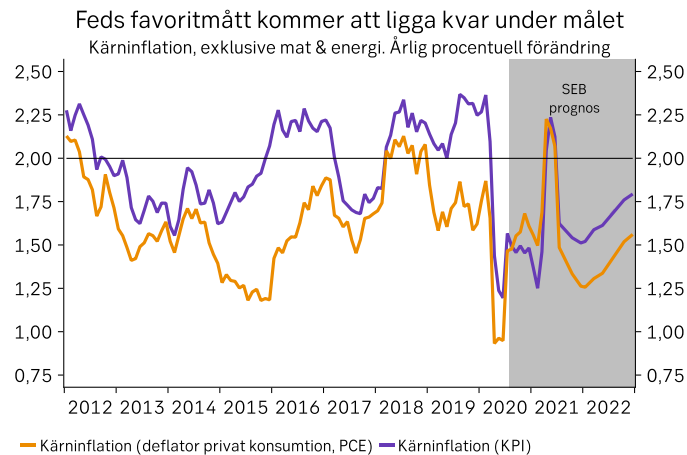
Låga Fed-räntor i jakt på inflation över målet

Inflationen föll kraftigt i pandemins inledningsskede men en del av de extrema prisfallen har därefter reverserats och vi räknar med att priserna på en del av de varor som föll mest under nedstängningarna fortsätter att reverseras i närtid. Det underliggande pristrycket är dock svagt. Vi tror att Fed får fortsatt svårt att nå upp till sitt inflationsmål på två procent (för kärninflationen definierat som konsumtionsdeflatorn PCE) men ser deflationsriskerna som små. Förändringar i arbetskraftens sammansättning, när främst lågavlönade blivit av med sina jobb, har drivit upp den genomsnittliga löneökningstakten. Den låga sysselsättningsgraden bör dock sätta tryck nedåt på löner och därmed underliggande inflation. Pristrycket från den fortsatta dollarförsvagning som vi prognostiserar är för liten för att sätta några tydliga spår i inflationen. Efter kraftfulla åtgärder under våren för att stabilisera finansiella marknader och trycka ned räntenivåer över hela kurvan har Fed lämnat politiken i stort sett oförändrad vid sina senaste möten. Obligationsköpen ska fortgå i en takt om minst 120 mdr USD per månad medan korta räntor enligt Fed-ledamöternas prognoser

kommer att lämnas oförändrade t o m 2022, vilket även är vår prognos. Fokus ligger på det senaste årets översyn av det penningpolitiska ramverket, som kan komma att presenteras i samband med septembermötet. Vi tror att Fed rör sig mot ett genomsnittsmål där man låter inflationen skjuta över målet under en period efter många års missar på nedsidan. Detta kan tydliggöras i en förändring av Feds sk forward guidance där centralbanken t ex lovar att hålla räntan oförändrad tills inflationen stabiliserats över målet.



Ett genomsnittsmål skulle öppna för att låta inflationen skjuta över målet under en period



Detta skulle mjuka upp politiken jämfört med tidigare framåtblickande guidning och ge ytterligare stöd för Feds signaler om nollränta under flera år framåt. Fed undersöker även möjligheterna att, i likhet med Bank of Japan och Australiens centralbank, sätta ett tak för räntor litet längre ut på kurvan (YCT, yield curve targets). Åtgärden har begränsat stöd bland Feds medlemmar och lär inte bli aktuell förrän senare i återhämtningen som ett sätt att understödja Feds ränteguidning.

Rekordlåga långräntor dämpar pressen på ökade obligationsköp.

Vårt huvudscenario är att obligationsköpen fortsätter kring åtminstone nuvarande nivåer, vilket innebär att Feds värdepappersportfölj stiger till nya toppnivåer på 7 000 mdr (drygt 30 procent av BNP) vid slutet av året. En eventuell upptrappning av obligationsköpen kan komma om Fed behöver motverka tryck uppåt på räntorna från emissioner till följd av nya finanspolitiska stimulanser. Feds totala balansräkning ser dock inte ut att bli så stor som tidigare antagits. Det beror på det låga utnyttjandet av Feds lånefaciliteter där enbart beskedet om Feds program i många fall visade sig vara tillräckliga för att stabilisera marknaden.

Fortsatt underskottspolitik bortom valet

Feds stimulanspolitik spelade en avgörande roll för att undvika en akut finansiell kris under våren, men skapar nya risker genom att blåsa upp tillgångspriser och ackommodera en fortsatt underskottspolitik även efter den akuta coronakrisen. USA har under Trump-administrationen visat årliga federala underskott kring 5 procent av BNP under brinnande högkonjunktur och krisåret 2020 stiger det federala underskottet till 17 procent av BNP. Utfallet av presidentvalet är ännu osäkert men vi bedömer att sannolikheten överväger för en seger för Biden. Ett byte på presidentposten lär dock inte utgöra slutet på underskottspolitik. Trycket från kvarstående behov från pandemin och från det demokratiska partiets vänsterfalang om ökade satsningar på eftersatta grupper är hårt och kan bara delvis finansieras av höjda skatter (se temaartikel).

Konfliktytorna mellan USA och Kina har eskalerat på senare tid

kopplat till sanktioner kring Kinas nya säkerhetslagstiftning i Hong Kong och förtryck av den uiguriska minoriteten. Kinas geografiska anspråk i sydkinesiska sjön/Taiwan samt säkerhetsrisker/strategisk konkurrens inom IT bidrar också till eskaleringen. Det reser frågetecken även kring det mödosamt framförhandlade handelsavtalet. Kina förband sig i handelsavtalet att öka importen från USA med 200 mdr USD under 2020 och 2021 från 2017 års nivå. I mitten av året hade Kina bara nått ungefär en fjärdedel av årets mål men med utfästelser om att öka takten framöver. Betydelsen av köpen har ökat givet en generellt svag exportkonjunktur men den svaga måluppfyllelsen innebär ändå att avtalet inte blivit den fjäder i hatten inför valet som Trump förväntade sig. Riskerna för en uppsägning ökar när valet närmar sig och särskilt om Trump fortsätter att ligga efter i opinionen. Även om tonläget dämpas tror vi dock inte att Biden skulle innebära något markant kursbyte visavi Kina.

Tema:

USA-valet

Grön vänstersväng med Biden eller Trump i fyra år till?

Gröna investeringar, höjda skatter på höginkomsttagare och bolag samt minskad dramatik på handelsområdet. Det är några av de policyförändringar som kan väntas om opinionsfavoriten Biden tar över presidentposten. Osäkerheten är denna gång inte bara kopplad till kandidaterna utan också själva valprocessen. Hög andel poströster gör att det kan ta veckor innan valet är avgjort och att den slutliga vinnaren blir en annan än vad de första resultaten från valnatten indikerat. Det skapar risk för volatila marknader och ökade politiska spänningar.

Historiskt val i skuggan av corona. Covid-19 och krisen i ekonomin har ändrat förutsättningarna för USA:s presidentval 3 november. Vi ser nu störst sannolikhet för demokraternas Joe Biden att vinna, men utgången kan förbli osäker in i det sista. Utvecklingen för coronaviruset, takten i återhämtningen samt utsikter till ett vaccin är tre faktorer som kan fälla avgörandet. Ekonomin ses som viktigast i väljarkåren (79 procent enligt Pew Research) och det är det område där Trump har störst förtroende. Viktigast för Bidenanhängare är dock coronaviruset (82 procent). Ett starkt polariserat vallandskap ökar risken för bråk vid ett jämnt resultat, vilket kan bli ett hot mot valets legitimitet hos den förlorande sidan. Det gäller särskilt som andelen poströstande väntas bli rekordstort, vilket kan göra att det dröjer veckor innan det slutliga resultatet är klart. Republikanerna har inte tagit fram någon valplattform inför 2020 års val utan hänvisar till 2016 års plattform. President Donald Trump kan slänga in löften om t ex sänkta löneskatter och kapitalskatter. Men i stora drag kan ännu en mandatperiod med Donald Trump väntas bli en förlängning av de senaste fyra årens politik. Potentialen för förändringar är istället kopplad till Bidens kampanjlöften och möjligheten till ännu ett skarpt policyskifte i USA. I denna temaartikel ser vi närmare på omständigheterna kring valet och vilka förändringar en Biden-seger kan få på det ekonomisk-politiska området.

Vad vill Joe Biden?

Joe Biden var Obamas vicepresident och tillhör mitt-fåran inom partiet. Men både USA och demokraterna har påverkats av fyra år med Donald Trump. Biden kommer behöva följa med sitt parti åt vänster och anpassa sig till en förändrad syn på klimatfrågan och globalisering. På samma sätt som republikanerna efter Obama vill bittra demokratiska kärnväljare, efter de gångna fyra årens motgångar, nog se en radikal omläggning av politiken och en president som i likhet med Trump inte tvekar att testa gränserna. Sedan primärvalskampanjen har en arbetsgrupp med representanter från Bidens och Sanders kampanj tagit fram gemensamma förslag på politik. Dessa har vid sidan av Bidens tidigare kampanjloften utgjort input till den valplattform som klubbades igenom på Demokraternas virtuella konvent i augusti.

Bidenomics: från Wall Street till Green Street. Grön industripolitik, skatthöjningar för höginkomsttagare och företag, höjda minimilöner, stöd för fackliga rättigheter, välfärdssatsningar och stopp för utflyttning av amerikanska industrijobb är några av huvudpunkterna inom Bidens ekonomiska politik. Flera av de faktorer som gynnat börsen under Trump – sänkta bolagsskatter och avregleringar – reverseras med Biden. "Gröna" sektorer inom t ex förnyelsebar energi flyttar fram positionerna, medan "bruna" som olja får det tuffare. Vad gäller graden av stimulanser ser vi mindre skillnader jämfört med Trumperan. Behovet av att fortsätta att stimulera ekonomin efter pandemin innebär att finanspolitiken förblir expansiv även under 2021. Demokraternas förslag på nya corona-stimulanser låg på drygt 3 000 mdr USD att jämföra med republikanernas 1 000 mdr. Delar av detta paket, t ex mer pengar till delstater och lokala myndigheter, kommer vid en seger för Biden troligen att genomföras under 2021 istället. Bidens klimatagenda samt löften inom social välfärd gör det svårt att tro på någon återgång till stram finanspolitik därefter. Vi räknar med årliga federala underskott på runt 5 procent av BNP under resten av mandatperioden, ungefär oförändrat jämfört med innan coronakrisen.

Bidens giv – köp grönt och gör det i USA. Bidens egna version av Kongressens "Green New Deal" kombinerar marknadslösningar med grön industripolitik och kvantifierade utsläppsmål. Biden lovar under de kommande fyra åren att investera 2 000 mdr, motsvarande nära 2,5 procent av BNP per år, i grön infrastruktur och gröna jobb och med särskilt fokus på områden mer exponerade mot utsläpp och klimatförändringar. USA:s elproduktion ska vara fri från koldioxidutsläpp år 2035 och utsläppen av växthusgaser elimineras till 2050. Klimat-, miljö- och hälso-regleringar från Obama som skrotats av Trump ska återinföras och USA ska stanna inom Parisavtalet för klimatet. Till skillnad från Sanders vill Biden inte förbjuda "frackingteknologin" som används för att utvinna skifferolja eller skrota användningen av naturgas och kärnkraft. Bidens miljöpolitik är inte lika radikal som Sandersfalangens men likväl långtgående. Behovet av att stötta återhämtningen från coronakrisen gör det dock lättare att motivera en massiv grön

investeringspolitik. Att koppla klimatpolitiken till en ekonomisk agenda kan därtill öka stödet hos bredare grupper. För många väljare hamnar klimatfrågan längre ned på listan.

Bidens gröna agenda

USD 2000 mdr i grön infrastruktur, gröna jobb & R&D under 4 år
Koldioxidfri elproduktion år 2035
Stopp för utsläpp av växthusgaser senast 2050
Bygg 500 000 laddstationer inom 4 år
Bygg 500 milj. solpaneler & 60 000 vindkraftsturbiner inom 5 år
Energiuppgadera 4 mln byggnader
Bygg 1,5 miljoner nya energisnåla bostäder
Konvertera federala myndigheters bilflotta till elbilar
Subventioner för privatpersoner att byta till USA-tillverkade elbilar och köp av energisnåla hushållsmaskiner och fönster
Gå tillbaka in i Parisavtalet
Ta tillbaka miljö- och hälsoregleringar som tagits bort av Trump
Källa: Joe Biden campaign, SEB

Höjda skatter på höginkomsttagare och bolag. Biden lovade under primärvalskampanjen att ta tillbaka Trumps skattesänkningar för höginkomsttagare och höja löneskatter på höga inkomster. Individer som tjänar mer än en miljon USD per år ska dessutom betala samma skatt på kapitalvinster som på lön. Bolagsskatten höjs åter, till 28 procent. Skatten på utländska dotterbolag fördubblas. Därtill vill Biden införa en ny, alternativ, minimiskatt på 15 procent för att tvinga vinstrika bolag som t ex Amazon att betala skatt. Om denna idé, som bygger på att beskatta vinster utifrån extern redovisning i stället för inrapportering till skattemyndigheter, verkligen går att genomföra återstår att se. Kritiker har påpekat att skillnaden beror på avdragsmöjligheter som tillkommit för att uppmuntra till bl a investeringar. Förslaget signalerar oavsett en mer konfrontativ hållning mot de stora IT-jättarna. Beräkningar av Bidens skatteförslag landade i våras på att de kan generera omkring 3 800 – 4 000 mdr i ökade skatteinkomster under en tioårsperiod, ungefär jämnt fördelat på individer och företag, varav 1/3 från den höjda bolagsskatten. Eftersom skatthöjningarna även väntas få vissa negativa tillväxteffekter bedöms de årliga intäktshöjningarna hamna på ungefär 1,5 procent av BNP – en bra bit under kostnaderna för Bidens klimatsatsningar.

Bidens skatthöjningar

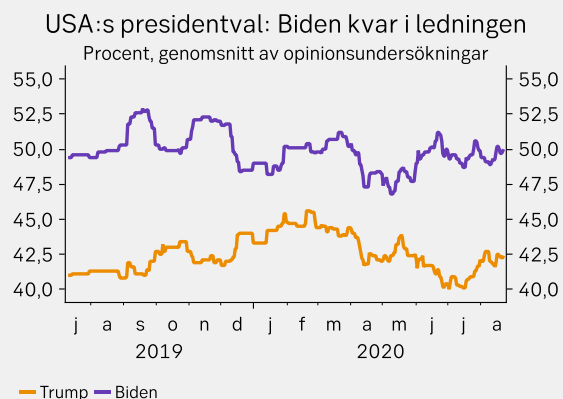
Höjd inkomstskatt, från 37 till 39,6%, på höga inkomster
Sociala avgifter (+12,5%) på höga inkomster (över USD 100 000)
Beskatta kapital som inkomst för de som tjänar över 1 miljon
Höjd bolagsskatt (från 21 till 28%)
Alternativ minimiskatt på 15% för bolag med bokförd vinst över 100 miljoner
Dubblad skatt på utländska dotterbolag (från 10,5 till 21%)
Avdrag för förnyelsebar energi & stopp för subventioner av fossila bränslen
Källa: Tax Foundation, Tax Policy Center, SEB

Ingen återgång till Obamas handelspolitik. Trumps första mandatperiod präglades av den aggressiva handelspolitiken, en skarp kontrast mot Obama-administrationens och Bidens egna frihandelsvänliga linje. Men bilden av demokratisk handelspolitik är mer splittrad idag. Ett av slagorden i kampanjen är "köp amerikanskt". Tonläget mot Kina har skärpts. Biden är kritisk till Trumps ensidiga tullar som han menar skadat amerikanska industriarbetare och jordbrukare. I stället ska USA agera gemensamt med allierade och partners, för att isolera Kina handelspolitiskt. Huruvida detta innebär att Biden även vill avskaffa Trumps återstående Kinatullar är dock oklart. Beskedet är att de ska ses över. Partiet är stolt över de skrivningar man fått in kring arbetsrätt och miljö i det nya nord-amerikanska frihandelsavtalet USMCA. Biden har sagt att företrädare för miljö och arbete ska involveras i arbetet med framtida handelsavtal och öppnar för koldioxidavgifter och kvoter för att jämna ut den klimatpolitiska spelplanen. Samtidigt ska investeringar i den inhemska arbetskraften prioriteras innan nya handelsavtal tecknas. Retoriken i kontakten med traditionella allierade inom G20 och NATO kommer att förändras. De praktiska konsekvenserna är mer svårbedömda. Sammantaget tror vi att näringsliv och börs under Biden kan vänta sig mindre dramatik kring handelspolitiken men utan nya genombrott.

Minimilön men ingen allmän sjukförsäkring. Sanders-falangens krav på allmän sjukvård kommer inte att drivas av Biden. Skälet är bl a att många amerikaner inte ser ut att vilja släppa sina privata sjukförsäkringar. I stället ska Obamas sjukvårdsreform kompletteras med möjlighet att välja ett publikt alternativ. Ett annat förslag som kan få stor påverkan på näringslivet är löftet om att mer än fördubbla den federala minimilönen från 7,25 till 15 USD per timme. I praktiken blir höjningen på många håll dock mindre eftersom 30 av 50 delstater redan lagstiftat om minimilöner på högre nivå, från ca 8,50 i Florida till 13,50 i Washington State. Det är bara huvudstadsregionen DC som har en minimilön på 15 USD per timme idag. Många storbolag, t ex inom detaljhandeln, har på eget initiativ höjt minimilönerna under senare år och i vissa fall till just 15 USD.

Får Biden igenom sin agenda? Demokraterna tog 2018 tillbaka makten över representanthuset och bedöms ha goda chanser att behålla den efter 2020, även vid en seger för Trump. Makten över senaten blir avgörande. En delad kongress skulle göra det mycket svårt för Biden att få igenom sin politik. Alla 435 platser i representanthuset står på spel, tillsammans med 35 av totalt 100 platser i senaten. För att få majoritet måste demokraterna försvara 12 av sina egna och vinna minst tre från republikanerna. Det är vanligt att presidenter inleder sin period med makt över båda husen, men tappar mark i mellanårsvalet två år senare. Det kan ge Biden ett kort fönster att få igenom de viktigaste delarna av sin agenda där han måste balansera mellan att hålla uppe entusiasmen bland kärnväljare och inte stöta bort nya mittenväljare. En nyckelfråga är hur partiet kommer att agera vad gäller den sk filibustern; den supermajoritet (på 60 av 100 röster) som krävs i senaten för att sätta punkt för debatten och tvinga fram en omröstning. Regeln gäller

inte för budgetar eller för presidentens utnämningar, men kan stoppa ekonomiska initiativ som inte går att stoppa in i budgeten (samt lagförslag på en rad andra områden). För att avskaffa filibustern räcker det med enkel majoritet. Det parti som tar steget sänker dock tröskeln för motståndarsidan att i framtiden driva igenom kontroversiella förslag och minskar möjligheterna att hålla radikala interna opinioner stången och framförallt behovet av att enas över parti-gränsen kring reformer. Resultatet kan bli ett än mer polariserat och kortsiktigt politiskt landskap där stora skift i viktiga policyfrågor sker oftare.



Källa: RealClearPolitics (RCP), Macrobond, SEB

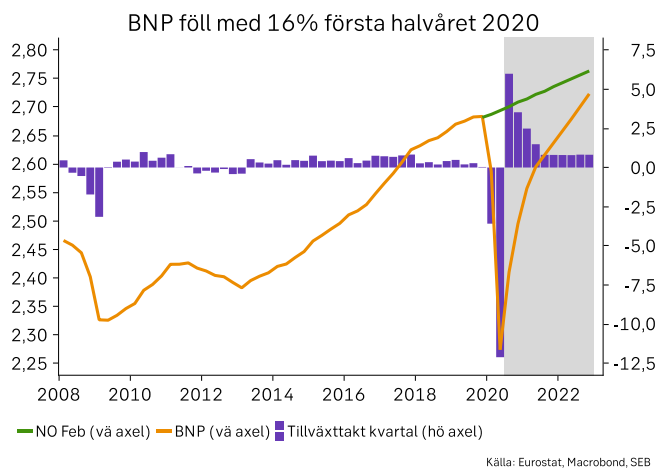
Poströstning ny utmaning. Polariserad befolkning, oro för coronaviruset och ökat antal poströster innebär att valet 2020 kan bli en rysare. Valet 2016 röstade 21 procent per post; inför 2020 har det talats om siffror på upp till 70 procent. Eftersom många delstater saknar en infrastruktur för att räkna alla dessa röster kan det ta veckor innan det slutliga resultatet står klart. Även poströstandet har blivit en politisk fråga; 58 procent av Bidens väljare planerar att rösta per post mot bara 17 procent av Trumps. Trump har gått till attack mot poströster och har tidigare försökt att blockera ytterligare pengar till det underfinansierade postverket.

Kan det blå skiftet ge segern till Biden? Att demokraterna poströstar i högre grad innebär att valutslaget kan skifta under rösträkningen. Ett nytt fenomen är det sk blå skiftet ("blue shift") under 2018 års mellanårsval, där republikanska kandidater inledningsvis såg ut att ha klarat sig bättre än förhandstipsen för att sedan förlora mot demokrater i den slutliga rösträkningen. Ett scenario är att Trump utropar sig som segrare på valnatten men att Biden vinner i den slutliga sammanräkningen. Kommer Trumps väljare att acceptera ett sådant utslag efter att Trump i många år varnat för fusk med poströster? En slutlig seger för Trump kan å andra bli svårsmält för demokrater vid misstankar om att problem med leveranser av poströster eller andra hinder med udd mot demokratiska väljargrupper spelat in. Ovanligt mycket står på spel för väljarna. Det vanligaste skälet att rösta på Biden (56 procent) är enligt en undersökning av Pew Research att han *inte* är Trump. Risken för att valresultatet saknar legitimitet hos motståndarsidan kan bidra till att blåsa på konfliktnivån i USA ytterligare och försvåra ett konstruktivt samarbete i kongressen.

Euroområdet

Tydliga BNP-skillnader mellan nord och syd

BNP har fallit kraftigt i hela regionen men skillnaderna mellan olika länder är påtaglig. I Spanien var fallet första halvåret 24 procent jämfört med 12 procent för Tyskland. En viss del av konsumtionen har redan återhämtat sig medan industrins återhämtning är något segare. Den omfattande krispolitiken med bl a EU:s nya krisfond ger stöd. Hög arbetslöshet och låga löneökningar begränsar ändå konsumtionsutrymmet. ECB håller räntan oförändrad och förlitar sig på QE-politiken.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,3	-8,8	6,6	3,4
Arbetslöshet*	7,6	8,5	10,0	8,7
Löner	2,0	1,5	1,0	2,0
KPI	1,2	0,6	0,9	1,2
Offentligt saldo**	-0,6	-11,5	-5,8	-2,8
Offentlig bruttoskuld**	84,1	104,1	103,3	101,3
Inlåningsränta, %***	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
EUR/USD***	1,12	1,14	1,25	1,28

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

Svårtolkad rekyl uppåt i för indikatorer

Indikatorer rasade till historiskt låga nivåer när nedstängningarna för att begränsa smittspridning svepte över Europa i mars-april. Rekylen uppåt har därefter varit kraftig i takt med att ekonomier öppnat upp och nivåerna ligger nu över de vi såg i början på 2020. Det talar för en tydlig uppgång i produktion och efterfrågan under tredje kvartalet. Barometerdata är dock ovanligt svårtolkade eftersom frågorna ofta handlar om riktning och inte styrkan i förändringen. Givet att vissa sektorer stod helt stilla i april-maj är det inte konstigt att en majoritet av företagen nu ser att utsikterna förbättrats. Det är också i första hand framtidsförväntningar som är positiva medan nulägesomdömen är mer försiktiga. Inköpschefsindex för augusti mattades också av främst för tjänstebranscherna. Det accentuerar risker för att återinförda restriktioner till följd av att nya virusutbrott kan hämma den bräckliga återhämtningen. Även i ett ljusare huvudscenari kommer det att ta lång tid att komma tillbaka till de nivåer som gällde före krisens utbrott. Sammantaget räknar vi med att BNP i euroområdet som helhet minskar med nära 9 procent i år; en något mildare nedgång än vi förutspådde i majrapporten. Även för år 2021 är prognosen uppjusterad marginell och vi förutser nu en rekyl uppåt med BNP-tillväxt på 6,7 procent och 2022 växlar den ner till knappt 3 procent.

EU:s krisfond stimulerar och stärker samarbetet

Den snabba policyresponsen ger stöd både direkt och indirekt. Åtgärderna bidrar till att mildra det kortsiktiga fallet i ekonomin samtidigt som fler företag ges möjlighet att klara sig igenom en period med produktionsstopp som för vissa sektorer kommer att följas av en lång period med försvagad efterfrågan. Tyskland står för de kraftfullaste åtgärderna med mer än 8 procent av BNP i direkta stimulanser år 2020. Stimulanserna för 2020 i övriga tre större ekonomier (Frankrike, Italien och Spanien) är ca 3–4 procent av BNP. Därtill kommer uppskjutna skattebetalningar, garantier och lån motsvarande ca 10–30 procent av BNP. Stimulanserna i kombination med EU:s nya krisfond skapar möjligheter att undvika de misstag som gjordes under eurokrisen i början på 2010-talet. Då tvingades de länder som tog emot stöd till omfattande motkrav om besparingar i närtid, trots en underliggande svag efterfrågan. Reformerna sätter djupa spår i statsfinanserna och även om krisåtgärderna följs av uppstartspolitik kommer inte nuvarande stimulansnivå att kunna upprätthållas. Det offentliga underskottet stiger rejält i år till mer än 10 procent av BNP men faller 2021–2022 när kostsamma krisåtgärder klingar av. Den offentliga skuldkvoten stiger rejält främst 2020 och ligger kvar över 100 procent av BNP hela prognosperioden.

EU:s krisfond gjuder olja på vågorna. Vi har under lång tid vant oss vid att EU-förhandlingar om gemensamma åtgärder ofta präglas av stora motsättningar och därför drar ut på tiden. Men efter att Tyskland och Frankrike under sommaren presenterat ett gemensamt förslag på stödåtgärder var det, trots motstånd från främst "de sparsamma fyra" (Österrike, Nederländerna, Sverige och Danmark), bara en tidsfråga innan stats- och regeringscheferna skulle komma i mål. Det paket som till slut klubbades igenom i mitten av juli var omfattande och ett viktigt steg både på kort och lång sikt. Omfattningen är 750 miljarder euro vilket motsvarar nästan 6,5 procent av BNP som börjar betalas ut under 2021. 390 miljarder euro utgör bidrag och resten lån.

Tydligare tyskt stöd viktig pusselbit. Paketet i sig skickar ett antal signaler om att europasamarbetet är här för att stanna, vilket ger det mer tyngd än den faktiska storleken i sig. Att solidariteten inom euroområdet nu bekräftas återspeglas t ex i konvergerande ränteutvecklingen mellan länderna. Viktigast är att Tyskland nu tydligt

signalerar att landet inte bara ökar sina egna stimulanser utan även är berett att stötta hela regionen finansiellt. Paketet innebär bl a gemensam upplåning och Bryssel får nu tillgång till egna inkomstkanaler. Därmed har man nått genombrott i knäckfrågor som tidigare mött rejält motstånd från vissa medlemsländer. Men samtidigt återstår stora utmaningar. Även om bidragen är relativt stora återstår grundproblemen för högt skuldsatta länder med kroniska tillväxtproblem som t ex Italien. Återigen köper regionen tid men frågan kvarstår om och hur euroområdet på sikt ska hantera de stora ekonomiska och politiska skillnaderna mellan medlemsländerna.

BNP-prognoser

Kvartalsförändring kv1 och 2 år 2020 samt årlig förändring i %

	Kv 1	Kv 2	2020	2021
Tyskland	-2,0	-10,1	-6,1	5,0
Frankrike	-5,9	-13,8	-11,3	9,2
Italien	-5,4	-12,4	-10,5	7,4
Spanien	-5,2	-18,5	-12,7	10,0
Euroområdet	-3,6	-12,1	-8,8	6,6

Källa: Eurostat, SEB

Rejåla tillväxtskillnader mellan nord och syd

Samtliga euroekonomier har fått vidkännas dramatiska BNP-fall under första halvåret men skillnaden mellan länderna har blivit större än väntat. Nedstängningarnas omfattning och varaktighet har hittills varit den viktigaste förklaringen men branschsammanställning, storleken på räddningspaket och finanspolitiska stimulanser kommer framöver att spela en större roll. Av de fyra stora euroländerna har Spanien tagit den största smällen medan Italien uppvisade en något mindre dramatisk nedgång än Frankrike (se tabell). De länder som sett de största fallen hittills i år kommer sannolikt att uppvisa de starkaste uppgångarna i höst. Men samtidigt är länderna i Sydeuropa mer beroende av tjänster i allmänhet och turism i synnerhet. Återkommande regionala restriktioner i spåren av nya smittutbrott och försiktighet hos hushållen talar för en långsam återhämtning i besöksnäringarna. Det bidrar till att Tysklands BNP når upp till förkrisnivån tidigare än i Spanien, Frankrike och Italien. Vår prognos innebär dock att de flesta länder i regionen mot slutet av 2022 har återhämtat sig i en sådan utsträckning att BNP-nivån ligger högre än vid slutet av 2019. Men inte ens mot slutet av prognosperioden är vi tillbaka vid den potentiella trenden vilket innebär att resursutnyttjandet är fortsatt lägre än vid pandemins utbrott.

Segare återhämtning för industrin än för viss konsumtion.

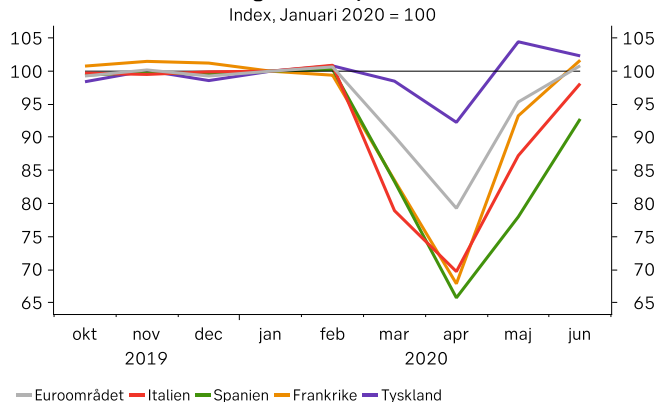
Fallande hushållskonsumtion har, på grund av sin stora andel av BNP, varit den efterfrågekomponent som bidragit mest till BNP-fallen. Detaljer för det andra kvartalet har ännu inte publicerats i alla länder men i Frankrike uppgick det negativa konsumtionsbidraget till 3 resp. 6 procentenheter till det totala BNP-fallet på 6 resp. 14 procent för första och andra kvartalet. Viss del av konsumtionen har å andra sidan återhämtat sig markant sedan ekonomierna börjat öppnas upp. Till viss del beror det på ett uppdämt behov efter nedstängningarna, framför allt för varor vilket syns i detaljhandelsstatistiken samtidigt som tjänstekonsumtionen föga förvånande inte återhämtat sig i motsvarande grad. Detaljhandeln gynnas också av att fler varor köps när möjligheter till tjänstekonsumtionen är fortsatt begränsad på många områden. I flera länder låg detaljhandeln i juni redan över förkrisnivån (i Tyskland till och med redan i maj). Substitutionseffekten kan fortsatt gynna detaljhandeln under hösten men på sikt behövs en uppgång i sysselsättning för att kompensera för avklingande stimulansdos och låg löneökningstakt. Sparandet har dock stigit de senaste åren så det finns viss buffert även om sysselsättningen utvecklas svagt. Trots svag tjänstekonsumtion blir hushållens konsumtion en viktig tillväxt-drivkraft 2021 och 2022.

Industrin mer trögriplig uppåt. Industriproduktionen föll mycket brant i mars och april, efter en rekyl uppåt ligger därefter de stora länderna kvar med tapp på 20–25 procent. Uppgången väntas fortsätta i försiktig takt i och med att industrin startar upp globala produktionskedjor. Orderläget har förbättrats men ligger t ex i Tyskland fortfarande 10 procent under förkrisnivån. Barometrar pekar på att global efterfrågan förblir svagare än den inhemska vilket tillsammans med en starkare valuta, där EUR/USD redan ligger på högsta nivån på drygt 2 år, kommer att hämma exporten. Investeringar har redan fallit och kvardröjande osäkerhet kommer att hämma aktiviteten även framöver vilket bidrar till en svagare utveckling för industrin. Investeringarna väntas falla i år och stiger mer markant först 2022.

Oväntat liten uppgång i arbetslösheten

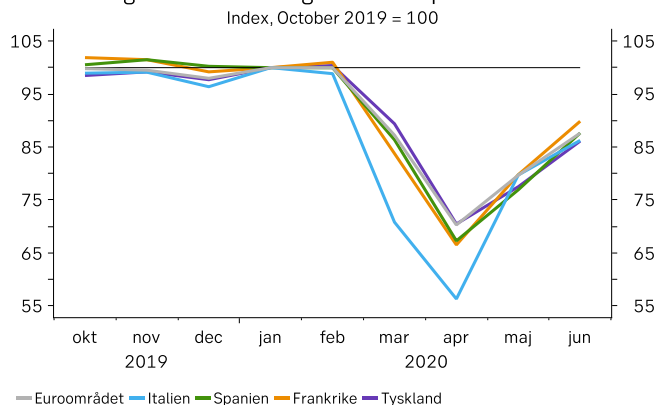
Den kraftiga BNP-nedgången har självklart satt avtryck på arbetsmarknaden. Uppgången i den registrerade arbetslösheten har dock varit mindre än väntat (se Tema: Recessioner och arbetsmarknad).

Stark återhämtning för detaljhandeln efter tvärniten



Källa: Nationella statistikbyråer, Macrobond, SEB

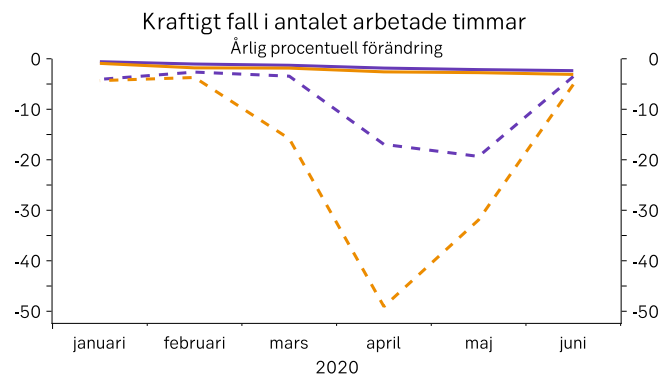
Segare återhämtning för industriproduktionen



Källa: Nationella statistikbyråer, Macrobond, SEB

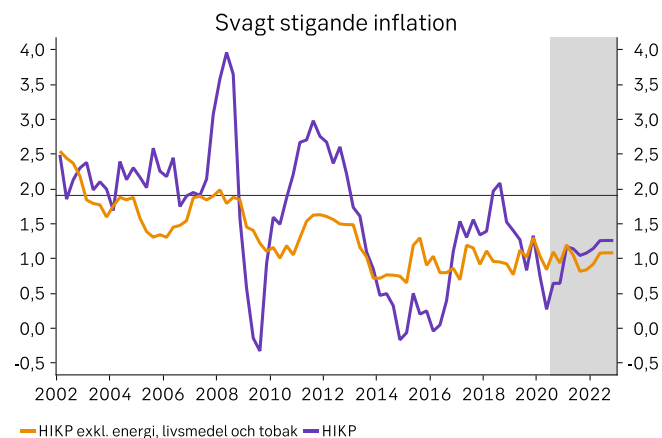
I Euroområdet som helhet har arbetslösheten ökat från 7,2 procent i mars till 7,8 procent i juni; en mycket liten uppgång givet den dramatiska BNP-fallet. Den viktigaste orsaken är att stödprogram för korttidsarbete bidragit till att hålla antalet sysselsatta uppe. Exempelvis var antalet anställda i den tyska tillverkningsindustrin i maj endast 2 procent lägre än motsvarande månad 2019 medan antalet arbetade timmar med var hela 19 procent lägre. För fordonsindustrin var motsvarande nedgångar 3 respektive 32 procent. Därtill kommer att många lämnat arbetskraften när utsikterna att få arbete dramatiskt försämrats i krisens spår. I Spanien steg t ex arbetslösheten med 1,5 procentenheter under andra kvartalet medan sysselsättningen föll med 4–5 procent.

Korttidsprogrammen håller uppe sysselsättningen trots att antalet arbetade timmar rasar



— Sysselsättning, fordonsindustrin — Sysselsättning, tillverkningsindustrin
— Arbetade timmar, fordonsindustrin — Arbetade timmar, tillverkningsindustrin

Källa: German Federal Statistical Office (Statistisches Bundesamt), Macrobond, SEB



— HIKP inkl. energi, livsmedel och tobak — HIKP

Källa: «Property Source not found.», Macrobond, SEB

Arbetslösheten stiger mot 11 procent efter årsskiftet. Återhämtningens styrka kommer att vara avgörande för arbetslöshetens utveckling framöver. Även om sentimentet inom flera sektorer förbättrats kommer det att ta tid innan efterfrågan på arbetskraft når tillbaka till tidigare nivåer. Speciellt kommer fortsatt fokus på social distansering att hämma återhämtningen i sysselsättnings-intensiva tjänstebanscher. Det är också troligt att företag som använder sig av korttidsarbetsprogram kommer att minska arbetsstyrkan framöver när programmen avslutas. Även om korttidsprogram har bidragit till att stabilisera samhällsutvecklingen kan de på sikt försämra rörligheten på arbetsmarknaden. Vår prognos är att arbetslösheten fortsätter att klättra det närmaste halvåret och toppa på 11 procent i början på 2021. Därefter sjunker arbetslösheten åter ner och når omkring 8,5 procent mot slutet av 2022. Som jämförelse toppade arbetslösheten efter finans- och eurokrisen på ca 12 procent 2013.

Kärninflationen kvar kring 1 procent

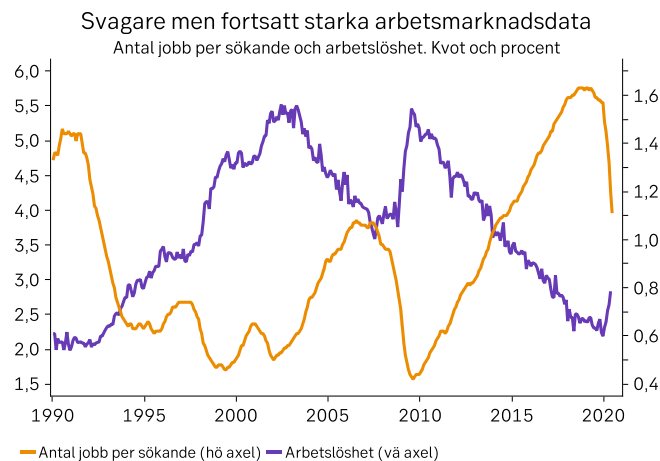
Kärninflationen har legat runt 1 procent en längre tid och vi bedömer att den kommer att ligga kvar där de närmaste åren. På kort sikt kommer inflationen att variera mer än vanligt delvis beroende på mätproblem. När verksamheter helt eller delvis varit nedstängda har det varit svårt och ibland omöjligt att registrera prisutvecklingen. I Frankrike avstod t ex statistikmyndigheten från att försöka mäta så mycket som 40 procent av priserna i KPI-korgen mellan mars och juni. Även andra faktorer i krisanteringens spår påverkar inflationen. I Tyskland föll inflationen i juli då genomslaget från den tillfälliga momssänkningen blev något större än väntat. I Frankrike kunde däremot inte normala säsongsrealisationer genomföras, varför prisutvecklingen blev väsentligt högre än väntat. För euroområdet som helhet steg inflationen i juli men eftersom drivkrafterna förefaller tillfälliga är detta inget som ECB behöver oroa sig för. Framöver kommer motstridiga krafter att påverka inflationen. Svag efterfrågan dämpar prisutvecklingen och lågt resursutnyttjandet lär hålla tillbaka löneökningarna under ganska lång tid även om de hittills visat oväntad motståndskraft. Å andra sidan kommer utbudstörning, t ex i form av begränsningar i transport och rörlighet, att pressa upp vissa priser. ECB bedömer att de disinflationistiska krafterna är starkast under överskådlig tid. Och även om vi ser en viss risk för att ECB spelar ner utbudstörningars effekter kommer de knappast att få någon nämnvärd effekt på penningpolitiken framöver.

ECB i vänteläge men redo att köpa mer. Låg inflation innebär att det inte finns några hinder för ECB att fortsätta sin expansiva politik de kommande åren och de stora offentliga underskotten mer eller mindre kräver ECB:s närvaro på obligationsmarknaden. Liksom andra centralbanker lär man därtill visa tolerans om inflationen mot förmodan skulle leta sig upp över inflationsmålen. På räntesidan befinner sig ECB dock redan nära en nedre gräns varför fokus fortsätter att på olika åtgärder via balansräkningen med tillgångsköp. De stora programmen för olika tillgångsköp har egentligen bara satts igång (ungefär 30 procent) och kommer att fortlöpa fram till mitten av 2021. ECB står dock redo att agera med ytterligare åtgärder om så behövs. Samtidigt som man välkomnade överenskommelse om stödpaketet fortsätter ECB att uppmana politiker att agera, såväl på nationell nivå som inom EU-samarbetet, helst med tyngdpunkt på bidrag snarare än lån. ECB har under året tvingats skjuta fram den ambitiösa planen att genomgå en översyn över sin strategi och lägger fokus på krispolitik.

Japan

Nya problem adderas till gamla

Covid-19-krisen lyfter Japans offentliga skuld till ny rekordnivå men Bank of Japan "garanterar" fortsatt låga räntor. Återhämtningen väntas bli långsam och nedåtriskerna dominerar för såväl tillväxt som inflation; inflationsförväntningarna väntas ligga på ca 1 procent och inflationsmålet nås därmed inte under prognosperioden. En åldrande befolkning utgör en fortsatt stark motvind men snabbare steg mot den digitala transformationen skapar ljus i tunneln.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	0,7	-5,8	2,4	0,7
Arbetslöshet*	2,4	3,4	2,9	2,7
KPI exkl livsmedel	0,5	0,1	0,1	0,5
Offentligt finansiellt sparande**	-3,3	-14,7	-6,1	-3,5
Offentlig skuld**	238	268	265	266
Reporänta***, %	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
USD/JPY***	109	110	113	113

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

Japan gick in i covid-19-krisen med en försvagad ekonomi och ett besvärande lågt inflationstryck. Tillverkningsindustrin har t ex pressats av strukturella förändringar i bl a tech-sektorn. Ekonomin är nu sårbar för avstannande globalisering och ökad protektionism. Tillfälliga positiva effekter på BNP 2019 av t ex OS och kejsarinstallation har klingat av: uteblir OS även 2021 sänks efterfrågan ytterligare. Till detta adderas Japans ständiga utmaning i form av åldrande befolkning. Enligt Bank of Japans (BOJ) har potentiell tillväxt varit i en klart fallande trend de senaste 5-10 åren. Senaste bedömningen före virusutbrottet var att komma ned till ± 0 procent.

Strukturella reformer krävs som kan öka ekonomins produktionspotential genom både högre arbetsutbud och produktivitet. Ett ljus i tunneln är regeringen Abes beslut – en direkt effekt av covid-19-krisen – att påskynda den digitala transformationen. Denna kan bidra till att lyfta produktiviteten genom bl a ökad arbetskraftsflexibilitet (distansarbete) och tillgång till digitala vårdtjänster.

Hantering av covid-19 har hittills varit framgångsrik. Antalet dödsfall har varit lågt och har hittills bara uppgått till någon hundrads promille av hela befolkningen. Men nya virusutbrott har de senaste veckorna rest frågor om "Japan Model". Undantagstillståndet från mitten av april till mitten av maj och hårda regler för social distansering bidrog till att privat konsumtion föll 20 procent under sensvåren jämfört med samma period 2019. Mobiliteten i storstäder är fortfarande låg. I Tokyo motsvarar den 10 procent av ett normalläge vilket antyder en långsam återhämtning för ekonomin. Arbetslösheten, som under den mest akuta delen av krisen stigit ca 1 procentenhet till knappt 3 procent väntas gradvis gå ned delvis som ett resultat av minskat arbetskraftsutbud.

Regering och BOJ har agerat med kraftfull ekonomisk politik för att både hantera den akuta krisfasen samt få igång tillväxten. I regeringens två krispaket på totalt 2 200 miljarder dollar – drygt 42 procent av BNP – har också ingått kontantutbetalningar till hushåll och företag. Mot bakgrund av japanska privata sektorns traditionellt höga sparande finns en betydande risk att överföringen av kapital från offentlig till privat sektor inte omsätts i tillväxt. Det finanspolitiska stödet är större än genomsnittet för G20 (12 procent av BNP). Landets offentliga skuld, som i början av året väntades ligga på 240 procent av BNP bedöms nu öka ca 30 procentenhet till 270 procent.

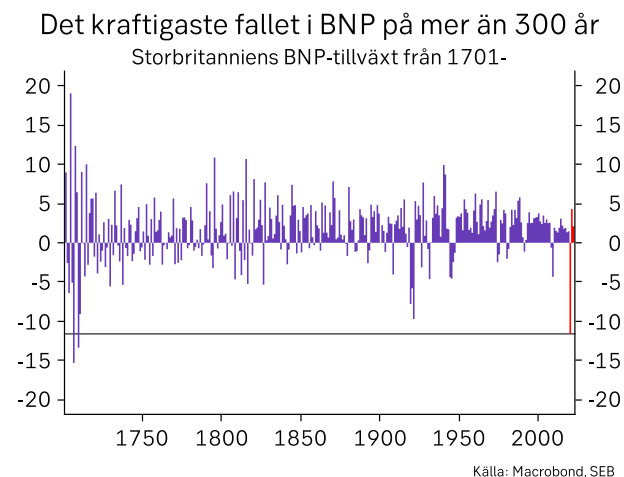
Företagens stora kassakistor som byggts upp under många år ger Japans industri globala konkurrensfördelar under förutsättning att återhämtningen kommer igång under hösten. BOJ:s politik har också riktats mot företagen genom förmånliga lån på totalt ca 1 000 miljarder dollar. Dessutom köper BOJ i princip obegränsat med värdepapper för att stabilisera hela avkastningskurvan (sk yield-curve-control). Regering och BOJ försöker reducera risken för att företag och hushåll varaktigt ska sänka sina tillväxt- och inflationsförväntningar. Hur företagen väljer att sätta sina priser påverkas av svag efterfrågan och produktionsrestriktioner. Nedåtrisken för inflationen består.

BOJ väntas inte klara inflationsmålet på 2 procent under prognosperioden. Långsiktiga inflationsförväntningar bland hushåll och företag har varit i en fallande trend de senaste fem åren och ligger idag på ca 1 procent (på 5-10 års sikt). På kort sikt har företagets vinster stärkts av ett lägre oljepris samt av regeringens stödpolitik. Det är dock tveksamt om detta bidrar till att lyfta löner och därmed inflationstrycket. Ett dollarfall utgör också en nedåtrisk för inflationen. Vi räknar med att USD/JPY handlas till 110 i slutet av året och till 113 och 113 i slutet av 2021 och 2022.

Storbritannien

Covid-19 och Brexit ger oviss framtid

Förutom covid-19-krisen bidrar osäkerheten kring Brexit till en skör ekonomi som riskerar att drabbas hårdare än omvärlden. Återhämtningen pågår men är stapplande. Investeringar och export hämmas av Brexitoron medan tjänstenäringarna tyngs av nedstängningar och försiktiga hushåll. Krispolitiken är kraftfull men arbetslösheten biter sig fast på ca 6 procent. Utsikterna försämras betydligt om landet kastas ut i ett avtalslöst tillstånd med EU.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,5	-11,6	8,0	1,0
Arbetslöshet*	3,8	4,9	6,2	5,9
Löner	3,5	-0,6	0,2	1,2
KPI	1,8	0,7	1,8	1,6
Offentligt saldo**	-2,1	-13,5	-7,7	-2,0
Offentlig bruttoskuld**	85,4	103,0	102,7	103,0
Styrränta, %***	0,75	0,10	0,10	0,10
EUR/GBP***	0,85	0,87	0,83	0,81

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

Brittiska hushåll var redan i en utsatt position p g a lågt sparande när covid-19-pandemin slog till. Nedstängningen av ekonomin under våren har nu lyft hushållens sparkvot från 5,5 till nästan 8,5 procent p g a ökat försiktighetssparande, den begränsade rörligheten samt statligt stöd som har hållit uppe hushållens inkomster relativt väl. BNP föll under första halvåret 2020 med 22 procent vilket kan jämföras med EU-snittet på -15 procent. Vår BNP-prognos för helåret 2020 ligger på -11,6 procent. Återhämtningen som nu pågår fortsätter in i 2021 då BNP väntas växa med 8,0 procent. För 2022 ligger BNP-prognosen på 1,0 procent.

Regeringen har genomfört omfattande åtgärder för att motverka effekterna av pandemin. Finanspolitikens budgetpåverkande åtgärder beräknas uppgå till ca 8 procent av BNP, vilket är betydligt mer än EU-snittet. Åtgärderna gör dock att en redan hög statskuld växer snabbt. Enligt OECD:s prognos väntas statens lånebehov hamna på 23 procent av BNP 2020, vilket gör att den offentliga skulden stiger till över 100 procent av BNP under 2020. Den höga skulden är något som förväntas dämpa tillväxten framöver.

Förutom covid-19 – även Brexit slår mot ekonomin. Förhandlingarna med EU om ett handelsavtal pågår men tiden börjar bli knapp. Tillverkningsindustrin kan komma att drabbas hårt om ett avtal – som eliminerar tullar och handelshinder – inte är på plats när övergångsperioden löper ut vid årsskiftet. EU står för 46 procent av varuexporten och är därmed Storbritanniens viktigaste exportmarknad. Ett avtalslöst tillstånd blir ett hårt avbräck för exporten.

Tjänstenäringen drabbas betydligt hårdare av covid-19 och vårens nedstängningar. PMI för tjänstesektorn föll till bottenrekordet 13,4 i april men har repat sig rejält sedan dess och låg i juli på 56,5. Med hänsyn till de kraftiga svängningarna är det svårt att tolka en sådan siffra i termer av tillväxt. Risken är således stor att pandemin fortsätter att dämpa aktiviteten inom tjänstesektorn medan ett misslyckat EU-utträde slår mot tillverkningsindustrin. Vår slutsats är att kostnaden för ett uteblivet avtal mellan EU och Storbritannien blir för hög för båda parter. Ett avtal väntas därför finnas på plats den sista december i år.

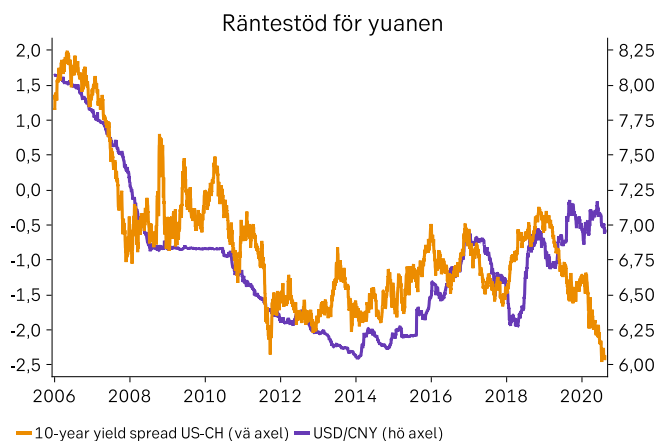
Arbetsmarknaden var rekordstark när pandemin slog till. Trots att sysselsättningen fallit med ca 730 000 personer sedan i mars låg arbetslösheten kvar under 4 procent under den senaste tremånadersperioden t o m juni. Det beror på att merparten av dem ännu inte har sökt nytt jobb. Alltjämt är så många som 7,5 miljoner människor permitterade eller tillfälligt borta från sina arbeten, vilket förklarar den rekordstora nedgången i antal arbetade timmar under våren och sommaren. Regeringens ersättningsprogram för permitteringar upphör sista oktober i år och har skyddat mer än 9 miljoner jobb under pandemin. Risken är uppenbar att en del av de idag permitterade personerna hamnar i arbetslöshet. Vi räknar med att arbetslösheten ska stiga ganska snabbt till 6,5 procent under andra halvåret 2020 och att den etablerar sig runt 6 procent under resten av prognosperioden.

Den brittiska centralbanken (BOE) har reagerat snabbt och beslutsamt under pandemin. Man har använt i stort sett hela arsenalen med räntesänkningar till 0,10 procent, obligationsköp och en rad olika program för att trygga likviditetsförsörjningen för företag och banker. Även om företrädare har gläntat på dörren till negativa räntor så väntas styrräntan ligga kvar på nuvarande nivå under hela prognosperioden. BOE lär även fortsättningsvis i första hand använda sig av ytterligare obligationsköp om ekonomin behöver mer stöd från penningpolitiken under de kommande åren. Vi räknar med att ytterligare obligationsköp på £100 mdr annonseras i november. Ett stort BNP-gap kommer att hålla tillbaka inflationen och skulle kunna tvinga fram ytterligare sänkningar mot slutet av prognosperioden.

Kina

Först in – först ut...

Återhämtningen fortsätter. Vi behåller BNP-prognosen för 2020 oförändrad på 2,0 procent trots att förbättringen är ojämnt fördelad mellan sektorer. Förhållandena på arbetsmarknaden är fortsatt svaga. Privat konsumtion förbättras därför långsammare än investeringar och industriproduktion. Ekonomins återhämtning har möjliggjort för centralbanken att minska likviditetstillförseln till banksystemet.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	6,1	2,0	8,0	5,6
KPI	2,9	2,9	2,2	2,2
Offentligt saldo*	-2,8	-3,6	-2,8	-2,8
Bankernas kassakrav, %**	13,0	12,0	12,0	12,0
1-årig låneränta, %**	4,15	3,75	3,65	3,65
Inlåningsränta, %**	1,50	1,50	1,50	1,50
7-dagars omvänd reporänta, %**	2,50	2,10	2,00	2,00
USD/CNY**	6,96	7,03	6,95	6,75

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

Kinas ekonomi fortsätter sin återhämtning. Andra kvartalets BNP-tillväxt på 11,5 procent (3,2 procent i årstakt) överträffade marknads förväntningar. Återhämtningen går dock i otakt i olika avseende. Pekings krispolitik har bidragit till en betydande förbättring för ekonomins utbudssida men kvarstående utmaningar på t ex arbetsmarknaden fortsätter att hämma efterfrågan. Vi räknar med att BNP-tillväxten 2021 rekylar upp till 8,0 procent från 2,0 procent i år för att därefter dämpas till 5,6 procent 2022.

Efter att ha lyckats stoppa virusutbredningen i Wuhan har Kina fått se tre nya men betydligt mindre virusutbrott. Peking tycks nu ha utvecklat effektiva metoder för att stoppa spridningen. Lokala och begränsade nedstängningar i närheten av infektionskluster har gett myndigheterna möjlighet att tidigt upptäcka asymptomatiska fall utan att det fått negativa effekter på nationell nivå. Tillvägagångssättet gör det möjligt för Kina att fortsätta sin gradvisa återhämtning även om det kan dröja innan ett effektivt vaccin blir tillgängligt.

Arbetsmarknaden visar svaghetstecken. Enligt mätningar låg arbetslösheten i storstäder på 5,7 procent i juni. Det är nära målet på 6 procent som sattes av Folkkongressen i maj. Trots att den officiella arbetslöshetssiffran fallit från sin topp i februari tror vi att siffran underskattar svagheten på Kinas arbetsmarknad. I takt med att nyutexaminerade studenter nu ska in på arbetsmarknaden försämras läget ytterligare. Därför räknar vi med att den privata konsumtionen släpar efter i återhämtningen i jämförelse med industrins investeringar och produktion. Detaljhandelsförsäljningen första halvåret 2020 föll med 11,4 procent i jämförelse med motsvarande period 2019.

Den positiva tillväxtbilden under andra kvartalet har gett centralbanken (PBoC) möjlighet att dra tillbaka en del av sitt krisstöd. Sedan april då man agerade med räntesänkning och likviditetsstöd har PBoC valt att gå emot trycket från marknaden att sänka både bankernas kassakrav och centralbankens nyckelräntor. Sedan i maj har PBoC stramat åt likviditeten för att försöka styra interbankräntorna tillbaka till räntekorridoren. Vi förutser en ytterligare viss monetär lättning genom t ex en sänkning av utlåningsräntan före utgången av 2020. Samtidigt är PBoC:s tvekan att ta detta stimulerande steg förstälig så länge interbankräntorna inte är tillbaka på nivåer som ligger över 7-dagarsräntan.

Ekonomiska fundamenta väntas ge stöd till Kinas yuan. Amerikanska dollarns fall sedan slutet av mars har stärkt EM-valutor överlag även om apprecieringen varit mindre än för G10-valutor. Yuanen har sedan mars stärkts med knappt 3 procent. Yuanen har även fått räntestöd vilket nu utgör ytterligare en buffert för valutan. Ränteskillnaden mellan Kinas och USA:s räntor för olika löptider är för tillfället rekordstor. Samtidigt har PBoC signalerat att man inte avser att implementera större monetära lättnader. Till skillnad från Federal Reserve har PBoC istället antytt ökad grad av monetär stramhet vilket väntas fortsätta att ge stöd för yuansen mot dollarn.

Ökade spänningar i USA-relationen gör att yuansen inte fullt ut kan dra fördelar av den, relativt omvärlden och USA, bättre realekonomiska utvecklingen och den positiva räntedifferensen. Trots att yuansen stärkts mot USD har RMB-indexet legat kvar på svaga 92.1 (augusti). President Trumps undertecknande av en exekutiv order för att förbjuda de kinesiska apparna TikTok och WeChat i USA innebär en eskalering av konflikten på det teknologiska området mellan länderna. Vi räknar med ytterligare eskalering av den antikinesiska retoriken inför höstens amerikanska presidentval.

Ryssland

Hårt drabbad av pandemin

Rysk ekonomi har drabbats av såväl lägre inhemsk efterfrågan på grund av corona-relaterade restriktioner som ett kraftigt fall i oljepriset. Åtföljande minskningar av oljeproduktionen har därtill minskat utrymmet för finanspolitiska stimulansåtgärder. President Putins popularitet har sjunkit och lokala protester brutit ut, men genomförda förändringar i konstitutionen ger Putin förutsättningar att sitta kvar till 2036.

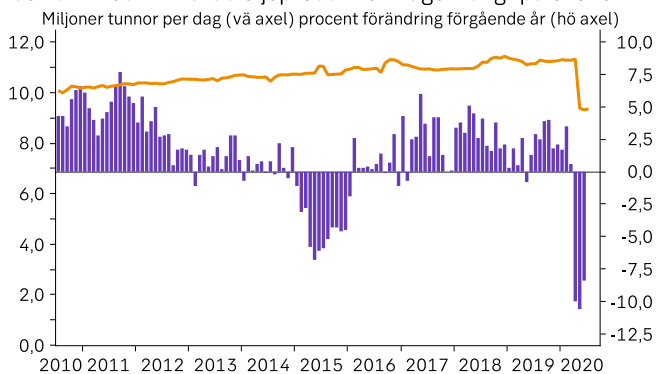
Ojämn och seg återhämtning. Rysk ekonomi befinner sig liksom global ekonomi i en återhämtningsfas efter att myndigheterna börjat lätta på Covid19-relaterade restriktioner. Återhämtningen är ojämnt fördelad och sävlig. Bilförsäljningen är tillbaka på förkrisnivåer, men detaljhandeln i övrigt var fortsatt svag i juni liksom industriproduktionen. BNP i andra kvartalet sjönk med 8,5 procent i årstakt. Omfattande corona-relaterade restriktioner och relativt små finanspolitiska stödåtgärder medverkade till det stora fallet. En annan viktig förklaring är begränsningen i oljeproduktionen som Ryssland och OPEC kom överens om efter att oljepriset sjunkit till den lägsta nivån på 18 år. Vi väntar oss att ekonomin börjar återhämta sig under andra halvåret och att BNP-fallet för helåret 2020 hamnar på 5,0 procent. En långsam implementering av annonserade policyåtgärder för att öka potentiell tillväxt och levnadsstandard hämmar dock och bidrar till en relativt svag återhämtning 2021 och 2022 då vi förutser en BNP-tillväxt på 3,7 respektive 2,5 procent.

Inflationen steg till 3,4 procent i juli och väntas stiga ytterligare något tredje kvartalet men ändå hålla sig runt centralbankens mål på 4,0 procent. Uppgången beror främst på baseffekter samt tillfälligt högre bränsle- och matpriser. Centralbanken var redan 2019 inne i en lättadscykel på grund av svag tillväxt och vikande inflation men drog upp takten i räntesänkningarna när pandemin slog till. Sedan april har räntan sänkts med 175 räntepunkter till 4,25 procent och vi förutser ytterligare lättnader till 3,75 procent innan årets slut. Centralbanken kommer fortsätta sin ortodoxa penningpolitik och hålla fast vid inflationsmålet. När efterfrågan återhämtar sig och inflationen visar tecken på att stiga under andra halvan av 2021 förväntar vi oss åtstramningar som gör att räntan slutar på 4,75 procent 2021 och 6,00 procent 2022.

Rubeln försvagades med nästan 25 procent mot dollarn när efterfrågan på olja föll i samband med Covid19-utbrottet samtidigt som Saudiarabien aggressivt började pressa ned prisnivån för att vinna marknadsandelar. Rubeln återhämtade sig när förväntningarna började stiga om en överenskommelse om produktionsnedskaeringar inom ramen för OPEC+. Trots stigande oljepris har dock rubeln försvagats med drygt 7 procent sedan juni främst på grund av oro för nya amerikanska och europeiska sanktioner. Om Joe Biden vinner presidentvalet i USA ökar risken för sanktioner, men åtgärder likt de som införts mot Iran ser vi som osannolika eftersom de skulle skada både amerikanska och europeiska företag. Rubeln väntas stabilisera sig efter presidentvalet och handlas på 72 mot dollarn vid slutet av 2020 för att sedan stärkas med oljepriset 2021 till 70 där den ligger kvar 2022.

Den 11 maj förklarade Kreml att nedstängningen var avslutad på nationell nivå. Därefter har dock regionala myndigheter kunnat fatta beslut om specifika åtgärder beroende på lokala förhållanden. Ett flertal restriktioner finns kvar men lättnaderna gjorde det möjligt att genomföra den traditionella och symboliskt viktiga segerparaden den 24 juni. Denna följdes en rådgivande folkomröstning (25 juni till 1 juli) som med bred marginal godkände de konstitutionella förändringar som tillåter president Putin att återväljas ytterligare två mandatperioder och sitta kvar vid makten till 2036. På gott och ont betyder detta att endast små förändringar i ekonomisk politik är att vänta i Ryssland de kommande 16 åren. Kreml kommer att prioritera ryskt oberoende gentemot omvärlden (främst USA och EU) genom att hålla statsskulden och inflationen låga samtidigt som man gör gradvisa förändringar för att förbättra sjukvård, skolor, infrastruktur och investeringsklimatet inom vissa områden som IT.

Covid-19 och minskad oljeproduktion väger tungt på ekonomin



Källa: Rosstat, Energy Intelligence Group, Bloomberg, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,3	-5,0	3,7	2,5
KPI	4,5	3,2	4,1	3,5
Statsskuld*	14,0	17,9	17,0	15,5
Bytesbalans*	5,8	1,5	3,0	4,0
Löner (nominella)	7,3	4,5	6,0	7,5
Styrränta, %**	6,25	3,75	4,25	6,00
USD/RUB**	61,9	72,0	70,0	70,0

* % av BNP; ** Vid årets slut.

Källa: IMF, Rosstat, Ryska centralbanken, SEB

Indien

Långsam tillväxt efter extensiv nedstängning

Corona-pandemin som slog till när ekonomin redan var svag har drabbat Indien hårt. Andra kvartalet ser BNP ut ha krympt med hela 20 procent på årsbasis. Regeringen har beslutat om ett stödpaket på 10 procent av BNP och diskuterar ytterligare ett paket. Landet kommer dock inte undgå en recession i år när BNP sjunker med 5,6 procent. Fortsatta restriktioner gör återhämtningen långsam.

Ineffektiv nedstängning. Regeringen i New Dehli införde en av världens mest omfattande nedstängningar av sin ekonomi den 25 mars. Alla utom personer i samhällsnödvändiga yrkesgrupper beordrades att stanna hemma vilket eliminerade levebrödet för miljontals arbetstagare. Implementeringen av hemkarantäner fungerade dock inte och Indien har fortfarande inte fått bukt med smittspridningen. Landet ligger nu på tredje plats i världen när det gäller antal registrerade fall, men mörkertalet är stort och siffran sannolikt mycket högre. Efter helomvändningen i maj då premiärminister Modi uppmanade alla att gå tillbaka till jobben har det varit svårt få igång produktionen igen. Många migrantarbetare som förlorade sina inkomster och bostäder begav sig tillbaka till landsbygden och har ännu inte kunnat återvända. Vissa delstater och större städer har kvar eller har återinfört dom reserestriktioner efter att sjukhusen blivit överbelastade.

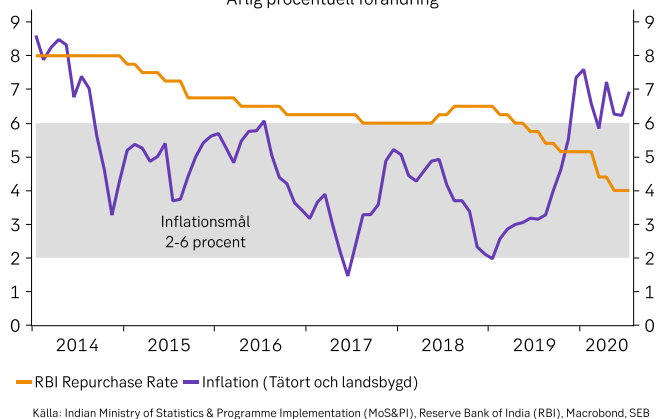
Corona-pandemin slog till när indisk ekonomi redan var svag. Tillväxten på 3,1 procent i första kvartalet 2020 var den lägsta sedan den globala finanskrisen. BNP i det andra kvartalet ser ut ha krympt med hela 20 procent i jämförelse med samma period förra året. Allt är dock inte nattsvart. Väl tillbaka på landsbygden har många kunnat ta del av arbetslöshetsprogram. En del har också kunnat jobba inom jordbruket, vilket ser ut att få ett bra år då monsunregnen än så länge varit gynnsamma.

Utrymme för ytterligare stimulanser. Regeringen presenterade i maj ett stödpaket som motsvarade ungefär 10 procent av BNP. Diskussioner förs nu om ett andra paket eftersom det finns visst utrymme i statsfinanserna att tillfälligt öka utgifterna trots en relativt hög statsskuld på 72 procent av BNP för 2019. Budgetunderskottet som sannolikt kommer överstiga 10 procent av BNP med råge och regeringen lättar nu gradvis på restriktioner för att locka utländska kreditgivare. Premiärminister Modi har utlovat produktivitetshöjande reformer, men Covid19-krisen verkar leda till att regeringen tappar fokus på sin långsiktiga strategi. Vi väntar oss att BNP krymper med 5,6 procent detta kalenderår för att sedan återhämta sig långsamt med en tillväxt på 4,0 procent 2021 och 7,4 procent 2022.

Inflationen nådde 7,4 procent i december förra året. Även om den fallit lite sedan dess till 6,9 procent i juli i år ligger den över inflationsmålet på 2–6 procent. Prisökningen i juli var främst driven av matpriser orsakade av störningar i distributionen av matvaror, men även kärninflationen stiger. Den relativt höga inflationen innebär en utmaning för centralbanken. Vi väntar oss dock att inflationen faller de kommande månaderna p g a svag efterfrågan vilket kommer att tillåta en sänkning av räntan igen från nuvarande 4,00% till 3,50 procent i slutet av 2020 där den sedan ligger kvar till slutet av 2022 då den höjs till 3,75 procent. Centralbanken kommer sannolikt att avhålla sig från att direkt finansiera stora delar av budgetunderskottet p g a inflationsrisken, men en ytterligare politisering av bankens beslut går inte att utesluta.

Den indiska rupien har försvagats sedan pandemins utbrott. Under resten av 2020 förutser vi en sidledes utveckling gentemot USD följt av en viss förstärkning 2021 när tillväxten tar fart och intensiteten i Covid19-pandemin klingar av. Risken för bakslag och en fortsatt försvagning av rupien speciellt 2021 är dock stor p g a relativt hög inflation och negativ realränta.

Centralbanken inväntar lägre inflation för nästa räntesänkning
Årlig procentuell förändring



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	4,9	-5,6	4,0	7,4
KPI	3,7	5,8	3,8	4,3
Offentligt finansiellt sparande*	-7,4	-11,0	-7,3	-5,0
Bytesbalans*	-1,1	-0,6	-1,5	-1,8
Styrränta, %**	5,15	3,50	3,50	3,75
USD/INR**	71,4	75,0	73,0	74,0

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

Norden

Sverige

Ekonomi återhämtar sig nu i god takt efter vårens BNP-fall. Bemarknaden har visat motståndskraft men arbetsmarknaden förblir svag under lång tid. Nya stimulanser kommer i höstens budget. Riksbanken väljer QE före minusränta.

Sida 37

Norge

Ekonomi har återhämtat sig snabbare än väntat. Export- och oljeindustrin kämpar i motvind men inhemsk har tagit fart stöttat av rejäla stimulanser. Norges Bank bryter mönstret genom att höja styrräntan i slutet av 2022.

Sida 44

Danmark

En snabb och bred öppning av ekonomi och relativt få smittade begränsar nedgången i konsumtionen. Återhämtningen lär ta tid men Danmark fortsätter att utvecklas bättre än de flesta europeiska länder.

Sida 46

Finland

BNP-fallet andra kvartalet var bland de lägsta i euroområdet. Konsumenterna har behållit framtidstro vilket gett en snabb återhämtning i konsumtionen efter att restriktionerna hävts. Exporten har däremot drabbats hårt.

Sida 47



Sverige

Fortsatt rekyl uppåt

Andra kvartalet blev till slut bättre än befarat och återhämtningen har sedan dess varit god i de flesta sektorerna. Flera tjänstesektorer är undantagen; en seg uppgång för personalintensiva verksamheter gör att det tar tid för arbetsmarknaden att återhämta sig. Att kostsamma reformer verkar ha blivit billigare än väntat talar för nya stimulanser i kommande budget för 2021. Låga löneökningar och ytterligare starkare krona bidrar till fortsatt låg inflation. Riksbanken väljer QE före räntesänkning.

Hyfsat andra kvartal, trots allt. Mindre strikta restriktioner bidrog till att fallet i svensk BNP stannade vid 8,3 procent under första halvåret 2020 jämfört med 15,3 procent i euroområdet. Återstudsen för BNP andra halvåret blir visserligen mer beskedlig än i de länder som vidtagit mer omfattande nedstängningar men för helåret 2020 väntas BNP-fallet stanna vid 3,8 procent; mindre än hälften jämfört med den förväntade nedgången för euroområdet och Storbritannien. Trots skillnader i nedstängningsstrategier sticker Sverige däremot inte ut i en generell jämförelse mellan ekonomierna i Norden och Baltikum. För 2021 och 2022 räknar vi med en svensk BNP-tillväxt på 4,2 respektive 3,1 procent.

Vissa tjänstesektorer kommer att präglas av onormalt låg efterfrågan under ganska lång tid, vilket kommer att leda till att många småföretag slås ut. Att detta i hög grad gäller personalintensiva sektorer gör också att arbetslösheten kommer att ligga kvar på en hög nivå under hela prognosperioden. De stödprogram som sjuösatts under krisen har utnyttjats i lägre grad än väntat, vilket minskat belastningen på de offentliga finanserna. Därmed skapas ett ökat utrymme för ytterligare stimulanser. Riksbanken hamnar under press när låga löneökningar och starkare krona leder till att inflationen fortsätter att ligga under målet. Vi tror dock direktionens tröskel för att åter ge sig in på negativt territorium är relativt hög och att man istället fortsätter att fokusera på balansräkningen.

Fortsatt rekyl uppåt för industri och export

Industriproduktion och varuexport föll med totalt 15-20 procent under mars och april, men under maj och juni har nästan halva nedgången reverserats. Inköpschefsindex (PMI) i tillverkningsindustrin har stigit till 51; en nivå som normalt är förenlig med en mycket modest produktionsuppgång. Trots svag internationell konjunktur tror vi att återhämtningen i industriproduktionen fortsätter i god takt under tredje kvartalet. Att den tyska industriproduktion i juni uppvisade en rekordhög tillväxt trots PMI på ungefär samma nivå som i Sverige indikerar att historiska samband nu inte gäller. Mot slutet av 2020 väntas industriproduktion och export endast ligga 3-4 procent under nivån vid pandemins utbrott. En starkare industriproduktion är en viktig förklaring till att BNP för 2020 reviderats upp sedan Nordic Outlook i maj.

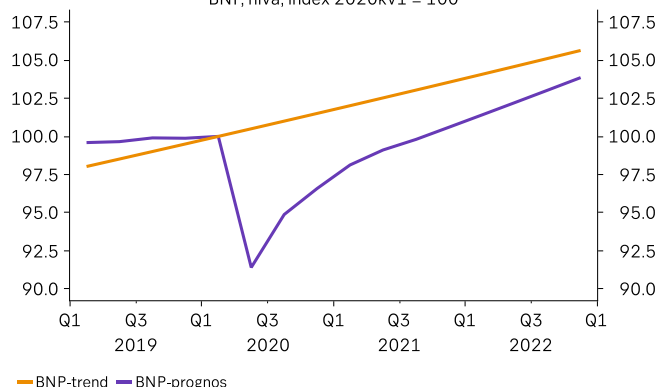
Måttlig investeringsnedgång. Investeringarna har i stort sett rört sig sidledes sedan början av året. En viss nedgång i näringslivet har kompenserats av en svag uppgång i offentliga investeringar. Fallande investeringar i industrin samt i de tjänstebranscher som drabbats hårdast av coronakrisen, t ex transport och turistnäringar, bidrar till att investeringarna totalt sett faller med 7,5 procent i år. Att bostadspriserna redan visat tecken på att återhämta sig talar för att marknaden är mer motståndskraftig än befarat vilket bidrar till att stabilisera byggandet. Fortsatt hög efterfrågan på offentliga kärnverksamheter som vård och skola talar också för en fortsatt uppgång i offentliga investeringar och bidrar till att den totala nedgången i investeringar inte blir lika dramatisk som befarat.

Historiskt konsumtionsras men uppgången har börjat

Privat konsumtion uppvisar normalt ganska låg volatilitet då hushåll även under djupa kriser anpassar sin konsumtion mycket gradvis. Under mars och april såg vi dock ett fall på nästan 13 procent och SCB:s indikator visar på en nedgång på 9 procent för andra kvartalet. Närmast jämförbart är 1990-talskrisen då fallet var 5 procent; därtill med ett mer utdraget förlopp. Normalt är det varaktiga varor och bilar som uppvisar störst cykliska svängningar men nu har nedgången drivits av konsumtionen av tjänster. Mycket låg konsumtion inom områden som restaurang, hotell, transport och kultur förklarar i stort sett hela nedgången.

BNP fortfarande under trend i slutet av 2022

BNP, nivå, index 2020kv1 = 100



Källa: SCB, SEB

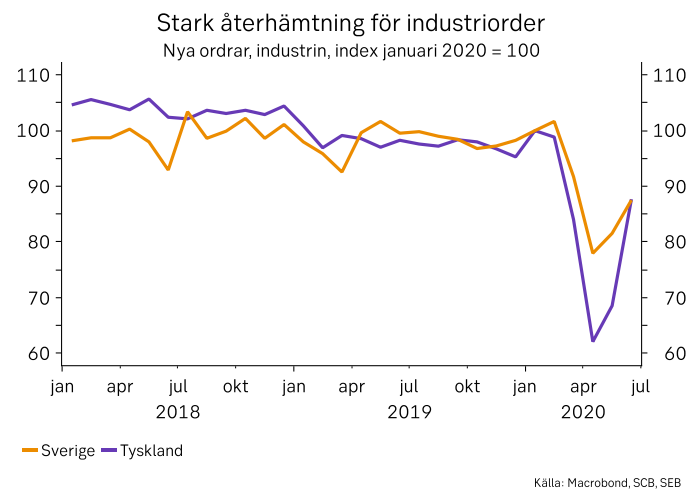
Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,2	-3,8	4,2	3,1
Arbetslöshet*	6,8	9,0	9,6	8,4
Löner	2,5	1,2	2,2	2,5
KPIF	1,7	0,5	1,2	1,5
Offentligt saldo**	0,5	-5,0	-4,0	-3,0
Offentlig bruttoskuld**	35,1	41,0	43,0	44,0
Reporänta, %***	0,00	0,00	0,00	0,00
EUR/SEK***	10,51	10,00	9,75	9,60

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

Gradvis konsumtionsåterhämtning. I maj och juni återhämtade sig konsumtionen med sammantaget 5 procent; alltså knappt halva fallet i mars och april. Återhämtningen framöver kommer bl a att avgöras av i vilken grad hushållens konsumtionsmönster förändras. Det kommer troligen att ta lång tid innan turism över nationsgränser når tillbaka till nivån 2019, då svenska hushållens konsumtion i utlandet utgjorde 6,5 procent av total konsumtion. Även delar av den inhemska tjänstekonsumtionen ser ut att hämmas av restriktioner under en längre tid än väntat. Konsumtionen av varor och tillgängliga tjänster har istället ökat och detaljhandels omsättning ligger nu 2,5 procent högre än i slutet av 2019. Konsumtionen av varor och inhemska tjänster väntas öka ytterligare, men frågan är var mättnadsnivåerna ligger och hur långt substitutionen till dessa konsumtionsområden kan fortsätta.

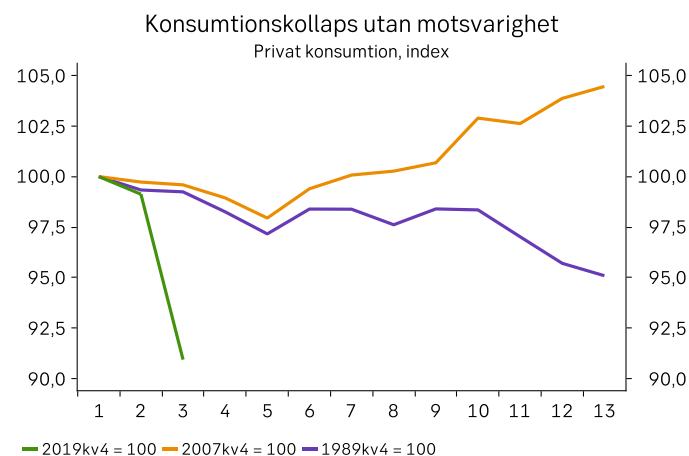


Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
Real disponibel inkomst	3,4	-0,8	2,6	2,3
Privat konsumtion	1,2	-3,5	3,5	2,7
Sparkvot	15,1	17,1	15,7	15,8

Källa: SCB, SEB



Finanspolitiska stimulanser håller uppe köpkraften. Hushållens inkomster pressas nu av fallande sysselsättning och svag real-löneutveckling. Finanspolitiska stimulanser, tex ökade ersättningsnivåer i arbetslöshets- och sjukförsäkringarna, bidrar dock till nedgången i hushållens reala köpkraft stannar vid knappt en procent för 2020. I kommande budgetproposition lär ytterligare satsningar presenteras bl a sänkta skatter och totalt beräknas finanspolitiken öka hushållens inkomster med nästan en procent 2021. Totalt sett ökar realinkomsterna med runt 2½ procent både 2021 och 2022. Hög arbetslöshet och bestående osäkerhet om framtiden talar dock för att hushållens sparkvot fortsätter att stiga till nya rekordnivåer. Som helårsgenomsnitt innebär prognosen att konsumtionen minskar med 3,5 procent i år för att sedan öka med 3,5 resp. 2,5 procent 2021-2022.

Stabilisering på bostadsmarknaden. Efter att ha fallit med knappt tre procent under våren har bostadspriserna återhämtat sig och uppvisat nya rekordnivåer inom flera segment under sommaren. SEB:s Boprisindikator tyder på att priserna fortsätter uppåt de närmaste månaderna. Vår bedömning är dock att stigande arbetslöshet kyler av marknaden under hösten och att priserna faller något mot slutet av året och under 2021. Totalt sett tror vi nedgången inte blir större än 5 procent, vilket är en betydligt mildare nedgång än den vi varnade för i majrapporten.

Offentlig konsumtion föll också kraftigt andra kvartalet då bland annat utbildning och icke-corona-relaterad vård minskade betydligt bl a beroende på ökad sjukfrånvaro bland vårdpersonal. Vår preliminära bedömning är att nedgången för total offentlig konsumtion var i storleksordningen 5 procent. Belastningen på vården från coronapatienter har minskat betydligt, vilket bidrar till att situationen inom övrig sjuk- och hälsovård nu normaliseras. Detsamma gäller utbildning och andra offentliga tjänster som minskade under den mest akuta krisfasen. En normalisering av offentlig konsumtion beräknas ge ett bidrag till BNP på mer än en procentenhet under andra halvåret 2020.

Arbetslösheten toppar på drygt 10 procent

Sysselsättningen föll med tre procent mellan februari och juni i spåren av BNP-fallet. Arbetslösheten har under samma korta period stigit med ungefär två procentenheter till drygt 9 procent. Under sommaren har indikatorer för arbetsmarknaden förbättrats betydligt och antalet varsel föll t ex under andra halvan av juli till lägre nivåer än vad som gällde före krisutbrottet. Det permitteringsstöd som infördes i mars och som nu omfattar mer än 500 000 personer, motsvarande 10 procent av alla sysselsatta, har sannolikt haft stor betydelse för stabiliseringen. Detta bekräftas av att antalet arbetade timmar har fallit mångdubbelt mer än sysselsättningen i personer. Istället för att dra ned på antalet anställda har arbetstiden reducerats med hjälp av permitteringsstöd och ökade sjukskrivningarna har också bidragit.

Ny våg av personalnedskärningar. Sannolikt kommer företag som mottagit stöd att börja säga upp anställda i branscher där man har svårt att skönja någon större förbättring i närtid. Vår prognos innebär att sysselsättningen faller med ytterligare två procent, motsvarande 85 000 anställda, under andra halvåret 2020. Avveckling av permitteringsprogrammen leder till att medel-arbetstiden gradvis börjar normaliseras efter tidigare stora fall. I början av nästa år inleds en återhämtning för sysselsättningen och i slutet av 2022 beräknas den vara tillbaka på samma nivå som i början av 2020. Arbetslösheten stiger till 10,5 procent i slutet av 2020 och faller sedan tillbaka till 8,0 procent mot slutet av 2022; ungefär en procentenhet högre än sista kvartalet 2019.

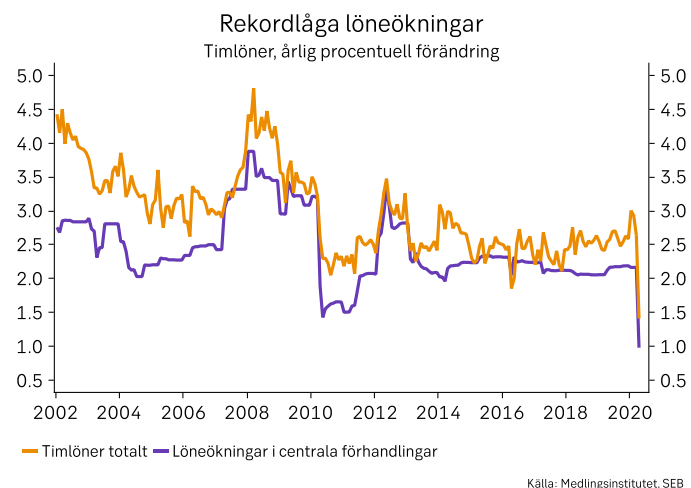
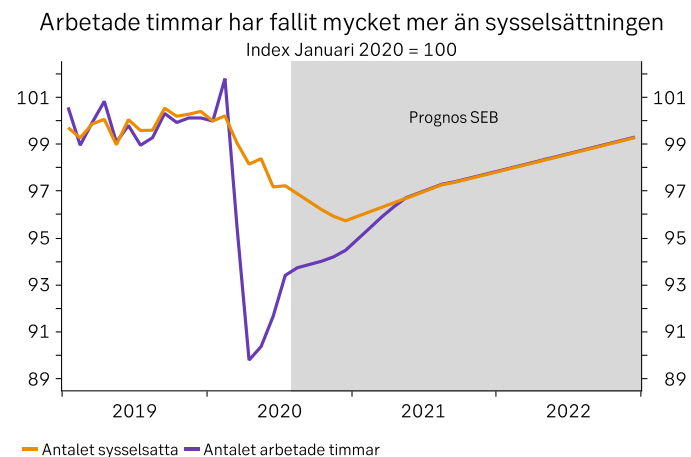
Rekordlåga löneökningar. Det dramatiska krisutbrottet gjorde att arbetsmarknadens parter ställde in de löneförhandlingar som var planerade att slutföras i mars. Industrins förhandlingar ska återupptas i oktober med ambitioner att sluta avtal redan under samma månad. När industrin satt sitt "märke" är det troligt att andra sektorer kommer i mål runt årsskiftet. Parternas positionering inför förhandlingarna följer traditionella mönster där arbetsgivarna ser ett mycket begränsat utrymme för nominella höjningar medan facken kräver avtalsnivåer som ger viss ökning av reallönen. Parterna verkar dock vara överens om att 2020 är ett förlorat år och att lönerna inte ska höja retroaktivt.

BNP, arbetsmarknad och produktivitet

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,2	-3,8	4,2	3,1
Sysselsättning, personer	0,6	-2,3	-0,7	1,7
Sysselsättning, timmar	-0,3	-6,5	2,5	2,4
Produktivitet (timmar)	1,5	2,8	1,7	0,7
Arbetskraft	1,1	-0,1	-0,1	0,4
Befolkning	0,5	0,4	0,4	0,4
Arbetslöshet	6,8	9,0	9,6	8,4
Arbetskraft andel av befolkning	68,3	66,4	65,6	66,4

Källa: SCB, SEB



Löneökningstakten hade i april sjunkit till 1,4 procent; den lägsta nivån sedan nuvarande tidsserie startade i början på 1990-talet. Den avtalade delen av ökningarna låg i april på 1,0 procent och kommer under sommaren att närma sig noll. De totala löneökningarna väntas understiga 0,5 procent under andra halvåret och som årsgenomsnitt för 2020 stiger lönerna med 1,0 procent. De rekordlåga löneökningarna i år blir med stor sannolikhet ett fackligt argument i löneförhandlingarna framöver. Vi räknar med att de avtalade lönerna, trots svagt konjunkturläge, hamnar på ungefär två procent per år under 2021 och 2022. De totala löneökningarna blir 2,2 procent 2021 och 2,5 procent 2022.

Inflation klart under målet

Efter att ha fallit under noll procent under våren vände inflationen uppåt under sommaren. KPIF föll dock tillbaka till 0,5 procent i juli, främst på grund av en tillfällig nedgång i elpriserna. KPIF exklusive energi föll från drygt 1,5 procent under våren till strax över en procent men under sommaren har stora delar av nedgången återtagits. Svag efterfrågan på t ex resor och hotell har bidragit till stora prissvängningar. Också varupriser t ex på livsmedel och kläder har påverkats av efterfrågeskift och i viss mån också av leveransstörningar. Dessutom har vissa priser imputerats (skattats) på områden där restriktioner nästan helt stoppat konsumtionen t ex avseende utrikes flygresor och charter.

Valutaomslag pressar inflationen nedåt. De stora prisrörelser som krisen orsakat för vissa delar av KPI-korgen ökar prognososäkerheten. Men sammantaget är det ändå tydligt att inflationsriskerna skiftat nedåt. Gradvis svagare krona har de senaste fem åren bidragit till att trycka upp inflation men nu förutser vi en omvänd trend med negativa bidrag från valutan på 12-18 månaders sikt. Prisökningar på livsmedel har under en tid varit högre än vanligt, framför allt under våren, men de har nu börjat vända nedåt till följd av låga internationella priser och starkare krona. En tydlig nedväxling i löneökningstakten bidrar också till att dämpa inflationstrycket de närmaste åren. KPIF exkl. energi väntas stabiliseras en bit under 1,5 procent i år för att sedan stiga några tiondelar under våren 2021 på grund av baseffekter. KPIF stiger lite tydligare fram till våren 2021 på grund av högre energipriser. Internationella trender blir viktiga för inflationen på lite sikt och i likhet med andra länder finns svårbedömda utbuds- eller efterfrågeeffekter i pandemins spår som drar åt olika håll. Huvudprognosen är dock att inflationen kommer att ligga kvar klart under målet även 2022.

Ribban hög för räntesänkningar; lägre för QE

I linje med ECB förlängde Riksbanken i juli sitt QE-program till mitten av 2021 samtidigt som de planerade köpen utökades till 500 miljarder kronor från tidigare 300. Riksbanken beslutade också att från och med september börja köpa företagsobligationer, utöver de bostads-, kommun- och statsobligationer man redan köper. Svag konjunktur och inflation under målet gör att pressen på Riksbanken att göra mer kommer att finnas kvar. Vårt huvudscenari är ändå att direktionen avvaktar den närmaste tiden. Riksbankens åtgärder har redan haft avsedd effekt genom att bidra till att trycka ned kreditspreadar och det allmänna ränteläget samtidigt som tillväxten är på väg att vända uppåt. Att inflationen kommer att förbli låg under lång tid ligger redan i Riksbankens prognoser där inflationen ligger klart under målet ändå till slutet av 2023.

Stark krona och låga löneavtal sätter press på Riksbanken.

Ribban för att utöka och/eller förlänga obligationsprogrammet är dock antagligen ganska låg. Den redan låga inflationen ökar känsligheten för överraskningar på nedsidan, speciellt om också inflationsförväntningarna på lite längre sikt börjar svikta. Även

besvikelser avseende styrkan i återhämtningen lär leda till utökade QE-program. När det gäller nya räntesänkningar ligger ribban betydligt högre. Samtliga direktionsledamöter signalerar att räntesänkningar på sikt är tänkbare men så länge det är restriktioner snarare än efterfrågan som begränsar tillväxten är de inte effektiva. Detta argument kommer troligen att försvagas i takt med att pandemin klingar av och fokus skiftar mot ett svagt underliggande konjunkturläge. Flera ledamöter, bland annat Stefan Ingves, har dock också framhållit att risken för negativa bieffekter av sänkningar ökat när balansräkningen har svällt. Flera ledamöter har också uttryckt oro för att dramatiska kronförsvagningar av den typ vi sett på senare år kan ha negativa förtroendeeffekter.

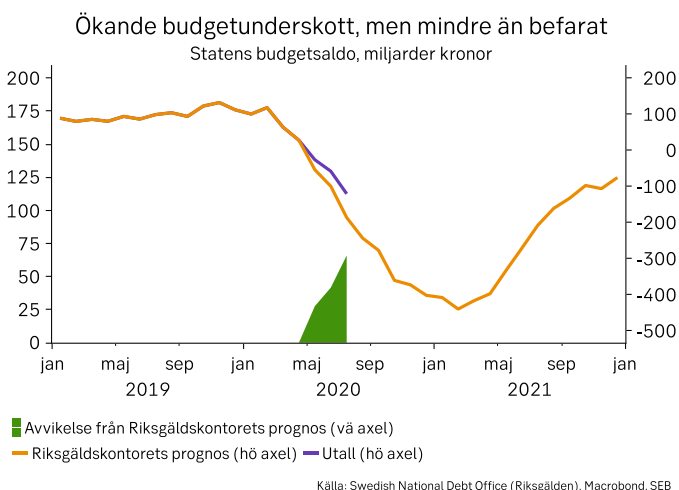
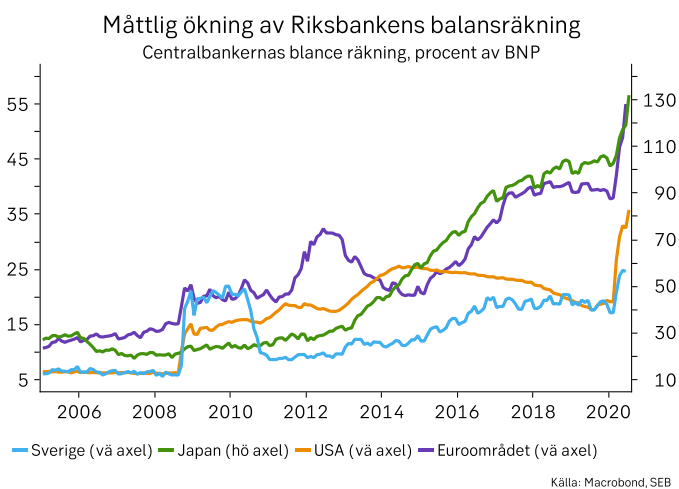
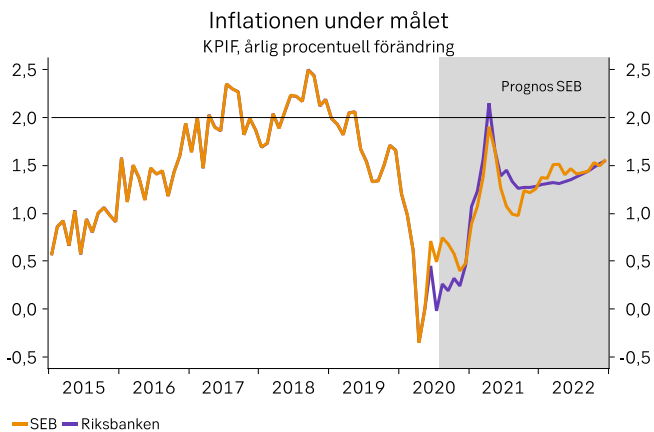
En fortsatt kraftig kronförstärkning skulle dock kunna få direktionen att sänka, men vår bedömning är att kronan inte fullt ut når tillbaka till sitt jämviktsläge och därmed inte kommer att utgöra ett så stort problem att räntesänkningar framtvingas. Avtalsrörelsen kan också öka trycket på räntesänkningar eftersom avtalen ser ut att hamna på så låga nivåer att inflationsmålet blir svårt att nå under över-skådlig tid. Det är heller inte osannolikt att parternas tryck på nya penningpolitiska stimulanser kommer att öka i en miljö där kronan fortsätter sin marsch i starkare riktning.

Från kris- till återstartspolitik

Politiska stödåtgärder för att mildra effekterna av pandemin har duggat tätt den senaste tiden. Istället för den normala ordningen med en vår- och en höstbudget har vi sett totalt nio extra ändringsbudgetar sedan mitten på mars. Förutom direkta stimulanser har omfattande likviditetsförstärkande åtgärder och garantier lanserats. I somras gjorde regeringen bedömningen att de direkta finanspolitiska stimulanserna motsvarade ca 5 procent av BNP men de senaste uppgifterna om oväntat låg utnyttjandegrad i vissa program, främst avseende korttidsarbete, tyder på en något lägre nivå. Omfattningen av övriga åtgärder är drygt dubbelt så stora, men även där har utnyttjandegraden varit lägre än väntat. Ytterligare satsningar är dock att vänta för att stärka återhämtningen och i högre grad rikta fokus mot sektorer som fortsatt kämpar i uppförsbacke. Starka underliggande statsfinanser samt att en del satsningar blivit betydligt "billigare" än väntat ökar också manöverutrymmet framöver.

Krispolitiken har som brukligt präglats av borgfred med en tillbakalutad opposition men under sommaren har temperaturen i den politiska debatten stigit. Budgetpropositionen för 2021 (presenteras 27 september) kommer troligen att bli en blandning av förlängda krisåtgärder och åtgärder av mer traditionell stimulationskaraktär. Sannolikt får vi se mer långsiktiga och ideologiskt färgade åtgärder men som kommer att beskrivas som nödvändig krispolitik. För att inte budgetsamarbetet ska spricka kommer regeringen att behöva ge utrymme för Centerns och Liberalernas profilfrågor. Liberalerna har redan föreslagit skattesänkningar för 30 miljarder kronor och Centern kommer sannolikt kräva sänkta skatter och stöd till småföretag i förhandlingarna. Satsningar på kommuner och regioner samt infrastruktur och utbildning är också att vänta. Någon form av bostadspolitiska satsningar är också troliga, bl a för att ytterligare stimulera byggande.

Ramverk satta i pausläge. Totalt sett bedöms åtgärderna för 2021 uppgå till 100 miljarder. Krisfokus gör att det finanspolitiska ramverket med överskottsmål och skuldankare för tillfället satts på undantag. Den omfattande reformagendan i kombination med låg ekonomisk aktivitetsnivå gör att budgetunderskottet förblir relativt högt under hela prognosperioden. Även om belastningen på statsfinanserna inte blir lika hård som befarat bedömer vi att underskottet i det offentliga finansiella sparandet når ca 5 procent av BNP i år för att sedan sjunka till ca 4 respektive 3 procent av BNP 2021 och 2022. Underskott och krympande BNP gör att den offentliga skuldkvoten ökar med nära 10 procentenheter 2020 till knappt 45 procent av BNP. När nominell BNP återhämtar sig 2021 stabiliseras skuldkvoten kring 45-procentsnivån.



Tema:

Recessioner och arbetsmarknad

COVID-19 en blandning av finans- och 90-talskrisen

Hur stora medelfristiga konsekvenser en kris får avgörs i stor utsträckning av utvecklingen på arbetsmarknaden. Skillnaderna i respons på BNP-nedgången i Europa och USA har delvis följt historiska mönster även om uppgången i arbetslöshet Europa varit mindre än väntad. I Sverige bär covid-19-krisen spår både från 90-tals- och finanskrisen. Den snabba policy-responsen påminner om finanskrisen men liksom på 1990-talet drabbas nu även personalintensiva tjänstesektorer.

Under våren har ekonomers främsta utmaning varit att försöka förutspå hur stora BNP-fall som nedstängningar och andra störningar i pandemins spår kommer att orsaka. Vi är nu på väg in i en fas där utvecklingen på arbetsmarknaden blir allt viktigare. Den kommer mer konkret att avgöra hur stora skadeverkningarna blir på sikt när det gäller t ex utslagning av arbetskraft och hushållens inkomstutveckling och framtidstro. I förlängningen kommer den också att bestämma hur stora påfrestningarna blir på de offentliga finanserna och därmed finanspolitikens utrymme att stötta återhämtningen och bemöta nästa nedgång.

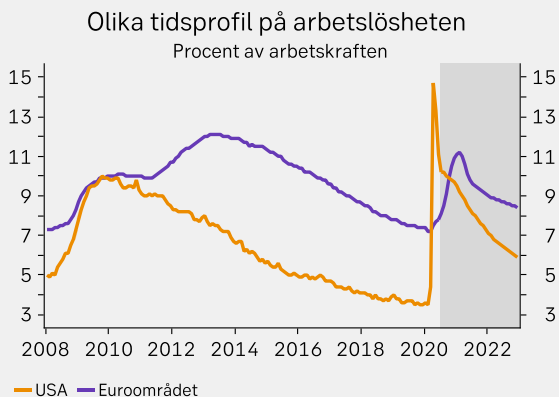
Varje kris har sina speciella egenskaper. Det är många faktorer som avgör hur djup nedgången blir och hur mönstret kommer att avvika från tidigare kriser. Hur allvarliga de underliggande obalanserna är och hur snabbt och kraftfullt den ekonomisk-politiska responsen blir har stor betydelse för BNP-nedgångens allmänna djup och varaktighet. Hur arbetslösheten reagerar på en given BNP-nedgång varierar också kraftigt mellan olika länder och olika kriser. Uppgången kan t ex mildras av att många helt lämnar arbetsmarknaden eller att produktiviteten sjunker när företag behåller personal i väntan på en återhämtning



Snabb krisrespons och måttliga obalanser

Tidigt under pandemin kunde man identifiera några gynnsamma faktorer jämfört tidigare kriser i modern tid. Stödåtgärder kunde snabbt sjösättas utan att beslutsfattare behövde bekymra sig speciellt mycket om negativa bieffekter i form t ex av förvridda incitamentsstrukturer. De underliggande obalanserna tedde sig också mindre allvarliga. Såväl krisen i början av 1990-talet som finanskrisen brukar betecknas som "balansräkningsrecessioner". Dessa kännetecknas av att det tar lång tid för ekonomins aktörer att återfå balans mellan skulder och tillgångar, vilket varaktigt hämmar efterfrågan. I rådande miljö fanns det istället skäl att vara relativt förhoppningsfull angående återhämtningens styrka och stimulanspolitikens effektivitet när väl restriktionerna börjar lättas.

Svårare att förutse arbetslöshet än BNP. Om man blickar tillbaka kan man nog säga att prognosmakares bild av BNP-tillväxten för helåret 2020 varit hyfsat stabil sedan maj månad. Det gäller speciellt för de stora industriländerna medan nedgången i t ex Norden och Baltikum nu ser ut att bli mildare än befarat. Utsikterna för arbetslösheten har trots detta reviderats kraftigt vid flera tillfällen vilket återspeglar att nya faktorer har förändrat sambandet mellan BNP och arbetslöshet.



Stora skillnader mellan USA och Europa

Olikheterna vad gäller arbetsmarknadens funktionssätt i USA och Västeuropa är ett återkommande tema när det gäller recessionsdynamik. Under finanskrisens mest intensiva fas ökade t ex arbetslösheten i USA med ca 5 procentenheter. Uppgången i euroområdet under samma period var ungefär hälften så stor trots att BNP-fallet var större än i USA. Arbetslösheten vände därefter snabbt ner i USA, medan utvecklingen i euroområdet blev mer seglivad innan eurokrisen åter drev arbetslösheten högre.

De skillnader i BNP-fall vi nu ser mellan USA och Västeuropa påminner starkt om mönstret från finanskrisen men skillnaderna i arbetslöshet är nu betydligt större. På bara någon månad steg USA:s arbetslöshet från 4 till nästan 15 procent. Därefter har den vänt ned till 10 procent i juli. I euroområdet har uppgången hittills stannat vid högst måttliga 0,6 procentenheter. Att arbetstagare i Europa lämnar arbetskraften har dämpat uppgången i arbetslöshet. Därtill spelar underliggande systemskillnader viss roll

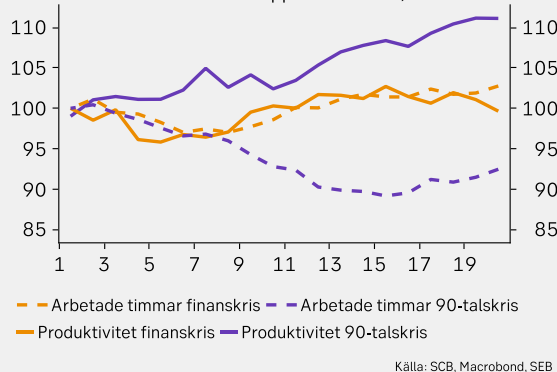
men utformningen av stödpolitik och mätdefinitioner har än större betydelse. I USA registreras man direkt som arbetslös när man blir av med jobbet även om man vet att det är tillfälligt. Programmen för korttidspermitteringar i Europa har i huvudsak utformats så att man behåller sin anställning med en rejäl statlig subvention men arbetar betydligt färre timmar.

Antalet sysselsatta hålls uppe men timmarna rasar. ECB har gjort bedömningen att hälften av de som ingick i sådana stödprogram i maj inte arbetade alls. Som exempel kan nämnas att antalet arbetade timmar i tysk industri i juni minskade med 19 procent på årsbasis medan antalet sysselsatta bara minskade med 3 procent. I Frankrike skulle arbetslöshetsnivån tredubblas om personer i korttidsarbete räknas in i arbetslösheten. Dessa skillnader kommer dock gradvis att klinga av och prognosen på sikt domineras av underliggande faktorer. I Europa är det troligt att arbetslösheten fortsätter stiga i takt med att programmen avslutas och företagen anpassar sig till en situation bestående relativt svag efterfrågan i många branscher.

Stora strukturella förändringar tänkbara

Coronakrisens omvälvande konsekvenser reser också helt nya frågor om hur arbetsmarknaden påverkas och vilka som främst drabbas. En viktig skiljelinje gäller olika arbetens uppkopplingsbarhet och huruvida man har möjlighet att arbeta hemifrån eller om yrket kräver fysisk närvaro. En nyligen publiceras IMF-analys visar inte oväntat att skillnaderna i den dimensionen under coronakrisen är mycket större än den var under t ex finanskrisen. Eftersom möjligheten att arbeta hemifrån ofta sammanfaller med högre inkomstnivå innebär det att svaga grupper på arbetsmarknaden nu påverkas i än högre grad än i normala recessioner. Det ger ytterligare en dimension till problemet med växande ekonomiska klyftor som nu därtill förstärks av att centralbankernas stimulanser driver upp priserna på bostads- och aktiemarknaderna.

Olika produktivetsmönster under kriser
Index 100 = BNP-topp innan krisen, kvartal

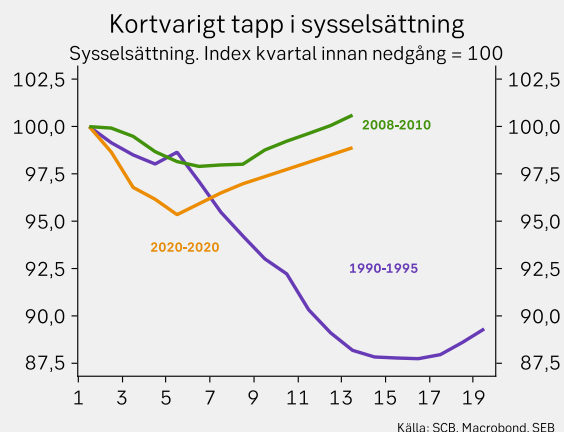


Svenskt produktivetslyft under 1990-talskrisen.

Det är inte ovanligt att kriser initierar eller åtminstone sammanfaller med viktiga strukturella skift i ekonomin som påverkar arbetsmarknaden under återhämtningsförloppet. Den svenska 1990-talskrisen innehåller flera sådana inslag. Under den första krisfasen 1990–92 pressades industrin mycket hårt av internationell lågkonjunktur och en övervärderad valuta så länge den

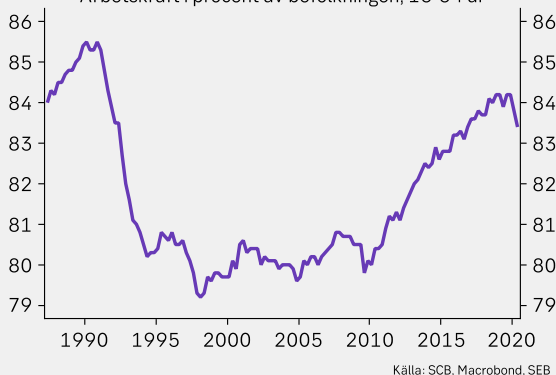
fasta växelkursen kunde försvaras. Den miljön tvingade fram hårda rationaliseringar som blev inledningen till en lång period med hög produktivitetstillväxt i hela ekonomin. På kort sikt förstärkte detta nedgången i sysselsättning. Finanskrisen visade ett helt annat mönster med fallande produktivitet och en modest nedgång i arbetade timmar; främst hänförligt till industrin. Med hjälp av ekonomisk-politiska stimulanser kunde spridningseffekterna till personalintensiva tjänstesektorn begränsas.

Varaktigt förändring eller tillbaka i gamla hjulspår? Vi ser nu hur förhoppningar ställs till att de förändringar i beteendemönster som pandemin tvingat fram ska leda till ett nytt produktivetslyft där t ex de framsteg som gjorts inom digitaliseringen under ganska lång tid nu äntligen ska kunna utnyttjas i större skala. De tydligaste förändringarna gäller våra resebeteende och var vi kan förlägga vårt arbete där t ex ökad mängd hemarbeten kan minska användandet av olika kringtjänster på arbetsplatser. Det är inte omöjligt att pandemin under överskådlig tid kommer att förändra resandet på ett sätt som klimatdebatten ännu inte har lyckats göra. Man ska dock inte underskatta viljan att återgå till det som var. Människor är sociala varelser och kommer säkerligen vilja träffas och uppleva andra kulturer även framöver. Även om svensk produktivitet väntas öka med över 3 procent år 2020 bygger arbetsmarknadsprognoserna på lite sikt på försiktiga antaganden om framtida produktivetsutveckling.



Faror för långsiktiga skadeverkningar. Utvecklingen av såväl produktivitet som förvärvsfrekvens accentuerar vikten av att skilja på korta och långsiktiga perspektiv. När den ekonomiska politiken på kort sikt försöker dämpa uppgången i arbetslöshet får man acceptera att produktionen per arbetad timme kan falla under en period eller att t ex studenter tar lite extra tid på sig att komplettera sina utbildningar med dämpat arbetsutbud som följd. Utmaningen för politiken är nu att undvika att dessa bieffekter blir permanenta t ex genom att evigt låga räntor sänker omvandlingstrycket i ekonomin och möjliggör för "zombieföretag" att överleva. Varaktigt låg efterfrågan på arbetskraft riskerar också att öka långtidsarbetslösheten och den permanenta utslagningen.

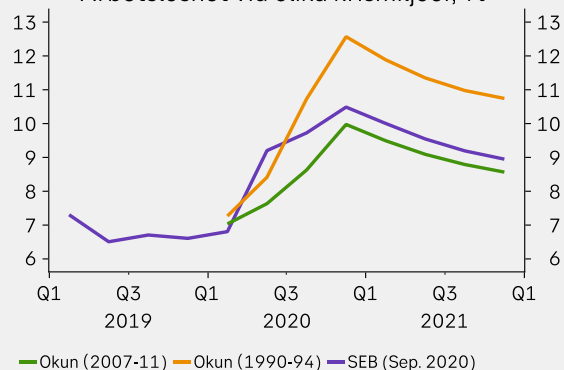
Nedgång i arbetskraft men ingen utslagning
Arbetskraft i procent av befolkningen, 16-64 år



Källa: SCB, Macrobond, SEB

Temporär nedgång i förvärvsfrekvens. En annan viktig fråga rör arbetskraftens mobilisering. Under 1990-talskrisen minskade den svenska arbetskraften mycket kraftigt. Högre utbildningskrav, ändrad demografi och långvarigt svag efterfrågan på arbetskraft bidrog till en stor utslagning bl a via omfattande förtidspensionering. Sammantaget bidrog detta till att dämpa uppgången i arbetslöshet. Nedgång i arbetskraften vi hittills sett är ungefär i paritet med den vi såg under finanskrisen även om processen nu varit snabbare. Vi lär få se en ytterligare nedgång den närmaste tiden men någon nedgång i stil med 1990-talet är inte sannolik. Möjligheterna att i förtid lämna arbetsmarknaden har gradvis minskat under 2000-talet samtidigt med bl a lägre ersättningsnivåer inom socialförsäkringarna. Låga pensionsnivåer för åtskilliga yrkesgrupper samt ett underliggande demografiskt tryck bidrar till det.

Arbetslöshet vid olika krismiljöer, %



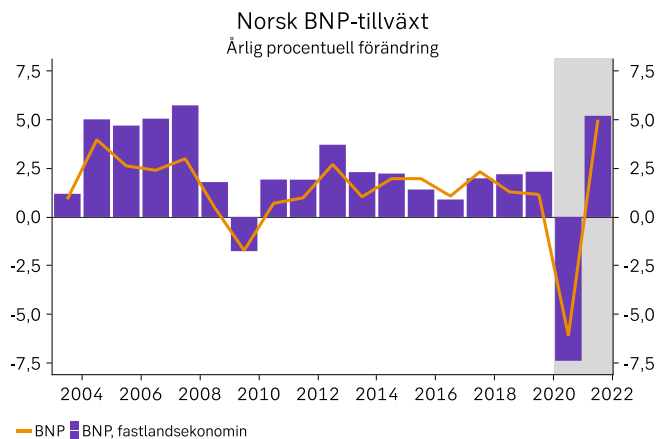
Källa: SCB, Macrobond, SEB

Mer likt finanskris än 1990-tal. Sammanfattningsvis kan man konstatera att nuläget på den svenska arbetsmarknaden har vissa drag av både 1990-talskris och finanskrisen. I likhet med finanskrisen finns den ekonomiskt-politiskt ammunition att tillgå som också snabbt har använts. Dock slår denna kris i linje med 1990-talet brett mot hela arbetsmarknaden inkl. de sysselsättningsintensiva tjänstesektorer. För att illustrera hur sambandet mellan BNP och arbetslöshet (Okuns lag) skiljer sig åt mellan olika kriser har vi tagit fram några olika scenarier i diagrammet ovan. Om sambandet skulle vara identiskt med 1990-talet skulle den arbetslösheten givet vår BNP-prognos toppa på 12,5 procent istället för 10,5 procent som i huvudprognosen. Med finanskrisens reaktionsmönster skulle vi å andra sidan inte komma högre än 9,5 procent.

Norge

Bättre än befarat

Trots fortsatt stor osäkerhet och ökade nedåtrisker från förnyad uppgång i virusutbredningen tror vi att nedgången i fastlands-BNP blir mindre djup än tidigare befarat. Den ekonomiska aktiviteten har hämtat sig snabbare än väntat, med stöd av hushållsefterfrågan, och med en policyrespons som saknar motstycke. Återhämtningen kommer likväl att tyngas av svag aktivitet i oljesektorn. Låga räntor eldar på husprisuppgången och Norges Bank kommer att börja lyfta räntan i slutet av 2022.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,2	-2,6	3,4	3,1
Fastlands-BNP	2,3	-3,3	3,6	2,8
Arbetslöshet (AKU)*	3,7	5,4	4,5	3,9
Löner	3,5	1,9	2,5	2,7
KPI-ATE inflation	2,2	2,9	2,1	1,7
Styrränta, %	1,50	0,00	0,00	0,25
EUR/NOK**	9,84	10,35	9,90	9,80

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

Norges ekonomi har passerat botten

Aktiviteten i ekonomin fick ett abrupt slut i mitten av mars när regeringen införde omfattande restriktioner för att bekämpa utbrottet av Covid19-pandemin. Fastlands-BNP föll med 2,1 procent under första kvartalet och med 11,0 procent ackumulerat från februari till april. I slutet av april öppnades landet gradvis upp. De flesta restriktioner lättades under påföljande månad, bortsett från vissa relaterade till utlandsresor och social distansering. Aktiviteten hämtade sig därmed något tidigare än enligt prognosen i *Nordic Outlook maj*, men återhämtningen har så här långt varit måttlig. Fastlands-BNP steg med 2,4 procent i maj; tillväxten hölls tillbaka av fortsatt nedgång i olje- och företagstjänster samt i delar av industrin. Det stödjer vår bedömning om att återhämtningen kommer att hämmas av svag extern efterfrågan och låga oljepriser. Det kommer att ta tid innan ekonomin till fullo kommit tillbaka från coronakrisen och förnyad uppgång i virusutbredningen sedan slutet av juli adderar nedåtrisk. Regeringen har svarat med att avbryta öppnandet, och stramat åt reserestriktioner och öppettider för vissa restauranger och barer. Risken för mera omfattande regionala nedstängningar kan inte helt uteslutas men är inte huvudscenariot.

De ekonomiska utsikterna förblir osäkra och beror även på utfallet av BNP kvartal två (nationalräkenskaper publiceras 25 augusti). Vi prognostiserar nu en mindre nedgång under 2020 på grund av att aktiviteten tagit fart snabbare och med utsikter till mer stöd för hushållens efterfrågan från den ekonomiska politiken. Vår prognos är att fastlands-BNP faller med 3,3 procent 2020, följt av 3,6 procent ökning under 2021. Total BNP faller med 2,6 procent följt av en uppgång med 3,4 procent under 2020 respektive 2021.

Norges väg upp ur krisen har underlättats av ett brett finanspolitiskt stöd, vilket kommer att stimulera efterfrågan under återhämtningsfasen. Den finanspolitiska responsen saknar motstycke, beroende på att regeringen utnyttjat flexibiliteten i den "finanspolitiska regeln". För första gången sedan 1995 har Norge underskott i de offentliga finanserna och använder kapital från oljefonden (Statens Pensjonsfond Utland) för att finansiera budgeten. Finanspolitiken ger ett bidrag på 5,3 procent av fastlands-BNP, och användningen av oljepengar motsvarar 4,2 procent av oljefonden. Vi väntar oss en fortsatt expansiv finanspolitik under 2021.

Tydlig splittring inom industrin

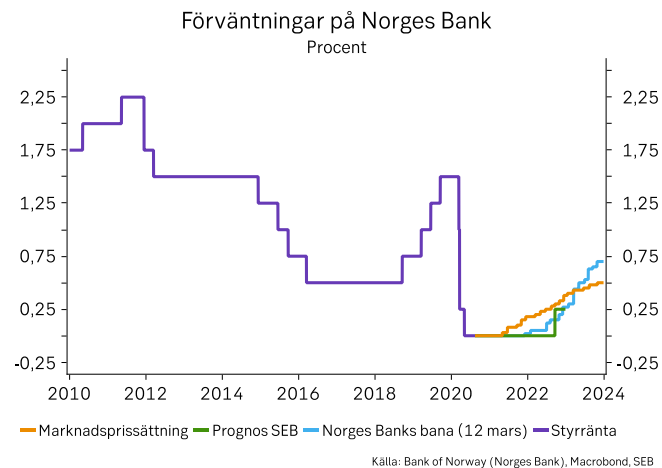
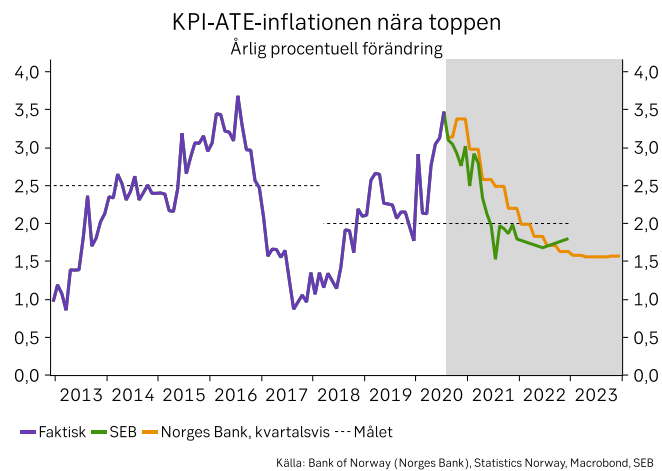
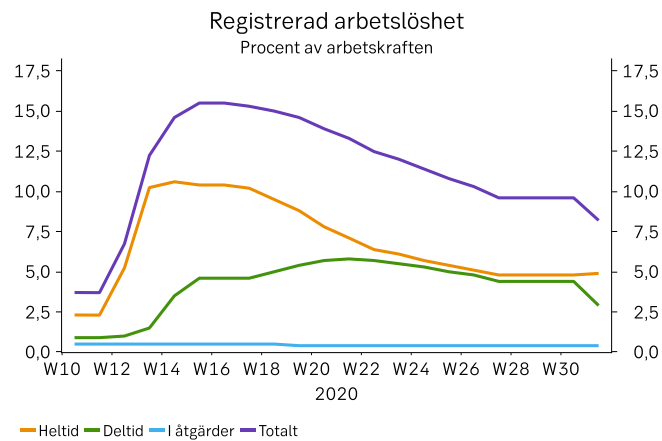
Tillverkningsindustrin har drabbats hårt av åtgärder för att kontrollera viruset, ett kraftigt fall i extern efterfrågan och lägre oljepriser. Produktionen föll 7,5 procent mellan februari och maj, drivet av ett fall på 13 procent i oljerelaterad industri. Produktionen av traditionella varor sjönk under samma tid med bara 5 procent. Leveranserna av sådana varor kommer likväl falla betydligt i år. Det är högst osäkert vilken bana återhämtningen kommer att följa, men vi har antagit att denna export gradvis normaliseras under 2021.

Sentimentet i industrin steg åter under kvartal två, men den oljetunga investeringsvarusektorn dämpade uppgången vilket är en signal om att återhämtningen blir trög. Utsikterna för oljeinvesteringarna var dystra redan innan virusutbrottet, och kollapsen i globala oljepriser kommer att driva på nedgången. Ett finanspolitiskt stöd paket för sektorn godkändes i maj och inkluderade tillfälliga förändringar i skattesystemet med syfte att förbättra likviditeten i företagen och deras förmåga att slutföra redan planerade projekt. Statistiska Sentralbyråns investeringsenkät för tredje kvartal blev därför bättre än befarat, med större utbyggnad av kapacitet samt tillkomst av ett nytt projekt. Vi prognostiserar nu en ackumulerad nedgång på 10 procent i oljerelaterade investeringar 2020 - 2021 jämfört med 16,5 procent i maj. Övriga näringslivsinvesteringar väntas sjunka i år på grund av

låg kapacitetsutnyttjande och efter stark tillväxt de senaste åren. Vår prognos är att bruttoinvesteringarna drar bort 2,2 procentenheter från BNP 2020, men är i stort sett neutrala under 2021.

Livstecken för privat konsumtion

Åtgärder för att kontrollera virusutbredningen och reserestriktioner har lett till ändrade konsumtionsmönster; hushållen spenderar mindre på tjänster till förmån för vissa detaljhandelsvaror. Ökat arbetslöshetsunderstöd och rekordlåga räntor har också mildrat effekterna på konsumtionen. Varukonsumtionen, som gick upp med måttliga 0,1 procent under 2019, steg med 12,4 procent mellan mars och juni. Utgifterna för tjänster kan förväntas öka i höst men kommer ändå att hålla tillbaka konsumtionen för helåret 2020. Vår prognos är att privat konsumtion faller med 4,1 procent under 2020 och åter ökar med 4,4 procent 2021.



Låga räntor blåser upp huspriserna

Norges Banks räntesänkningar har lett till en rejäl nedgång i hushållens lånekostnader, eftersom nästan 95 procent har lån med rörlig ränta. Regeringen har tillfälligt lättat på reglerna för bolån, vilket ger bankerna större flexibilitet i sin utlåning. Detta har fått priserna på befintliga bostäder att skjuta i höjden; den årliga ökningstakten låg på 4,9 procent i juli och priserna har hittills i år ökat med i genomsnitt 2,9 procent jämfört med samma period 2019. Försäljningen av bostäder var rekordhög i juli och snabbt sjunkande utbud talar för fortsatt prisuppgång på kort sikt. Prognosen är att priserna stiger med 3,9 procent 2020 och 4,7 procent 2021.

Permitteringar driver arbetslösheten

Den registrerade arbetslösheten rusade upp från 2,3 till 10,7 procent under mars, varav 90 procent utgjordes av permitteringar. Lättnader i restriktionerna har lett till att fler arbetstagare nu kallas tillbaka till arbetet och arbetslösheten bland heltidsanställda har sjunkit till 4,9 procent. Det snabba fallet tyder på att företagen överdrev omfattningen av efterfrågefallet, men fortfarande står permitteringar för nära hälften av antalet hel- och deltidsarbetslösa. I augusti förlängde regeringen hur länge en arbetsgivare kan permittera personal från 26 till 52 veckor. Uppsägningarna har så här långt varit måttliga, men företagen uppger att de kommer att se över läget i höst. Vi prognostiserar en AKU-arbetslöshet på 5,4 procent i år, följt av gradvis nedgång till 4,5 procent 2022.

Inflationen faller tillbaka under målet 2021

Inflationen har varit volatil under de senaste månaderna. Signalerna om att KPI-ATE (exklusive skatt och energi) var på väg att toppa ur under våren motsades av en förnyad uppgång under sommaren. Den årliga inflationstakten steg till 3,5 procent i juli, vilket är i nivå med de högsta nivåerna under de senaste 20 åren. Den svaga kronan är en viktig drivkraft och växelkursen väntas sätta fortsatt tryck uppåt på inflationen under andra halvåret i år. Den senaste tidens kroneförstärkning kommer dock att bidra till att KPI-ATE faller under Norges Banks mål under 2021. Tjänstepriser, som normalt påverkas mindre av växelkursrörelser, har också stigit märkbart sedan slutet av 2018 trots svaga löneökningar. Ovanligt stora prisökningar på tjänster som hälso- och sjukvård är en del-förklaring, men accelerationen är ganska bredbaserad. Vissa tillfälliga drivkrafter i kombination med avtagande lönetillväxt talar för att tjänsteinflationen kommer att avta, men osäkerheten är ovanligt hög. Fallande elpriser kommer att hålla nere KPI i år, men terminspriser indikerar att elpriserna normaliseras mot slutet av detta år. Vi väntar oss att KPI stiger med 2,3 respektive 2,1 procent under 2021 och 2022, vilket är en snabbare uppgång än för KPI-ATE.

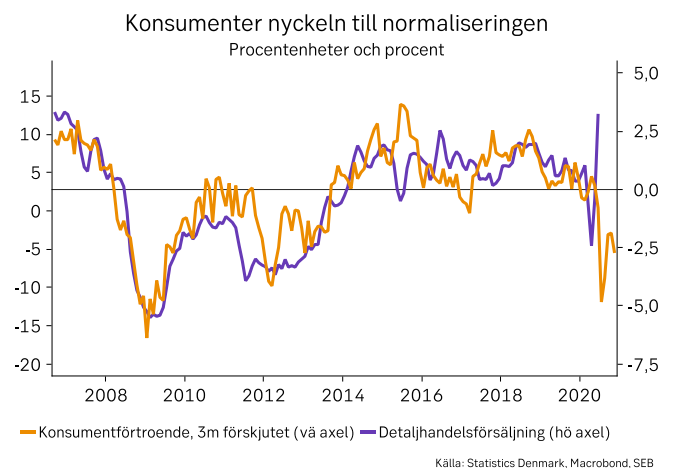
Norges Bank siktar mot en normalisering

Norges Bank har agerat kraftfullt under pandemin, genom att leverera två akutsänkningar och totalt 150 punkters sänkning till noll procent. I juni uteslöt banken ytterligare räntesänkningar och skiftade fokus mot en framtida normalisering. Norges flexibla inflationsmålspolitik, som medger tillfälliga avvikelser från målet och att luta sig mot vinden, gör att Norges Bank åter skiljer ut sig från sina kollegor i omvärlden. Centralbanken signalerar en första räntehöjning mot slutet av 2022, följt av ytterligare två under 2023. Den starka transmissionsmekanismen innebär att en alltför lång period med alltför låg ränta kan blåsa på finansiella obalanser. Vi tror att sådana överväganden kan motivera en höjning under hösten 2022, trots ett alltför negativt produktionsgap. Vi prognostiserar en styrränta på 0,25 procent i slutet av 2022.

Danmark

Snabbt ur startblocken

Återöppnandet av Danmark var både snabbare och mer omfattande än väntat. Det relativt milda virusutbrottet verkar ha haft en mindre varaktig effekt på konsumentbeteendet. Vi höjer således vår BNP-prognos för 2020 till -4,5 procent. En full återhämtning kommer fortfarande att ta tid men det finns goda förutsättningar för att Danmark kommer att vara bland de ledande i återhämtningen.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,3	-4,5	5,0	2,5
KPI	0,8	0,4	0,9	1,3
Löner	2,0	2,0	1,0	1,0
Offentligt saldo*	2,0	-10,0	-6,0	-5,0
Offentlig bruttoskuld*	33,5	42,0	44,0	44,0
Bytesbalans	8,0	6,0	8,0	8,0
Styrränta (CD rate),%	-0,75	-0,60	-0,60	-0,60
EUR/DKK**	7,45	7,45	7,45	7,45

* Procent av BNP, Källa: Danmarks Statistik, DØRS, SEB

Historisk nedgång i tillväxten men det kunde ha varit värre. Efter publiceringen av Nordic Outlook i maj höjde vi den danska BNP-prognosen från -10 till -6,5 procent p g a en snabbare och mer omfattande återöppning av ekonomin än väntat. Vi reviderar nu upp tillväxten ytterligare till -4,5 procent följt av en tillväxt på 5,0 procent 2021; 2022 uppskattas BNP stiga med 2,5 procent. Den nyligen publicerade BNP-indikatorn från Danmarks Statistik pekar på en historiskt stor nedgång på -7,4 procent mellan första och andra kvartalet, betydligt sämre än fallet på 2,1 procent under första kvartalet. Även om det är den största nedgången av BNP som observerats – och att det lär ta några år innan den är tillbaka på trenden – är effekten mindre än för de flesta andra europeiska ekonomier och strategin för återöppning ser mer effektiv ut. De huvudsakliga riskerna för prognosen är svagare global efterfrågan och förnyade virusutbrott.

Vissa begränsningar kvarstår. Nedstängningen i mars var snabb och kraftfull men som noterats under sommaren var normaliseringsprocessen också snabbare än väntat. Viruset är fortfarande närvarande; vissa restriktioner kvarstår och regeringen har i augusti meddelat att "fas 4" av återöppnandet avsevärt kommer att skalas ned efter lokala utbrott under sommaren. Men konsumenter verkar inte påverkas troligen på grund av den låga nivån på antal virusfall.

Konsumenter driver normalisering. Återöppningen har medfört en snabb återgång till normala utgiftsmönster. Detaljhandeln steg med 9,4 procent i maj och den positiva trenden bibehölls under juni med ytterligare 1,4 procent ökning, främst drivet av kläder. Konsumentförtroendet försämrades i augusti. Konsumenterna är fortsatt skeptiska till större inköp och har blivit mindre optimistiska vad gäller den ekonomiska situationen under de kommande 12 månaderna. Å andra sidan har det varit förvånansvärt liten påverkan på bostadsmarknaden, där priserna efter några månaders stagnation åter har börjat stiga igen. Det är bättre än vad som vanligtvis förväntas i tidiga skeden av kriser och återspeglar effekterna av effektivt inkomststöd och mycket låga bolåneräntor. Vi förväntar oss att konsumtionen ska leda ekonomin ur krisen med en tillväxt på 5,3 procent 2021.

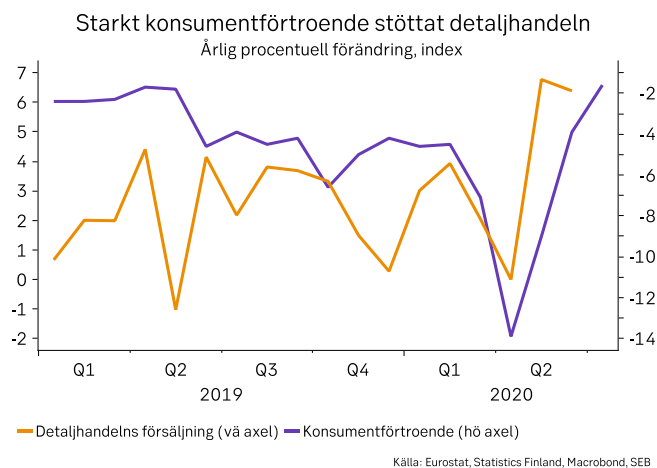
Arbetslöshet dold bakom permitteringar. Den snabba återöppningen har lett till en snabb återgång till arbetsmarknaden för de flesta av de som ingår i permitteringssystemet (de har minskat avsevärt från 200 000 till 60 000 under sommaren) utan att en betydande ökning av arbetslösheten har observerats. Det antyder att andra ordningens effekter sannolikt kommer att vara mer begränsade. Det senaste antalet arbetslösa per vecka visar också tecken på förbättring. Eftersom permitteringssystemen upphörde 8 augusti är frågan hur inkomster och benägenhet att konsumera ska påverkas under hösten. Vi väntar oss att arbetslösheten toppar vid 9 procent vid årets slut och sjunker till 6 procent 2022. Det är fortfarande lite över nivån före covid-19 och vi tror att ekonomin har en tillräcklig mängd lediga resurser för att växa över trend även efter 2022.

Lägre underskott än väntat. Regeringen överskattade kostnaderna för räddningspaketen. Jämfört med i maj har resultatet hittills varit nästan 50 miljarder (mer än 2 procent av den årliga BNP) bättre än väntat; 2020 väntas fortfarande ett relativt stort underskott p g a uppskjutna skatteutbetalningar, men finansieringsbehovet lär bli mindre nästa år, åtminstone om ytterligare högre arbetslöshet undviks. Samtidigt lättade pressen på danska kronan som tvingade Nationalbanken att snabbt höja räntorna i mars; kronan är nu åter starkare än sin paritetskurs mot euron.

Finland

Förvånande motståndskraft

Mot bakgrund av de dramatiska ekonomiska data som flertalet europeiska länder publicerat verkar Finland – i relativa termer – nästintill opåverkat av krisen. Konsumentförtroendet ligger nu t o m över nivån för ett år sedan vilket även syns på inhemsk efterfrågan. Å andra sidan har exporten drabbats hårt och sammantaget faller BNP med 2,9 procent i år. Tillväxten kommer åter 2021 med stöd av den globala återhämtningen.



Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,1	-2,9	3,2	2,2
Privat konsumtion	0,9	-1,3	2,1	1,6
Export	7,5	-9,7	5,5	3,6
Arbetslöshet*	6,7	8,6	8,2	7,6
Löner	2,2	1,5	1,8	2,3
HIKP	1,1	0,1	1,5	1,8
Offentligt saldo**	-1,1	-7,6	-4,5	-3,0
Offentlig bruttoskuld**	59,4	70,2	72,0	71,5

* Procent ** Procent av BNP. Källa: Eurostat, SEB

Undgått krisen relativt väl. Finland verkar ha klarat krisen relativt väl både ur ett ekonomiskt och hälsomässigt perspektiv. Antalet avlidna i Covid-19 per miljoner invånare är bland de lägsta i Europa. Därtill har ekonomin visat sig förvånansvärt motståndskraftig. BNP-siffran för andra kvartalet visade på ett fall på "bara" 3,2 procent – ett av de lägsta fallen i euroområdet. Den relativt milda nedgången gör att vi reviderar upp vår tillväxtprognos för i år till -2,9 procent.

Viss nedgång för tillverkningsindustrin. Under andra kvartalet föll industriproduktionen med 5 procent, den minsta nedgången i EU. I viktiga branscher som skog, matförädling och metaller föll produktionen men uppgångar för elektronik motverkade den totala industri-nedgången. Exporten av varor föll 22 procent andra kvartalet och dessutom föll priserna med 7 procent jämfört med året innan. Nya order fortsätter samtidigt att falla vilket ger en dyster prognos för andra halvan av året. Sammantaget bedömer vi att exporten faller med 9,7 procent i år. Utsikterna förbättras 2021 då exporten ökar med 5,5 procent.

Trots en omvälvande vår har detaljhandeln varit stark. En mindre nedgång noterades i april men redan i juni hade den ökat med 7 procent. Även bilförsäljningen har återhämtat sig och var i juli nära samma nivå som ett år tidigare. Hushållens konsumtion har fallit när bl a barer och restauranger var stängda t o m juni och belagda med restriktioner därefter. Även om hushållens konsumtion faller i år – vår prognos är -1,3 procent – blir fallet bland de lägsta i EU 2020. En redan hög nivå och ökat sparande begränsar uppgången till 2,1 respektive 1,6 procent 2021 och 2022.

Stabilt byggande men fallande företagsinvesteringar. Det hyfsade läget för ekonomin syns även i enkätundersökningar. Efter aprilchocken återhämtade sig konsumentförtroendet snabbt och var i juli redan högre än sommaren 2019. Uppgången har hjälpt till att stabilisera bostadsmarknaden; antalet nybyggnationer har varit relativt stabilt. Men utsikterna är osäkra och risken för nya restriktioner har skapat oro bland företagen som är fortsatt skeptiska till nya investeringsprojekt. Investeringarna totalt faller med 7 procent i år och ökar med 5,8 procent 2021.

Ingen snabb återhämtning på arbetsmarknaden. Registrerad arbetslöshet steg snabbt från 9,4 i februari till 15,8 procent i juni. Men uppgången förklaras till viss del av metodskäl och för många kommer frånvaron från arbetet att vara tillfällig. AKU-arbetslösheten visar samtidigt på en fortsatt låg nivå, 6,7 procent. Vi väntar oss att arbetslösheten, mätt som årsgenomsnitt, blir 8,6 procent 2020. Strukturella problem med konkurrenskraft och en svag återhämtning för tjänstesektorer bidrar till att nivån inte faller särskilt snabbt och att den ligger kvar över 7 procent hela prognosperioden.

Den offentliga skulden når 70 procent av BNP 2020. Finlands starka offentliga finanser skakades om rejält under finanskrisen när skulden steg rejält från 30 till 60 procent av BNP. Därefter har landet försökt få ner skulden under 60-procentnivån. Givet nuvarande omständigheter kommer skulden återigen att stiga och nå över 70 procent av BNP redan i år.

Baltikum

Litauen

Oväntat stark motståndskraft första halvåret begränsar BNP-fallet för 2020 till drygt 1 procent. Relativt liten turistsektor samt effektiva åtgärder som stärkt hushållens inkomster är viktiga förklaringar.

Sida 49

Lettland

Effektiva åtgärder ha bidragit till att BNP-nedgången blivit relativt mild jämfört med euroområdet generellt. En snabb återhämtning i nybilsregistreringen visar att framtidstron återvänt.

Sida 50

Estland

I likhet med grannländer har nedgången varit relativt måttlig, speciellt i inhemska sektorer. Positiva signaler från viktiga handelspartners som Sverige och Finland ger stöd till utvecklingen framöver.

Sida 51

Litauen

Överraskande motståndskraft

Ekonomins mer begränsade beroende av turism och en framgångsrik bekämpning av covid-19 har bidragit till att BNP-fallet blivit mindre än för resten av euroområdet. En återhämtning av konsumenters och företags tillförsikt tyder på att den ekonomiska nedgången 2020 blir begränsad såvida Litauen undviker en kraftig uppgång av nya sjukdomsfall under hösten. Det kommer dock att ta tid innan arbetsmarknaden kommit tillbaka till förkrisnivåer.

Litauens BNP sjönk med 5,1 procent under andra kvartalet och var 3,7 procent lägre jämfört med året innan. Utvecklingen var långt bättre än vår prognos från i början av maj, då vi räknade med en tvåsiffrig nedgång under kvartalet. I Litauen möttes utbrottet av covid-19 snabbt av olika begränsningar som från mitten av april har lyfts och därmed givit stöd åt återhämtningen för hushållens konsumtion. Därtill var nedgången i exporten av varor och tjänster mindre än vi fruktade och betydligt mindre än nedgången i import. Därmed visade nettoexporten en kraftig uppgång samtidigt som bytesbalansöverskottet ökade.

Tillförsikten bland konsumenter och företag återhämtar sig. I Litauen liksom i andra länder tog turismrelaterade företag mest skada och det finns inte mycket optimism inom sektorn vad det gäller en återhämtning inom en snar framtid. Vi antar att global efterfrågan fortsätter att stärkas både i år och kommande två år. Sammantaget bedömer vi att BNP faller med endast 1,3 procent i år och ökar med 3,0 respektive 3,0 procent 2021 och 2022.

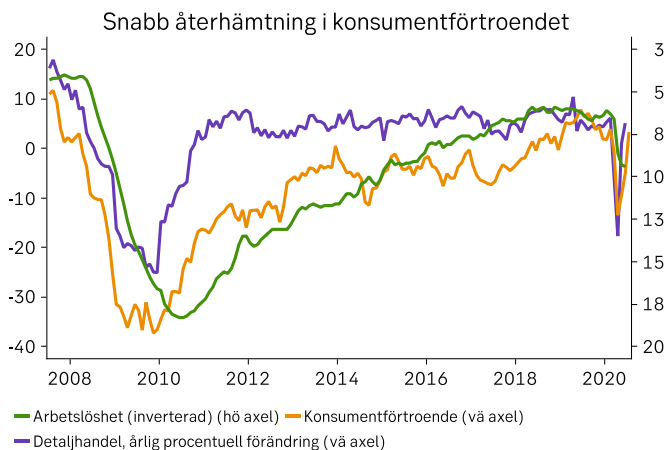
Arbetslösheten uppgick till 8,5 procent under andra kvartalet, 2,4 procentenheter högre än året innan. Antalet sysselsatta minskade med 2,2 procent. Antalet anställda började faktiskt återhämta sig i juni och stod t o m emot säsongsbetingade faktorer. Den registrerade arbetslösheten fortsatte att öka i juli och augusti. Det beror främst på införandet av ett tillfälligt månatligt generellt arbetslöshetsstöd. Vi väntar oss att arbetslösheten kommer att toppa i slutet av 2020 och börja minska i snabbare takt under andra hälften av 2021. Den genomsnittliga arbetslösheten kommer att sjunka från 8,5 procent till 8,1 procent 2021 och 7,4 procent 2022.

Lönertillväxten stagnerade i april och maj men återhämtade sig i juni till en ökningstakt som gällde innan covid-19. Genomsnittslönen i offentlig sektor är ca 10 procent högre i år och har legat stabilt under de senaste månadernas ekonomiska nedgång. Lönerna i privat sektor tappade mycket mer, men återhämtningen av efterfrågan på arbetskraft indikerar att lönerna kommer att öka mer än vi räknade med tidigare. Vi tror att den månatliga minimilönen höjs 2021 men betydligt mindre än i år. Dessutom kommer tillväxten i den offentliga sektorns löner också att bli mindre 2021.

Tillfällig nedgång i inflation. Kraftigt lägre energipriser är huvudförklaringen till att inflationen faller i år. Inflationstakten på livsmedel minskade också nyligen och var i juli cirka 1 procent. Samtidigt steg kärninflationen under sommaren på grund av stigande tjänstepriser vilket indikerar förbättrade ekonomiska förhållanden.

Motståndskraftiga bostadspriser trots fallande aktivitet på fastighetsmarknaden. Nedgången i den ekonomiska aktiviteten tycks ha varit för kort för att få en betydande effekt på priserna, särskilt beaktat att bostadsmarknaden var stabil innan covid-19-utbrottet. Bostadsprisförväntningarna har återhämtat sig snabbt.

Det finanspolitiska stimulanspaketet var omfattande och hjälpte till att minska de negativa effekterna på disponibla inkomster. Enligt våra beräkningar var den omedelbara skattemässiga impulsen cirka 5 procent av BNP. Liknande storlek av stöd genom uppskjutna skattebetalningar har lagts fram. Vissa av de finanspolitiska åtgärderna verkar ha varit överdrivet stora vilket kan spegla närheten till parlamentsvalet i oktober. Vi väntar oss att budgetunderskottet växer till 6,8 procent av BNP 2020 men att det därefter faller till 2,7 procent 2021.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	3,9	-1,3	3,0	3,0
Hushållens konsumtion	3,2	-2,5	4,3	3,3
Export	9,6	-4,5	4,4	2,8
Arbetslöshet*	6,3	8,5	8,1	7,5
Löner	8,8	5,5	5,0	6,0
Inflation (HIKP)	2,2	1,2	2,2	2,4
Offentligt saldo**	0,3	-6,8	-2,7	0,3
Offentlig bruttoskuld**	36,2	46,9	49,5	48,5

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

Lettland

Återhämtning på väg

Effektiv åtgärds politik har bidragit till att Lettland lyckats begränsa den ekonomiska skadan av covid-19. Från och med maj visar ekonomin god återhämtningstakt vilket förbättrar de ekonomiska utsikterna. Vi bedömer att BNP minskar med 4,6 procent i år medan arbetslösheten toppar i slutet av året på drygt 10 procent. Trots bättre utsikter och låga infektionstal kommer ekonomin troligen inte att återgå till förkrisnivå före 2022.

Ekonomiska sentimentsindikatorer har förbättrats, men visar fortfarande på svag aktivitet. Det andra kvartalet minskade Lettlands BNP med 9,8 procent jämfört med andra kvartalet 2019. Varuproduktionen sjönk med 3,8 procent och tjänstesektorerna med 11 procent, varav detaljhandeln sjönk med 1,6 procent. Från och med maj har en stark återhämtningstrend observerats inom produktion, konsumtion och export. I juli steg barometerindikatorn med 3,9 enheter till 87,6. Stödåtgärder kommer att ge en betydande stimulans för tillväxten men frågan är hur mycket nuvarande osäkerhet kommer att försena t ex investeringarna. Vår BNP-prognos för 2020 har reviderats från -8,3 procent till -4,6 procent, med fortsatt återhämtning 2021 och 2022.

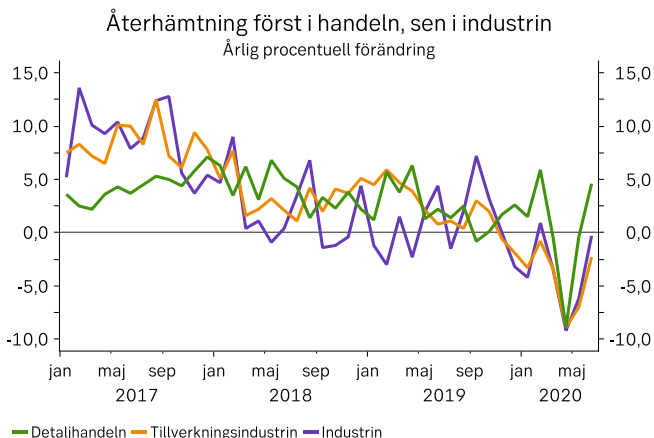
Konsumtionen tar fart men är fortfarande den viktigaste dämpande faktorn. Från och med maj har befolkningens rörlighet åter ökat vilket bidragit till att konsumtionen kommit igång; detaljhandeln har stigit med 4,6 procent i årstakt. Detaljhandel är en av de snabbast växande sektorerna eftersom många konsumtionsalternativ som resor, underhållning etc. delvis varit begränsade. Nybilsregistreringen var i juli bara 3,1 procent lägre än för ett år sedan jämfört med 59 procent lägre i april. Mot hösten kan återhämtningen av konsumtionen ändå bromsa in på grund av långvarig osäkerhet och svagare tillförsikt om restriktionerna skärps igen.

Utsikterna för tillverkningsindustrin förbättras. Industriproduktionen var i juni bara 0,3 procent lägre än året innan. I juli steg tillförsikten inom industrin till -7 från -12,1 i juni. Stigande omvärldsefterfrågan bidrar nu till att läget för industrin förbättras vilket kompenserar tidigare månaders nedgång. Det är mycket troligt att tillverkningsindustrin åter växer under andra halvåret med stöd av export. Varuexporten i juni minskade med 1,4 procent i årstakt jämfört med -16,8 procent i maj. Därefter är utsikterna dock ganska dämpade.

Arbetslösheten toppar i slutet av året. Från mars till juli steg den registrerade arbetslösheten från 6,3 till 8,6 procent. Det bredare måttet av arbetsökande är högre - i juni 9,8 procent. I juli observerades dock för första gången en liten nedgång av registrerad arbetslöshet. En liten ökning iaktogs också i antalet anmälda lediga platser. Trots det kan arbetslösheten stiga mot hösten, eftersom vissa permitteringsstöd och säsongsmönster upphör. Vi räknar med att arbetslösheten kommer att toppa i slutet av 2020 på strax över 10 procent för att därefter vända ned; nivån 2022 väntas dock vara högre jämfört med före virusutbrottet. Vi anser att stödåtgärder finns på plats för att undvika en kraftig ökning av arbetslösheten senare i år. Trots den svaga arbetsmarknaden ökar genomsnittslönen med 2 procent i år.

Inflationen accelererar måttligt. Prisökning med 0,2 procent i juli var något atypisk för den vanliga priscykeln. Mått i årstakt vände därmed inflationstakten åter till positivt tal, 0,5 procent, i juli. När ekonomin mer övertygande började vrida sig ur covid-19-krisens grepp steg prispressen särskilt för tjänster. Den snabba återhämtningen har försvagat oron för en disinflationistisk miljö. Under de kommande månaderna finns förutsättningar för att disinflationskrafterna består men att de avtar mot slutet av året. På grund av en förbättring på arbetsmarknaden och lönetillväxt 2021 stiger inflationen från 0,3 procent i år till 1,9 procent 2021 och 2,3 procent 2022.

Budgetunderskottet kommer att öka. Budgetintäkterna under de sju första månaderna låg 1,2 procent lägre än samma period 2019. Vi förväntar oss att budgetunderskottet i år kommer att stiga till -8,8 procent av BNP och förbättras till -5 procent nästa år.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

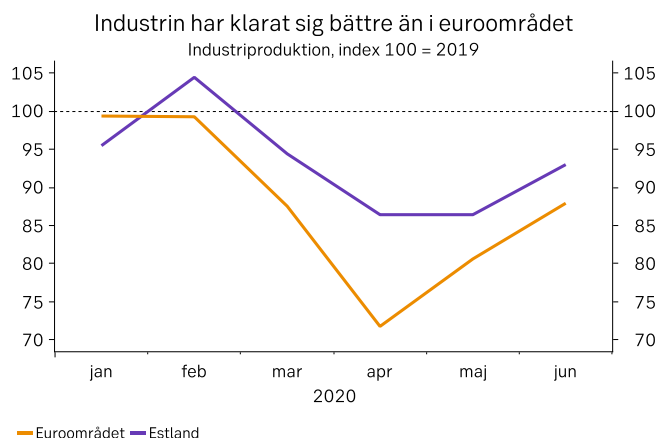
	2019	2020	2021	2022
BNP	2,2	-4,6	4,3	3,5
Hushållens konsumtionsutgifter	3,0	-5,3	4,5	3,5
Export	1,9	-4,5	3,5	4,0
Arbetslöshet*	6,3	9,1	9,0	7,9
Löner	7,2	2,0	3,5	4,5
Konsumentpriser (KPI)	2,8	0,3	1,9	2,3
Offentligt saldo**	-0,2	-8,8	-5,0	-3,7
Offentlig bruttoskuld**	36,9	48,8	51,5	52,5

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

Estland

Katastrofen undviks

Stämningläget i ekonomin har förbättrats efter semesterperioden med stöd av bättre än väntade utfall samt utvecklingen i viktiga exportländer. Sammantaget bidrar det till att vi reviderar upp BNP-prognosen för 2020 till minus 4,7 procent. Det huvudsakliga aktivitetstappet återfinns i industrin samt vissa tjänstesektorer samtidigt som den negativa effekten nu blir mindre allvarlig för inhemskt orienterade delar av ekonomin.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	4,3	-4,7	4,0	3,5
Hushållens konsumtion	3,2	-3,4	3,6	3,2
Export	5,2	-7,5	6,5	5,0
Arbetslöshet *	4,7	7,9	7,5	6,7
Löner	7,4	1,5	2,8	5,0
Konsumentpriser (KPI)	2,4	-0,5	1,8	2,3
Offentligfinansiellt saldo**	-0,3	-9,3	-4,2	-2,2
Offentlig sektorns skuld**	8,4	21,6	23,2	21,8

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

För bara några månader sedan såg utsikterna milt sagt dystra ut.

Exporten, som landet är så beroende av, föll med nära en fjärdedel under april-maj. Samtidigt minskade antalet turister från Finland, som traditionellt varit en viktig drivkraft för besöksnäringen och detaljhandeln, till nästan noll. Detta bidrog till att arbetslösheten steg från 5,7 procent i februari till 7,8 procent i maj. Utsikterna enligt förtroendeundersökningar var t o m värre än den faktiska utvecklingen. Tjänsteföretagens tillförsikt föll till den lägsta nivån som någonsin noterats och industriföretagens framtidstro till nära bottennivåerna från 2009.

Men senaste statistiken har vänt till det bättre. Både hårddata och framåtblickande indikatorer har förbättrats rejält samtidigt som de viktigaste exportmarknaderna har lyckats motstå krisen bättre än tidigare väntat. Vi är därför något mer optimistiska om BNP-utvecklingen framöver och väntar oss att BNP faller med 4,7 procent 2020, klart bättre än genomsnittet i euroområdet. Under 2021 återhämtar sig ekonomin med en tillväxt på 4 procent vilket tar BNP till nästan samma nivå som 2019. Tillväxten 2022 bromsar sedan in till 3,5 procent.

Med en stor exportsektor ligger Estlands öde till stor del i händerna på de största handelspartnerna. Trots det faktum att de två viktigaste destinationerna för estniska varor, Sverige och Finland, tog olika vägar i hanteringen av virusutbredningen har båda länderna klarat sig relativt väl tillväxtnässigt med mindre BNP-fall än flera värre drabbade länder. Exportfallet avstannade i juni och stigande industriproduktion pekar på att det värsta är över. Istället för tidigare prognos om tvåsiffriga exportfall landar prognosen nu på -7,5 procent i år följt av en stark återhämtning 2021.

Hushållens konsumtion har hållit emot väl i krisen. Ett rejält fall på 16 procent noterades i april som sedan följts av en återhämtning på 5,7 procent i juni. Hushållens köpkraft stöds av låga energipriser som bidragit till deflation. Vi väntar oss att hushållens konsumtion faller 3,4 procent 2020 samtidigt som inflationen hamnar på -0,5 procent.

Arbetsmarknadens styrka gör att ett större fall för konsumtionen kan undvikas. Efter en initial uppgång har registrerad arbetslöshet legat kvar på 7,8 procent tre månader i rad. Nivån hade varit högre utan offentliga kortidsarbetsstöd som hjälpt till att betala löner till slutet av juni. Utan statligt stöd väntar vi oss att arbetslösheten kan komma att stiga något kommande månader men det verkar ändå som att tvåsiffriga nivåer kan undvikas. Vi väntar oss att arbetslösheten, mätt som årsgenomsnitt, begränsas till 7,9 procent i år följt av en gradvis nedgång 2021 och 2022.

Investeringsutsikterna är svåra att bedöma även i normala tider och virusutbrottet har gjort det än mer komplicerat. I byggsektorn är utsikterna blandade. Bostadsmarknaden har i stort sett återhämtat sig men redan innan covid-19-utbrottet såg vi en inbromsning i nya offentliga investeringsprojekt. Även om de flesta planerade projekten kommer att genomföras 2020 så kan utvecklingen 2021 bli svagare än vad de flesta väntar sig.

Som i andra länder har regeringen öppnat plånboken rejält och budgetunderskottet ökar kraftigt. Den offentliga skulden startar från en låg nivå och Estland har möjligheter att låna mer. Frågan handlar mer om hur effektivt medlen används. I år sväller underskottet till 9,3 procent av BNP och skulden ökar till 21,6 procent av BNP.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP OECD	1,6	-6,6	4,8	2,8
BNP världen (PPP)	2,9	-4,3	5,3	4,0
KPI OECD	2,1	1,3	1,7	1,9
Oljepris, Brent (USD/fat)	64	45	55	65

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr USD	2019	2020	2021	2022
BNP	21 433	2,2	-5,5	4,0	3,5
Privat konsumtion	14 545	2,4	-5,5	4,6	4,0
Offentlig konsumtion	2 995	1,8	1,7	2,1	1,6
Bruttoinvesteringar	4 455	2,4	-5,3	2,2	3,7
Lagerbidrag i % av BNP	49	0,0	-1,4	0,4	0,0
Export	2 515	-0,1	-12,7	8,4	3,5
Import	3 125	1,1	-12,4	8,7	4,4
Arbetslöshet (%)		3,7	9,3	8,3	6,2
KPI		1,8	1,1	1,8	1,9
Kärn-KPI		2,2	1,6	1,7	1,7
Hushållens sparkvot (%)		7,9	15,5	10,5	8,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-5,9	-21	-11	-8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		109,0	136,0	144,0	145,0

Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	11 920	1,3	-8,8	6,6	3,4
Privat konsumtion	6 210	1,3	-10,0	8,0	3,0
Offentlig konsumtion	2 364	1,8	2,0	1,0	2,0
Bruttoinvesteringar	2 429	5,7	-12,0	8,0	5,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	-0,5	0,1	0,0	0,0
Export	5 565	2,5	-12,0	10,5	5,2
Import	5 091	4,0	-10,0	10,0	5,0
Arbetslöshet (%)		7,6	8,5	10,0	8,7
KPI		1,2	0,6	1,0	1,2
Kärn-KPI		1,0	1,0	0,9	1,1
Hushållens sparkvot (%)		6,0	6,5	6,0	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-11,5	-5,8	-2,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		84,1	104,1	103,3	101,3

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP				
Storbritannien	1,5	-11,6	8,0	1,0
Japan	0,7	-5,8	2,4	0,7
Tyskland	0,6	-6,1	5,0	2,8
Frankrike	1,5	-11,3	9,2	3,5
Italien	0,3	-10,5	7,4	4,3
Kina	6,1	2,0	8,0	5,6
Indien	4,9	-5,6	4,0	7,4
Brasilien	1,1	-7,0	3,0	2,5
Ryssland	1,3	-5,0	3,7	2,5
Polen	4,1	-4,5	4,5	3,0

Inflation

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

Arbetslöshet (%)

Storbritannien	3,8	4,9	6,2	5,9
Japan	2,4	3,4	2,9	2,7
Tyskland	3,2	4,2	4,4	4,2
Frankrike	8,3	9,8	10,2	9,0
Italien	9,9	10,5	11,0	10,5

Finansiella prognoser

Officiella räntor		19-Aug	Dec-20	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
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	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

Obligationsräntor

USA	10 years	0,68	0,80	0,90	1,00	1,10	1,20
Japan	10 years	0,03	0,05	0,05	0,05	0,10	0,10
Tyskland	10 years	-0,50	-0,40	-0,30	-0,20	-0,10	0,00
Storbritannien	10 years	0,28	0,35	0,45	0,55	0,65	0,75

Växelkurser

USD/JPY	106	110	112	113	113	113
EUR/USD	1,19	1,20	1,23	1,25	1,27	1,28
EUR/JPY	126	132	138	141	144	145
EUR/GBP	0,90	0,87	0,85	0,83	0,82	0,81
GBP/USD	1,32	1,38	1,45	1,51	1,55	1,58

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr SEK	2019	2020	2021	2022
BNP	5 026	1,2	-3,8	4,2	3,1
BNP, dagkorrigerat		1,3	-4,1	4,1	3,1
Privat konsumtion	2 227	1,2	-3,5	3,5	2,7
Offentlig konsumtion	1 307	0,4	-0,7	1,2	0,8
Bruttoinvesteringar	1 263	-1,2	-7,5	6,0	3,0
Lagerbidrag i % av BNP	36	-0,3	-0,3	0,1	0,1
Export	2 385	4,2	-8,2	8,4	5,6
Import	2 192	1,8	-9,3	7,3	4,3
Arbetslöshet (%)		6,8	9,0	9,6	8,4
Sysselsättning		0,6	-2,3	-0,7	1,7
Industriproduktion		1,0	-5,6	6,0	4,5
KPI		1,8	0,6	1,2	1,5
KPIF		1,7	0,5	1,2	1,5
Timplöneökningar		2,5	1,2	2,2	2,5
Hushållens sparkvot (%)		15,1	17,1	15,7	15,8
Real disponibel inkomst		3,4	-0,8	2,6	2,3
Bytesbalans, % av BNP		4,2	5,4	4,5	4,0
Statligt lånebehov, mdr SEK		118	260	230	100
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,5	-5,0	-4,0	-3,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		35,2	41,0	43,0	44,0

Finansiella prognoser	19-Aug	Dec-20	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Reporänta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	0,01	-0,10	0,00	-0,05	0,00	-0,05
10-års ränta	0,00	0,00	0,05	0,20	0,35	0,50
10-års räntedifferens mot Tyskland	50	40	35	40	45	50
USD/SEK	8,66	8,33	8,01	7,80	7,64	7,50
EUR/SEK	10,31	10,00	9,85	9,75	9,70	9,60
KIX	114,9	111,7	110,0	108,8	108,2	107,1

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	241	1,1	-2,9	3,2	2,2
Privat konsumtion	126	0,9	-1,3	2,1	1,6
Offentlig konsumtion	55	1,2	3,3	1,7	1,3
Bruttoinvesteringar	57	-1,0	-7,0	5,8	3,5
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,3	0,3	-0,1	0,0
Exports	96	7,5	-9,7	5,5	3,6
Imports	95	2,4	-6,3	4,5	3,0
Arbetslöshet (%)		6,7	8,6	8,2	7,6
KPI, harmoniserat		1,1	0,1	1,5	1,8
Timplöneökningar		2,2	1,5	1,8	2,3
Bytesbalans, % av BNP		-0,5	-1,6	-1,4	-1,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,1	-7,6	-4,5	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		59,4	70,2	72,0	71,5

Nyckeldata

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr NOK	2019	2020	2021	2022
BNP	3 376	1,2	-2,6	3,4	3,1
BNP (Fastlandet)	2 920	2,3	-3,3	3,6	2,8
Privat konsumtion	1 522	1,5	-4,1	4,4	3,2
Offentlig konsumtion	816	1,7	3,5	2,3	1,8
Bruttoinvesteringar	883	6,1	-8,9	0,1	1,6
Lagerbidrag i % av BNP		0,0	0,0	0,0	0,0
Export	1 212	1,5	-4,1	3,8	3,9
Import	1 160	5,2	-6,5	1,5	1,7
Arbetslöshet (%)		3,7	5,4	4,5	3,9
KPI		2,2	1,3	2,3	2,1
KPI-ATE		2,2	2,9	2,1	1,7
Årslöneökningar		3,5	1,9	2,5	2,7

Finansiella prognoser	19-Aug	Dec-20	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Folioränta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
10-års ränta	0,69	0,70	0,75	0,80	0,85	0,95
10-års räntedifferens mot Tyskland	119	110	105	100	95	95
USD/NOK	8,85	8,63	8,13	7,92	7,76	7,66
EUR/NOK	10,53	10,35	10,00	9,90	9,85	9,80

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr DKK	2019	2020	2021	2022
BNP	2 315	2,3	-4,5	5,0	2,5
Privat konsumtion	1 062	2,2	-4,4	5,3	2,8
Offentlig konsumtion	557	1,3	3,0	-3,0	0,8
Bruttoinvesteringar	512	2,7	-6,6	9,5	4,7
Lagerbidrag i % av BNP		-0,3	0,0	0,0	0,0
Export	1 300	1,9	-2,7	11,8	3,7
Import	1 147	0,6	-1,7	11,8	4,7
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,1	9,0	7,0	6,0
KPI, harmoniserat		0,8	0,4	0,9	1,3
Timplöneökningar		2,0	2,0	1,0	1,0
Bytesbalans, % av BNP		8,0	6,0	8,0	8,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		2,0	-10,0	-6,0	-5,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		33,5	42,0	44,0	44,0

Finansiella prognoser	19-Aug	Dec-20	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Inlåningsränta	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
10-års ränta	-0,36	-0,29	-0,20	-0,10	0,00	0,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	14	11	10	10	10	10
USD/DKK	6,26	6,21	6,06	5,96	5,87	5,82
EUR/DKK	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	48	3,9	-1,3	3,0	3,0
Privat konsumtion	29	3,2	-2,5	4,3	3,3
Offentlig konsumtion	8	0,7	4,5	-4,0	0,5
Bruttoinvesteringar	10	7,4	-4,0	4,0	5,0
Export	38	9,6	-4,5	4,4	2,8
Import	35	6,0	-5,3	4,5	3,2
Arbetslöshet (%)		6,3	8,5	8,1	7,5
KPI		2,2	1,2	2,2	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,3	-6,8	-2,7	0,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		36,2	46,9	49,5	48,5

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	30	2,2	-4,6	4,3	3,5
Privat konsumtion	18	3,0	-5,3	4,5	3,5
Offentlig konsumtion	6	2,6	3,7	3,5	2,9
Bruttoinvesteringar	7	3,1	-5,0	4,5	4,0
Export	18	1,9	-4,5	3,5	4,0
Import	18	2,3	-7,0	2,3	4,5
Arbetslöshet (%)		6,3	9,1	9,0	7,9
KPI		2,8	0,3	1,9	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,2	-8,8	-5,0	-3,7
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		36,9	48,8	51,5	52,5

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	28	4,3	-4,7	4,0	3,5
Privat konsumtion	14	3,2	-3,4	3,6	3,2
Offentlig konsumtion	6	2,8	2,8	2,0	2,0
Bruttoinvesteringar	7	13,4	-9,0	6,2	5,0
Export	20	5,2	-7,5	6,5	5,0
Import	19	3,9	-6,5	5,2	4,5
Arbetslöshet (%)		4,7	7,9	7,5	6,7
KPI		2,4	-0,5	1,8	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,3	-9,3	-4,2	-2,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		8,4	21,6	23,2	21,8

Research kontakter

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Euroområdet
+46 8 506 23118

Erica Dalstø
SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Eugenia Fabon Victorino
SEB Singapore
Kina
+65 6505 0583

Richard Falkenhäll
Storbritannien,
Valutamarknaden
Tema: Svenska kronan
+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
Ryssland, Indien
+46 8 506 231 77

Olle Holmgren
Sverige
+46 8 763 80 79

Elisabet Kopelman
USA
Tema: Valet i USA
+ 46 8 506 23091

Elizabeth Mathiesen
SEB Copenhagen
Danmark
+ 45 285 517 47

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland, Finland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

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

Marcus Widén
Euroområdet
Sverige
Tema: Arbetsmarknaden
+46 8 506 380 06

Denna rapport publicerades den 25 augusti 2020.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 19 augusti 2020.

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 2020 uppgick koncernens balansomslutning till 3 218 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 909 miljarder kronor.

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

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

Läs mer om SEB på sebgroup.com/sv.

