

Research Reports

Mörk tunnel men inte helt
utan ljusglimtar

Nordic Outlook

Maj 2020

Innehåll

4	Inledning
5	Global ekonomi
6	Internationell översikt
13	Tema: Historisk krispolitik
16	Räntemarknaden
17	Valutamarknaden
18	Aktiemarknaden
20	Tema: Kampen mot covid-19
23	USA
25	Tema: EM-ekonomierna
29	Euroområdet
31	Storbritannien
32	Norden
33	Sverige
35	Tema: Nedstängningsgrad
37	Norge
39	Danmark
40	Finland
41	Baltikum
42	Litauen
43	Lettland
44	Estland
45	Research kontakter



Mörk tunnel med vissa ljus

En värld ingen har upplevt

Covid-19-krisen har orsakat stora förluster i människoliv och jobb när en extrem ekonomisk scenförändring ägt rum under en extremt kort tid. Global produktion, efterfrågan och handel har kollapsat – BNP-fallen saknar motstycke. Traditionella prognosmetoder har svårt att fånga krisens konsekvenser på både kort och lång sikt. I dessa dagar är vi därför många som famlar i mörker.

Men en exceptionellt omfattande ekonomisk krispolitik på runt 20 procent av global BNP bidrar till att stärka sjuk- och hälsovård, skapa "livlinor" för företag och hushåll, stötta tillväxtåterhämtningen och säkerställa finansiell stabilitet och marknadernas funktionssätt.

Världen befinner sig just nu i en mörk tunnel med många och stora frågetecken. Finansmarknaderna möter en giftig mix av oförutsägbarhet, oro och osäkerhet vilket göder finansiell volatilitet. Likväl saknas inte ljusglimtar i tunneln. Tex fortsätter krispolitiken medan virusspridningen visar tidiga tecken på att kunna kontrolleras i flera länder. Det ger möjligheter för länder och regioner att tillsammans på allvar planera för en försiktig och gradvis uppstart av världens ekonomier och tillverkningsindustri.

Krisen har även skapat kreativitet och global kapplöpning inom medicin och teknologi. Det ger förhoppningar om den ekonomiska värld som väntar vid tunnelns slut. Det ger också förhoppningar i närtid. Nya virusbakterier väntar rimligen runt hörnet. För att varaktigt få igång produktion och efterfrågan måste företag och hushåll känna trygghet. Medicin och teknologi kan säkerställa den nödvändiga "infrastruktur" som krävs för detta.

Frågan är: hur lång är den mörka tunneln och hur starka är ljuset? Och vad väntar när tunneln tar slut? Vår nya *Nordic Outlook Maj 2020* analyserar covid-19-krisens konsekvenser för världen. Vi presenterar även fyra fördjupande teman:

- Historisk krispolitik
- Kampen mot covid-19
- EM-ekonomierna
- Svensk nedstängningsgrad

Vi hoppas att *Nordic Outlook Maj 2020* 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

Historisk tvärnit trots rekordstora stimulanser

USA

Arbetslösheten stiger snabbt till 17 procent i linje med sedvanlig amerikansk krisdynamik. Kraftfulla policyåtgärder bidrar till en återhämtning 2021, men lämnar också efter sig en hög skuldbörda inför framtiden.

Sida 23

Euroområdet

EU drabbas hårt när den inre marknaden sätts ur spel. En djup recession med en trög återhämtning är att vänta. Policyresponsen har visserligen kommit snabbt men sprickan mellan nord och syd är återigen tydlig.

Sida 29

Kina

Först ut, först tillbaka. Kinas ekonomi återhämtar sig snabbt även om risker för nya smittutbrott och svag omvärld bromsar. Andra asiatiska länder släpar efter och BNP i EM-ekonomierna totalt krymper för första under efterkrigstiden

Sida 26

Storbritannien

Med lågt sparande och annalkande Brexit var den konsumtionsdrivna ekonomin under press redan innan restriktioner infördes. Storbritannien har därtill gått längre än andra länder och BNP-fallet blir därför djupare.

Sida 31

I coronapandemins spår tvärnitar världsekonomin på ett unikt sätt. I vårt huvudscenariö väntas industriländernas BNP minska med 7 procent helåret 2020. Rekordstora stimulanser från regeringar och centralbanker får effekt främst på lite längre sikt. Arbetslösheten stiger under hösten till nivåer vi inte sett sedan 1930-talet. Trots att återhämtningen blir mer V-formad än i tidigare kriser ligger arbetslösheten kvar på hög nivå de närmaste åren.

Unik prognosmiljö de senaste månaderna. Så sent som i slutet av februari presenterade Internationella valutafonden (IMF) ett huvudscenariö där Coronapandemins effekter på den globala BNP-tillväxten begränsades till marginella 0,1 procent. I *World Economic Outlook* som publicerades i mitten på april hade den globala BNP-tillväxten för 2020 istället reviderats ned med drygt 6 procentenheter jämfört med prognosen i januari och IMF förutspår därmed den djupaste ekonomiska nedgången under efterkrigstiden. Att prognosbilden förändrats så kraftigt har sina förklaringar. De flesta epidemiologer, inklusive Världshälsoorganisationen WHO, underskattade länge coronavirusets spridning och därmed riskerna för en pandemi. Också i ett senare skede, när spridningen väl kommit igång, var det nästan omöjligt för ekonomer att förutse de genomgripande nedstängningar av ekonomi och samhällsliv som nu har genomförts.

Annorlunda prognosutmaningar. Till en början var de ekonomiska konsekvenserna främst kopplade till brutna produktionskedjor som uppstod i samband med de inledande kinesiska nedstängningarna. När sedan land efter land genomförde dramatiska nedstängningar har huvuduppgiften i stället blivit att försöka skapa sig en bild av hur stora delar av ekonomin som påverkas och i vilken grad olika sektorer är nedstängda. Traditionell statistik är ofta överspelad när den publiceras och prognosmakare är i nuläget i hög grad hänvisade till alternativa korttidsobservationer som t ex kontokortsanvändning, elförbrukning eller trafiktäthet. Det är också svårt att dra slutsatser baserade på historiska jämförelser av nivån på ledande humörindikatorer eftersom situationen i de flesta avseenden är unik.

Likheter med naturkatastrofer och en krigsekonomi?

Paralleller till andra undantagssituationer kan ha poänger även om jämförelserna haltar i viktiga avseenden. Marknadskrafterna är nu i hög grad satta på undantag. Den ekonomiska utvecklingen avgörs främst av den övergripande målsättningen att stoppa smittspridning, vilket påminner om krigsliknande förhållanden. Det gäller också det politiska klimatet där normala konflikter mellan t ex regering och opposition eller olika ideologier hamnar i bakgrunden. Den stora skillnaden är att de produktionsresurser som står till

buds, inte minst arbetskraften, utnyttjas till bristningsgränsen i krigstid medan vi nu generellt har en diametralt motsatt situation. Ingen naturkatastrof i modern tid har haft ekonomiska konsekvenser som kan jämföras med covid-19-pandemin. Däremot finns likheter som har betydelse när man diskuterar den ekonomiska politikens utformning och uppgift. Många företag och hela branscher riskerar att slås ut trots att det är tydligt att problemen inte främst beror på marknadsförhållanden som överetablering eller brist på efterfrågan när läget normaliseras.

Imponerande ekonomisk-politisk handlingskraft.

Generellt innebär dagens kombination av utbuds- och efterfrågekris, när stora delar av såväl produktion som konsumtion förlamas av nedstängningarna, speciella förutsättningar för den ekonomiska politikens utformning och verkningsgrad. Möjligheterna att påverka aktivitetsnivån i ekonomierna på kort sikt är små. Istället är krispolitikens uppgift att dämpa utslagningen av produktionskapacitet och arbetstillfällen samt säkra den finansiella stabiliteten. I nästa fas behöver finanspolitiken lägga grunden för en uthållig återhämtning. De ekonomiska stödåtgärderna har sjösatts i ett betydligt högre tempo än vid tidigare recessionsutbrott. Vår bedömning är att regeringars, centralbankers och tillsynsmyndigheters samlade krispaket uppgår till 17 500 miljarder dollar (ca 20 av global BNP). I temaartikeln "Historisk krispolitik" analyseras politikens utformning i olika länder och konsekvenserna på längre sikt av stigande offentlig skuldsättning. Dessutom diskuteras följderna av centralbankers löften om obegränsade tillgångsköp som i praktiken skapar en alltmer otydlig gränsdragning mellan finans- och penningpolitik.

De ekonomiska utsikterna är ännu mycket osäkra

men gradvis ökar antalet pusselbitar som kan användas för att siffersätta prognoser och scenarier. Kalkyler i flera västeuropeiska länder, t ex Frankrike och Italien, pekar på att 30-35 procent av den ekonomiska aktiviteten föll bort när nedstängningarna var som mest omfattande i april. Det skulle innebära att varje månad i detta tillstånd ger ett BNP-tapp på uppemot 3 procent för helåret 2020. OECD har presenterat beräkningar där motsvarande effekt för de utvecklade ekonomierna som helhet ligger på drygt 2 procent. Vår kalkyl för

Sverige tyder på att ca 20 procent av ekonomin var nedstängd i april. Vår bedömning är att BNP-fallet ackumulerat under första och framför allt andra kvartalet kommer bli 10 och 20 procent beroende på graden av nedstängning i olika länder.

Varje månad med nedstängning ger ett BNP-tapp på drygt två procentenheter för helåret 2020

Smittspridningsförlopp och nedstängningsstrategi

blir även framöver centrala för den ekonomiska tillväxten. I temaartikeln "Kampen mot covid-19" analyseras olika faktorer som avgör ekonomiernas väg mot normalisering såsom immunitet, testkapacitet, vaccin, verksam medicin etc. I vårt huvudscenario öppnas ekonomierna upp gradvis och försiktigt med början i maj. Det innebär att återhämtningen tredje kvartalet blir relativt tydlig när konsumtionsmönstret på vissa områden normaliseras och industriproduktion som är beroende av fungerande leveranskedjor över nationella gränser kan börja återstartas. Men på många andra områden kommer det att dröja innan läget normaliseras. Reserestriktioner, både inom och mellan länder, kommer att finnas kvar och dämpa turismen kraftigt och fortsatta krav på social distansering kommer att hämma stora delar av tjänstenäringen.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
USA	2,9	2,3	-6,5	5,6
Japan	0,3	0,7	-5,3	3,0
Tyskland	1,5	0,6	-7,7	5,8
Kina	6,8	6,1	2,0	9,0
Storbritannien	1,3	1,4	-11,6	4,3
Euroområdet	1,9	1,2	-9,6	6,2
Norden	1,9	1,4	-8,0	5,9
Baltikum	4,1	3,6	-9,0	5,9
OECD	2,3	1,7	-7,0	5,1
EM	4,7	4,1	-0,6	6,1
Världen, PPP	3,6	3,0	-3,3	5,7

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

Skillnaden i BNP-utveckling mellan olika länder beror i hög grad på hur hårt de drabbats av covid-19 och vilken strategi man valt avseende nedstängningar. I länder som Italien, Spanien och Storbritannien väntas BNP för helåret 2020 falla med mer än 10 procent medan USA, Tyskland och Sverige klarar sig lite bättre med nedgångar runt 6-7 procent. Vår prognos bygger på antagandet att graden av nedstängning länder

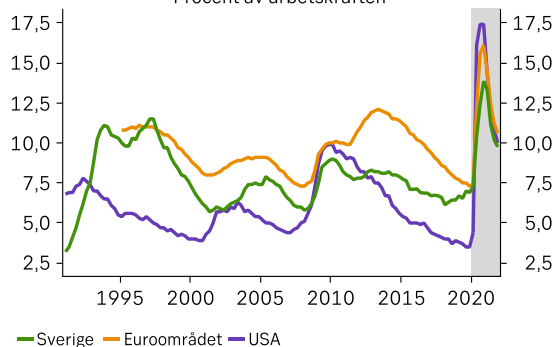
emellan konvergerar under loppet av 2020. Stridigheterna i den epidemiologiska debatten indikerar dock att en rad olika scenarier är tänkbara. Det gäller inte minst för Sverige, vars linje att försöka hålla igång stora delar av samhällslivet väckt uppmärksamhet. Det är tänkbart att en högre grad av immunitet i befolkningen ger möjlighet till högre ekonomisk aktivitet också på lite sikt. Men det är för tidigt att utesluta att en omprövning av den svenska strategin i mer restriktiv riktning kan tvingas fram den närmaste tiden.

Kinesisk återhämtning men risker för nya utbrott.

Kinas BNP föll med närmare 7 procent i årstakt första kvartalet efter de omfattande nedstängningarna i februari. Återhämtningen har nu börjat och är som mest tydlig i industrin där vår bedömning är produktionen nu uppgår till 90-95 procent av förkrisnivån. Risker för nya smittutbrott och negativa impulser från omvärlden hämmar dock ekonomin framöver och BNP-uppgången väntas stanna vid 2 procent för helåret 2020.

Olika förutsättningar i EM-ekonomier. De flesta andra EM-ekonomier är nu i en tidig fas av epidemin, vilket gör effekterna svårbedömda. Många länder har yngre befolkningar än de mer utvecklade ekonomierna, vilket talar för mildare ekonomiska konsekvenser. Lägre inkomstnivåer gör att invånarna reser mindre, vilket bidrar till långsammare smittspridning. Transportsektorn, som nu drabbas hårt i alla länder, utgör därtill en mindre del av ekonomin. Men det finns också faktorer som drar åt det negativa hållet. Hög befolkningstäthet, sämre sjukvård, trångboddhet i stora städer samt högre grad av samboende mellan generationerna på landsbygden kan öka smittspridningen. Lågt förtroende för myndigheterna i många länder, framför allt i Afrika, gör också att restriktioner kan bli svåra att implementera. För EM-ekonomierna som helhet väntas BNP för 2020 falla för första gången under efterkrigstiden.

Högsta arbetslösheten sedan 1930-talet
Procent av arbetskraften



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

Andra våg av indirekta impulser till hösten

Under andra halvåret 2020 kommer vi in i en avgörande fas när det gäller de indirekta konsekvenserna av nedstängningarna. Investeringarna kommer att hämmas av lågt kapacitetsutnyttjande. Arbetslösheten i olika länder väntas då toppa mellan 10 och 15 procent vilket kommer att sätta press nedåt på bostadspriserna, vilket i sin tur dämpar hushållens konsumtion. Den kommersiella fastighetsmarknaden kommer också att

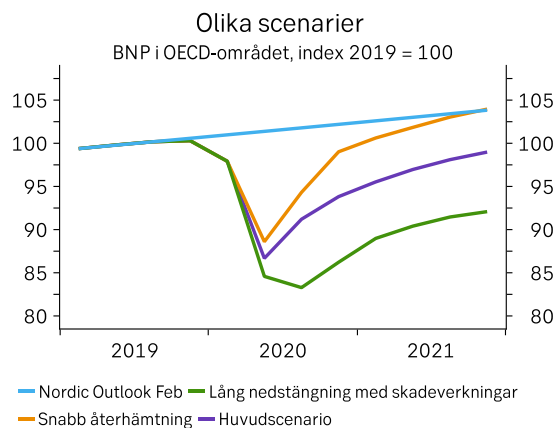
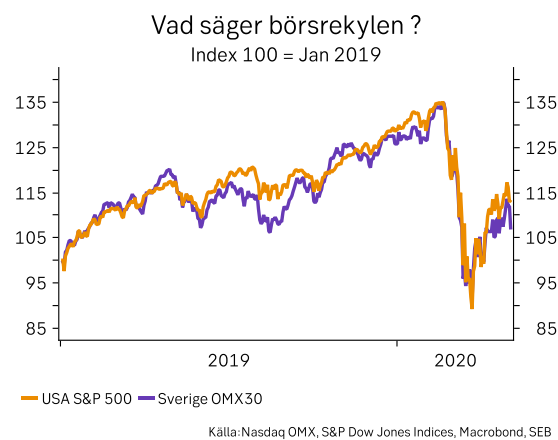
drabbas hårt i spåren av butiksnedläggningar och minskat behov av kontorsyta. Trots att BNP-tillväxten 2021 ser imponerande ut bidrar dessa krafter till att BNP-nivån i slutet av 2021 väntas ligga klart lägre än i tidigare prognoser. För OECD-området som helhet är gapet ca 5 procentenheter vilket bidrar till att även arbetslösheten ligger kvar på betydligt högre nivåer än vi vant oss vid på senare år. Kombinationen av kraftiga nominella BNP-fall och finanspolitiska stimulanser ger stora underskott och leder till att offentliga sektorns skulder i många länder stiger med 15-20 procentenheter som andel av BNP.

Under andra halvåret kommer vi in i en avgörande fas när det gäller indirekta effekter av nedstängningarna

Påfrestningar på banksystemen. Utvecklingen på den kommersiella fastighetsmarknaden kommer att bli avgörande för storleken på banksystemets kreditförluster. I vilken grad krisdrabbade företag kan och bör öka sin skuldsättning kan leda till spänningar mellan affärsbanker och ekonomisk-politiska beslutsfattare. Någon form av "credit crunch"-beteende där banksystemet, frivilligt eller ofrivilligt, blir mer försiktigt i sin kreditgivning är ett återkommande inslag i konjunkturdgångar. Riskerna på detta område är i nuläget störst i euroområdet där bankerna är försvagade redan i utgångsläget. Förhoppningsvis kommer vi att få se nya former för att rädda krisdrabbade företag som blir intressanta för såväl företagets entreprenörer som nytt riskkapital. Sådana lösningar skulle mildra belastningen på banksystemet men också minska graden av förstatligande av näringslivet.

utvidgning av QE-programmen till företagsobligationer har haft stor betydelse. Rekylen uppåt på börserna förklaras också med att marknaden redan tagit höjd för en kraftig ekonomisk nedgång i år och nu blickar framåt mot bättre vinster 2021. Börsdynamiken vid kriser och recessioner brukar oftast präglas av ett W-liknande förlopp där man mitt i krisen får en rekyl uppåt ("relief rally") som inte visar sig hållbart utan följs av en förnyad kursnedgång. Mot denna bakgrund finns det starka skäl att ställa frågan om inte aktiemarknaden tar lite väl lätt på de konsekvenser av en andra våg som makroekonomer nu oroar sig ganska mycket för (se vidare i aktieavsnittet sid 18). När den väl rullat in kommer förhoppningarna om en gynnsam vinstutveckling på sikt att sättas på prov i många branscher.

Goda chanser att undvika policybesvikelser. Samtidigt finns inget ödesbestämt i W-formationen. En positiv tolkning är att den andra vågen av kursfall vid flera tillfällen drivits fram av marknadsbesvikelser över den ekonomiska politikens respons. Ett exempel är finanskrisen då Fed och den amerikanska administrationen länge försökte gå en balansgång mellan att hjälpligt hålla igång det finansiella systemet och samtidigt undvika stora räddningsaktioner av "uppfostringsskäl". Först i oktober 2008 började kraftfulla åtgärder sjasattas när det finansiella systemet helt och hållet höll på att kollapsa. Policyresponsen under eurokrisen 2011-2012 hämmades länge av ett ställningskrig mellan främst Tyskland och de sydeuropeiska länderna. När nu den ekonomiska krisen är en direkt konsekvens av drastiska medicinska och politiska beslut finns inget motsvarande dilemma, åtminstone inte till en början. Det finns också andra argument som kan motivera dagens börskurser och minska riskerna för större nedgångar. Placerarna har troligen förlängt sin diskonteringshorisont och ser nu utsikter till goda vinstökningar under en längre tid. Man blir nog också alltmer övertygade om att det extremt låga ränteläget kommer att bestå under överskådlig tid, vilket motiverar historiskt höga värderingar.



Spänningar mellan reala och finansiella signaler.

Stressen på de finansiella marknaderna nådde en kulmen i slutet på mars. Därefter har räntespreadar på företagsobligationer i olika riskklasser minskat en del men framför allt har vi sett en tydlig återhämtning på börserna. Centralbankernas likviditetsinjektioner och

Nedåtrisker kopplade till nya smittutbrott. Den exceptionella osäkerhet som nu råder gör att det är naturligt att arbeta med olika alternativscenarier. Den främsta osäkerheten gäller hur snabbt ekonomierna verkligen kommer att öppnas upp. Detta kan i sin tur bero både på strategiska avvägningar mellan medicinska och ekonomiska aspekter men också i vilken mån vi

kommer att få bakslag i form av nya smittutbrott när restriktioner lättas. Vårt negativa scenario utgår från att den ekonomiska återhämtningen fördröjs markant jämfört med huvudscenariot och att viktiga delar av ekonomin inte kommer igång under andra halvåret 2020. BNP-fallet i OECD-området blir då ca 12 procent för helåret 2020 och arbetslösheten stiger till nivåer runt 20 procent både i USA och Västeuropa. Utslagningen av företag blir så omfattande att det finansiella systemet sätts under stark press. Den ekonomiska politiken kommer i detta scenario att behöva ta till dramatiska åtgärder som vi hittills inte sett i fredstid. Den offentliga skulden exploderar och stiger ackumulerat för 2020 och 2021 med ca 35-40 procentenheter i de flesta länder.

Negativt scenario

BNP-tillväxt, procent

	2020	2021
USA	-11,0	4,0
Euroområdet	-13,5	3,5
Sverige	-11,5	3,0
OECD	-12,0	3,0
Världen	-8,0	4,0

Källa: OECD, SEB

Snabb återhämtning när politiken får chans att verka?

Ett mer positivt scenario kan ta sin utgångspunkt i att situationen avseende smittspridningen utvecklas gynnsammare än väntat eller ekonomierna av andra skäl öppnas upp tidigare än i huvudscenariot. På lite längre sikt kan man också tänka sig att de ekonomisk-politiska stimulanser börjar bita betydligt bättre när den allmänna samhällsmiljön normaliseras. I ett sådant scenario är det svårt att se att regeringar och centralbanker skulle vara speciellt snabba att dra tillbaka stimulanserna av oro för en överhettning. Vi ser ungefär symmetrisk sannolikhet för alternativscenarierna. Vi sätter 60 procents sannolikhet för huvudscenariot och således 20 procent vardera för det positiva respektive negativa scenariot.

Positivt scenario

BNP-tillväxt, procent

	2020	2021
USA	-4,0	8,0
Euroområdet	-6,5	7,5
Sverige	-4,0	8,5
OECD	-5,0	7,8
Världen	-2,0	8,5

Källa: OECD, SEB

Oljepris adderar risker i orolig värld

Låga energipriser är normalt sett positivt för global tillväxt p g a sänkta produktionskostnader för företag och ökad köpkraft för hushållen. I dag är oljepriset snarare en destabiliserande faktor för oljeproducerande tillväxtekonomier, USA:s kreditmarknad samt det säkerhetspolitiska läget.

Oljeprisfallet (Brent) sedan början av året – från 70 till som lägst 16 dollar per fat – beror främst på ett kraftigt fall i efterfrågan p g a pandemin. I början mars valde Saudiarabien också att starta ett priskrig som i april ledde fram till att ett pressat Opec+ enades om att minska utbudet av olja med ca 10 procent. Flera bedömare räknar dock med att covid-19-krisen sänkt efterfrågan i närtid med så mycket som 20 till 30 procent vilket rimligen kräver nya produktionsminskningar.

Kombination av överproduktion i USA:s oljeindustri och begränsad lagerkapacitet innebar negativt pris på WTI-oljan för leverans i maj. Därefter har priset stabiliserats på högre men likväl låga nivåer. Även priset på Brent-olja har påverkats.

Oljepris \$/fat – break-even-nivåer

	Produktion	Budgetbalans
Saudiarabien	10-20	83
Ryssland	20-40	42
USA	30-50	
Norge	25-40	

Saudiarabien, Ryssland eller USA kan inte producera oljan med dagens priser utan stora negativa effekter på offentliga finanser eller oljeindustrins lönsamhet. USA:s växande oljeindustri har utvecklats till att bli en ekonomiskt, strategiskt och säkerhetspolitiskt viktig industri för landet. Det har irriterat andra oljeproducerande länder som t ex Ryssland och Saudiarabien. Aktiemarknadens negativa reaktion på oljekollapsen är delvis en oro för ökande kreditförluster bland oljeföretagen samt att anställda riskerar sägas upp.

USA:s kongress väntas ge kapitalstöd till landets kritiska oljesektor men överproduktionen är ett bekymmer. Vår prisprognos för 2020 ligger på i genomsnitt 40 dollar per fat. Under andra kvartalet väntas priset ligga på 30 dollar för att gradvis stiga mot slutet av året när konjunkturutsikterna stabiliseras. Prognosen för 2021 är 50 dollar per fat.

Utmaningar för stabil inflationsmiljö

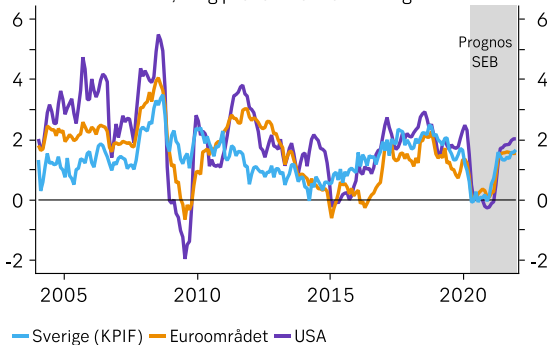
Vi har under lång tid vant oss vid att de disinflationistiska krafterna dominerat. Trots högt resursutnyttjande, med en historiskt mycket låg arbetslöshet, har centralbankerna haft svårt att få upp inflationen i paritet med sina mål. Bakslag för globaliseringen i spåren av t ex handelskrig och Brexit har inte heller satt några större

avtryck i inflationsmiljön. Men i pandemins spår får vi nu se stängda gränser i större skala och en kraftig monetär expansion som tydligare reser frågor om inflationsmiljöns stabilitet.

Energiprisfall dominerar på kort sikt. I närtid är det dock tydligt att inflationen pressas nedåt. Fallande energipriser ger ett negativt bidrag till KPI-inflationen på 1-2 procentenheter under 2020. Svag efterfrågan och stigande arbetslöshet sätter också press på underliggande inflation. Prishöjningar till följd av minskat utbud i spår av exportförbud i vissa producentländer på livsmedel och läkemedel drar i motsatt riktning. Än så länge har dock inte världsmarknadspriserna på jordbruksvaror stigit och den hamstringsvåg vi såg i början av nedstängningsprocessen verkar generellt ha avtagit. Sammantaget ser inflationen nu ut att sjunka ned till 0 redan i maj och sedan ligga där under ca ett år. Uppgången därefter är också i hög grad driven från energisidan när effekterna av prisfallen faller ur 12-månaderstalen och oljepriset sedan sakta återhämtar sig. Man kan också notera att statistikproducenterna de närmaste månaderna ställs inför speciella tekniska problem när konsumtionen på vissa områden fallit så dramatiskt att det inte är möjligt att göra några tillförlitliga prismätningar.

Energipriser pressar ned inflationen till 0

KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond, SEB

Risk för rejäla bakslag för globalisering. Med bestående hög arbetslöshet och lågt resursutnyttjande kommer det att dröja innan traditionella cykliska inflationskrafter gör sig gällande. Indirekta effekter av tidigare energiprisfall verkar också dämpande de närmaste åren. Förändringar i spår av coronakrisen kan dock dra åt andra hållet. Produktionskedjor som blir mer lokala/regionala och mindre globala, bl a som en konsekvens av ökade krav på nationell kontroll över produktion av läkemedel och livsmedel, är faktorer som kan driva upp inflationen på viktiga områden. Drivs denna trend långt kan störningarna bli allvarliga.

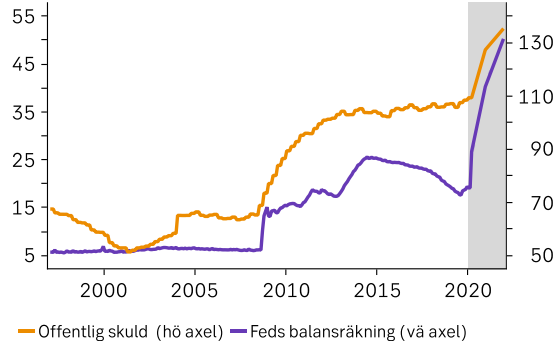
Leker den ekonomiska politiken med inflationselden?

Den exceptionella stimulanspolitikens konsekvenser på längre sikt väcker också frågor. När vi väl närmar oss normalt resursutnyttjande lär centralbankerna acceptera och t o m bejaka att inflationen överskjuter målen. Mandaten för t ex Fed kommer troligen också att förändras i en riktning där man ska sikta på att nå målet "i genomsnitt" över en tidsperiod. Efter en lång tid med bias mot för låg inflation innebär det alltså behov av överskjutning under en tid. En mindre strikt tolkning av

inflationsmålen samt lagom grad av "ansvarslösa" centralbanker kan bidra till att hålla uppe inflationsförväntningarna och säkerställa att realräntorna inte stiger.

USA: Svällande skulder och balansräkningar

Andel av BNP i %



Källa: Macrobond, SEB

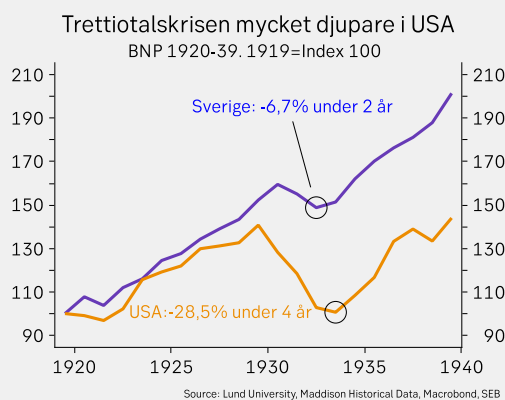
En period med högre inflation skulle i så fall komma i ett läge då såväl statsskuld som centralbankernas balansräkning skjutit iväg rejält. Fed har deklarerat att man nu är beredda att köpa statspapper utan begränsning. ECB:s köp av statspapper under 2020 ser ut att kunna finansiera större delen av euroområdet budgetunderskott. Mycket talar för att de köp av statspapper som centralbanker nu gör inte kommer att avvecklas inom överskådlig framtid i linje med japanska exemplet.

Mycket talar för att de köp av statspapper som nu görs inte kommer att avvecklas under en överskådlig framtid

Därmed sker i praktiken en monetarisering av offentliga skulder även om centralbanker bestämt förnekar detta. I temaartikel "Historisk krispolitik" på sidan 13 diskuteras den nya situationen där gränserna mellan finans- och penningpolitik blir otydliga på ett sätt som kan underminera centralbankernas oberoende. Trots detta är riskerna inte speciellt stora för att inflationen ska ta rejäl fart. Svällande skulder och balansräkningar kan skapa inflation i den mån de bidrar till att efterfrågan överstiger utbudet i ekonomin. Men både regeringar och centralbanker har tid på sig att dra tillbaka stimulanser och likviditet om inflationsförväntningarna börjar stiga. Att man medvetet skulle vilja använda inflation som ett medel för att kraftigt minska den reala skuldbördan ter sig som lite långsökt i utvecklade länder. Enskilda länder kan dock drabbas av stora förtroendeproblem som via växelkursförsvagningar ger rejäla inflationsimpulser. Vi tror också att centralbanker i vissa mindre utvecklade länder drar sig för omfattande QE-program för att inte regeringar ska frestas till inflationsdrivande sedelpolitik.

Långt ifrån 1930-talets depressionen

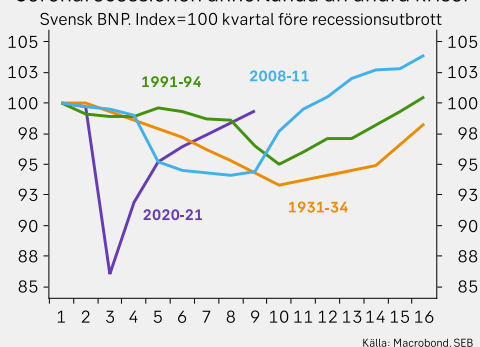
Behovet av historiska jämförelser tycks vara stort i nuläget. När nedgången, åtminstone på kort sikt, ser ut att bli värre än under finans-krisen får man gå tillbaka till depressionen på 1930-talet (The Great Depression) för att hitta en djupare nedgång. Depressionen var på många sätt så allvarlig att jämförelsen haltar betänkligt men det finns ändå några aspekter man kan lyfta fram. Efter Wall Street-kraschen i oktober 1929 föll amerikansk BNP fyra år i rad med sammanlagt nästan 30 procent innan en botten nåddes 1933. Arbetslösheten steg från 3 till 25 procent under samma period och börser kollapsade helt med en nedgång på 90 procent (S&P 500).



Senfärdig policyrespons blev ödesdiger. Att policyresponsen dröjde så länge brukar ofta lyftas fram som ett skäl till den katastrofala nedgången. Ekonomer tvistade länge om rätt medicin och den republikanska administrationen under president Hoover förhöll sig länge passiv och förlitade sig i huvudsak på att självläkande krafter skulle driva återhämtningen. Först 1932-33 började de keynesianska idéerna med aktiv finanspolitik slå igenom och i USA i form av Franklin Roosevelts New Deal-program. I Sverige blev nedgången mycket mildare och stannade ackumulerat vid totalt 6,7 procent. De finanspolitiska stimulanserna kom igång något tidigare i Sverige men en kanske viktigare skillnad var att Sverige hösten 1931 följde Storbritanniens exempel och släppte valutans koppling till guld. Guldmyntfoten ersattes med tidernas första prisnivåmål och resultatet

blev en tydlig devalvering som underlättade återhämtningen. Länder som USA och Frankrike tappade istället konkurrenskraft genom att behålla guldkopplingen. Valutarörelserna i spåren av den okoordinerade reträtten från guldmyntfoten ledde sedermera till en protektionistisk utveckling under resten av 1930-talet.

Coronarecessionen annorlunda än andra kriser



Svensk 1990-talskris med många skepnader.

I Sverige är krisen i början på 1990-talet också intressant att jämföra med. Sett ur BNP-synpunkt var den lite mildare än 1930-talets nedgång men förloppet var ganska likartat. Olika krisvägar avlöste varandra. Första fasen utgjordes av en kostnadskris när exportindustrin pressades hårt av löneökningar som under en rad år var mångdubbelt högre än i konkurrentländer. I en andra fas drog den internationella fastighetskrisen in över landet vilket brutalt blottlade excesser på fastighetsmarknaden efter kreditavregleringarna i mitten på 1980-talet. Konsekvenserna av detta förstärktes också av vissa inslag i den stora skattereformen 1990-91. Crescendot kommer sedan när det europeiska valutasamarbetet rämna 1992 och Sverige in i det längsta försöker med skyhöga räntor försvara sin valutapegg mot eurons föregångare ecm. Som framgår av grafen ovan uppvisar den recessionsbana vi nu ser framför oss ett helt annat V-format mönster än de tre andra jämförbara kriserna. En förutsättning för att detta ska realiseras är att det inte dyker upp nya policykonflikter eller dilemman under de komplicerade faser som vi ska igenom de närmaste åren.

Hur kommer "postcoronavärlden" att se ut?

Trots att vi bara är i början av coronakrisen är debatten avseende dess långsiktiga konsekvenser redan livlig. Förutom rent makroekonomiska konsekvenser i form stigande offentlig skuldsättning och expansionen av centralbankernas balansräkning kan man lyfta fram några andra möjliga trender:

Nationalstaten förstärks på gott och ont. Mycket talar för att krisen leder till att nationalstatens roll förstärks. Det finns uppenbara risker att processen går för långt och att vi får se generella bakslag för frihandel och det internationellt samarbetsklimat. Men på vissa områden kan det också handla om en tillnyktring där det fanns orealistiska förväntningar på vad som kunde uppnås med internationellt samarbete och där nationalstaternas manöverutrymme kringskurits på ett skadligt sätt. För Sveriges del kan omställningen bli större än i andra länder eftersom vi gått särskilt långt när det gäller avregleringar och avveckling av olika former av beredskapslager. Sverige har nog också under en längre tid fäst mindre vikt vid ägarfrågor avseende strategiska företag på olika nyckelområden. I en värld med ökade spänningar mellan Kina och Västvärlden kan detta område hamna mer i fokus.

Stärkta incitament för teknikutveckling. Minskad rörlighet för arbetskraft i kombination med mer regionala och mindre globala förädlingsvärdeskedjor kan leda till att rika länder i mindre utsträckning än under de senaste decennierna kan använda sig av billig arbetskraft i andra delar av världen. Detta kan ge en inflationsimpuls men på ännu längre sikt är det också troligt att det leder till ökat tryck på teknikutveckling och även starkare incitament att använda befintlig teknik. Därmed skall sannolikheten öka för att vi äntligen kan få ett nytt produktivitetssprång genom "Den fjärde industriella revolutionen" som diskuteras på senare år.

Därmed skulle sannolikheten för ett nytt produktivitetssprång med en "fjärde industriell revolution"

Grön omställning underlättas. Coronakrisen bröt ut i en situation då de gröna frågorna hade stark medvind. De får för tillfället mindre utrymme i debatten men det är rimligt att tänka sig att krisen leder till varaktiga förändringar som gynnar utvecklingen mot ett fossilfritt samhälle. Att så mycket trots allt fungerade i den kontaktlösa miljön leder t ex sannolikt till att användandet av digital teknik ökar och att resandet därmed minskar. Regeringar kan också ta tillfället i akt att ge en grön profil på de satsningar som nu måste göras för att mildra den ekonomiska nedgången. På EU-nivå kan ambitionerna att lansera "Green New Deal" få vind i seglen.

Tidigare kriser har ofta förändrat spelplanen. Det finns dock också skäl till att vara försiktig när det gäller att förutspå stora förändringar i krisens spår. Erfarenheter talar för att det mesta går tillbaka till gamla hjulspår om inte de institutionella förutsättningarna förändras. Efter tidigare kriser har man också på ganska bred front kunnat enas om vissa användbara lärdomar. Erfarenheterna från 1930-talets depression ledde till ett varaktigt genombrott för en aktivare stabiliseringspolitik med större statligt ansvar. Bretton Woods-systemets kollaps och oljekrisen i början på 1970-talet innebar institutionella förändringar som oundvikligen tvingade fram nya lösningar. Erfarenheterna av den svenska 1990-talskrisen ledde till en rad förändringar t ex avseende lönebildningen, den statliga budgetprocessen samt penningpolitiken där en rörlig växelkurs kompletterades med inflationsmål som skulle skötas av en oberoende Riksbank. I efterdyningarna av Finanskrisen följdes en regleringsvåg med syftet att öka stabiliteten i det finansiella systemet.

Ideologiska konflikter kommer tillbaka? Man kan hoppas att krisen ökar möjligheterna till genombrott när det gäller strukturpolitiska reformer. I Sverige har en rad viktiga områden som skatte- arbetsmarknad- och bostadspolitik präglats av stora blockeringar under lång tid. Men frågan är om man kommer att kunna dra så mycket gemensamma slutsatser denna gång. I nuläget verkar många debattörer, från vitt skilda utgångspunkter, använda coronakrisen som argument för att det äntligen är skördetid för just de egna idéerna. När krisen är över talar mycket för att de ideologiska konflikter som ligger bakom blockeringen åter blossar upp.

Tema:

Historisk krispolitik

Rekordhöga statsskulder & svällande balansräkningar

Krispolitiken som nu aviserats för att dämpa den ekonomiska krisen i covid-19-pandemins spår saknar motstycke. Totalt motsvarar de finans- och penningpolitiska åtgärderna runt 20 procent av global BNP. Statsskulder och centralbankers balansräkningar växer snabbt till rekordnivåer och gränsen mellan finans- och penningpolitik blir alltmer otydlig. Krispolitiken har adresserat rätt huvudproblem men har brutit i global samordning. Politiken väcker nu frågor om vad som är hållbara skuldnivåer och därmed vilket manövertrymme som finns för att stötta tillväxten när krisen bedarrat. Centralbankers oberoende kommer också i fokus när vi närmar oss en monetarisering av länders budgetunderskott och statsskulder.

Krispolitikens uppgift är att dämpa utslagningen av produktionskapacitet och arbetstillfällena och säkra den finansiella stabiliteten. Politiker och centralbankschefer har lovat att göra "what-ever-it-takes" för att hantera en akut krissituation men har dessvärre visat prov på bristande samordning och solidaritet mellan länder t ex i EU. Det faktum att politiken i de flesta länder sjuösatts under en extremt kort tidsperiod gör dock att effekten sammantaget på global nivå blir stark när länder använder i stort sett samma finans- och penningpolitiska verktyg.

Den samlade finanspolitiken har så här långt levererat stimulanser motsvarande 11 000 miljarder dollar (13 procent av global BNP). Åtgärderna kan delas in i tre kategorier: 1. direkta kostnader för t ex hälso- och sjukvård, skattesänkningar eller kontantutbetalningar och offentliga satsningar; 2. senarelagda inbetalningar av t ex företagsskatt och avgifter vilka får en tillfälligt negativ effekt på statens upplåningsbehov; samt 3. statliga lånegarantier och branschstöd vilka i ett längre perspektiv väntas vara budgetneutrala. Förutom dessa aktiva beslut stöttas ekonomin även av de automatiska stabilisatorerna, d v s system som aktiveras när BNP faller, t ex utökade betalningar av bl a arbetslöshetsunderstöd.

Den totala penningpolitiska stimulansen uppskattas till 6 000 miljarder dollar (7 procent av BNP) när centralbanker finansierat sina värdepappersköp och utlåning till företag (via banksystemet) genom att öka mängden bankreserver. Därtill har de centralbanker som haft ut-



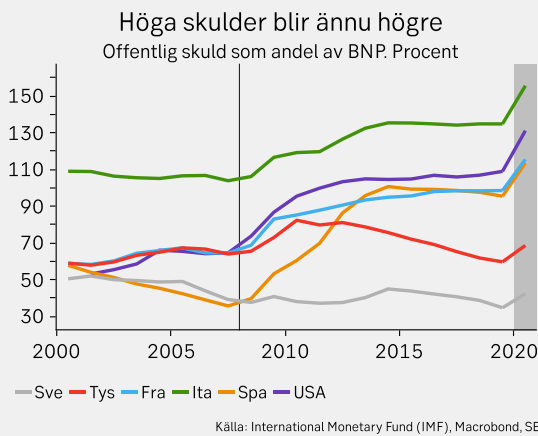
utrymme sänkt policyräntan till nära 0 procent. Centralbanker som i utgångsläget haft minusränta har avstått från sänkningar. Att använda minusräntor i dagens krismiljö förefaller kontraproduktivt då detta tillför ytterligare osäkerhet. Därtill skulle det pressa banksystemet med låg lönsamhet och hög andel osäkra lån vilket ökar riskerna för finansiell instabilitet.

För att stödja kredittillgången för företag har centralbanker och tillsynsmyndigheter även sänkt kapitalkrav på banksystem. Därmed möjliggörs en utlåningskapacitet på ca 500 miljarder dollar. Men banker behöver fortfarande göra en kreditprövning – även om statsgarantier underlättar – för att inte nya risker ska byggas in i det finansiella systemet. För att företag ska vara beredda att öka sin skuldsättning krävs dock även att man kan skönja en ljusning av efterfrågan på företagets produkter och att lånet kan betalas tillbaka i framtiden.

Centralbanker har begränsade möjligheter att påverka realekonomins tillväxtkollaps av den typ vi ser idag. Till skillnad från svenska 90-talskrisen eller globala finanskrisen 2008-2009 har problemen inte sitt epicentrum i banksystemet. Likväl kan centralbankernas agerande reducera risken för att dagens pandemi, som skapat en kollaps i produktion, efterfrågan och global handel, inte utvecklas till en fullskalig finanskrisis.

Skuldvarningar redan innan covid-19

Världen gick in i covid-19-krisen med rekordhöga skulder (se temaartikeln "En värld full av skuld", *Nordic Outlook Februari 2020*). Det växande skuldberget har varit en källa till stor oro bland ekonomer och investerare, bl a på grund av risker för att den ekonomiska tillväxten framöver kan kollapsa under skuldbergets tyngd.



Nu växer offentliga skulder till nya rekordnivåer. Det är svårt att bedöma hur mycket skulderna ska öka som andel av BNP p g a en stor osäkerhet om både storleken på BNP-fallet samt behovet av nya finanspolitiska stöd-paket. Vi gör dock bedömningen att OECD-ländernas samlade offentliga skuld under 2020 ökar med ca 20 procentenheter till i genomsnitt ca 125 procent av BNP. Detta minskar politikernas manöverutrymme för stimulanser i efterdyningarna på coronakrisen och ökar sårbarheten för påfrestningar från åldrande befolkningar och framtida kriser. Den högre offentliga skuldökningen kan också minska utrymmet för gröna investeringar.

Det nya lågräntelandskapet som etablerats innebär dock en betydande lättnad och ränteutgifter som andel av BNP ligger på en historiskt låg nivå trots rejält stigande skuldnivåer sedan globala finanskrisen 2008-2009. I samband med eurokrisen för knappt 10 år sedan fanns bedömningar att en skuld över 125 procent av BNP riskerade att bli destabiliserande. Det faktum att strukturella drivkrafter ger varaktigt låga räntor höjer emellertid smärtröskel för hur hög den offentliga skulden kan vara. Att därtill världens centralbanker visat att man står beredd att köpa statspapper och förhindra en ränteuppgång som primärt inte är driven av inflation möjliggör också högre skulder.

Diskretionär finanspolitik – covid-19-krisen

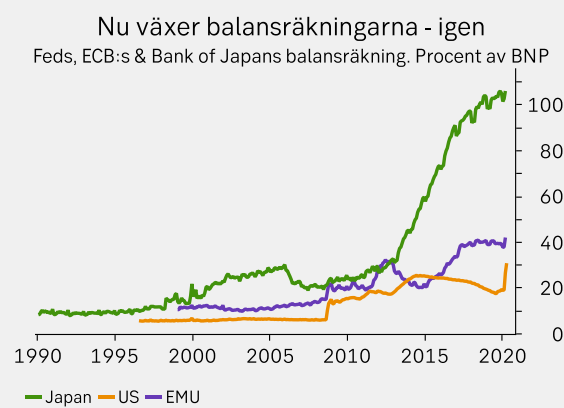
Urval av länder. 30 april 2020. Andel av BNP. Procent

	Direkt effekt	Likviditetsförstärkning	Garantier, statsstöd, övr	Total
USA	9,1	2,6	4,9	16,6
Tyskland	6,9	14,6	38,6	60,1
Frankrike	2,4	9,4	14,0	25,8
Italien	0,9	13,2	29,8	43,9
Sverige	3,0	6,4	4,4	13,8
Norge	4,6	1,9	3,7	10,2
Danmark	2,1	7,2	2,9	12,2

Källa: SEB, Bruegel

Penningpolitik "underställd" finanspolitik?

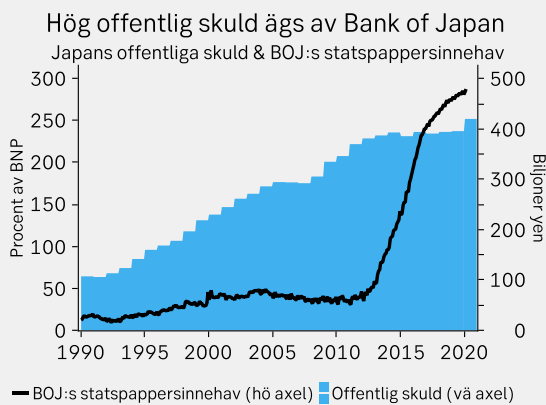
Penningpolitiken isolerad, med fokus på både styrränta och långa räntor, är tämligen kraftlös i rådande kris. Att sänka priset på pengar (räntan) ytterligare bidrar knappast till ökad konsumtion och investeringar. Det är istället finanspolitiken som spelar huvudrollen i att dels skapa livlinor för företag och hushåll att kunna övervintra krisen, dels stötta återhämtningen efter krisen. Penningpolitikens uppgift blir att hålla finansieringskostnaden nere för statens växande budgetunderskott och skuld.



Fed köper statspapper utan begränsningar

Som en reaktion på pandemin har **Federal Reserve** meddelat att man köper statspapper för ett obegränsat belopp. **Europeiska centralbankens** totala köp av värdepapper uppgår i år till mer än 1 000 miljarder euro medan **Bank of England** avser köpa brittiska statspapper

för 250 miljarder dollar. **Bank of Japan** bedriver en liknande politik som Fed när det gäller volymen räntepapper men har lagt fokus på räntenivån: "köpen sker så att en 10-årig statsobligationsränta ligger nära 0 procent". I Japan, där 25 år av stora budgetunderskott matchats av stora statspappersköp av centralbanken, förefaller det klart att Bank of Japans stora obligationsinnehav aldrig kommer att återvända till räntemarknaden.



Gräns mellan centralbank & stat suddas ut

En kombination av snabbt växande budgetunderskott och centralbankens omfattande köp av bl a statspapper (QE-program), som finansieras genom sk bankreserver ("nytryckta pengar"), innebär i praktiken monetär finansiering (MF) av delar av statsskulden. Den strikta definitionen av MF innebär att centralbanken köper skuldebrev direkt från staten – eller krediterar statens konto i centralbanken – ett belopp som täcker statens löpande utgifter. På så sätt kan alltså penningpolitiken användas för finanspolitiska syften.

Bank of England har öppnat Pandoras ask

I början av april annonserade brittiska centralbanken att man tillåter regeringen att låna direkt från banken utan att först emittera statspapper. Via sitt BOE-konto ("Ways & Means"), som inte är nytt, kan nu regeringen finansiera sig direkt för "ospecificerade belopp". Även om BOE understryker att detta är tillfälligt har gränsen mellan statens och centralbankens balansräkning onekligen blivit mer oklar. För t ex ECB är det enligt EU-fördragen förbjudet att monetarisera budgetunderskott. Frågan är om krisens fortsatta utveckling tvingar fram förändringar även i EU.

Flera länder har ett uttryckligt förbud mot att stater direktfinansierar sig i centralbanken. Ett av huvudskälen är att MF skadar trovärdigheten för att kontrollera inflationen när centralbanken berövas sitt operationella oberoende. Det skulle i slutänden även innebära att förändringar i centralbankens balansräkning kan bli oförutsägbara och därmed stå i konflikt med inflationsmålpolitik och en oberoende centralbank.

Tid och framtidssignalering spelar roll

Centralbanker hävdar att pengar skapas som en konsekvens av köp av statspapper – inte med syfte att finansiera statens budgetunderskott. Därtill är åtgärden tillfällig enligt centralbankerna; statspapperen har en löptid och när de förfaller dräneras systemet på pengar.

Syftet med MF är att ge permanent tillförsel av nominell köpkraft till ekonomin och injektionen får inte ses som reversibel. Det gäller även finanspolitiken; regeringar som redan nu vill börja tala om statsskuldansparing riskerar att reducera krispolitikens effektivitet och genomslag. MF ökar ju inte heller behovet av ett framtida skatteuttag som skulle kunna ge privat sektor incitament att spara den utökade nominella köpkraften som krispolitiken ger för t ex kommande skatthöjningar.

Effektiviteten i penningpolitiken försvagas också av om det finns en risk att ekonomins aktörer tolkar centralbankernas statspappersköp som tillfälliga samtidigt som man upprätthåller en strikt inflationsmålpolitik. Effektiviteten kan – i rådande akuta krisläge – möjligen även försvagas av en alltför tydlig ansvarsfördelning mellan stat och centralbank.

Centralbanker säkerställer staters tillgång på kapital

till en låg finansieringskostnad. Erfarenheterna från Japans 25-åriga "krispolitik", liksom Feds försök att banta sitt innehav av statspapper, talar för att vi kan se innehaven av statspapper som i princip eviga. För de närmaste åren är det också helt nödvändigt och bra. Att t ex Italiens skuld ligger i händerna på ECB snarare än marknaden innebär en avgörande skillnad jämfört med eurokrisen 2010. I år väntas ECB köpa statspapper för närmare 940 miljarder euro, vilket i praktiken torde räcka för att finansiera euroområdet budgetunderskott för 2020 på runt 10 procent av BNP.

Riskerna med monetär finansiering

När centralbankerna köper t ex statspapper eller på annat sätt expanderar balansräkningen utökas även monetära basen, dvs kärnämnet till expansion av penningmängden. Därmed ökar risken för en ovälkommen inflation. Men risken för hyperinflation är liten och önskan att enbart skapa en monetär överföring och ökad efterfrågan kan hanteras genom att banker påförs kassakrav (banker tvingas att hålla viss summa på konto i centralbanken) motsvarande den ökade mängden nya pengar. Detta är förstuds inte aktuellt i dagsläget men kan komma att övervägas i ett senare skede.

MF inbegriper operationella, legala och institutionella frågor och innebär i viss mån även en återgång till politiskt inflytande över penningpolitiken efter mångårig strävan efter en klar gräns mellan finans- och penningpolitiken. Därtill försvinner i praktiken statsskuldpolitiken. Monetär finansiering av budgetunderskotten är inte bra men alternativet är värre. MF tar oss in i okänd men kanske nödvändig ny terräng.

Räntemarknaden

Dragkamp mellan ökat utbud och QE-köp

Centralbankers "what-ever-it-takes"-strategi dämpar tendenser till högre långräntor på grund av historiskt stora budgetunderskott. Produktionsstörningar och minskad global handel motiverar på sikt högre inflationsförväntningar. Det talar för något högre långräntor i USA och Europa framöver. Men låga räntor gäller också framöver och räntemarknaden prissätter att 60 procent av alla obligationer kommer att handlas till 0-1 procent de närmaste tre åren.

Nya bottennivåer har noterats för amerikanska räntor. I likhet med andra finansiella priser har det varit stora rörelser i räntor de senaste månaderna. Feds räntesänkningar och QE-program fick räntorna att först falla under krisens inledning. I mitten av mars steg dock långa USA-räntor på grund av ökad stress i kreditmarknaden när placerare tvingades sälja statspapper för att få fram likviditet ("fire-sales"). Efter nya krispaket från världens centralbanker – tex obegränsade obligationsköp från Fed – har läget stabiliserats. En amerikansk 10-årsränta ligger i början av maj nära de senaste månadernas bottennivåer kring 0,60 procent – ca 80 räntepunkter under tidigare botten från 2016. Kreditspredar på riskfyllda tillgångar, s k high-yields, ligger fortfarande kvar på en klart högre nivå än före krisen (i USA 300-400 räntepunkter högre).

Europeisk och amerikansk ränteutveckling skiljer sig åt. Efter att initialt ha fallit till nya bottennivåer i början på mars i samband med ökade förväntningar på räntesänkningar handlas en tysk och svensk 10-årig statsränta på i stort sett samma nivå som i början på februari. Kreditspreadarna inom Europa har dock gått isär och skillnaden mellan tex en italiensk och tysk 10-årsränta har stigit med ca 100 räntepunkter sedan slutet av februari.

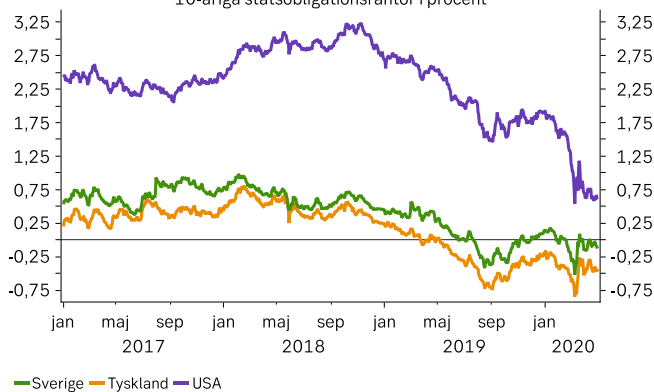
Osäkerheten är stor om nivån på långa räntor framöver. Korta räntor är lättare att förutse. Trots att centralbanker skulle kunna argumentera för räntesänkningar i covid-19-krisens spår kan minusräntor påverka stabiliteten i det finansiella systemet negativt. Det är inte heller troligt att centralbanker vill höja räntan de närmaste åren; det kommer att finnas en acceptans för att överskrida inflationsmålen. Utvecklingen i längre räntor är mer osäker. I närtid väntas nyheter om virusutbredning och förändringar i riskaversion dominera marknadsrörelserna. Med tanke på det dramatiska fallet i USA-räntor är vår bedömning att en 10-årig amerikansk ränta kan stiga något i år medan vi ser mer sidledes rörelser i Tyskland.

Dragkampen mellan utbud och QE-köp avgör långa räntans nivå på sikt. Utbudet av statspapper ökar nu dramatiskt. Centralbankerna har samtidigt utlovat omfattande QE-program och är beredda att göra mer om räntorna stiger på ett sätt som äventyrar tillväxten och finansiell stabilitet. I princip pågår en monetarisering av statens budgetunderskott (se temaartikel "Historisk krispolitik", s 12), vilket kan få konsekvenser för riskpremier på framtida inflation. En kombination av bättre ekonomisk utveckling och ökat obligationsutbud kommer att leda till något högre räntor i både USA och Europa under 2021.

Marknadens inflationsförväntningar har fallit dramatiskt de senaste månaderna i takt med fallande tillväxt och oljepris. I USA prissätter marknaden idag att inflationen blir i genomsnitt ca 1 procent de närmaste tio åren. Vår bedömning är dock att risken för produktionsstörningar och minskad global handel leder till något högre inflation på sikt och att inflationsförväntningarna bör stiga något. Vi ser det dock som osannolikt att inflationen ska skjuta i höjden och motivera tydligt högre inflationsförväntningar. En rimlig bedömning är att inflationsförväntningarna bör ligga på ca 1,5 procent de närmaste åren, vilket är snittet för kärn-KPI för OECD sedan 2000 (läs mer om vår bedömning av USA:s långa jämviktsränta i Nordic Outlook Februari 2020).

Svenska långräntor väntas stiga något. Ränteskillnaden mellan en svensk och tysk 10-årsränta har ökat och ligger nu på 46 räntepunkter, dvs i övre delen av de senaste årens intervall. Vår bedömning är att spreaden kan fortsätta stiga något de närmaste månaderna efter att Riksbanken annonserat relativt små köp i statsobligationer samtidigt som utbudet av statsobligationer väntas öka dramatiskt. Vår prognos är ränteskillnaden kan stiga till 60 punkter kommande månader men gå ihop igen när Riksbanken utökar sina QE-köp.

Nya bottennivåer för amerikanska räntor
10-åriga statsobligationsräntor i procent



Källa: Macrobond, SEB

10-åriga statsobligationsräntor

Procent

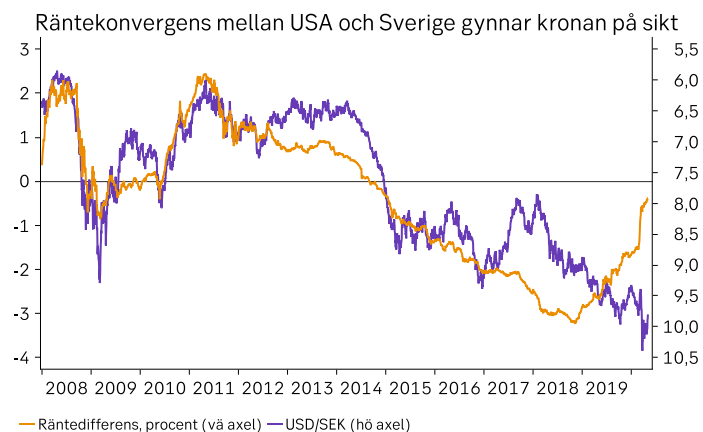
	4 maj	Jun 2020	Dec 2020	Dec 2021
USA	0,64	0,70	0,90	1,20
Tyskland	-0,54	-0,40	-0,40	-0,10
Sverige	-0,08	0,15	0,15	0,35
Norge	0,58	0,70	0,70	0,90

Källa: Nationella centralbanker, SEB

Valutamarknaden

Motvinden för kronan mojnar

Coronakrisen har bidragit till ökad turbulens på valutamarknaden efter en längre period med ovanligt små kursrörelser. Utvecklingen har följt traditionella mönster där defensiva valutor stärkts på bekostnad av mindre likvida. Att ränteläget konvergerat bidrar till att undervärderade valutor tar tillbaka förlorad mark på lite sikt när riskaptiten normaliseras. Vi tror därför att USD försvagas medan SEK gradvis förstärks när den inte längre tyngs av en negativ svensk styrränta.



Källa: Macrobond, SEB

Valutakurser

	4 maj	Jun 2020	Dec 2020	Dec 2021
EUR/USD	1,09	1,08	1,14	1,20
USD/JPY	106	108	111	113
EUR/GBP	0,88	0,90	0,86	0,82
EUR/SEK	10,75	11,00	10,30	9,85
EUR/NOK	11,29	11,25	10,35	10,00

Källa: Bloomberg, SEB

Ökad volatilitet i krisens spår. Efter en längre period med ovanligt små växelkursrörelser ökade turbulensen på valutamarknaden kraftigt i samband med de kraftiga börsfallen när coronaviruset på allvar fick fäste utanför Kina. I hög grad handlade det om ett klassiskt mönster där defensiva valutor stärktes på bekostnad av mindre likvida valutor. I april stabiliserades situationen när förhoppningarna tilltog om att restriktionerna långsamt kan börja lättas. De kortsiktiga kursrörelserna är dock alltjämt större än innan krisen bröt ut och lär så förbli så länge osäkerheten avseende epidemins ekonomiska konsekvenser kvarstår.

Temporär dollarförsvagning vid krisens utbrott. US-dollar försvagades under inledningen av coronakrisen men har sedan gradvis stärkts mot andra större valutor. I tider av kraftigt ökad stress är det vanligt att investerare har behov av dollarlikviditet och likvida instrument. Den senaste trenden har gjort dollarn än mer övervärderad än tidigare. Feds kraftiga räntesänkningar har dock samtidigt bidragit till en snabb räntekonvergens mot andra tongivande centralbanker. Därmed har en dollarpositiv kraft nästan helt försvunnit och vi räknar med en bredare dollarförsvagning under andra halvåret i takt med att situationen fortsätter att normaliseras långsamt och riskaptiten återvänder. Prognosen för EUR/USD är 1,14 i slutet av 2020 och 1,20 i slutet av 2021.

Pundet riskerar att försvagas av fortsatt brexitosäkerhet. Efter en återhämtning under hösten/vintern försvagades pundet kraftigt i samband med börsturbulensen i mars. Reaktionen hängde troligen ihop med att de pundpositioner som togs efter EU-utträdet i januari kraftigt skars ned i samband med coronakrisens eskalering. Pundet har sedan dess återhämtats och vi tror att rörelsen fortsätter och att EUR/GBP sjunker till 0,86 vid slutet av 2020 och vidare till 0,82 vid slutet av 2021. Riskerna för pundet ligger dock på nedsidan och är främst kopplade till brexitprocessen. Det råder ännu osäkerhet huruvida ett handelsavtal med EU verkligen kommer att finnas på plats vid årets slut och därmed finns en risk att handeln mellan EU och Storbritannien kan drabbas av handelstullar. Den ekonomiska situationen i Storbritannien var också pressad redan innan utbrottet av corona och risken finns att Storbritannien drabbas värre än länderna inom t ex euroområdet.

SEK stärks när riskaptiten återvänder. Den senaste tidens osäkra ekonomiska miljö har inte varit gynnsamma för kronan. Men SEK har ändå varit mer motståndskraftig än vid tidigare kriser, vilket troligen hänger samman med att Riksbankens styrränta länge har varit negativ. Svensk nollränta tillsammans med fallande räntor i omvärlden bidrar till att motvinden från räntedifferenser har mojnat. Kronan är långsiktigt undervärderad och med en stabilisering av den globala ekonomiska miljön räknar vi med att EUR/SEK faller till ca 10,30 i slutet av 2020. Utvecklingen väntas fortsätta under 2021 då EUR/SEK rör sig under 10,00 för första gången sedan februari 2018. Risken för kronan är främst kopplad till en omsvängning av Riksbanken vad gäller negativ ränta och att coronakrisen blir mer utdragen än i vår huvudbedömning.

NOK fortsätter att pressas av låga oljepriser. Den norska kronan försvagades kraftigt när botten panikartat gick ur oljemarknaden. Den svaga likviditeten i valutan bidrar regelmässigt till att förstärka kursrörelserna och EUR/NOK toppade över 13,00. Fundamentalt är valutan kraftigt undervärderad men så länge oljepriset förblir nedpressat runt 20 USD/fat lär NOK ligga kvar på en historiskt låg nivå. I takt med att riskaptiten återvänder och oljepriset rör sig mot något mer normala nivåer tror vi på en viss förstärkning av kronen så att EUR/NOK når 10,35 i slutet på 2020 och 10,00 i slutet på 2021.

Aktiemarknaden

Berg- och dalbana i pandemins spår

Att kurserna för olika typer av företagsrisk stigit efter det dramatiska fallet härom månaden är inte förvånande. Stödpaket och utsikter till återöppnande motiverar lägre riskpremier, inte minst i företagsobligationer via minskad risk för kreditförluster. Att börserna nu närmar sig tidigare toppar indikerar att marknaden redan diskonterar mer normala vinstnivåer. Vi delar bilden på sikt men ser risker för besvikelser på resan.

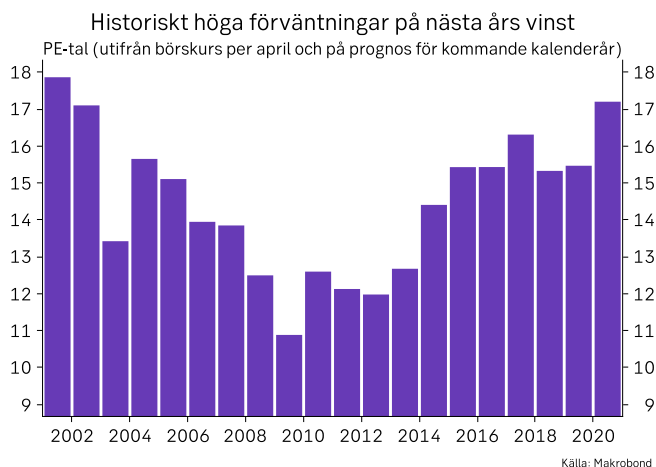
Hastig nedgång på börserna. Att pandemins utbrott innebar en av de större börsnedgångarna i modern tid är inte förvånande. Den omfattande nedstängningen av samhällen och ekonomier leder naturligtvis till att bolagsvinsterna faller på bred front. Detta skedde dessutom i ett läge när aktiemarknaden handlades på värderingsnivåer i paritet med tidigare toppar (undantaget börsbubblan runt år 2000). De nedgångar som följde var i storleksordningen 30-35 procent, vilket är i trakten av det historiska snittet för så kallade "bear markets" (definierat som perioder när börserna faller mer än 20 procent).

Följt av snabb uppstuds. Att börserna vände upp för någon månad sedan har också sin förklaring. Utplanade spridningskurvor vred den politiska virusdiskussionen från hur stora nedstängningar som krävdes till hur och i vilken takt återöppnandet skulle ske. Tillsammans med de exempellöst stora stimulanser som satts in, och som i skrivande stund fortfarande ökas på, ger detta investerarna skäl att anta att den pågående vinstförstörelsen inom rimlig tid kommer att ersättas av vinstökningar i återhämtningens kölvatten. Att vi skulle få den snabbaste uppstuds i modern tid framstår dock som väl optimistiskt, liksom styrkan i den förnyade börsuppgången. Mer än hälften av nedgången är nu återhämtad, mätt med det amerikanska indexet S&P 500.

Fall på bred front. Utvecklingen skiljer sig även på andra sätt från tidigare börsras. Eftersom detta ras utlösts av en icke-ekonomisk faktor som slår brett mot hela ekonomin har börsnedgången drabbat samtliga marknadssegment tämligen likartat. På sektornivå sticker energi ut med klart störst nedgångar, drivet av dramatiken på oljemarknaden. Annars är skillnaderna relativt små, med de cykliska sektorerna på den svagare sidan medan IT och hälsa är i stort sett tillbaka på utgångsläget. Ett undantag är dock småbolag som fallit mer än marknaden i övrigt; möjligen mer en effekt av likviditetsrisken än något annat. Detta talar i så fall för att potentialen för en rekyl uppåt för dessa bolag är extra stor.

Ytterligare fallhöjd för vinstprognoserna. Att bedöma rimligheten i dagens börskurser utifrån de normala faktorerna vinststillväxt och värdering försvåras av den stora osäkerhet som råder kring förloppet framåt. Givet att alla utgår ifrån att vinsterna i år faller kraftigt för att sedan återhämta sig rejält under 2021 blir frågan naturligtvis vilka vinster man ska lägga in i kalkylen och vilka multiplar det då är rimligt att äsätta dessa. Prognoserna för världsbörsindex (MISCI World) pekar mot att vinsterna i år faller med knappt 20 procent, med risk för ytterligare nedrevideringar. För nästa år indikerar konsensusprognoserna en väl så kraftig vinstuppgång, analytikerna räknar med att vinsterna för S&P 500-bolagen under 2021 blir något högre än de var under 2019. Det framstår som klart optimistiskt givet att tillväxtprognoserna pekar mot ett tydligt lägre snitt under 2021. Betänk även att 2019 var ett år när alla hade jobb och företagen gick för högvarv. De höga nivåerna kan sannolikt förklaras av att fokus varit på att justera ned prognoserna för innevarande år, samtidigt som det finns fortsatt fallhöjd även för 2020-prognoserna.

2020 ett förlorat år och hög värdering utifrån optimistiska 2021-prognoser. Att studera värderingsmått som PE-tal utifrån prognoserna för innevarande års vinstfall är knappast meningsfullt. Om vi i stället använder prognoserna för nästa år hamnar PE-talet utifrån dagens börskurser på 18. I stapeldiagrammet visar vi värderingen (P/E) av vinstprognosen 12 månader framåt (april/april) för alla år efter millennieskiftet. Resultatet blir lätt nedslående, trots dagens osedvanligt osäkra vinstprognoser med stor risk på nedsidan applicerar marknaden den högsta värderingen sedan IT-bubblan. Det krävs därmed starkare ekonomisk återhämtning än i prognoserna, längre diskonteringshorisont av



vinster och/eller en acceptans av varaktigt högre värdering (exempelvis motiverat av lägre räntor) för att dagens börskurser ska vara fundamentalt motiverade. Att diskontera en längre period av vinstökningar kan vara rimligt, den djupa tillväxtsvackan skapar lediga resurser vilket möjliggör en längre tillväxtperiod när krisen är

Att räntorna kommer att vara lägre längre ger stöd för högre börsvärdering

över. Att räntorna under en längre tid kommer att vara lägre ger stöd för högre börsvärdering. Om dessa faktorer kombineras kan dagens historiskt sett höga värdering mycket väl vara motiverad; en ny värderingsstandard kan då etableras.

Stora prisfall också för high yield-obligationer. Marknaden för företagsobligationer har reagerat på samma sätt som börserna. Priserna föll då kreditspreadarna (skillnaden gentemot räntan på statsobligationer) ökade snabbt i nedgången. Även återhämtningen har följt börsmonstret, när riskviljan återvänt. Rörelsen har av naturliga skäl varit större för obligationer med lägre kreditrating, High Yield (HY) än för de mindre riskfyllda Investment Grade-obligationerna (IG). Att kreditspreadarna är väsentligt över det historiska snittet, särskilt för HY, motiveras av den ökade risken för kredithändelser, att bolagen inte förmår återbetala sina obligationslån. Från de mer normala nivåerna för HY-spreadar i USA på runt 300-400 räntepunkter toppade spreadarna på drygt 1000 punkter och ligger nu på runt 700. Med dagens låga statspappersräntor innebär det att amerikansk HY handlas med en löpande avkastning på runt 7,5-8 procent.

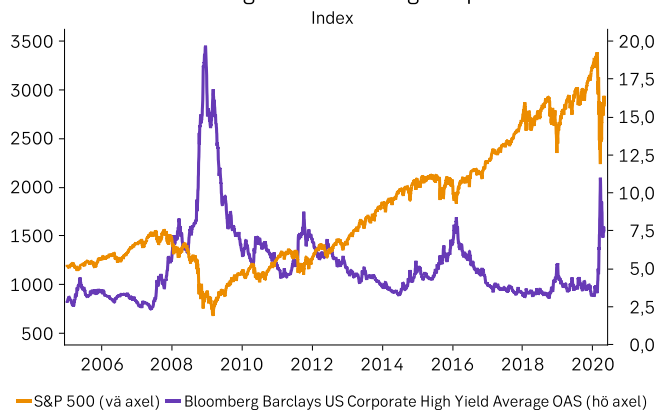
Marknaden har tagit höjd för ökade kreditförluster nu. En avkastningsprognos behöver justeras för förväntade kreditförluster. I dagsläget pekar marknadsprognoser mot ungefär 10 procent vilket kan jämföras med 13 procent under finanskrisen. Givet en återvinning i nivå med historiska 50 procent, reducerar det avkastningspotentialen med 5 procentenheter. Å andra sidan räknar vi med att kreditspreadarna bör kunna krympa framöver när ekonomin stabiliseras och riskpremien kan justeras ner. Det räcker att spreadarna tar igen hälften av avståndet ner till historiska normalnivåer för att den kursuppgång det ger för obligationerna mer än väl ska kompensera för förväntade ökade kreditförluster.

High-yield obligationer oftast bäst under återhämtningsperioder.

Att krediter samvarierar med aktier är naturligt, man tar ju risk på i princip samma bolag. Men medan aktiekurser drivs av resultaträkningen, av företagets förmåga att skapa vinster framöver, drivs obligationerna av balansräkningen. Så länge skulderna kan återbetalas levererar obligationerna sin avkastning. Det talar för obligationer när vinstutsikterna är osäkra. Faktum är att i återhämtningsfaser efter kriser har HY-obligationer ofta levererat bättre avkastning än motsvarande aktiemarknad, trots lägre risk. För krediter relativt aktier talar också att de kraftiga stödåtgärderna mot företagssektorn rimligen minskar risken för kreditförluster samt att flera centralbanker, inte minst Fed, annonserat att man nu köper företagsobligationer, även vissa HY, för att stötta marknaden och minska likviditetrisken.

Låga räntor fortsätter att ge stöd för börserna. För den som tror på en snabbare återhämtning vad gäller tillväxt och vinster än vad som ligger i förväntansbilden framstår potentialen som störst i aktier. Men även i huvudscenariot talar mycket för att marknaden kan vara beredd att diskontera vinster längre fram (och därmed acceptera en högre värdering i de traditionella värderingsmodellerna), därav de stigande kurserna i denna annars mörka miljö. Den snabba uppgången gör dock att ytterligare svag statistik kan skapa ny osäkerhet och nya börsbesvikelser under kommande månader, ett vanligt mönster vid större nedgångar. TINA-argumentet talar dock för att eventuella fall snabbt fångas upp av köpare med brist på alternativ, om tillväxtbilden håller är börsbotten sannolikt passerad.

Aktier och kreditobligationer har reagerat på liknande sätt



Källa: S&P Dow Jones Indices, Macrobond, SEB

Tema:

Kampen mot covid-19

Kritiska faktorer för att få hjulen att börja snurra igen

Det finns positiva tecken på stabilisering av virusspridningen i flera länder och att vi passerat kulmen för utbrottet. Därmed har även regeringar påbörjat planeringen för att på ett säkert sätt återstarta ekonomierna i Europa, USA och delar av Asien. Masstestning och nya tekniska hjälpmedel blir avgörande verktyg – och del av en ”infrastruktur” – för att förhindra nya utbrott och möjliggöra steg mot normalisering. Mycket talar för att både tid och denna ”infrastruktur” gör att världen kan stå bättre rustad när nästa virusvåg slår till. Industrin behöver global samordning av exitplaner för att säkerställa produktionen och för att inte ge vissa företag fördelar att kunna ligga först i uppstarten.

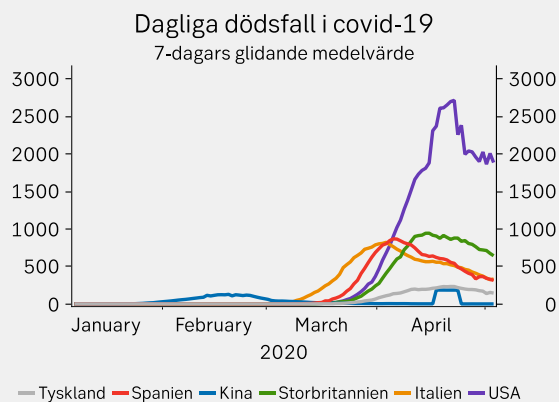
Flertalet signaler från olika delar av världen pekar mot att covid-19-pandemin gått in i en om inte lugn så ändå stabilare fas. Även om det går långsamt minskar antalet nysmittade liksom antalet döda per dag i flera länder.

Smittoförloppet tycks ha haft liknande utveckling i många länder trots att det också funnits betydande skillnader i hur man har valt att hantera virusspridningen. Utvecklingen av antalet som konstaterats smittade uppvisar tydliga likheter mellan länder trots att det varit stora skillnader. Dessa skillnader gäller t ex hur många och vilka man har valt att testa och att förändringar har gjorts över tiden av strategin för testning. Ändå visar data att det i t ex Kina, Italien, Spanien och USA har tagit runt en månad från det att kraftfulla motåtgärder mot smittspridningen satts in till dess att antalet nysmittade tycks ha toppat. Kina och Sydkorea var först ut att drabbas av viruset och även först med att uppenbarligen kunna stabilisera läget. Därefter kom Italien tätt följd av Spanien.

När smittspridningen visar tecken på att avta påbörjas även processen med att försöka hitta olika sätt och metoder att återstarta ekonomierna genom att gradvis låta på alla restriktioner som för närvarande håller tillbaka den ekonomiska tillväxten runt om i världen.



STAY AT HOME!



Stora skillnader i antal tester och hur de genomförts gör att många istället föredrar att titta på antalet döda i covid-19-pandemin när man ska jämföra mellan länder (även om inte heller den statistiken är helt tillförlitlig då graden av underrapportering varierar). Den övergripande bilden blir dock samstämmig med den som fokuserar på antalet smittade. Statistiken så här långt pekar tydligt mot att vi har passerat kulmen för virusutbrottet.

Kampen mot covid-19 fortsätter

Trots förbättringarna i statistiken är slaget ännu inte vunnit. Risken för att drabbas av nya utbrott bedöms som stor och ger en anledning till oro. För att förhindra en både andra och tredje våg av utbrott har t ex Kina och Sydkorea fortsatt med rigorösa kontroller av befolkningen. Det sker genom en hel del nya tekniska lösningar.

I Kina måste alla som vill kunna röra sig fritt kunna visa upp ett sorts hälsointyg i mobilen på att man är frisk. I korthet innebär det att man med hjälp av en mobilapp svarar på olika frågor om sin egen hälsa och i vilken utsträckning man har varit i kontakt med andra som varit sjuka. Appen avgör sedan med hjälp av en algoritm om man får röra sig fritt eller måste vara hemma. Vill man t ex åka tunnelbana eller gå på restaurang måste man kunna visa upp ett grönt utslag i appen.

Personlig integritet vs virusbekämpning

Även en rigorös kartläggning av enskilda människors rörelsemönster via mobilnätet används för att hålla koll på var risken för nya utbrott är som störst. Dessa metoder kan uppfattas som integritetskränkande av många och kan av den anledningen inte komma att användas i samma omfattning i t ex Europa eller USA. Ändå är det värt att komma ihåg att lärdomen så här långt under covid-19-krisen är att även västerländska stater har varit beredda att göra mycket stora ingrepp i människors normala fri- och rättigheter för att hindra smittspridningen.

Med tanke på de enorma ekonomiska kostnader som är resultatet av att hålla ekonomier stängda är det troligt att ett flertal länder följer t ex asiatiska länders metoder – om de visar sig effektiva – och tar tekniken till hjälp för att både bekämpa pågående virusspridning men också förhindra en andra virusvåg. Mycket talar även för att medborgare är beredda att betala ett högt integritetspris för möjligheten att kunna få komma tillbaka till en något mer normal vardag.

I väntan på vaccinet: masstestning

Ett ytterligare verktyg som hjälper regeringar att gradvis öppna upp sina ekonomier utan att riskera stora bakslag är masstestning av medborgarna. Det är en metod som framgångsrikt har använts av Sydkorea. Seoul har inledningsvis haft fokus på att testa om människor har haft viruset. I takt med att tiden gått har fokus istället kommit att riktas mot test för antikroppar, d v s om en person redan haft viruset och därmed kan antas vara immun.

Masstestning har definitivt potential att kunna bli en viktig del i att snabbt göra det möjligt för människor att gå tillbaka till sina arbetsplatser. Att dagligen testa alla arbetstagare i en fabrik är självfallet ett effektivt sätt att med små risker kunna få igång produktionen igen. Hittills har dock tillgången på tillförlitliga och enkla tester gjort masstestning svårt. Tillförlitliga snabbtester finns dock redan och inom en inte alltför avlägsen framtid kan dessa tester komma att bli en central del i verktygslådan för att kunna återstarta ekonomierna igen.

Världens beredskap förbättras hela tiden

Det är positivt att ett ökande antal regeringar planerar för hur ekonomierna gradvis ska kunna återvända till ett mer normalt läge. Många industriföretag välkomnar att kunna få datum att förhålla sig till. Men om det var svårt att fatta beslut om att stänga stora delar av samhället är beslutet att öppna upp igen ännu svårare. Att starta upp för tidigt kan innebära att man på nytt drabbas av ett stort virusutbrott och åter tvingas stänga ned ekonomin igen. Då är de ekonomiska förutsättningarna att kunna hantera den nya vågen än mer begränsade.

Många industriföretag välkomnar att kunna få datum att förhålla sig till

Risken för bakslag bör tas på allra största allvar men den ska heller inte överdrivas. Runt om i världen pressas nu regeringar av medborgarna att öppna upp ekonomierna – eller åtminstone planera för det. Länder kommer att kunna lära av varandra. Flertalet länder är väl medvetna om riskerna och kommer sannolikt att ingripa snabbt om utvecklingen går i fel riktning. Därtill ökar kunskapen för varje dag som går om både viruset och metoderna som är mest effektiva att bekämpa det.

Testningskapaciteten är redan utbyggd och utökas hela tiden. Befolkningarna i alla länder har lärt sig mycket om viruset och hur det sprids och vad man ska göra

för att undvika att smittas. Alla länder har också kraftigt byggt ut sin kapacitet inom hälso- och sjukvård för att ta hand om de som kommer smittas i en andra våg.

Flockimmunitet och vaccin är vägarna framåt för att långsiktigt få covid-19-problemet ur världen. Vilken av dessa som kommer först tvistar expertisen om. Likväl pågår en global kapplöpning där enorma resurser sätts för att så snabbt som det är vetenskapligt möjligt få fram vaccin. De flesta bedömer att det kan dröja ett till två år innan det kan finnas klart för att användas i stor skala. Det talar för att alla länder kommer få lära sig att leva med viruset ett bra tag till.

Trygghet för producent och konsument

Krisen har skapat kreativitet och en global kapplöpning inom medicin och teknologi vilket inger förhoppningar i både närtid och framtid. Regeringars exitplaner möjliggör för olika delar av ekonomin att starta upp igen. För industrin krävs att dessa exitplaner är tämligen synkroniserade i tid på nationell och global nivå. Annars riskerar delar av produktionen att stoppas på grund av brist på underkomponenter.

Att kunna känna denna trygghet i en ny "infrastruktur" av teknik och medicin avgör takten i normaliseringen

Att få igång produktionen är det första steget.

Därefter krävs också att konsumtionen kommer igång. Då måste hushållen känna trygghet i att ta sig till arbetet och att spendera sina pengar på varor och tjänster. Företagen behöver veta att man inte ställs inför nya produktionsstopp. Att kunna känna denna trygghet i en ny "infrastruktur" av teknik och medicin bestämmer hur snabbt normaliseringen kan ske.

Kinas ekonomi bedöms ha uppnått 90 procent av ett normalt läge. Det har skett 2,5 månader efter nedstängningen av staden Wuhan, d v s staden där virusspridningen tycks ha startat. Värt att tänka på är att Kinas ekonomiska återhämtning nu påverkas negativt av att resten av världen har gått in i en djup recession.

EU och USA väntas gradvis öppna upp i maj. Även om det är osäkert hur fort det kommer att gå är pressen på regeringar att öppna upp snabbt redan stor och kan väntas öka ytterligare i takt med snabbt stigande arbetslöshet i flertalet länder.

Pressen kommer också från industrin utifrån på grund av en växande oro för konkurrensneutraliteten och uppköpsrisker. Företag och länder som är snabbast upp ur startblocken kan få stora fördelar och möjligheter att vinna

marknadsandelar på bekostnad av länder och därmed företag som beslutat att hålla produktionen stängd längre. Regeringar lär noga följa vad andra gör för att se till så att man inte ger sin egen industri en konkurrensnackdel.

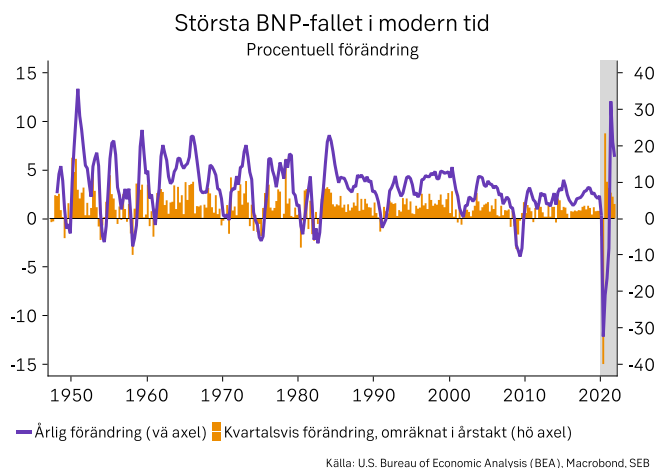
Konkurrensaspekten och uppköpsrisken blir en kraft att så snabbt som möjligt komma igång med uppstartsprocesser

När länder går ur krisen i olika takt kan också risken för oönskade företagsuppköp öka. Debatten är redan i gång kring hur t ex Kina ser på förvärv av utländska företag som tillfälligt försvagats och därmed fått en lägre prislapp när aktiekurserna fallit. Den här dynamiken – d v s konkurrensaspekten och uppköpsrisken – blir en kraft att så snabbt det bara är möjligt komma igång med uppstartsprocesser. Det kan därmed gå snabbt.

USA

Explosiv ökning av offentliga skulden

Coronakrisen ställer USA-ekonomin inför svåra utmaningar. Trots rekordstora policystimulanser väntas BNP falla med 6,5 procent i år följt av en uppgång med 5,6 procent 2021. Det räcker knappt för att BNP-nivån ska nå utgångsläget. Arbetslösheten toppar på 17 procent i höst och tar bara tillbaka ungefär halva uppgången under perioden. Offentlig skuld stiger till en ny rekordnivå och samarbetet mellan Fed och administrationen fördjupas. Kurvkontroll kan bli nästa policyverktyg från Fed.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,9	2,3	-6,5	5,6
Arbetslöshet*	3,9	3,7	13,7	11,9
Löner	3,0	3,3	2,4	1,5
KPI	2,4	1,8	0,5	1,4
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	2,0	1,6	1,7	1,8
Offentligt saldo**	-5,7	-5,9	-17,5	-9,0
Offentlig bruttoskuld**	106,9	109,0	133	136
Fed funds rate***	2,50	1,75	0,25	0,25

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

Historiska BNP-fall och stort gap mot tidigare trend

USA-ekonomin fick en stark start på året, med god hushållskonsumtion, glödhet arbetsmarknad, nystart för bostadsbyggandet samt tecken på att industrisentimentet repat sig efter fjolårets handelsosäkerhet. Nedstängningarna under senare delen av mars har dock dramatiskt förändrat situationen. Mest radikal är scenändringen på arbetsmarknaden, där 30 miljoner människor, nära 19 procent av arbetskraften, under sex veckor anmälde sig arbetslösa. Krisen har satt spår även i annan data; under mars föll detaljhandel och industriproduktion t ex med 6 respektive 5,4 procent, snabbaste försäljningstappet sedan serien startade på 1990-talet och djupaste produktionsfallet sedan 1946.

BNP sjönk drygt 1 procent första kvartalet (4,8 procent annualiserat). Under årets andra kvartal väntar vi ett ytterligare fall på 12 procent (40 procent annualiserat). Detta är 4 gånger det tidigare efterkrigsrekordet på -10 procent 1958. Frågetecken kring spridningen av viruset, bl a risken för nya utbrott, samt hur snabbt ekonomin kan återstartas gör prognosen framöver ovanligt osäker. Det är också skillnad mellan delstater vad gäller smitta och policyrespons. Georgia och ett par andra stater började öppna upp i slutet av april och restriktionerna i Florida, Texas och flera andra stater upphörde strax därefter.

Huvudscenariot är att ekonomin återstartar gradvis under maj, och att en återhämtning inleds under andra halvåret. BNP faller med 6,5 procent för helåret 2020 följt av en uppgång med 5,6 procent 2021. Först i slutet av 2021 väntas BNP närma sig nivån under slutet av 2019 och BNP-nivån för helåret 2021 väntas nu ligga 5 procent lägre än i vår februariprognos. Arbetslösheten toppar på 17 procent i september för att sedan sjunka till 10 procent i slutet av perioden; 6,5 procentenheter över nivån innan krisen. Att arbetslösheten inte stiger ännu mer beror på att en relativt stor andel av de tillfälligt friställda väntas återfå sina jobb när ekonomin gradvis öppnas upp. Därtill kommer vissa grupper att helt lämna arbetsmarknaden i rådande svaga läge. Antalet tillfälligt arbetslösa steg från knappt 30 procent av de arbetslösa till nära hälften i mars. Det är ett mönster som mer liknar millenniekrisen än finanskrisen 2008, med dess utbredda jobbsvagheter. Lägre löneinkomster samt ökat försiktighetssparande kommer likväl att dämpa konsumtionen under återhämtningsfasen. Företagens investeringar fortsätter att sjunka i år som en följd av det lägre kapacitetsutnyttjandet. Kraftigt lägre oljepriser slår hårt mot aktiviteten i oljesektorn (drygt 1,5 procent av total ekonomi). Uppgången i bostadsbyggandet kommer av sig när svag arbetsmarknad sätter ny press på huspriser, även om låga räntor mildrar genomslaget. Fallande import har till en början stärkt handelsbalansen men framöver avtar också exporten i den svaga omvärldsmiljön. Extremt låga energipriser trycker ned totalinflationen i år medan underliggande inflationsbild är mer balanserad.

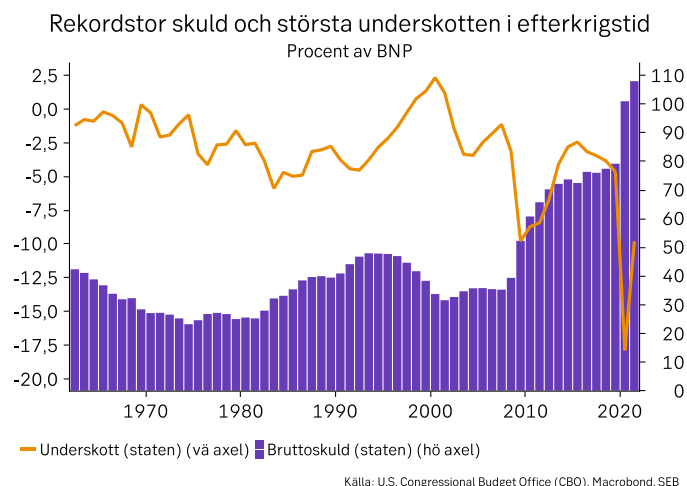
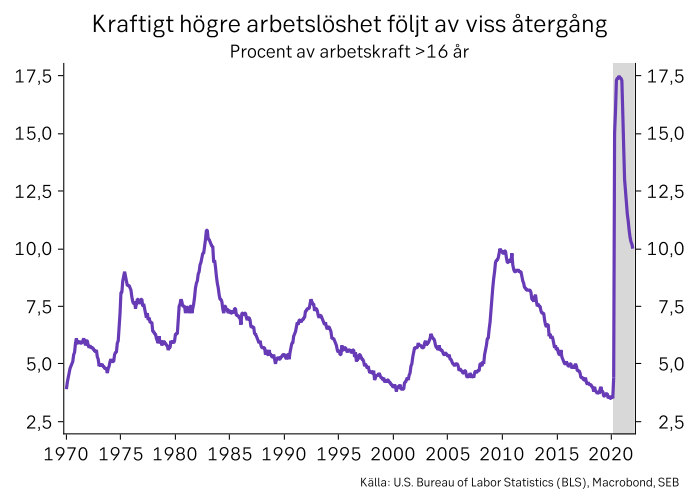
USA var illa förberett för pandemin och de åtgärder som denna

krävde. Skyddet vid arbetslöshet är sämre än i andra utvecklade ekonomier vilket förklarar det historiska mönstret där begränsade uppgångar i arbetslösheten (över 0,5 procentenheter) räckt för att utlösa en ond cirkel i ekonomin där försvagad konsumtion i sin tur drivit upp arbetslösheten ytterligare. Sämre allmänhälsa jämfört med t ex Japan och Västeuropa ökar utsattheten för viruset. Därtill kommer att 8,5 procent (2018) av befolkningen helt saknar sjukförsäkring och i övrigt dominerar försäkringar kopplade till arbetsgivaren (55 procent av total befolkning) vilket innebär att de som nu förlorar sina jobb också riskerar att få svårt att klara kostnaderna för hälsa och sjukvård.

Kongressen har reagerat både snabbare och kraftfullare i denna kris med åtgärder som delvis syftat till att mildra effekterna av de svaga trygghetssystemen. Arbetslöshetsunderstödet har utvidgats till s k gig-jobbare och egenanställda och ersättningen höjs för vissa låginkomsttagare till nivåer som t o m överskrider ordinarie arbetsinkomster. Hushållen får ett kontantstöd på 1200 dollar per individ (300 mdr, nära 2 procent av disponibelinkomster). Småföretag kan låna för att täcka lönekostnader under 8 veckor och skulderna efterskänks för de som behåller sina anställda. Därtill kommer ökade tillskott till sjukhus och delstater samt särskilda medel för att öka kreditgivningen via olika Fed-program.

17,9%

Kongressens budgetkontors, CBO:s, prognos för federalt budgetunderskott som andel av BNP i år



Totalt uppgår hittills beslutade stimulanspaket till nära 2 800 mdr USD eller 13 procent av BNP exklusive Feds kreditramar. Trots detta är stimulanserna sannolikt otillräckliga. Första omgången småföretagslån övertecknades t ex snabbt och de utvidgade lånevolymer ser inte heller ut att täcka efterfrågan. Systemen tycks alltså, i mindre grad än europeiska korttidsarbeten, kunna hindra uppsägningar. Överlastade system och byråkratiska hinder försenar samtidigt utbetalningen av arbetslöshetsersättning och kontantstöd till delar av hushållen. Kongressen behöver således fatta beslut om nya paket för att stötta återhämtningen; förmågan att enas över partigränserna lär dock avta när den akuta fasen är över.

Stimulanserna får underskotten att skjuta i höjden i ett läge där statsfinanserna redan var ansträngda efter skattesänkningar och flera expansiva budgetar. Kongressens budgetkontor (CBO) räknar nu med ett federalt underskott på nära 18 procent av BNP budgetåret 2020 (största sedan -21,5 procent krigsåret 1945). Federal skuld spås nå 108 procent i slutet av perioden; ett nytt historiskt rekord. Vi tror att skulden i hela offentlig sektor stiger över 135 procent av BNP och att offentliga underskott hamnar på 17,5 respektive 9 procent i år och 2021. Med låga räntor kan ekonomin bära en högre skuld. Ökad utlandsupplåning förvärrar dock underskotten i bytesbalansen. Ökad policysamordning mellan finans- och penningpolitik suddar därtill ut gränsen mellan stat och centralbank (sidan 13).

Feds balansräkning sväller

Coronakrisen aktualiserar den fråga som Fed brottades med i fjol; hur designar man policystimulans när räntan redan är nära noll. Fed har tillämpat lärdomarna från 2008 och återlanserat åtgärder för att stabilisera marknader och undvika att viruskampen utlöser en ny finansiell kris. Räntan har sänkts tillbaka till nära noll men Fed har varit tydlig med att man inte vill gå in på negativt territorium. QE-programmet har återstartats och Fed köper nu så mycket stats- och bostadsobligationer som krävs för att marknadens funktionssätt ska säkerställas och att penningpolitikens effekter ska nå ut i ekonomin. Fed har därtill infört helt nya program för köp av företagsobligationer och delstatsobligationer, samt för vidareutlåning till företagssektorn. Sammantaget räknar vi med att dessa åtgärder kommer att få Feds balansräkning att växa till rekordhöga 11 000 mdr USD eller ca 50 procent av BNP; upp från ca 20 i slutet av 2019. Feds obligationsköp har gradvis trappats ner från inledningsvis totalt ca 100 till ca 15 mdr per handelsdag, vilket fortfarande motsvarar en månatlig takt på omkring 300 mdr USD eller långt över QE-programmen efter finanskrisen. Vi väntar oss att köpen fortsätter att bantas men att Fed behåller en närvaro i marknaden. Även om QE-programmet saknar övre gräns behöver Fed framöver vägleda marknaden. Ett alternativ till ett nytt kvantitativt mål för QE kan vara att följa Bank of Japan och Australiens centralbank RBA i spåren med en s k kurvkontroll. Fed-ledamoten Brainard beskrev i tal i februari hur en sådan åtgärd kan förstärka Feds kommunikation genom att Fed kontrollerar räntan inom den tidshorisont det tar för att uppnå målen för arbetslöshet och inflation. Vi tror att ett sådant besked kan komma i höst.

Höstens presidentval har hamnat i skuggan av corona. President Trumps förtroendesiffror har stärkts något, som brukligt under nationella kriser, men svag ekonomi och kritik mot hanteringen av viruset gör att en seger över demokraternas Joe Biden inte är given.

Tema:

EM-ekonomierna

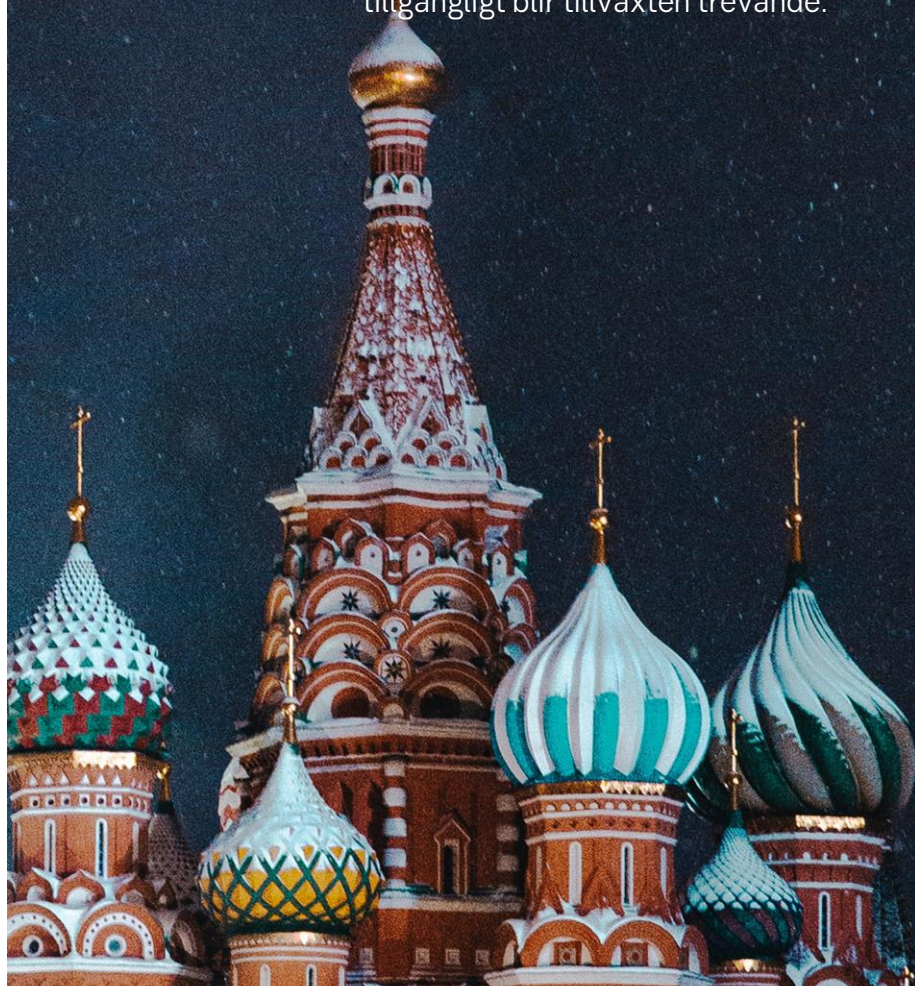
Största fallet efter andra världskriget

Covid-19-pandemin kommer att slå mycket hårt mot tillväxtekonomierna (EM) vars BNP ser ut att krympa för första gången sedan andra världskriget. De flesta stora EM-länderna har stängt ner sina ekonomier och infört strikta sociala distanseringsregler. Negativa effekter kommer från lägre råvarupriser, minskad global handel och svagare kapitalflöden. De finans- och penningpolitiska utrymmena är också generellt sett mindre bland EM-ekonomierna, med det viktiga undantaget Kina. Peking har dock valt att vara återhållsam i sin stimulans av ekonomin. En återhämtning kommer nästa år men innan ett vaccin är tillgängligt blir tillväxten trevande.

I de två senaste Nordic Outlook har vi lyft fram tecken på en annalkande återhämtning bland EM-ekonomierna efter drygt två år av undermålig tillväxt och dyster stämning på marknaderna. Även om vissa orosmoln fanns kvar hade ett flertal indikatorer som inköpschefsindex, internationell handel och industriproduktion bottnat ut och börjat stiga gradvis. Sällan har utsikterna ändrats så radikalt på endast tre månader.

Vår tidigare prognos om en viss uppväxling i tillväxttakten till 4,2 procent 2020 har nu reviderats till en nedgång av BNP med 0,6 procent. Det innebär ett huvudscenario där EM-ländernas ekonomier krymper för första gången sedan tillförlitlig statistik börjat föras efter andra världskriget. En återhämtning sker nästa år då BNP i vårt EM-aggregat ser ut att växa med drygt 6,0 procent vilket dock inte är tillräckligt för att kompensera för förlusterna i år. EM-ekonomierna kommer inte att återhämta sig lika snabbt som vid SARS-epidemin 2003 eftersom restriktioner på resande och folksamlingar kommer att finnas kvar i någon form åtminstone till dess att ett vaccin finns tillgängligt, vilket sannolikt tar minst ett år.

Exakt hur Covid-19-pandemin kommer att slå EM-ekonomierna är svårt att förutspå. Många länder har i genomsnitt yngre befolkningar än de mer utvecklade ekonomierna, vilket talar för en mildare effekt på ekonomin. Lägre inkomstnivåer gör också att invånarna reser mindre än i de mer industrialiserade länderna vilket bör göra spridningen något långsammare.



Det finns också faktorer som drar åt motsatt håll. Hög befolkningstäthet i många storstäder, samboende över generationerna på landsbygden och bristande sjukvårdsresurser skulle kunna göra att krisen slår hårdare mot EM-ekonomierna speciellt jämfört med Västeuropa och Nordamerika. Lågt förtroende för myndigheterna i många länder, framför allt i Afrika, gör att restriktioner kan bli svåra att implementera.

BNP-tillväxt, BRIC-länder
Årlig procentuell förändring

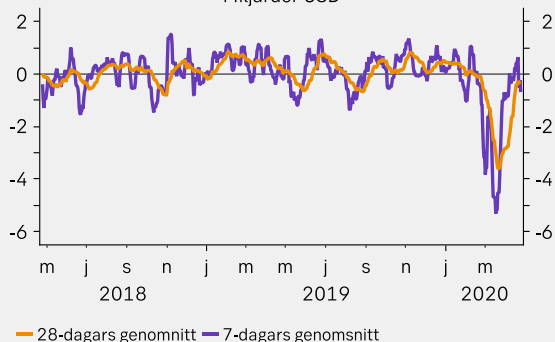
	2018	2019	2020	2021
Kina	6,7	6,1	2,0	9,0
Indien	6,1	4,3	2,0	5,3
Brasilien	1,3	1,1	-5,2	3,0
Ryssland	2,5	1,3	-5,6	3,7
EM-ekonomier, totalt	4,7	4,1	-0,6	6,1

Källa: IMF, SEB

Det finns lite utrymme för penningpolitiska lättnader när inflationen pressas ned av fallande oljepriser och svag efterfrågan. Centralbanksstimulanser i USA, Europa och Japan ökar också manöverutrymmet. Vi väntar oss därmed ytterligare räntesänkningar av centralbanker i EM. Penningpolitisk stimulans i form av kvantitativa lättnader kommer dock endast kunna genomföras i ett fåtal länder i Centraleuropa, Chile, Singapore, Taiwan och Sydkorea. Hotet att regeringar skulle frestas att monetarisera statsskuden och därmed driva upp inflationsförväntningar och marknadsräntor gör att andra centralbanker i EM inte kommer kunna utnyttja kvantitativa lättnader.

Inskränkta penningpolitiska valmöjligheter, i och med att vägen genom kvantitative lättnader är stängd, begränsar möjligheterna till finanspolitiska åtgärder. Statsskuden i tillväxtländerna har ökat från 34 procent av BNP 2008 till 53 procent 2019 enligt IMF, vilket betyder att ett flertal EM ekonomier nått gränsen för hur mycket de kan låna utan att driva upp räntenivån till ohållbara nivåer. Ett flertal regeringar har redan vänt sig till IMF för stöd framförallt i de allra fattigaste länderna. Sannolikt kommer även ekonomier som Sydafrikas och Turkiets att behöva stöd av IMF.

Utländska köp av EM obligationer & aktier
Miljarder USD



Källa: Institute of International Finance (IIF), Macrobond, SEB

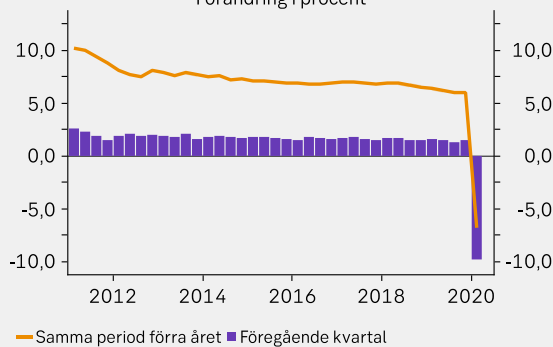
EM-ekonomierna är generellt beroende av utländska kapitalinflöden men Covid-19-krisens utbrott orsakade

rekordstora utflöden. Även om situationen stabiliserats den senaste månaden kommer kapitalflödena vara svaga så länge det finns en risk för ytterligare vågor av smittspridning och nedstängningar. En komplicerande faktor för en del länder är att remitteringar av arbetsinkomster utomlands lär sjunka rejält på grund av permitteringar och stigande arbetslöshet framförallt i tjänstesektorn. Libanon är starkt beroende av dessa flöden och står i en klass för sig själv, men även Ukraina, Filippinerna och Mexiko är i behov av inkomst-remitteringar.

Kina – först att stänga och öppna

Eftersom Kina var först ut att drabbas av corona-utbrottet påverkades ekonomin märkbart redan första kvartalet då nedstängningar i flertalet regioner i februari bidrog till att BNP-föll med hela 6,8 procent i årstakt. Därmed bröts de senaste årens mönster med mistänkt stabil officiell BNP-statistik med endast obetydliga avvikelser från myndigheternas tillväxtmål. Under andra kvartalet har aktiviteten börjat återhämta sig i takt med att myndigheterna gradvis släppt på de restriktioner som infördes för att stoppa smittspridningen. Uppgången drivs främst av tillverkningsindustrin medan tjänstesektorn och konsumtionen har uppvisat en långsammare återhämtning. Vi uppskattar att industriproduktionen i april nådde mellan 90 och 95 procent av volymen innan utbrottet av Covid-19.

Kinas BNP-fall kommer ha bestående effekter
Förändring i procent



Källa: China National Bureau of Statistics (NBS), Macrobond, SEB

Två faktorer talar för att återhämtningen blir långsam.

Kvarstående risker för en ny våg av smittspridning utgör en motvind för kinesisk ekonomi. Myndigheterna har redan tvingats återinföra partiella restriktioner i vissa regioner, främst i de norra delarna som gränsar mot Ryssland. Inbromsningen i världsekonomin hämmar också genom att hålla tillbaka exporten. Preliminär statistik över Sydkoreas export kan ses som en ledande indikator och den uppvisar en minskning med 24 procent i årstakt i april vilket i kombination med stigande arbetslöshet och fortsatta restriktioner på resande sannolikt betyder att global handel kan minska med runt 20 procent i år. Peking har också varit relativt försiktig med att stimulera ekonomin då man vill undvika en stor uppgång av en redan hög skuldnivå. Penningpolitiken har dock blivit mer expansiv och vi väntar oss ytterligare lättnader de kommande månaderna då inflationen ser ut att falla och understiga målet på 3,0 procent. Främst kommer det handla om lättnader inriktade mot små och

medelstora företag, men även den övergripande styrräntan (ett-åriga "Loan Prime Rate", LPR) kommer att sänkas till 3,75 från nuvarande 3,85 procent.

Sammantaget förväntar vi oss att ekonomin växer med 2,0 procent i år och med 9,0 procent 2021 när behandlingar och eventuellt vaccin mot Covid-19 finns tillgängliga och global ekonomi börjar återgå till mer normal aktivitetsnivå. Det finns dock en risk att tillväxten blir lägre. Daglig statistik på konsumtion kan inte direkt översättas till BNP. Att döma av bland annat försäljning av fastigheter, kolkonsumtion, luftföroreningar, trafikmängd, containerfrakt, och biobesök i april verkar den ekonomisk aktiviteten ha varit 15 till 20 procent lägre än motsvarande period 2019.

En del i den första fasen av handelsöverenskommelsen med USA som skrevs under i januari var att Kina förbinder sig att inte manipulera valutan i syfte att vinna exportfördelar. Den kinesiska yuanen ser i vilket fall ut att försvagas till 7,20 mot dollarn i tredje kvartalet i år innan den återhämtar sig till 7.18 mot slutet av året och 7.10 i slutet av 2021.

Indien – Världens största utgångsförbud

Indien stängde abrupt ner nästan all produktion den 22 mars. Initialt skulle restriktionerna gälla i tre veckor men de har förlängts till den 17 maj. Myndigheterna har dock börjat lätta gradvis på sina inskränkningar och vissa sektorer och regioner tillåts att återuppta produktionen för att undvika en ekonomisk och humanitär katastrof. Miljoner människor, som i stort sett levde på vad de tjänade för dagen, är beroende av nödhjälp från staten eller andra organisationer. Att starta upp produktion igen försvåras dock av brist på arbetskraft. Många gästarbetare återvände till sina hemregioner när restriktionerna infördes och de har ännu inte fått tillåtelse att resa tillbaka till sina arbetsplatser.

Av BRIC-länderna är risken för social oro och våldsamerheter störst i Indien och Brasilien

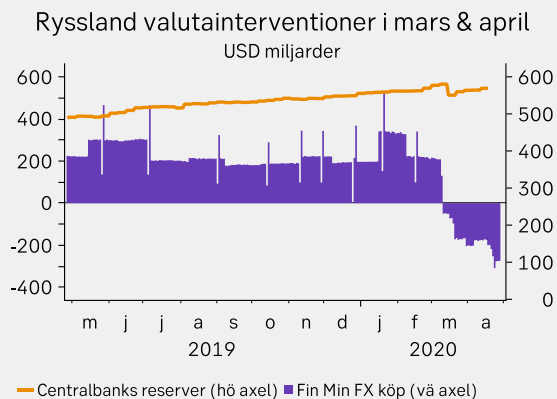
Centralbanken har sänkt styrräntan och försökt injicera likviditet i ränte- och valutamarknaderna. Man har ändå inte lyckats förhindra marknadsstörningar i form av stängda räntefonder som i förlängningen kan bidra till en kapitalflykt från räntemarknaden. Centralbanken har också lättat på kreditregleringar för att underlätta utlåning och för bankerna att ge anstånd med betalningar. Fler penningpolitiska lättnader kommer att behövas och vi förväntar oss att styrräntan, som för närvarande ligger på 4,40 procent, slutar 2020 på 3,90 procent där den ligger kvar till slutet på 2021 då den höjs till 4,15 procent.

De finanspolitiska åtgärderna har varit begränsade och uppgått till knappt 1 procent av BNP, främst bestående av utdelning av mat och kontanter till de allra fattigaste. En begränsning är budgetregleringar tänkta att hindra alltför stora budgetunderskott. Premiärminister Modi och hans regering lär dock bli tvungna att lätta på reglerna och besluta om ytterligare finanspolitiska åtgärder. Utrymmet är dock begränsat med en statsskuld som närmar sig 70 procent av BNP.

Covid-19-krisen slog till mot indisk ekonomi i ett redan svagt läge. Myndigheterna uppskattar att tillväxten stannade vid 5 procent för det budgetår som slutade 31 mars 2020; den lägsta nivån på 6 år. Vi förväntar oss en BNP tillväxt på 2,0 procent i år och 5,3 procent 2021. Indien är dock ett av de länder där risken för social oro är som störst. När restriktionerna släpps är risken stor för våldsamerheter riktade mot den muslimska minoriteten samt även mot arbetskraft från andra regioner. Social oro är utgör således en risk för den ekonomiska återhämtningen.

Ryssland – Tidiga men otillräckliga steg

Covid-19-pandemin påverkar rysk ekonomi både genom lägre oljeintäkter och genom att myndigheterna liksom i andra länder tvingats stänga ner ekonomin för att bromsa smittspridningen. Ryssland var en av de första länderna att stoppa besökare från Kina, men dröjde sedan med att ta ytterligare steg. Moskva var först med att införa utgångsförbud i slutet på mars. President Putin införde en arbetsfri månad i början på april vilken har förlängts till 11 maj. Även om en del sektorer kommer att se lättnader ser det realistiskt ut att alla kommer kunna återgå till sina arbeten vid det datumet.



Kremls svar på krisen har hittills varit relativt försiktigt jämfört med Västeuropa och USA. De finanspolitiska åtgärder som annonserats uppgår till mellan 2 och 3 procent av BNP men det är oklart hur mycket som innebär nya utgifter och hur mycket som är omprioriteringar. Regeringen har samtidigt aviserat skatthöjningar för höginkomsttagare för att delvis finansiera stimulansåtgärderna; en strategi som sannolikt drivits av den ekonomiskt ortodoxe finansminister Siluanov. Försiktigheten speglar en ovilja att öka statsskulden, vilket skulle kunna leda till ett beroende av framförallt utländska investerare som i sin tur skulle kunna påverkas av amerikanska eller

europiska sanktioner. Den speglar också viljan att prioritera Putins nationella projekt för att öka produktiviteten och tillväxten som sjösattes efter presidentvalet 2018. Att ge upp projekten skulle också kunna försvaga Putin inför folkomröstningen rörande förändringar i konstitutionen som skall tillåta honom att sitta kvar vid makten efter 2024. Omröstningen var planerat till den 22 april, men har blivit uppskjutet på obestämd framtid på grund av Covid-19-krisen.

Den ryska centralbanken (CBR) lämnade räntan oförändrad i mars för att inte ytterligare försvaga rubeln som då tappat mer än 20 procent mot dollarn sedan årsskiftet. Efter att rubeln återhämtat sig något sänktes räntan med 50 räntepunkter i april till 5,50 procent samtidigt som dörren lämnades öppen för ytterligare sänkningar om totalt 100 räntepunkter. Inflationen ser ut att stiga över målet på 4,0 procent de kommande månaderna främst på grund av försvagningen av rubeln, men det underliggande inflationstrycket är svagt. CBR:s bedömning ter sig realistisk och vi tror att styrräntan stannar på 4,50 procent 2020 innan den höjs till 5,00 procent i slutet av 2021 i takt med att ekonomin börjar växa och inflationen stiger.

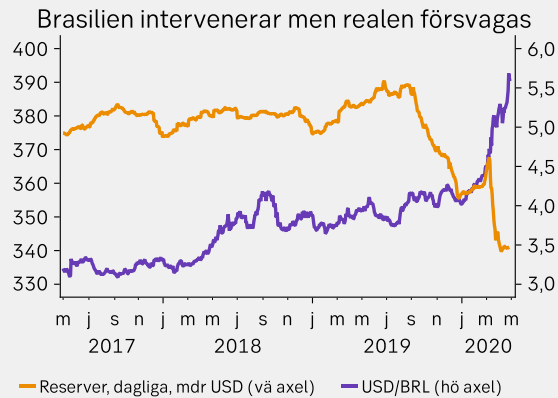
Sammantaget förväntar vi oss att BNP faller med mellan 5,5 och 6,0 procent i år främst på grund av effekterna av nedstängningen och utgångsförbuden. Det låga oljepriset och produktionsminskningen som Ryssland motvilligt kommit överens om med OPEC kommer också att hålla tillbaka ekonomin. Nedgången bromsas i viss mån av att Kreml lär använda sig av den nationella välfärdsfonden som uppgick till nästan 7 procent av BNP i slutet av 2019.

Brasilien – Faller tillbaka i politiskt krakel

Brasilien gick, liksom Indien, in i Covid-19-krisen från en svag position med en tillväxt på endast 1,1 procent 2019. President Bolsonaro har varit ovillig att vidgå allvaret i hotet från utbrottet och har kritiserat regionala myndigheter för deras, i hans mening, alltför hårda och långtgående restriktioner. Covid-19-krisen har accentuerat en underliggande konflikt mellan presidenten och kongressen. Den har också förvärrat interna oenigheter i Bolsonaro-administrationen. Efter en utdragen period av offentliga spänningar bytte Bolsonaro ut sin respekterade hälsominister i april. Senast att säga upp sig var den populära och respekterade justitieministern Moro (som ledde "Lava Jato"-utredningarna) efter att han anklagat presidenten för att ha försökt påverka en pågående polisutredning och ljugit om varför han sparkat den federala polischefen. För tillfället verkar ekonomiminister Guedes sitta säkert, men i takt med Bolsonaros ställning försvagas ökar risken för finanspolitisk disciplin offras när Covid-19-krisen bedarrat.

Konflikterna har lett att Brasilien agerat sent och med dålig koordination mellan centrala och lokala myndigheter. De direkta finanspolitiska åtgärder som trots allt beslutats uppgår till endast runt 1 procent av BNP. Bolsonaros ovilja att stimulera ekonomin har lett till att grupperingar i kongressen börjat ta saken i egna händer med populistiska förslag som att tvinga företag

att finansiera ökade utgifter genom att låna ut till staten. Med en statsskuld på över 90 procent av BNP finns det inte mycket utrymme för finanspolitiska stimulansåtgärder. Inflationen har hållit sig på historiskt låga nivåer (3,3 procent i mars 2020, dvs under målet på 4,0 procent) vilket har tillåtit centralbanken att sänka räntan till 3,75 procent, den lägsta någonsin. Vi väntar oss ytterligare en sänkning till 3,50 procent vid mötet den 6 maj 2020.



Källa: Macrobond Financial AB, Central Bank of Brazil, SEB

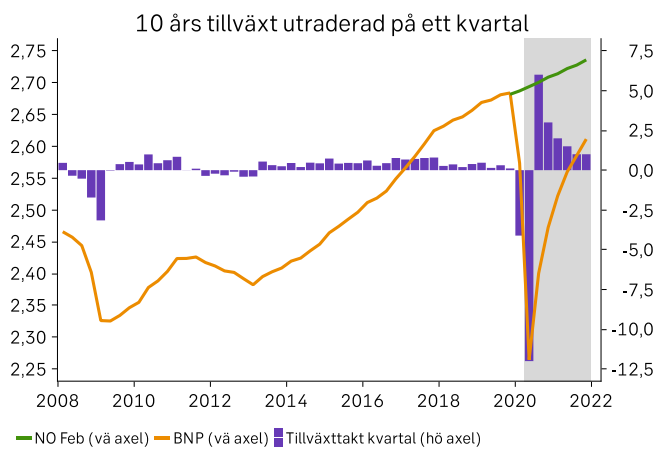
Exporten har inte fallit så mycket som befarat i mars, men med tanke på inbromsningen i global ekonomi lär nedgången accelerera de kommande månaderna. Liksom i andra länder är stora delar av Brasiliens ekonomi för närvarande stängd och restriktionerna ser ut att finnas kvar åtminstone till slutet av andra kvartalet. Vi väntar oss att BNP faller med mellan 5,0 och 5,5 procent i år och att återhämtningen nästa år förblir långsam med en tillväxt på mellan 2,5 och 3,0 procent bl a på grund av politisk förlamning.

Den brasilianska realen noterade en ny rekordsvag nivå på 5,65 mot den amerikanska dollarn efter Moros avgång. Då pressen på oljepriset och andra råvaror ser ut att bestå de kommande månaderna lär nya bottenrekord nås innan ekonomin och realen stabiliseras långsamt. Vi väntar oss att realen hamnar på 5,40 mot dollarn i slutet av 2020 och 5,90 i slutet av 2021.

Euroområdet

Krisen blottlägger åter nord-syd spänningar

Pandemins framfart och nedstängningar pressar in regionen i en djup recession och även om vi väntar oss en återhämtning under andra halvåret kommer det att ta tid att reparera skadorna. Finans- och penningpolitiska stimulanser duggar tätt för att skydda företag och konsumenter. Krisläget gör att Bryssel ser mellan fingrarna när underskotten ökar men liksom under eurokrisen ökar spänningarna mellan syd och nord. BNP faller med 9,6 procent 2020 och växlar 2021 upp med 6,2 procent.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,9	1,2	-9,6	6,2
Arbetslöshet*	8,2	7,6	11,9	12,2
Löner	2,2	2,0	1,0	2,0
KPI	1,8	1,2	0,4	1,3
Offentligt saldo**	-0,5	-0,6	-11,4	-6,5
Offentlig bruttoskuld**	85,8	84,1	103,7	114,2
Inlåningsränta***	-0,40	-0,50	-0,50	-0,50
EUR/USD***	1,15	1,12	1,14	1,20

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

Stimulanser hjälper men stoppar inte nedgången

Inledningen av 2020 var oväntat starkt men därefter har nedstängningar orsakat ett tvärstopp i ekonomin. Indikatorer som PMI har dykt till nivåer vi aldrig tidigare sett och ligger långt under finans- och eurokrisen. Indikator kollapsen är dock svår att omsätta i tillväxteffekt eftersom svaren bara indikerar att en försämring sker men inte anger nedgångens magnitud. Mer frekventa data som elanvändning och omsättningen på kreditkort behövs därför som komplement till en analys av sektoriell nedstängningsgrad. Sådana observationer ligger bl a till grund för franska INSEE bedömning att varje månad med den nedstängningsgrad vi nu har ger ett tillväxttapp för helåret på 3 procentenheter.

Policyresponser har denna gång varit betydligt snabbare än under finans- och eurokriserna. Flera krispaket har lanserats med fokus att stötta hushållens inkomster och undvika utslagning av drabbade företag oaktat om orsaken är produktionsstopp eller efterfrågebortfall. Vissa åtgärder ger en direkt stimulansseffekt, men tyngdpunkten ligger på att ge företag möjligheter att ta upp garanterade lån eller skjuta upp vissa skattebetalningar. På central nivå i Bryssel har man också tillfälligt pausat regelverken kring skuld och underskott. Tyskland, som tidigare fått kritik för en alltför försiktig finanspolitik, har nu annonserat reformer för mer än 4 procent av BNP samt lån och garantier på flera 10-tals procent av BNP. Länder som Italien och Spanien har presenterat direkta stimulanser kring 1 procent av BNP, trots att man har drabbats hårdare än andra. Skillnaderna i manöverutrymme mellan Tyskland och Sydeuropa lär bli än tydligare när exitpolitiken ska formuleras även om det ser ut att kunna bli en EU-överenskommelse om gemensamma stimulanser framför allt riktade till de mest krisdrabbade länderna.

Uppblossande spänningar inom EU-samarbetet. När krispolitikens mest akuta fas är över kommer exitpolitiken och EU:s respons allt mer i fokus. Det råder fortsatt stor oenighet om hur mycket Bryssel kan göra. På samma sätt som under eurokrisen leder konflikterna kring utformningen av gemensamt krisstöd till de mest drabbade länderna till frågor kring EU och euroområdets överlevnad. Sannolikt ser vi nu återigen prov på retoriska överslag och EU-samarbetet lär fortsätta präglas av långsam manövertakt men ändå försiktiga framsteg. I slutändan lär man landa i mer stöd, både i form av bidrag och lån till de mest drabbade. Sammantaget väntas euroområdets offentliga underskott stiga till över 10 procent av BNP i år. Underskottet och BNP-fallet trycker upp skuldkvoten till 100 procent av BNP i år för att sedan stiga något långsammare 2021 när underskottet minskar till drygt 6 procent och nominell BNP växer ganska kraftigt. Fler av de länder som drabbats hårdast är också de länder som ännu inte skakat av sig alla problem sedan eurokrisen vilket förvärrar utgångsläget. Italien hamnar åter i fokus vad gäller högt offentligt underskott och skuld och det finns en oro kring stigande lånekostnader. ECB:s interventioner är en viktig pusselbit i krishanteringen med stora obligationsköp som dessutom kommer att bortse från försämrade kreditbetyg, vilket är av stor vikt för länder som Italien.

Kraftigare BNP-fall i syd än i nord

Samtliga länder kommer att drabbas hårt av krisen med stora efterverkningar på arbetsmarknad, offentliga finanser och samhället i stort. Även om det finns skillnader i tidsförlopp, omfattning av sjukdomsfall och efterföljande nedstängningar blir skillnaderna i sammanhanget inte så stora. Ekonomiers branschfördelning spelar också viss roll för länder i Sydeuropa, som t ex Spanien som är mycket beroende av turistrelaterad konsumtion, kommer rese-restriktionerna att slå extra hårt också på lite längre sikt. Skillnader i

finanspolitiskt utrymme och underliggande tillväxtpotential kommer dock troligen att få större betydelse för återhämtningsförloppet. Sammantaget gör detta att nedgången för Italien och Spanien kommer att bli djupare än för Tyskland. Frankrike hamnar någonstans mitt mellan. Även om vi väntar oss att BNP börjar vända uppåt redan mot slutet av andra kvartalet blir fallet för helåret 2020 rekordstort med ett BNP på nästan 10 procent för euroområdet som helhet. För de fyra stora ekonomierna ligger BNP-fallet mellan 8 och 12 procent. Kvardröjande effekter av pandemin, social distansering, lägre företagsinvesteringar och tveksamma hushåll som drabbats av stigande arbetslöshet gör att bara ca hälften av BNP-tappet återtas 2021.

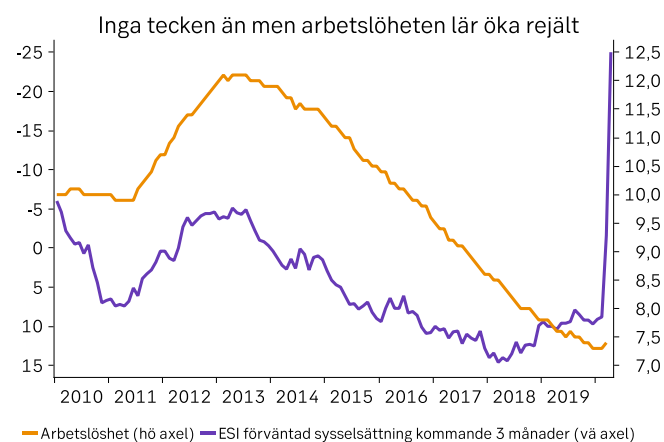
ECB med QE i fokus, avstår i det längsta med att sänka räntan ytterligare

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Tyskland	1,5	0,6	-7,7	5,8
Frankrike	1,7	1,3	-9,5	6,2
Italien	0,8	0,3	-11,5	6,5
Spanien	2,4	2,0	-11,7	6,6
Euroområdet	1,5	0,6	-7,7	5,8

Källa: Eurostat, SEB



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

Indirekta effekter ger en lång uppförbacke

Hur efterfrågan påverkas på lite sikt är också viktigt för återhämtningsförloppet. Hushållens humör har kraftigt försämrats och företagsinvesteringarna lär minska i spåren av fallande kapacitetsutnyttjande. Tjänstebanscher lever med små marginaler och arbetskraften utgör en stor kostnad. Att minska antalet anställda blir nödvändigt för att sedan kunna återanställa i ett skede när efterfrågan kommer tillbaka. Arbetslösheten kommer därför att stiga snabbt även om vi redan nu ser tecken på en viss återstart av ekonomierna. Vår bedömning är att arbetslösheten kommer att toppa på 15-16 procent under hösten vilket kan jämföras med en topp runt 12 procent år 2013 i efterdyningarna av finans- och eurokriserna. Även om många kan återanställas hyfsat snabbt kommer arbetslösheten 2021 fortfarande att ligga ca 3 procentenheter över nivån den i februari/mars i år. Även när nedstängningarna i huvudsak har hävts blir krisens indirekta effekter utdragna för de mest utsatta ekonomierna. Frågan om en gemensam "återhämtningssond" kommer därför att förbli aktuell för att stötta dessa.

Låg inflation trots motstridiga krafter

Inflationen har stått och stampat kring 1 procent under flera år men visade under vintern vissa begynnande tecken på att stiga. Krisen kommer att påverka inflationen på flera sätt. På kort sikt kommer vi troligtvis att få se omfattande rabatter och prissänkningar för att locka tillbaka konsumenter. Vi kan också stå inför en ny typ av mätproblem när flera branscher stängt ner verksamheten. Att arbetsmarknaden försvagas kraftigt skapar en nedåtpress på inflationen också på lite längre sikt. Men det finns också krafter som går åt motsatt håll. Trots minskad efterfrågan på livsmedel i spåren av nedstängda restauranger kommer livsmedelspriserna antagligen att stiga i takt med olika produktions- och leveranskedjor bryts, eller görs om. Svårigheter att ta in säsongsarbetare kan bidra till problem att så och skörda, och viss matproduktion kommer helt enkelt att kasseras. Pressen uppåt på livsmedelspriserna kommer troligen att bestå under en längre tid. Därtill går det inte utesluta att EU omvärderar viss strategisk produktion till att produceras inom unionen trots väntade merkostnader. Lyfter man blicken till en längre tidshorisont kan man heller inte utesluta att de massiva penningpolitiska stimulanserna till slut kan få inflationen globalt att stiga (se mer i Internationell översikt).

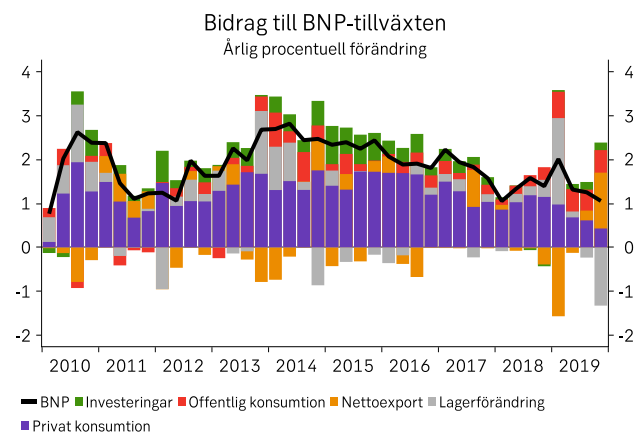
Fokus på tillgångsköp när ECB bekämpar krisen

För ECB:s del hamnar nu inflationen i bakgrunden när krisbekämpningens fokus nu blir att stötta den realekonomiska utvecklingen och undvika alltför stora störningar i det finansiella systemet. En redan rekordlåg ränta gör att balansräkningen får användas för stimulanser. Efter en viss tvekan jämfört med t ex Fed meddelade ECB i slutet av mars ökade tillgångsköp och ett speciellt coronapaket beslutades. För att underlätta stöd har också kravet på motåtgärder för att aktivera ECB:s krismekanism ESM minskat. Ett viktigt beslut, och ett avsteg från tidigare principer, var att köpen i alla fall på kort sikt inte är låsta av den gängse länderfördelning (proportionellt enligt ländernas ekonomiska storlek) vilket möjliggör en disproportionsellt större andel för ekonomier med större problem. Detta beslut var dock omstritt, vilket visar att spänningarna kring krispolitiken också finns inom ECB:s väggar. Ytterligare räntesänkningar kan inte uteslutas men vi tror att ECB ser starka motiv att undvika sådana. Stimulans effekterna är små och osäkra medan däremot banksystemet skulle pressas av räntenivåer som når ännu längre in på negativt territorium. Banker i t ex Tyskland och Italien är redan hårt pressade och i nuläget vore det mycket olyckligt om situationen förvärrades på ett sätt som allvarligt skulle hämma deras utlåningskapacitet.

Storbritannien

Avmattning redan innan viruset slog till

Storbritannien är ett av de länder som valt att införa omfattande restriktioner för att minska spridningen av coronaviruset och självklart slår det hårt mot tillväxten. Samtidigt var ekonomin redan inne i en tydlig avmattningsfas, delvis relaterad till Brexit. Detta gör att den brittiska ekonomin drabbas hårdare än andra jämförbara länder med ett BNP-fall på 11,6 procent 2020. Den sista december i år löper övergångsperioden ut och då måste det finnas ett handelsavtal med EU på plats.



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

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,4	1,5	-11,6	4,3
Arbetslöshet*	4,1	3,8	11,0	8,0
Löner	2,9	3,5	2,2	1,6
KPI	2,5	1,9	0,9	1,4
Offentligt saldo**	-2,2	-2,1	-8,3	-5,5
Offentlig bruttoskuld**	85,7	85,4	95,7	95,8
Styrränta***	0,75	0,75	0,10	0,10
EUR/GBP***	0,90	0,85	0,86	0,82

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

Indikationer på en avmattning i brittisk ekonomi fanns på plats

redan innan coronaviruset tog över scenen. Liksom i USA drivs tillväxten främst av hushållens konsumtion som de senaste åren gradvis har mattats. Sista kvartalet 2019 stagnerade BNP helt och bidraget från konsumtionen stannade vid 0,4 procent; lägsta noteringen sedan finanskrisen. Hushållens efterfrågan började mattas trots att arbetslösheten var rekordlåg och att lönerna ökat i hygglig takt under en längre period. Vi har betonat de brittiska hushållens utsatta position där främst ett lågt sparande innebär små marginaler om något oförutsett skulle inträffa. Nu har coronaviruset skapat en sådan situation och Storbritannien är ett av de länder som valt att införa omfattande restriktioner för att minska spridningen. Givet ett besvärligt utgångsläge är risken stor att Storbritannien ekonomiskt drabbas hårdare än andra länder.

Tjänstesektorn pressas av nedstängningar. Medan den mer exportorienterade tillverkningsindustrin under en längre tid har hämmats av osäkerheten från Brexit har den inhemskt orienterade tjänstesektorn visat motståndskraft. Att nedstängningen av ekonomin nu främst slår mot just tjänstesektorn gör därför ekonomin extra sårbar. Förtroendet inom tjänstesektorn föll från en bra bit över 50 i februari till 34,5 i mars och störtade till 12,2 i april. BNP väntas falla med 5,6 procent under första kvartalet, men en mer dramatisk nedgång väntas under det andra kvartalet. Det snabba fallet i sentimentsindikatorerna under mars och april är mycket djupare än under finanskrisen, vilket talar för ett betydligt kraftigare fall i BNP nu. Vi räknar med att BNP faller knappt 12 procent andra kvartalet jämfört med det första. En betydande del av nedgången lär dock tas tillbaka under andra halvåret men BNP-fallet lär ändå bli större än i t ex USA och Tyskland. BNP-tillväxten för helåret 2020 väntas hamna på -11,6 procent. Återhämtningen fortsätter under 2021 och årstillväxten blir då 4,3 procent. Även den brittiska regeringen har sjösatt en rad räddningspaket för att försöka mildra nedgången i privat efterfrågan och att se till att företag överlever krisen. Det offentliga underskottet stiger till 8,3 procent av BNP under innevarande budgetår.

Brittisk arbetsmarknad har varit rekordstark under flera år och så sent som i december låg arbetslösheten på 3,8 procent. Tecken på avmattning kunde skönjas redan innan nedstängningen av ekonomin och arbetslösheten kommer nu att stiga snabbt och väntas nå 11 procent under sommaren. Även om många kan återgå till jobbet under andra halvåret kommer arbetslösheten att ligga kvar på en högre nivå under hela prognosperioden när företag utnyttjar möjligheten att genomföra rationaliseringar samtidigt som efterfrågan inte repar sig fullt ut.

Den brittiska centralbanken (BOE) har reagerat snabbt och beslutsamt under coronakrisen. 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 finansiella institutioner. Givet den återhämtning vi räknar med under andra halvåret bör dessa åtgärder vara tillräckliga och möjligen kan man skala ner omfattningen på vissa stödprogram mot slutet av året. Styrräntan väntas dock ligga kvar på nuvarande nivå under hela prognosperioden. Pundet tog stryk i mars och vi är alltså negativa till pundet. Skälet är att övergångsreglerna kopplade till EU-utträdet i januari upphör i december vilket gör att Storbritannien riskerar att lämna EU utan ett nytt handelsavtal på plats. Så länge den risken kvarstår kommer det att spilla över i ett svagare pund. Vi räknar dock med att detta i slutänden inte tillåts ske varför pundet bör återhämta sig under senare delen av året. Prognosen för GBP/SEK är 12,00 i slutet på 2020 och 12,00 i slutet av 2021

Norden

Sverige

Mjukare nedstängningsstrategi dämpar BNP-fallet till 6,5 procent 2020. Sysselsättningen tvärbromsar men fallet blir ändå mildare än på 1990-talet. Riksbanken drar upp QE-köpen men avstår från att ånyo gå under noll med räntan.

Sida 33

Norge

Förutom Covid-19 har oljeprisfallet slagit hårt mot ekonomin. Oljeinvesteringar faller med nästan 25 procent 2020-2021 och fundamenta för hushållen ser svaga ut. Valutan stärks men är fortsatt svag.

Sida 37

Danmark

Trots relativt mildt virusutbrott blir BNP-fallet värst i Norden. Goda statsfinanser möjliggör dock stora stimulanser. När andra centralbanker sänker har dock centralbanken, precis som 2008, tvingats höja för att försvara valutapeggen.

Sida 39

Finland

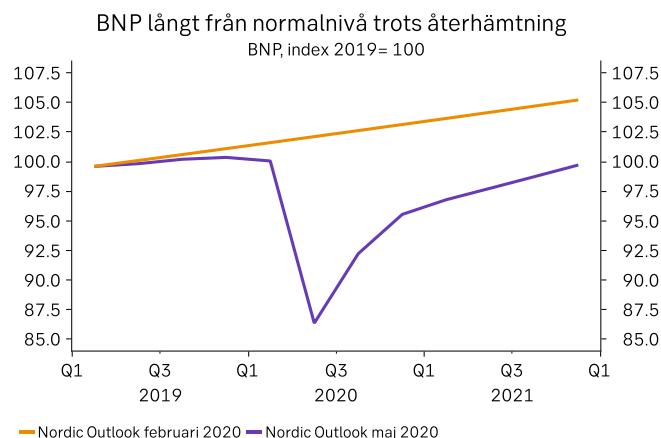
Den finska inbromsningen började redan i slutet av 2019. ECB och regeringen stimulerar men mer lär krävas för att ekonomin ska undvika att hamna i en långvarig stagnation som efter finanskrisen.

Sida 40

Sverige

Mjukare strategi ger lägre BNP-fall

Mjukare nedstängningsstrategi dämpar fallet för svensk ekonomi jämfört med andra länder. BNP-fallet på närmare 7 procent 2020 blir ändå det största i modern tid. Trots ekonomisk-politiska stimulanser ligger BNP-nivån även i slutet av 2021 nästan 5 procent lägre än i januariprognosen. Raset i sysselsättning blir inte lika dramatiskt som under 1990-talskrisen men arbetslösheten når ändå rekordhöga 14 procent under hösten. Statskulden stiger till 50 procent av BNP 2021.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,2	1,1	-6,5	5,0
Arbetslöshet*	6,3	6,8	11,0	11,0
Löner	2,5	2,5	1,2	2,0
KPIF	2,1	1,7	0,3	1,3
Offentligt saldo**	0,8	0,5	-7,5	-5,2
Offentlig bruttoskuld**	38,8	35,1	45,1	50,8
Reporänta***	-0,25	0,00	0,00	0,00
EUR/SEK***	10,13	10,51	10,35	10,00

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

Rekordstort BNP-fall andra kvartalet

BNP föll med måttliga 0,3 procent under första kvartalet men bedöms rasa med nästan 14 procent andra kvartalet. Trots en återhämtning andra halvåret sjunker BNP med nästan 7 procent helåret 2020; det största fallet på 150 år om man bortser från världskriget. BNP väntas därefter öka med 5 procent 2021. Den svenska nedgången väntas ändå bli mildare än i de grannländer som vidtagit mer omfattande nedstängningsåtgärder. Vår bedömning (se temaartikel på sid 35) är att ca 20 procent av svensk BNP föll bort under nedstängningarnas kulmen i april, vilket kan jämföras med 30-35 procent i länder som Italien och Frankrike. Data över omsättningen av hushållens kontokort tyder på en skillnad av ungefär samma storleksordning mellan Sverige och grannländerna Danmark och Norge. Vår prognos bygger på antagandet att graden av nedstängning länder emellan konvergerar under loppet av 2020. Detta är naturligtvis svårbedömt och att döma av den epidemiologiska debatten kan man tänka sig ett scenario där Sverige även på längre sikt kan hålla en större del av ekonomin öppen eftersom befolkningen uppnått en högre grad av immunitet. Men å andra sidan är det för tidigt att utesluta att en omprövning av den svenska strategin i mer restriktiv riktning tvingas fram den närmaste tiden.

Nedgången drivs främst av mer eller mindre nedstängda tjänstesektorer som i huvudsak är mycket personalintensiva. Detta står i kontrast till finanskrisen då främst kapitalintensiv exportindustri drabbades. Sysselsättningen väntas minska med som mest sju procent under hösten varefter en gradvis återhämtning sker. Arbetslösheten väntas toppa på närmare 14 procent i slutet av 2020 (se temaartikel) för att sedan falla tillbaka till 9,5 procent mot slutet av 2021. Under 1990-talskrisen var nedgången i sysselsättning både djupare och mer långvarig. Däremot uppnåddes inte lika höga nivåer på den öppna arbetslösheten som vi nu förutser. Detta berodde dels på att vi då startade från en rekordlåg arbetslöshetsnivå nära 1 procent men också på att de arbetsmarknads-politiska åtgärderna var mer omfattande vid denna tid.

Svårbedömda efterfrågeeffekter på längre sikt

De flesta svenska industrisektorer har kunnat hålla igång produktionen och fordonsindustrin har nu delvis återstartats efter produktionsstopp på grund av komponentbrist. Efterfrågan, både inom och utanför landet, har dock fått sig en rejäl törn och export av både varor och tjänster faller kraftigt i närtid. När efterfrågan tar fart igen uppstår nya utmaningar med störda produktionskedjor och risker för flaskhalsar. På sikt är det möjligt att vi får se ökade krav att av beredskapsskäl hålla viss produktion inom landet t ex när det gäller läkemedel och livsmedel. Total beräknas exporten falla med 15 procent i år och stiga med 11 procent 2021.

Investeringar och konsumtion kommer också att hämmas av indirekta effekter i spåren av lägre kapacitetsutnyttjande, stigande arbetslöshet och fallande bostadspriser. Med viss eftersläpning kommer byggandet av kommersiella fastigheter att minska märkbart. Bostadsbyggandet hålls uppe på kort sikt men antalet påbörjade lägenheter har redan börjat minska vilket leder till att bostadsinvesteringarna faller med ungefär 15 procent fram till mitten av 2021 för att därefter stabiliseras. Stigande offentliga investeringar bidrar dock till att mildra nedgången och på lite sikt kan även ändrade produktionskedjor och återlokalisering av strategisk industri bidra till ökade investeringar. Vi räknar med att investeringarna faller med 15 procent i år för att sedan återhämta sig med 8 procent under 2021.

Hushållens konsumtion väntas falla kraftigt i år. På kort sikt domineras utvecklingen av att nedstängningarna minskar

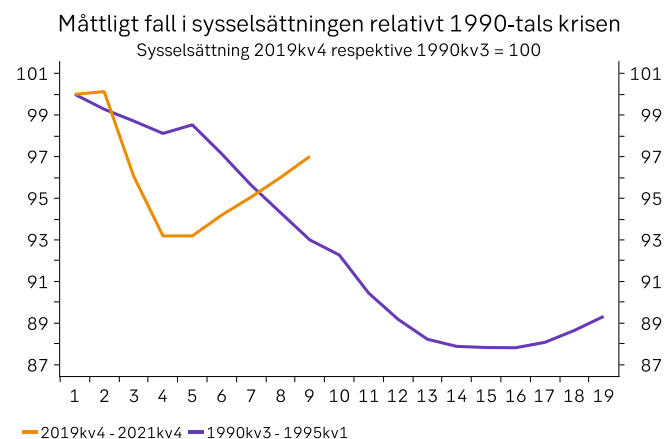
möjligheterna till konsumtion även om det är svårbedömt i vilken grad detta kan kompenseras av annan konsumtion. I viss mån lär t ex inhemskt resande kompensera turismnäringen för bortfallet av utländska besökare under resten av året. På längre sikt kommer konsumtionen främst att hämmas av lägre inkomster och ökat säkerhetssparande i spåren av stigande arbetslöshet och fallande bostadspriser. Nedgången i hushållens köpkraft dämpas dock av generösare regler i socialförsäkringssystemet och låg inflation. När arbetslösheten börjar sjunka 2021 ser vi dock utsikter för en viss nedgång i sparandet som möjliggör en konsumtionsökning på 3 procent efter det 5-procentiga fallet 2020.

Hushållens inkomster och sparande

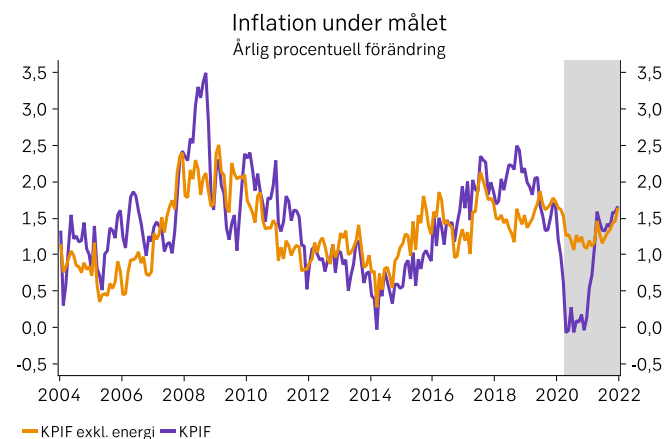
Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
Real disponibel inkomst	2,8	2,6	-1,8	1,0
Privat konsumtion	1,7	1,2	-5,0	3,0
Sparkvot	15,4	16,6	18,3	16,9

Källa: SCB, SEB



Källa: Macrobond, SEB



Källa: Macrobond, SEB

SEB:s Boprisindikator registrerade det största fallet någonsin i april och de faktiska bostadspriserna vände ned under slutet av mars. Preliminära beräkningar tyder på att bostadspriserna i storstäderna fallit med 4-6 procent fram till mitten av april. Prisfallen lär fortsätta och vi räknar med en nedgång på totalt 15 procent under året, vilket skulle innebära att priserna hamnar 7-8 procent under bottenivån från slutet av 2017. Under 2021 väntas bostadspriserna i stort sett vara oförändrade.

Expansiv finanspolitik i linje med omvärlden

De åtgärder som hittills rullats ut har varit i linje med de flesta jämförbara länder och de direkta stimulanserna motsvarar totalt ca 3 procent av BNP. Liksom under finanskrisen är dock lånegarantier för företag den största posten i åtgärdsprogrammet som därtill ges möjlighet att skjuta upp skatteinbetalningar. Totalt väntar vi oss ytterligare reformer motsvarande närmare 2 procent av BNP under resten av 2020 och 2021. Tillsammans med relativt starka automatiska stabilisatorer gör det att den offentliga sektorns underskott stiger till 7-8 procent av BNP. Detta är en högre nivå än under finanskrisen men inte riktigt i paritet med nivåerna under 1990-talskrisen. Nästa år minskar underskottet till ca 5 procent av BNP. Underskottet och BNP-fallet trycker upp skuldkvoten med 15 procentenheter till ca 50 procent av BNP i slutet av 2021. Stigande offentlig konsumtion mildrar delvis fallet i BNP-tillväxten. Sjukvårdskapacitet har byggts ut som en direkt följd av coronakrisen och vi lär se fortsatta satsningar på vårdsektorn som talar för ökande konsumtion även under 2021 då vi förutser en uppgång på nästan 5 procent. Ökade statsbidrag bidrar till att kommunernas verksamhet kan expandera trots vikande skatteintäkter.

Inflation under målet. Avtalsrörelsen har tagit paus till oktober och stigande arbetslöshet lär också bidra till lägre ökningarna än vi tidigare räknat med. Vi tror nu att löneökningarna stannar vid 1 procent i år och därefter med 2 procent 2021. Inflationen har fallit brant hittills i år. Drivkraften är främst sjunkande energipriser där en rekordbillig olja och el gör att KPIF-inflationen hamnar nära noll under resten av 2020; vissa månader lär negativ inflationstakt registreras. I närtid dominerar nedåtrycket även på andra områden och KPIF exklusive energi faller ned mot 1 procent från 1,5 procent under första kvartalet. Inflationsutsikterna länge fram är mer blandade med nedåtryck från låga löner medan risken för flaskhalsar när ekonomierna startar upp igen verkar i motsatt riktning. Strukturella skift med brutna internationella produktionskedjor och protektionistiska tendenser inom vissa sektorer talar också för lite högre inflation.

QE från Riksbanken. Riksbanken lämnade räntan oförändrad på noll procent i april och planerna för obligationsköp på 300 miljarder SEK under 2020 som beslutades i mars ändrades inte heller. Riksbanken signalerar fortsatt oförändrad ränta till slutet av 2020 och längre än så finns ingen prognos då läget anses vara alltför osäkert. Dörren är fortsatt öppen för en räntesänkning, men i dagsläget verkar direktionens majoritet oroas för baksidorna med negativa räntor till hushåll. Aprilmötet stödjer således vår syn att reporäntan kommer att ligga kvar på noll under överskådlig tid. Vi håller också fast vid att Riksbanken kommer att utöka sitt obligationsköpsprogram med ytterligare ca 300 miljarder. Låg tillväxt och inflation talar för att penningpolitiken behöver göras med expansiv och kraftigt stigande statligt lånebehov gör att Riksbanken kommer behöva utöka statsobligationsköpen för att hålla räntorna låga.

Tema:

Nedstängningsgrad

Sysselsättningsintensiva sektorer drabbas hårdast

De unika nedstängningar av stora delar av ekonomin i coronakrisens spår skapar behov av nya ansatser för BNP-prognoser. En analys av sektorers storlek och i vilken grad de stängts är ett sätt att uppskatta de ekonomiska konsekvenserna. Analysen visar att den svenska ekonomin som mest var nedstängd till ungefär 20 procent och att det ackumulerade BNP-fallet första och andra kvartalet uppgår till drygt 14 procent. Skattningar i en del andra länder pekar på att runt 30-35 procent av deras ekonomier var nedstängda i april.

Normal prognosmetodik grundad på t ex historiska jämförelser fungerar inte i nuläget och de utfallsdata som nu kommer in är redan föråldrade. Vår sektorsvisa ansats för Sverige visar att de hårdast drabbade sektorerna drar ned BNP med 4 procentenheter för helåret 2020. Det gäller t ex fordonsindustri, hotell och restauranger samt kultur- och sportevenemang. Detaljhandeln i Sverige har fortsatt att hålla öppet i högre grad än i omvärlden men försäljningen har ändå fallit kraftigt på många områden.

Ekonomin öppnas upp gradvis och försiktigt. Tabellen på nästa sida visar hur mycket produktionsutvecklingen i olika sektorer bidrar till det ackumulerade BNP-fallet första och andra kvartalet. Vissa delar av ekonomin ser ut att kunna öppna upp under sensvåren och sommaren medan andra delar kommer att vara nedstängda betydligt längre. Kultur- och sportevenemang har t ex redan ställts in under avsevärd tid och resandet, så väl utrikes som inrikes, kommer att förbli ytterst dämpat under sommarsemestern. Nedstängningarna kommer således att fortsätta hämma BNP under stora delar av året, om än i mindre grad än under andra kvartalet.

Brett efterfrågefäll förstärker nedgången. Utöver dessa direkta effekter kommer andra sektorer att indirekt drabbas av minskad efterfrågan. Exporten kommer att falla betydligt när

CLOSED

To prevent the spread of
COVID-19. STAY SAFE. WASH
YOUR HANDS! ♥

världsekonomin krymper och de viktigaste exportmarknaderna i Västeuropa och Nordamerika är hårt drabbade. Stigande arbetslöshet och fallande bostadspriser gör att hushållen blir försiktiga med att köpa bilar och andra varaktiga varor vilket leder till att sparandet ökar från en redan rekordhög nivå. Med lite fördröjning hämmas också investeringarna när efterfrågan och kapacitetsutnyttjandet faller.

Nedstängningens effekt på utsatta sektorer

Procent

Sektor	Andel av BNP	Ändring Q1&Q2	Bidrag BNP p e
Fordonsindustri	3,2	-80	-1,9
Hotell och restaurang	1,7	-40	-0,7
Handel	11	-25	-2,3
Resor och transport	4,0	-30	-1,8
Kultur/sport	2,0	-35	-2,2
Totalt	21		-7,9

Källa: SCB, SEB

Exportfall i paritet med finanskrisen. När det gäller effekterna kan man få viss vägledning av att sätta fallen i PMI och KI-barometern i historiska perspektiv. En avstämning måste dock göras mot nedstängningskalkylen för att undvika dubbelräkning. Exporten väntas falla med hela 15 procent under första halvåret. Detta är ungefär i paritet med nedgången under finanskrisen som dock skedde mer gradvis under ett år. På konsumtionssidan drabbas bilförsäljningen hårdast med en nedgång på 70 procent, men sällanköpsvaror och tjänster får också kännas vid stora fall. Livsmedelsförsäljningen bedöms däremot öka med 4 procent och den offentliga konsumtionen kommer att öka främst till följd av satsningar på sjukvården. Sammantaget ser BNP-fallet ackumulerat över första och andra kvartalet ut att landa på historiskt höga 14,0 procent, varav hela 13 procent sker under andra kvartalet.

BNP och dess efterfrågekomponenter

Procent

	Andel av BNP	Ändring Kv 1 & 2	Bidrag BNP p e
Privat konsumtion	44	-3	-0,5
Export	47	-15	-4,5
Investeringar	25	-5	-1,2
Offentlig konsumtion	26	+2	0,5
Total indirekt effekt			-6,1
Direkt effekt			-7,9
Total BNP kv1 och 2			-14,0

Källa: SCB, SEB

Press på sysselsättningsintensiva sektorer

Det är tydligt att arbetsintensiva sektorer drabbas hårt; en fjärdedel av jobben finns i de hårdast drabbade sektorerna. Historiskt har dock sysselsättningen i Sverige minskat i långsammare takt än BNP i ekonomiska nedgångar. Detta beror bl a på att många arbetsgivare behåller personal ("labour hording") för

att lättare kunna återstarta verksamheten när konjunkturen vänder. Denna tendens kan nu bli starkare än vanligt om nedgången ses som tillfällig bl a beroende åtgärder som t ex permitteringsbidrag.

Snabbt stigande arbetslöshet

Indikatorerna för sysselsättningen har försvagats i rekordsnabb takt de senaste månaderna med mer än 40 000 varsel i mars. Takten har nu avtagit något men antalet varsel i april hamnade på 26 800, vilket kan jämföras med tidigare rekordnivå för en enskild månad på drygt 20 000 i början av 1990-talet. Antalet varslade hittills motsvarar knappt 1,5 procent av total sysselsättning men fördelningen mellan sektorer är mycket ojämn. Vår uppskattning är att sysselsättningen i de utsatta sektorerna faller med som mest 290 tusen (5,5 procent av den totala sysselsättningen). Sysselsättningen faller med som mest sju procent 2020 vilket är mer än dubbelt så mycket som under finanskrisen.

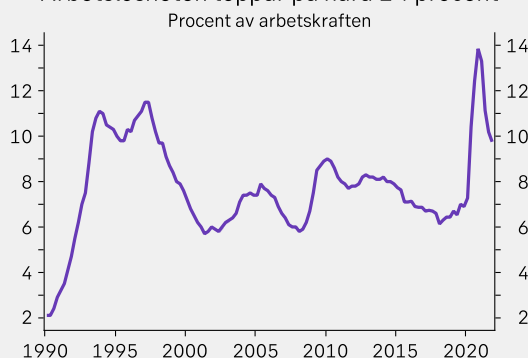
Sysselsättning i utsatta sektorer

Sektor	Anställda tusental	Förändr. tusental	Förändr. procent
Fordonsindustri	87	-40	-57
Hotell och restaurang	192	-90	-45
Handel	271	-40	-22
Resor och transport	250	-70	-48
Kultur/sport	173	-50	-45
Totalt	1 300	-290	-6,5

Källa: SCB, SEB

Arbetslösheten toppar runt 14 procent. På lite sikt bidrar regeringens permitteringsstöd till att dämpa antalet uppsägningar, vilket gör att sysselsättningen inledningsvis återhämtar sig relativt snabbt. Men antalet sysselsatta i slutet av 2021 är ändå 3-4 procent (motsvarande 170 000 personer) lägre än under 2019. En stor skillnad jämfört med finanskrisen är att det denna gång är arbetsintensiva tjänstesektorer som påverkas vilket har betydligt större effekter på arbetsmarknaden än industrinedgångar. Uppgången i arbetslöshet dämpas av en cyklisk nedgång i arbetskraftsdeltagande men arbetslösheten stiger ändå med ungefär fem procentenheter till knappt 14 procent i slutet av 2020. Därefter väntas arbetslösheten gradvis falla tillbaka till ca 9,5 procent i slutet av 2021.

Arbetslösheten toppar på nära 14 procent

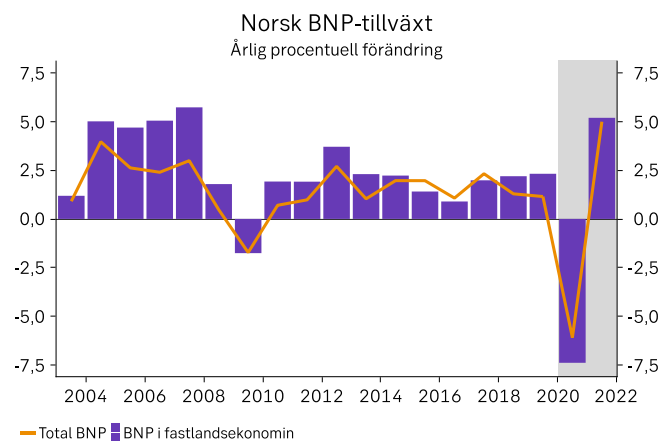


Källa: SCB, SEB

Norge

Lågt oljepris bromsar återhämtningen

Utbrottet av Covid-19 kombinerat med kollapsande oljepris kommer att få en stor negativ påverkan på norsk ekonomi. Fastlands-BNP väntas krympa med 7,4 procent under 2020, givet att restriktionerna rullas tillbaka under våren. Trots en oöverträffad policyrespons kommer återhämtningen att bli långsam och bromsas av fallande efterfrågan i oljesektorn och hög arbetslöshet. Osäkerheten är stor och nedåtriskerna överväger.



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,3	1,2	-6,1	5,0
Fastlands-BNP	2,2	2,3	-7,4	5,2
Arbetslöshet (AKU)*	3,9	3,7	6,2	5,8
Löner	2,8	3,5	2,0	1,8
KPI-ATE inflation	1,5	2,2	2,3	2,5
Styrränta*	0,75	1,50	0,25	0,25
EUR/NOK**	9,90	9,84	10,35	10,00

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

En omedelbar nedstängning av ekonomin

Tillväxten i fastlandsekonomin (exklusive olja, gas och sjöfart) nådde sin topp för den här cykeln under tredje kvartalet 2019. Aktiviteten var därmed redan på väg ner när pandemin bröt ut i Norge. Svagare efterfrågan i oljesektorn, måttligare investeringar i fastlands-ekonomin och försiktiga hushåll väntades leda till en trendlik tillväxt de kommande åren. Utsikterna har drastiskt förändrats sedan *Nordic Outlook* i februari. Regeringen reagerade snabbt på virusutbrottet med att införa omfattande åtgärder för att begränsa smittspridningen, inklusive reserestriktioner, social distansering, stängda skolor och dagis samt upphörande av vissa tjänster. Detta ledde till en nästan omedelbar nedstängning av ekonomin i mitten av mars, med ett fall i aktiviteten i fastlands-BNP på 14 procent under månaden. Samhället började gradvis öppnas upp den 20 april. De mest extrema restriktionerna rullas troligen tillbaka under andra kvartalet, men det kommer förmodligen att dröja innan både inhemsk och extern efterfrågan återhämtat sig.

Det inledande genomslaget på norsk ekonomi saknar motstycke i historien.

Enligt statistikmyndigheten, SSB:s, preliminära data, föll fastlands-BNP med 6,4 procent i mars, vilket ledde till en konsekutiv nedgång på 1,9 procent under första kvartalet (nationalräkenskaper publiceras 12 maj). Aktiviteten har fallit allra mest i tjänstesektorn, som står för 39 procent av BNP. Turism, resor, underhållning och restaurangtjänster har påverkats mest. Aktiviteten i offentlig sektor (19 procent av BNP) dämpas av bl a sådant som nedstängningen av skolor och dagis. Den omedelbara effekten på industrin (17 procent av BNP) har varit mildare, men företagen är mycket pessimistiska kring utsikterna på kort sikt då raset för omvärldsefterfrågan och oljepriser tynger orderingången.

Fastlands-BNP väntas visa den största nedgången andra kvartalet,

för att därefter gradvis återhämta sig under andra halvan av året. Vi väntar oss en nedgång för helåret på 7,4 procent, väsentligt större än fallet på 1,8 procent 2009. Finanspolitik och svagare växelkurs bör stötta återhämtningen när aktiviteten återtas, men efterdyningar av tidigare restriktioner och kollapsen för oljepriset kommer att dämpa återhämtningen. Även om vi prognostiserar en återhämtning på 5,2 procent för fastlands-BNP nästa år hamnar BNP-nivån ca 6 procent lägre än i vår prognos i februari. Total BNP väntas falla 6,1 procent under 2020, följt av en återhämtning till 5,0 procent 2021. Takten i återhämtningen omges av betydande osäkerhet. Nya utbrott av viruset när nedstängningen rullas tillbaka eller en lång period med låga oljepriser kan innebära större följdeffekter och en mer utdragen ekonomisk återhämtning.

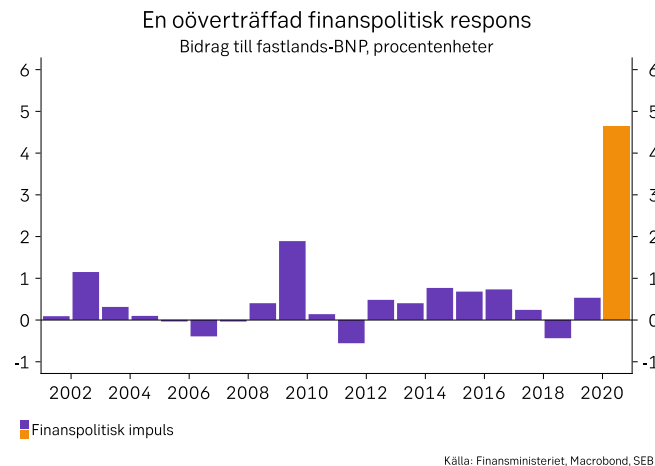
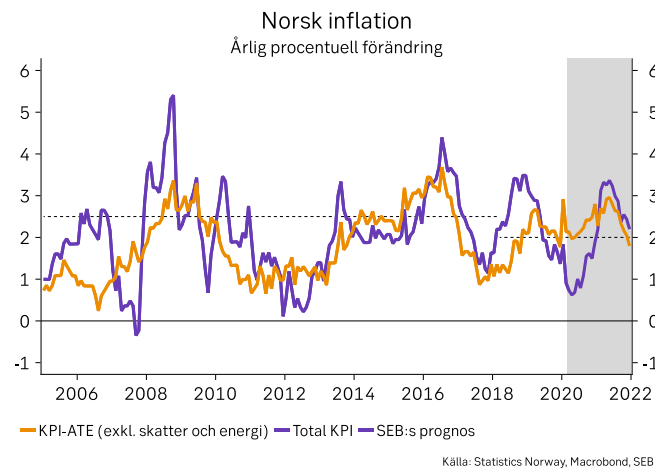
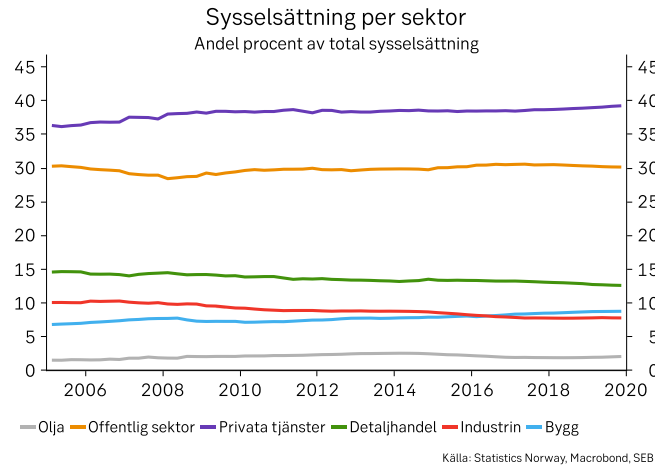
Ett kraftigt fall för investeringarna

Oljeinvesteringarna har ökat med 36 procent sedan botten i början av 2018, men utsikterna var dystra redan innan virusutbrottet på grund av slutförandet av flera större projekt på norska kontinentalsockeln. Åtgärder för att kontrollera viruset har stoppat den mesta investeringsaktiviteten och den globala oljepriskollapsen kommer att driva på fallet. Trots ett stödpaket till oljeindustrin väntar vi oss en kumulativ nedgång på 23 procent i oljeinvesteringarna under 2020-2021. Oljebolagen har haft starkt fokus på kostnadskontroll under senare år och bara 40 procent av de jobb som förlorades efter förra nedgången 2014 har tagits tillbaka. Sektorn utgör enbart 2 procent av total sysselsättning, men andelen oljerelaterade jobb i leverantörsledet är högre. Lägre investeringsaktivitet kommer därmed att ge en starkt negativ efterfrågeimpuls till övriga ekonomin. SSB:s kvartalsbarometer för industrin visade att oljeindustrins leverantörer var särskilt pessimistiska. Lågt kapacitetsutnyttjande, betydande osäkerhet kring framtida efterfrågan och god tillväxt på senare år kommer att tynga

investeringarna i näringslivet. Vi prognostiserar ett negativt BNP-bidrag på nära 3 procentenheter i år från bruttoinvesteringarna.

Svaga fundamenta hämmar konsumtionen

Tillväxten i privat konsumtion har avtagit de senaste två åren, till följd av svag varukonsumtion och höjt sparande. Hushållens ställning har försämrats avsevärt i spåren av pandemin. Registrerad arbetslöshet steg med inte tidigare skådade 8,4 procentenheter till 10,7 procent under de sista två veckorna i mars. Nära 90 procent av uppgången speglar en våg av permitteringar i sektorer som sett en direkt påverkan från restriktioner och nedstängningar. En stor andel antas bli återanställda när aktiviteten återtas, vilket indikerar att uppgången i arbetslösheten kommer att reverseras. Data från



arbetskraftsundersökningen (AKU) släpar efter eftersom varslande personer räknas som sysselsatta de första 3 månaderna. AKU-arbetslösheten kan väntas börja öka i slutet av sommaren. Vi prognostiserar en arbetslöshet på ungefär 6,0 procent (6,2 procent 2020 och 5,8 procent 2021). Svag lönsamhet i näringslivet och hög arbetslöshet kommer att hålla tillbaka de årliga löneökningarna, som väntas avta från 3,5 procent 2019 till under 2 procent. Hushållens konsumtion hämmas därmed av negativ reallönetillväxt under 2021. Detta bidrar till vår bedömning om en endast måttlig återhämtning eftersom privat konsumtion står för 50 procent av fastlands-BNP.

Blandade inflationsutsikter

Utsikterna för inflationen är mer blandade i Norge än i andra länder. Låga internationella priser och långsammare löneökningar kommer att dämpa inflationen under hela prognosperioden. Den 10-15-procentiga försvagningen av valutan verkar dock i motsatt riktning. Vi bedömer att växelkurseffekten dominerar och att KPI-ATE-inflationen stiger till nära 3 procent i början av 2021, för att sedan falla under målet i slutet av året. Kraftigt lägre elpriser håller nere KPI i år men terminspriser pekar mot viss normalisering nästa år och KPI-inflationen stiger då tillfälligt till nära 3,5 procent.

En finanspolitisk respons utan motstycke

Policyresponsen på nedstängningarna saknar motstycke. Regeringen har infört åtgärder i flera steg med syfte att att säkra jobb och överlevnad för livskraftiga företag. Dessa omfattar bl a uppskjutna skattebetalningar, förlängt arbetslöshetsunderstöd och kompensation för företag. Därtill kommer statliga lånegarantier och den återetablerade statliga obligationsfonden (Statens obligasjonsfond) tillhandahålla ett likviditetsstöd på NOK 100 mdr till företagen. Regeringen släpper sin vårbudget 12 maj. Preliminära beräkningar tyder på att underskottet, exklusive olja, kommer att växa med 201 mdr. Användningen av oljeinkomster kommer därmed att uppgå till 3,9 procent av den statliga Petroleumfonden. Bidraget från finanspolitiken uppgår till 4,6 procent av fastlands-BNP, dubbla dosen mot 2009, men finanspolitiken kommer sannolikt att bli ännu mer expansiv. Breda stimulansåtgärder kommer att annonseras i slutet av maj så snart som de mest extrema nedstängningarna tagits tillbaka.

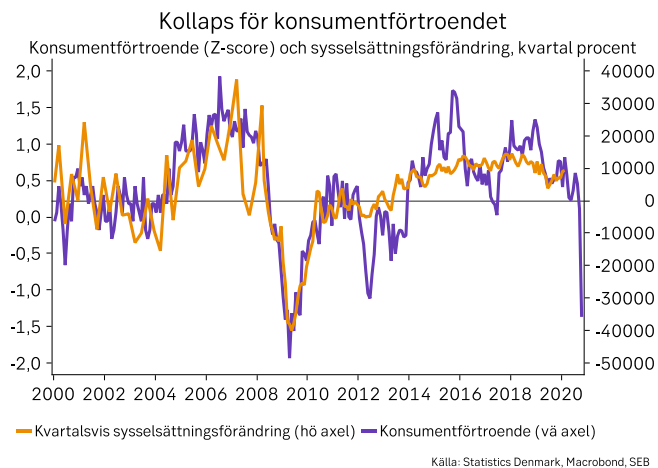
Norges Bank har brutit ny mark under krisen med en rekordlåg styrränta och utfästelser att försvara NOK. Centralbanken har dragit ned sin viktigaste styrränta i två steg, från 1,50 procent till 0,25 procent. Norges Bank utesluter inte ytterligare sänkning, men vi tror att banken kommer att avstå från att sänka till negativt eftersom detta kan skada transmissionsmekanismen och öka bolåneräntorna. Policymixen lägger också ett större ansvar på finanspolitiken i händelse av en djupare ekonomisk negång. Norges Bank kommer dock att säkerställa bankernas tillgång till finansiering via sina likviditetsoperationer.

Den norska kronan kraschade fullständigt i mitten av mars när likviditeten på marknaden försvann. NOK förblir skör på kort sikt givet fortsatt hög osäkerhet kring global tillväxt och oljepriser. Norges Banks beredskap att intervensera i valutan bör emellertid begränsa risken för ytterligare överdrivna försvagningar av NOK. Därutöver skapar ökade finanspolitiska satsningar ett positivt kronflöde eftersom underskottet finansieras via överföringar från Petroleumfonden. EUR/NOK-kursen har tappat kontakten med norska fundamenta och på lång sikt är nuvarande nivåer inte hållbara. Vi prognostiserar en EUR/NOK-kurs på 10,00 i slutet av 2021.

Danmark

Milt virusutbrott men kraftigt BNP-fall

Vår BNP-prognos har reviderats ned kraftigt efter att pandemin stängt ekonomin lokalt och på större exportmarknader. Danmarks nedstängning började 11 mars. Landet har undvikit ett större virusutbrott men för ekonomin är konsekvenserna allvarliga. Vi väntar oss ett BNP-fall på 10 procent 2020, följt av 9 procents uppgång 2021. Återhämtningen beror på takten i öppnandet och hur snabbt global efterfrågan återhämtar sig. Prognosen är ovanligt osäker eftersom det är svårt att bedöma COVID-19:s varaktighet och sannolikheten för ett andra utbrott.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	2,4	2,3	-10,0	9,0
KPI	0,8	0,8	0,3	1,3
Löner	2,2	2,0	2,0	1,0
Offentligt saldo*	0,6	2,0	-15,0	-7,0
Offentlig bruttoskuld*	34,3	33,5	48,0	50,0
Bytesbalans*	5,7	8,0	6,0	8,0
Styrränta (CD-ränta), procent	-0,75	-0,75	-0,60	-0,60
EUR/DKK	7,47	7,47	7,46	7,46

*Procent av BNP. Källa: Statistics Denmark, DØRS

Mycket osäkra utsikter för ekonomin

BNP-tillväxten har sänkts till -10,0 procent 2020 följt av en ökning med 9,0 procent 2021. I likhet med SEB:s prognoser för övriga Europa väntar vi oss inte en omedelbar återhämtning, utan snarare en gradvis återgång till förkrisnivåerna för BNP. Konsumtionen kommer att drabbas hårt, och falla med 7,7 procent första halvåret. Utsikterna för företagens investeringar och exporten är ännu sämre. Konsumentförtroendet har kollapsat, med ett fall för index till -11,4 i april från 4,5 i början av året, och med försämrade förtroendesiffror för alla delkomponenter. Detta är de lägsta förtroendesiffrorna sedan oktober 2008. Överraskande nog höll sentimentet i industrin emot väl i mars, men vi tror att detta kommer att ändras när effekterna av nedstängningarna på stora europeiska exportmarknader börjar synas.

Nära 91 000 personer har registrerats som arbetslösa sedan 9 mars, en uppgång med omkring 50 000 jämfört med samma period i fjol. Den officiella arbetslösheten har stigit från 5 procent för ett år sedan till 7 procent. Inte överraskande är det hotell- och restaurangsektorn samt transport som drabbats hårdast. Läget skulle dock ha varit betydligt värre om inte den danska regeringen hade agerat så snabbt. Ytterligare 175 000 personer har tecknat sig för ett permitteringsstöd där staten betalar 75 procent av lönerna i utbyte mot att företagen inte gör sig av med sina anställda. Lägg till detta ytterligare 36 000 egenanställda och frilansare så kan arbetslösheten potentiellt komma att stiga till 10-15 procent.

Gott utgångsläge möjliggör ökad upplåning

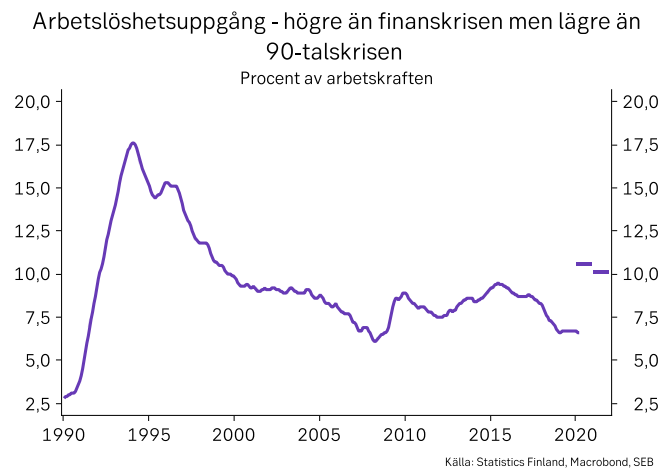
Kostnaderna för att bekämpa krisen kommer att bli betydande. Den finanspolitiska responsen så här långt kommer att öka lånebehovet med 250 mdr, eller över 10 procent av BNP. Den totala kostnaden kommer att klarna i ett senare skede eftersom stimulanspaketet delvis är baserade på lån och garantier. Påverkan på den offentliga sektorns underskott och skuld kommer att bli stor, men givet det goda utgångsläget har den danska staten råd med detta. Efter budgetunderskott på 15 respektive 7 procent under 2020 och 2021 väntas den offentliga bruttoskulden nå 50 procent av BNP under 2021.

Räntehöjning i ett akut krisläge. Medan centralbanker runtom i världen har sänkt sina styrräntor svarade Danmarks Nationalbank (DNB) med att höja sin inlåningsränta med 0,15 procentenheter den 20 mars när peggen mot euron hamnade under press. Dessförinnan hade DNB köpt 65 mdr DKK under mars för att vända utflödena. På grund av peggen kan centralbanken inte göra några direkta tillgångsköp (QE), men regeringen har skiftat över delar av sin kortfristiga finansiering till internationella marknader, vilket stärker tillgången på likviditet lokalt. Spot-kursen för DKK var under viss press redan före krisen eftersom bankernas negativa inlåningsräntor fått sparare att skifta över till fonder med utländsk exponering. Att höja räntor under en kris är ett plågsamt sätt att visa att man står bakom ett fast växelkursystem men samma sak hände 2008. Den gången dröjde det inte länge innan starka danska fundamenta fick flödena att vända - med tryck uppåt på peggen som följd och förbättrad inhemsk tillgång på likviditet när valutareserven stärktes.

Finland

Nedgången började redan i slutet av 2019

Finland noterade negativ tillväxt redan i slutet av 2019. Omfattande nedstängningar och spridnings-effekter förstärker nu nedgången och BNP faller med 9 procent 2020. Krympande BNP i kombination med stimulansåtgärder pressar de offentliga finanserna och trycker upp den offentliga skulden till 75 procent av BNP år 2021. Mer åtgärder behövs för att finsk ekonomi ska undvika att hamna på efterkälken i återhämtningsfasen på liknande sätt som efter finanskrisen.



Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	1,6	1,0	-9,0	5,0
Privat konsumtion	1,7	1,0	-6,0	6,0
Arbetslöshet*	7,4	6,7	10,6	10,1
Löner	1,5	1,6	1,0	1,5
HIKP	1,2	1,1	0,5	1,0
Offentligt saldo**	-0,9	-1,1	-9,0	-6,0
Offentlig bruttoskuld**	59,6	59,4	72,0	75,0

* Procent ** Procent av BNP

Källa: Eurostat, SEB

Den finska ekonomin började krympa redan mot slutet av 2019.

Till skillnad från grannländerna föll BNP fjärde kvartalet med 0,6 procentenheter. Svagheten var bredbaserad med negativa bidrag från samtliga delar av inhemsk efterfrågan medan nettoexporten dämpade BNP-fallet. Åtgärderna för att dämpa smittspridningen medför nu en dramatisk förstärkning av nedgången. De finska nedstängningarna har varit omfattande och ackumulerat ser BNP ut att falla med drygt 15 procent under första och andra kvartalet. Trots att vi nu ser tecken på vissa försök att starta upp ekonomin väntas BNP minska med 9 procent för helåret 2020. Därmed ser nedgången ut att bli ungefär lika stor som under finanskrisen 2008-2009 men mindre än i början 1990-talet då BNP 1990-1992 totalt föll med 13 procent. I det senare fallet drabbades Finland extra hårt genom att den generella internationella recessionen förstärktes av ett abrupt bortfall av den viktiga exporten till Sovjetunionen. Vid båda de tillfällena föll BNP mer men utspritt över 6-11 kvartal, nu sker samma tvärnit under ett par månader.

Snabbt stigande arbetslöshet. Att arbetsintensiva tjänstesektorerna drabbas hårdast av nedstängningarna kommer att sätta spår i arbetsmarknaden och leda till en rejäl uppgång i arbetslösheten. Trots att arbetskraftsdeltagandet pressas tillbaka av sämre jobbutsikter stiger arbetslösheten till 13-14 procent mot slutet av 2020. Det kan jämföras med toppnivåer på 17,5 procent under 1990-talskrisen och 9 procent under finanskrisen. En låg inflation ger visst stöd till realinkomsterna men hushållens konsumtion minskar ändå kraftigt i år. Även exporten faller rejält den närmaste tiden. Svag efterfrågan och fallande kapacitetsutnyttjande hämmar företagets investeringar under hela prognosperioden.

Rejåla stimulanser ger stora underskott I linje med andra länder har flera stimulanspaket presenterats för att hålla företag och hushåll under armarna. Åtgärderna är en blandning av finanspolitiska stimulanser och garantier som IMF summerar upp till maximalt 30 procent av BNP. De direkta finanspolitiska stimulansåtgärderna motsvarar 2,5 procent av BNP och därtill ges företagen möjlighet att skjuta upp skattebetalningar motsvarande 2 procent av BNP. Finland kan också dra nytta av ECB:s omfattande stödpaket där t ex kapitalkrav sänkts för att underlätta bankutlåning samtidigt som staten har ställt ut garantier för bl a flygbolag. Stimulansåtgärder och den ekonomiska nedgången sätter stor press på de offentliga finanserna. Det offentliga underskottet, som förra året låg kring 1 procent av BNP, ökar nära 10 procent i år för att sedan dämpas till 6 procent 2021. Underskottet och det rejåla BNP-fallet 2020 trycker upp skuldkvoten från strax under 60 procent av BNP 2019 till 75 procent av BNP 2021.

Ytterligare stimulanser behövs för att få igång ekonomin. Vi

väntar oss fler åtgärder framöver för att ge stöd till den återhämtning som påbörjas tredje kvartalet. Efter finanskrisen hamnade Finland på efterkälken och ekonomin drabbades av återkommande besvikelser och "minirecessioner" under en ganska lång tid. Det finns en risk att detta upprepas bl a beroende på en ansträngd konkurrenskraft genom eurons styrka mot t ex de ryska, svenska och norska valutorna. Vi gör en relativ försiktig prognos avseende återhämtningsförloppet och förutser en BNP-tillväxt på 5 procent 2021. Det innebär att BNP-nivån 2021 ligger hela 7 procent lägre jämfört med prognosen i *Nordic Outlook* Februari.

Baltikum

Litauen

BNP-fallet första kvartalet blev mindre än väntat men nedgången men BNP-fallet i år blir trots det nära 9 procent. Regeringens stödpaket är relativt små och exporten är nyckeln till en snabb återhämtning.

Sida 42

Lettland

Snabba nedstängningar bidrar till stort BNP-fall som dock blir klart mildare än under finanskrisen. Rejåla stödpaket motsvarande 13 procent av BNP dämpar nedgången men arbetslösheten stiger trots det till 11 procent.

Sida 43

Estland

Fundamenta har förbättrats sedan finanskrisen då BNP föll med nära 20 procent och nedgången blir 2020 hälften så stor. EU:s lägsta offentliga skuld, 8,4 procent av BNP förra året, ger manöverutrymme för stimulanspolitiken.

Sida 44



Litauen

Exporten nyckeln till snabb återhämtning

BNP föll med 17,6 procent 2009 och ligger nära i minnet. Många lärdomar är inte glömda. Fallet nu väntas bli mer i linje med genomsnittet för euroområdet. En relativt liten exponering mot turism och en god finansiell ställning bland hushåll och företag begränsar BNP-fallet. Jämfört med liknande länder är regeringens stödpaket begränsat vilket gör att återhämtningen blir relativt långsam.

BNP väntas falla 8,7 procent 2020 och återhämta sig med 6,1 procent 2021. För att minska smittspridningen inleddes en nationell karantän 16 mars och åtgärderna som infördes var något striktare än i övriga baltiska länder. Första kvartalets BNP-fall på 0,2 procent var mindre än befarat vilket kan förklaras av en stark utveckling under kvartalets första två månader. Nya infektionsfall mattades av under andra halvan av april och regeringen presenterade en 4-stegsplan för att öppna ekonomin igen. I mitten av maj förväntas den tredje fasen inledas. BNP-fallet under andra kvartalet blir tvåsiffrigt och förhoppningen om en återhämtning hänger på planen att åter öppna ekonomin samt utvecklingen på exportmarknaderna.

Arbetslösheten ökade med 1,7 procentenheter i 11,5 procent i april. Uppgången var ganska begränsad i o m att företag inte haft brådska att säga upp personal. Istället har arbetstiden förkortats. Staten kompenserar upp till 60 eller 90 procent av lönekostnaden beroende på vilket stödalternativ företagen valt (1 eller 1,5 minimilön). Men arbetslösheten kommer att öka framöver när företag i de mest drabbade sektorerna möter fortsatt låg efterfrågan även när ekonomin börjar öppnas upp. Vi väntar oss att arbetslösheten toppar fjärde kvartalet i år och att den därefter faller under 2021. Mätt som årsgenomsnitt ökar arbetslösheten från 6,3 procent 2019 till 9,9 procent 2020. Nästa år faller den till 8,8 procent.

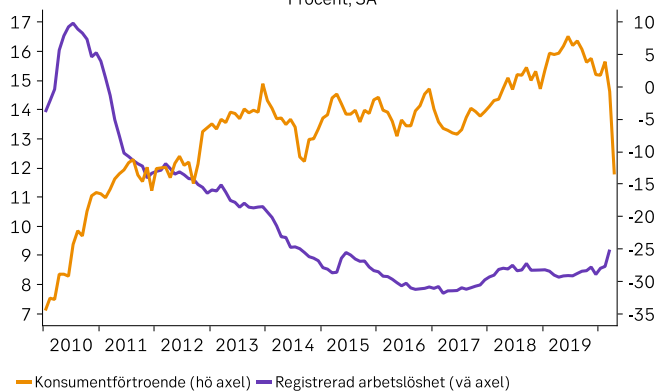
Löner ökar med 0,3 procent 2020 och 3 procent 2021. Årets utveckling får stöd av högre löner i offentlig sektor, vilket sysselsätter ca en tredjedel av totalen. Nästa år väntas den omvända utvecklingen. Lönerna i offentlig sektor kan komma att frysas samtidigt som en återhämtning sker i privat sektor. Bankerna har kommit överens om att låta privatpersoner (och företag) skjuta på amorteringar i upp till ett år vilket minskar den finansiella stressen för låntagare.

Turism utgör bara 3 procent av BNP vilket innebär att nedstängningarna får mindre BNP-effekter från just den sektorn jämfört med flera andra EU-länder. Industrin har hittills klarat sig relativt bra jämfört med tjänstesektorn och industriproduktionen exklusive olja steg med 1,3 procent första kvartalet. Men det värsta månaderna för industrin ligger framför oss och återhämtningen efter covid-19-krisen kommer att ta tid. Byggföretagen har varit igång under karantänen men utsikterna också för denna sektor är svaga. Även om regeringen planerar att öka de offentliga investeringarna så ställer privat sektor in projekt. En nedgång för bostadsbyggandet är oundvikligt när försäljningen av nya bostäder faller de kommande månaderna.

Inflationen faller till 0,8 procent i år främst drivet av lägre bensinpriser. Till detta kommer att reglerade priser på hushållsel och naturgas sänks med ca 10 respektive 20 procent från 1 juni. Trots nedgången i globala producentpriser på jordbruksprodukter väntar vi oss inte att matpriserna faller i detaljhandelsledet.

Regeringen har redan ökat låneramen med 5 miljarder euro (ca 10 procent av BNP). Jämfört med krisen 2009 är Litauen idag medlem av euroområdet och har inga problem att låna. Men den finansiella responsen ligger efter främst vad gäller garantier och lån till små och medelstora företag. Första kvartalet i år var statsbudgetens inkomster 1,6 procent högre än regeringens prognos. Men offentliga finanser kommer att drabbas rejält och vi väntar oss att budgetunderskottet blir minst 9,5 procent av BNP i år.

Arbetslöshetsuppgången har redan börjat
Procent, SA



Källa: Lithuania Labour Exchange (Employment Service), European Commission (DG ECFIN), Macrobond, SEB

Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	3.6	3.9	-8.7	6.1
Hushållens konsumtion	3.9	3.2	-8.0	6.0
Export	6.3	9.3	-10.9	8.2
HIKP	2.5	2.2	0.8	2.2
Löner	6.2	6.3	9.9	8.8
Offentligt saldo*	9.9	8.8	0.3	3.0
Offentlig bruttoskuld*	0.6	0.3	-9.5	-3.5
Bytesbalans*	33.8	36.3	49.5	51.5

* Procent av BNP. Källa: Statistics Lithuania, SEB

Lettland

Exitstrategi i fokus

Ett snabbt införande av åtgärder mot spridning av covid-19 har fungerat bra och möjliggjort färre restriktioner. Det har dock inte skonat ekonomin från en nedgång. Även om vi förväntar oss att ekonomin kommer att minska mindre än under den globala finanskrisen väntas BNP falla med 9 procent i år för att därefter stiga 5 procent 2021. Arbetslösheten toppar i slutet av 2020 på drygt 11 procent.

Dåligt men inte så illa som 2009. Osäkerheten som Lettland står inför är enorm, men samtidigt kommer man att undvika motsvarande ekonomiska skador som upplevdes under den globala finanskrisen för drygt ett decennium sedan. Underskottet för bytesbalansen var förra året 0,5 procent av BNP jämfört med 20,8 procent 2007. Regeringen har nu fler verktyg tillgängliga för att möta utmaningarna. I april sjönk de ekonomiska indikatorerna kraftigt (77,7 från 100,6 i februari) men väntas i stor utsträckning fortsätta falla i likhet med andra europeiska ekonomier.

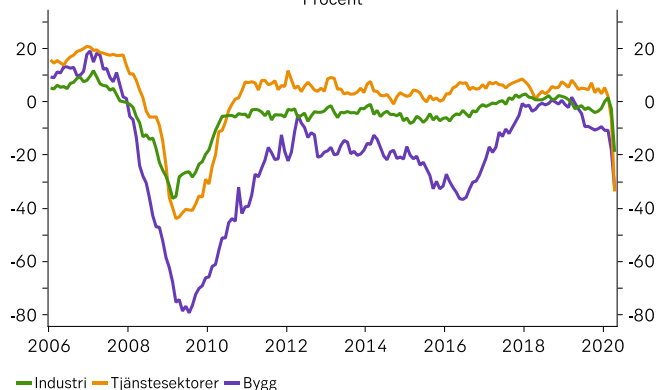
Stor nedgång i konsumtionen. Lettland har hittills undkommit en kraftig ökning av covid-19-fall genom att snabbt införa åtgärder för att rädda ekonomin. Trots detta räknar vi med att BNP minskar med upp till 20 procent under andra kvartalet. Hittills tyder uppgifter på en betydande minskning av aktiviteten. I mars sjönk konsumtionen av diesel och bensin med 12,5 respektive 45,5 procent på månadsbasis. Nyligen genomförde SEB en undersökning som visar att 50 procent av små och medelstora företag har upplevt en minskning av omsättningen och 17 procent rapporterade att deras verksamhet helt avstannat. Endast 30 procent av de tillfrågade företagen uppgav att deras verksamhet inte upplevt några större förändringar medan 3 procent rapporterade en ökning av omsättningen. Som väntat är de mest drabbade sektorerna turism, transport, tillverkning, fastigheter och handel. I mars minskade antalet utländska och inhemska besökare med 62,7 procent. Jordbruket anses som relativt väl positionerat, trots förändringar i leveranskedjor och marknadsförhållanden liksom brist på säsongsarbetare.

BNP faller med 9 procent. Beredskapsläget kommer att löpa fram till 12 maj med gradvis lättnader i begränsningar därefter. Den sociala distanseringen kommer att gälla fram till slutet av 2020. Vi räknar med att BNP minskar med 9 procent i år före att därefter stiga med 5 procent 2021. Konsumtionen minskar med 13 procent och investeringar dras också ner. Den globala återhämtningsprofilen beror på hur väl länder lyckas med att öppna sina ekonomier igen. Liksom i många länder var Lettlands varuexport överraskande stark fram till februari, men exportindikatorerna kommer att bli negativa och vi räknar med en minskning med åtminstone 10-15 procent.

Arbetslösheten toppar på 11 procent. Åtgärder för att ta itu med krisen motsvarar 13 procent av BNP. Reserverna i statskassan uppgår till 2,6 miljarder euro; 1,5 miljarder euro har reserverats för krediter. Tillkännagivna och planerade stimulansåtgärder uppgår till ca 6 procent av BNP, inklusive direkt stöd från budgeten, skatteuttag och krediter. Osäkerhet om programmets effektivitet kan hämma Lettlands förmåga att uppnå en smidig återhämtning och undvika en alltför snabb ökning av arbetslösheten. Från början av mars till mitten av april ökade den registrerade arbetslösheten från 6,3 till 7,3 procent. I avsaknad av stödåtgärder skulle arbetslösheten redan ha överskridit 10 procent, men toppar nu istället strax över 11 procent vid årets slut.

Låg inflation, lägre löner. Under andra halvåret 2020 kommer lönetillväxten att sakta in kraftigt. I många fall är löneökningar för i år redan fastställda och vi väntar oss en löneökning på 1 procent 2020. I mars sjönk inflationen till 1,4 procent. På grund av fallande energi- och livsmedelspriser väntas inflationen sakta in ytterligare och under några månader är t o m negativa tal möjliga (d v s deflation). I år räknar vi med att inflationen blir i genomsnitt 0,3 procent innan den stiger till 1,8 procent nästa år.

Fallande efterfrågan men bättre än 2009
Procent



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Nyckeltalstabell

Årlig procentuell förändring

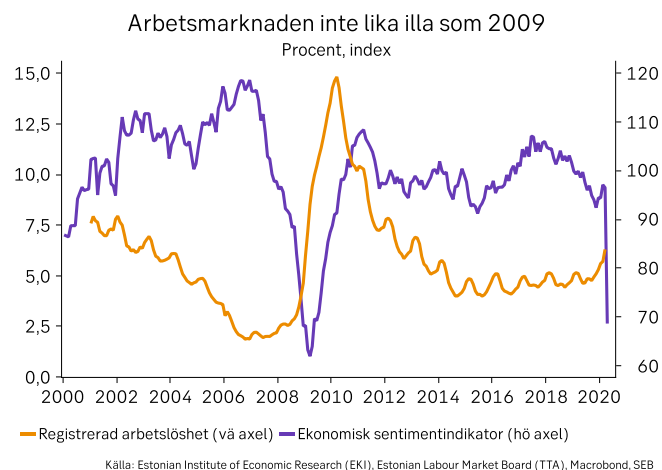
	2018	2019	2020	2021
BNP	4,3	2,2	-9,0	5,0
Hushållens konsumtion	4,4	2,9	-12,5	6,0
Export	3,9	2,0	-8,0	6,5
Konsumentpriser (KPI)	2,5	2,8	0,3	1,8
Arbetslöshet*	7,4	6,3	9,8	8,8
Löner	8,4	7,2	1,0	3,0
Offentligfinansiellt saldo**	-0,7	-0,2	-5,5	-5,0
Offentlig sektors skuld**	37,2	36,9	48,0	50,5

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

Estland

Blir det sämre än under lågkonjunkturen 2009?

I stället för den tidigare väntade gradvisa nedgången i ekonomisk tillväxt kommer coronaviruset nu att pressa Estland till en allvarlig lågkonjunktur. Trots att landet undvikit fullskalig nedstängning är Estland starkt beroende av export och turism. BNP väntas sjunka med 9,8 procent 2020 för att sedan återhämta sig med 6,5 procent 2021. Till skillnad från många länder är det ändå ett bättre resultat än under den globala finanskrisen 2008–2009.



Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2018	2019	2020	2021
BNP	4,8	4,3	-9,8	6,5
Hushållens konsumtion	4,3	3,1	-9,5	5,4
Export	4,3	4,9	-11,2	7,8
Konsumentpriser (KPI)	3,4	2,3	0,4	2,8
Arbetslöshet*	5,4	4,7	10,2	6,2
Löner	7,3	7,4	0,3	3,5
Offentligfinansiellt saldo**	-0,6	-0,3	-5,8	-3,3
Offentlig sektorns skuld**	8,4	8,4	13,8	13,6

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

Estland väldigt annorlunda mot 2009. Efter tre år med stark BNP-tillväxt, i genomsnitt 5 procent per år, var den estniska ekonomin på väg att sakta in. Coronaviruset har dessvärre nu besvarat frågan om nedgången skulle orsakas av begränsningar på utbudssidan (arbetsmarknaden) eller av svag efterfrågan bland Estlands viktigaste handelspartners. Frågan nu är hur den oundvikliga lågkonjunkturen ska utvecklas jämfört med den globala finansiella krisen. Varningar om den värsta konjunkturedgången sedan 1930-talet är inte den bästa jämförelsen för ett land där BNP sjönk med 5,1 procent 2008 och ytterligare 14,4 procent 2009. Analyserna har dock begränsat värde på grund av att dagens ekonomi har en annorlunda karaktär. Före finanskrisen kännetecknades Estland av stora kreditinflöden, ett negativt sparande och en fastighetsbubbla. Idag hittas knappast några obalanser i den senaste makroekonomiska bilden.

Ingen total nedstängning. Dödstalet från covid-19 per invånare har varit något högre i Estland än i grannländerna Finland eller Lettland. De värsta prognoserna har lyckligtvis inte besannats. Regeringens svar på att motverka spridning har varit att stänga skolor, gym, teatrar, biografier och stora köpcentrum. Till skillnad från många länder har få diskussioner förts om en fullskalig nedstängning.

Export och turism är viktiga. Det kan diskuteras om denna något mjukare strategi faktiskt kommer att förhindra en nedgång i ekonomin eftersom många företag istället är stängda på grund av brist på efterfrågan och inte av statliga åtgärder. Turismens bidrag till BNP har uppskattats till 8 procent och det finns få tecken på betydande inflöde av utländska turister i år. Dessutom är ekonomin beroende av export som sjönk med en femtedel under 2009, mycket mer än hushållens utgifter. Exporten kan om möjligt hjälpas något av att Estlands främsta handelspartners Finland, Sverige och Tyskland, lyckats relativt bra under coronakrisen men det är troligtvis av marginell betydelse. Vi bedömer att exporten kommer att falla med 11,2 procent 2020 följt av en återhämtning på 7,8 procent 2021.

Hushållen i en bättre situation. Hittills verkar det mest troligt att hushållens efterfrågan kommer att klara sig bättre än utrikeshandeln. Dagens sociala skyddsnät är väsensskilt från det Estland hade under finanskrisen. Förutom en omfattande arbetslöshetsförsäkring liknande många länder infördes ett lönekompensationssystem av regeringen för att förhindra massuppsägningar. Den registrerade arbetslösheten ökade till 7,5 procent enligt senaste uppgift från 5,7 procent innan krisen började. Vi räknar med att arbetslösheten i genomsnitt blir ca 10 procent 2020. Hushållens konsumtionsutgifter bedöms falla med 9,5 procent i år innan de återigen stiger med 5,4 procent 2021. Konsumtionen gynnas av låg inflation eftersom kombinationen av låga energipriser och en minskning av punktskatter kommer att leda till en blygsam ökning av konsumentpriserna med bara 0,4 procent.

Starka offentliga finanser. Estland har också en helt annorlunda finanspolitisk kraft att använda jämfört med läget innan finanskrisen. Då betalade även euroländerna ovanligt mycket för att låna vilket förstås även gällde för ett litet land i EU:s östra kant med en egen nationella valuta. Den här gången kan Estland vara ett av de länder som är bäst positionerade för att stimulera sin ekonomi. Estland har en offentlig skuld på 8,4 procent 2019 – EU:s lägsta statsskuld med lagkrav på balansering av budgeten. Det finns m a o gott om utrymme för att öka upplåningen. Vi förutser att skuldkvoten kommer att öka till 13,8 procent av BNP 2020 medan budgetunderskottet ökar till 5,8 procent.

Research kontakter

Robert Bergqvist
Chefekonom
Tema: Historisk krispolitik
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Euroområdet,
Finland
+46 8 506 23118

Erica Dalstø
SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Eugenia Fabon Victorino
SEB Singapore
Asien
+65 6505 0583

Richard Falkenhäll
Storbritannien,
Valutamarknaden
+46 8 506 23133

Lina Fransson
Obligationsmarknaden
+46 8 506 232 02

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth
Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund
Tema: EM-ekonomierna
+46 8 506 231 77

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

Johan Javeus
Tema: Kampen mot covid-19
+46 8 506 230 19

Elisabet Kopelman
USA
+ 46 8 506 23091

Elizabeth Mathiesen
SEB Copenhagen
Danmark
+ 45 285 517 47

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

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

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

Denna rapport publicerades den 6 maj 2020.
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 4 maj 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 31 mars 2020 uppgick koncernens balansomslutning till 3 286 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 758 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.

