

Research Reports

Andra virusvåg fördröjer  
återhämtningen i väntan på vaccin

Nya stimulanser på väg men  
centralbanker avstår från sänkningar

# Nordic Outlook

## November 2020



---

# Innehåll

4	Inledning
5	Global ekonomi
6	Internationell översikt
13	Tema: Den nya världen
16	Tema: Ökat distansarbete
19	Räntemarknaden
20	Valutamarknaden
21	Tema: Dollarns framtid
24	Aktiemarknaden
25	Tema: EM-ekonomierna
28	USA
31	Euroområdet
33	Storbritannien
34	Norden
35	Tema: Avtalsrörelse 2020
38	Sverige
41	Norge
43	Danmark
44	Finland
45	Baltikum
46	Litauen
47	Lettland
48	Estland
49	Nyckeldata
54	Research kontakter



## En hel värld i ett järngrepp Svårbemästrat coronavirus

Klockan tickar stadigt ned mot den tidpunkt som en hel värld väntar på: när vacciner mot covid-19 är tillgängliga. Ett tiotal vaccinkandidater har nu nått fas 3 i de kliniska testerna och experter bedömer att produktion och distribution kan inledas runt årsskiftet. Det är ett stort steg i möjligheten att kunna bemästra viruset. Likväl kvarstår osäkerhet om t ex effektivitet och graden av allmänhetens acceptans för att ta vaccinet.

Den globala ekonomiska återhämtningen under tredje kvartalet 2020 har överraskat positivt trots att 95 procent av den globala arbetskraften påverkas av olika grader av restriktioner. Nu går dessvärre utvecklingen åt fel håll; styrkan i höstens förväntade andra virusvåg är oroväckande. Det leder till nya restriktioner som dämpar återhämtningen det närmaste halvåret.

Ny stödpolitik är därmed på väg att rullas ut parallellt med att tidigare beslutade krisprogram kan utnyttjas i större utsträckning. Finanspolitiken 2020 är redan beloppsmässigt fem gånger större än under den stora recessionen 2008-10 och mer effektiv då mer pengar går direkt ut i ekonomin. Det ger hopp om återhämtningen.

När den ekonomiska återhämtningen fått fastare mark under fötterna behöver vi lyfta blicken. Krisen har onek-

ligen påskyndat den digitala teknologins genomslag på hur, och vad, vi producerar och konsumerar i termer av varor och tjänster. Vissa av dessa förändringar är tillfälliga, andra permanenta. "Den nya världen" utmanas av behovet av omallokeringsprocesser för produktionsresurser inom ekonomier. Långsiktigt livskraftiga företag och expanderande sektorer behöver stöd – även krympande och på sikt utfasade sektorer behöver hjälp. Det ger utmaningar för finanssektor och arbetsmarknad. Trots detta erbjuder fjärde industriella revolutionen stora möjligheter för företag, hushåll och samhällen i stort att bygga en starkare och grönare tillväxt som ger nya jobb och ökad produktivitet.

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

- Den nya världen
- Ökat distansarbete
- Dollarns framtid
- EM-ekonomierna
- Avtalsrörelse 2020

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

---

**Robert Bergqvist**

Chefsekonom

**Håkan Frisén**

Prognoschef

# Global ekonomi

## Andra virusvåg fördröjer återhämtningen i väntan på vaccin

---

### USA

BNP-fallet 2020 ser ut att bli mindre än väntat. Nya finanspolitiska satsningar är på väg även om spänningar mellan Vita huset och senaten kan hålla tillbaka omfattningen. Fed står redo att öka obligationsköpen för att parera en ränteuppgång.

Sida 28

---

### Euroområdet

Ökande smittotal och nya restriktioner gör att BNP återigen faller fjärde kvartalet och 2021 får en svag inledning. Återhämtningen tar därefter fart stöttat av bl a finanspolitik och export. ECB fokuserar på QE politiken men en räntesänkning kan inte uteslutas.

Sida 31

---

### Emerging Markets

EM-länderna har liksom resten av världen återhämtat sig med Kina i spetsen. BNP-tillväxten för 2020 är ändå nedjusterad. Bilden är dock splittrad och exportstruktur och finanspolitiskt manöverutrymme spelar stor roll för hur hårt man drabbas av krisen.

Sida 25

---

### Storbritannien

Dubbla smällar från pandemin och Brexit sätter hård press på regering och centralbank att stötta ekonomin. Vi tror på någon form av handelsavtal med EU men tillväxten blir svagare än i andra större ekonomier.

Sida 33



Stark återhämtning tredje kvartalet följs nu av nya nedstängningar när den andra pandemivågen sveper in. Fjärde kvartalet faller BNP i OECD; åter drabbas euroområdet och Storbritannien hårdast. Nya stimulanser och goda utsikter för att vaccinering snart kan påbörjas gör att BNP åter tar fart i vår. Lågt resursutnyttjande bidrar dock till behov av fortsatt extrem penningpolitik. Detta accentuerar också dess avigsidor, t ex i form av ökade klyftor.

Den ekonomiska och finansiella utvecklingen under den senaste tiden har starkt präglats av coronapandemin och det amerikanska presidentvalet. Återhämtningen i Nordamerika och Västeuropa fortsatte under september och även inkommande statistik för oktober har i huvudsak överraskat positivt. Sett enbart från utfallsstatistik finns alltså skäl att nu måla en ljusare bild. Men i takt med att den andra vågen av covidfall visat sig bli allt mer allvarlig skiftar perspektivet dramatiskt när man blickar framåt. Restriktioner och nedstängningar har gradvis blivit allt mer omfattande, framför allt i Västeuropa. Också i USA har smittspridningen tilltagit men nya restriktioner ser främst ut att ske mer regionalt. Analysen av konsekvenser för tillväxt och ekonomisk politik av den andra vågen är en viktig del av *Nordic Outlook November 2020*.

### Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

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

**BNP för OECD väntas nu falla tillbaka fjärde kvartalet** och inledningen av 2021 blir också mycket svag. Under andra kvartalet påbörjas en tydligare återhämtning bl a beroende på att riskgrupper och vårdpersonal, att döma av signaler från bl a ansvariga myndigheter, då kan börja vaccineras. Mätt som årsgenomsnitt innebär det nya förloppet att BNP-prognosen justeras upp för 2020 och sedan ned för 2021 i ungefär samma storleksordning.

En brantare uppgång under loppet av 2021 bidrar också till en uppjustering av helåret 2022. Prognosen för global BNP är i stort oförändrat. Detta beror på att förändringarna för tillväxtekonomier (Emerging Markets, EM) uppvisar ett omvänt mönster; pandemins effekter ser nu ut att bli större än väntat 2020, vilket öppnar för en kraftigare återhämtning 2021. Prognosen bygger dock på att vi inte får någon tydlig andra virusvåg i Asien.

### Potentiellt stora konsekvenser på lång sikt?

Sammantaget är alltså vår huvudslutsats att den andra virusvågen inte får några avgörande negativa effekter på BNP-tillväxten på några års sikt. Men samtidigt kommer den troligen att leda till ytterligare krisåtgärder. Det kan förvärra långsiktiga avigsidor med t ex en ultralätt penningpolitik i form av växande ekonomiska klyftor, svagt omvandlingstryck och en icke-optimal kapitalallokering. När det gäller finanspolitiken kan man inte utesluta att ökad offentlig skuldsättning blir ett problem på lång sikt. På kort sikt kan en förlängning av vissa krissystem leda till snedvridningar av konkurrenssituationen och kanske till ökad grad av missbruk av systemen. Några andra långsiktiga konsekvenser diskuteras i temaartiklarna "Den nya världen" på sidan 13 och "Ökat distansarbete" sidan 16. Den senare tar upp stora tänkbara förändringar på arbetsmarknaden.

**Varar lugnet efter amerikanska presidentvalet?** Det jämna resultatet kommer att följas av omräkningar och juridiska processer men dessa lär inte ändra utgången och finansiella marknader har initialt reagerat med lättnad. Även om valresultatet inte är officiellt fastställt står det klart att Joe Biden blir USA:s nya president. Utfallet i senaten avgörs först i början av januari men troligen behåller Republikanerna majoriteten. När valet nu är över kan man troligen övervinna tidigare låsningar och komma överens om kortsiktiga krisåtgärder. Också på sikt lär vi se nya stimulanser även om en förmodad republikansk majoritet i senaten kommer att stoppa delar av Bidens valprogram. Även i Västeuropa är det sannolikt att svagare ekonomi leder till nya stora finanspolitiska satsningar. Statsskulden stiger kraftigt till historiskt höga nivåer i OECD men i de flesta länder planar den ut 2021 mätt som andel av BNP.

**Aktiv finanspolitik avlastar centralbanker.** Men den ökande smittspridningen pressar ändå ned resursut-

nyttjande och inflation på ett sätt som också driver fram ytterligare penningpolitisk expansion. Vi tror att centralbankerna väljer att utöka QE-programmen på olika sätt men att man in i det längsta vill undvika ytterligare räntesänkningar. I Västeuropa är trycket som störst på Bank of England som behöver stötta en ekonomi som drabbas extra hårt av pandemin och Brexit. Även i Sverige ökar trycket på Riksbanken när starkare krona och långsiktiga modesta löneavtal pressar ned inflation och inflationsförväntningar.

**Lågräntemiljön består.** Europeiska räntor har under senhösten fallit till de lägsta nivåerna sedan mars i spåren av accelererande virus spridning och tydliga besked om nya stimulanser från bl a ECB. I USA innebär en delad kongress minskad sannolikhet för överdrivet stora finanspolitiska stimulanser, vilket dämpar trycket uppåt på räntor. Nominella räntor väntas därmed stiga endast gradvis under nästa år i takt med bättre ekonomiska utsikter. Fed väntas dock bromsa eventuella uppgångar i reala räntor. I slutet av 2021 tror vi att en amerikansk 10-årig statsränta ligger på 1,20; ca 40 räntepunkter högre än idag. Motsvarande tyska nivå väntas ligga på -0,40 procent.

**Underskott och räntekonvergens pressar dollarn.** Sedan krisutbrottet har konvergens av styrräntor satt press på dollarn. Räntepolitiken fortsätter att vara en drivkraft men utan större ränterörelser blir andra drivkrafter viktigare. Vi tror att fundamenta som budgetunderskott och bytesbalans kan komma att spela en större roll när centralbanker fortsätter att köpa statspapper för att hålla ner räntenivåer. Det innebär att dollarn fortsätter att försvagas och EUR/USD når 1,30 mot slutet av prognosperioden; det motsvarar vår nya bedömning av långsiktig jämviktsnivå. Att kronan stärkts mot flera valutor under krisen tyder på större defensiva kvaliteter än tidigare, vilket bl a kan kopplas till starka statsfinanser. Feds sedelpress och svag euroekonomi med risk för ECB-sänkning ger fortsatt apprecieringstryck för kronan. Vi ser goda utsikter för en kronförstärkning där EUR/SEK når 9,70 i slutet av 2022.

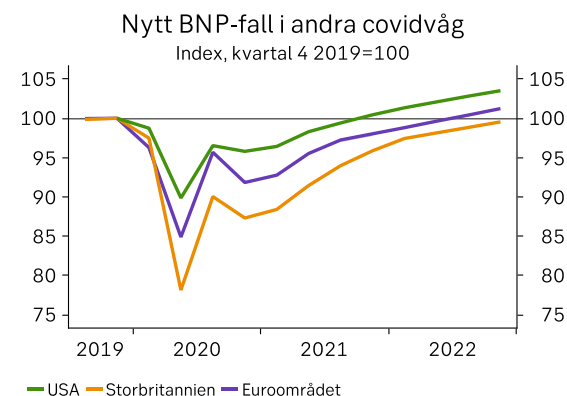
## Givet utsikterna för bestående mycket låga räntor ser vi inte dagens värderingar som särskilt oroande

**Kostnadskontroll har hållit uppe företagsvinster.** Den senaste tiden har börserna varit under press p g a tillväxtoro i pandemins spår samt osäkerhet kopplad till det amerikanska presidentvalet. Mot bakgrund av den kraftiga återhämtningen sedan raset i våras har dock börserna visat betydande motståndskraft. Övervägande positiva bolagsrapporter för tredje kvartalet har gett stöd. Företagen fortsätter att uppvisa impo-

nerande kostnadskontroll och flexibilitet. Det har bidragit till att vinstfallet 2020 blivit mindre än befarat. Utvidgade restriktioner och nedstängningar kommer även framöver att utgöra ett hot men i takt med att tillgång till vaccin närmar sig minskar risken för att vinstprognoserna på lite längre sikt ska behöva skrivas ned. Givet utsikterna för bestående mycket låga räntor ser vi inte dagens värderingar som särskilt oroande, speciellt om man beräknar P/E-talen utifrån vinstnivåer som förefaller rimliga när läget i högre grad normaliserats mot slutet av prognosperioden.

## Andra coronavåg slår hårdast mot Europa

Att smittspridning av covid-19 ökat kraftigt de senaste veckorna har förändrat de kortsiktiga utsikterna rejält. Det gäller framför allt i Västeuropa där läget försämrats dramatiskt i stora ekonomier som Storbritannien, Frankrike, Italien och Spanien men också i en rad mindre länder. Vi har troligen ännu inte sett kulmen på nedstängningarna och vår prognos för fjärde kvartalet bygger på att de utvidgas ytterligare något under november. I nuläget ser de ändå ut att kunna bli klart mildare än i våras. Det ser ut som om beslutsfattare fäster större vikt vid att upprätthålla industriproduktionen och även i övrigt försöka begränsa skadeverkningarna på ekonomins utbudssida; delvis utgör Storbritannien ett undantag i detta avseende. Däremot ser restriktionerna avseende resor, fritidsaktiviteter och socialt liv i allmänhet att bli lika hårda som i våras. Också i USA har antalet smittade ökat på ett oroande sätt i många delstater men här utvidgas restriktionerna i betydligt mindre utsträckning än i Europa.



**Stängd vinter innan vaccinet ändrar spelplanen.** När vi blickar framåt är det rimligt att anta att de flesta restriktioner ligger kvar resten av 2020. De åtgärder som t ex infördes i Tyskland och Frankrike ska initialt dock bara gälla ca 1 månad (november) med en förhoppning att vissa delar kan lättas över jul och nyår. Samtidigt är en sådan utveckling kopplad till att smittspridningen bryts. Om smittkurvan någorlunda följer vårens mönster bör ändå toppen nås innan årsskiftet. Antalet nya fall skulle således minska under första kvartalet vilket talar för en viss ekonomisk återhämtning.

**Tillgången på vaccin avgör tillväxtprofilen 2021.** Europeiska myndigheters huvudscenariot tycks nu vara att riskgrupper och vårdpersonal kan börja vaccineras under andra kvartalet medan bredare grupper av befolk-

ningen kommer i fråga till sommaren. Att tidpunkten för bredare vaccinering nu rycker närmare bör få en klart stabiliserande effekt på finansmarknaderna. Besvikelser är inte så viktiga så länge man kan upprätthålla vinstförväntningar etc på lite sikt. Däremot är konsekvenserna för strategier att öppna upp ekonomierna mer tveeggade. Man kan tänka sig att myndigheterna är extra obenägna att chansa med lättnader om ett vaccin bara verkar vara några månader bort.

**Nedjusteringar av BNP-tillväxten 2021.** Normalt är kvartalsprofiler i prognoser "mjukare" än de historiska utfallen. Det ska nog inte tolkas som att prognosmakare tror att framtiden ska bli lugnare än historien utan speglar mer en ödmjuk insikt om att prognoser är osäkra. Nu är situationen speciell eftersom de kraftiga svängningarna under andra och tredje kvartalet visade hur dramatiska konsekvenser nedstängningar fick men också att man snabbt kunde få igång aktiviteten när restriktionerna väl lättades. Denna erfarenhet ger stöd för att ta ut svängarna mer än vanligt och låta de olika antagandena för restriktioner och vaccintillgång tydligt styra kvartalsförloppet det närmaste året. Att BNP-fallet för fjärde kvartalet blir betydligt mildare än för andra kvartalet beror delvis på mjukare nedstängningar men också att BNP-nivån tredje kvartalet fortfarande låg en bra bit under förkrisnivån. Tittar man på helårsprognoserna leder den andra vågens konsekvenser till tydliga nedrevideringar för 2021. För euroområdet uppgår revideringen till hela 2,6 procentenheter. Däremot betyder de positiva överraskningarna tredje kvartalet mer för helåret 2020. Även prognosen för 2022 skrivs upp för euroområdet och Storbritannien som en följd av den nya återhämtningsprofilen.

### BNP, säsongrensade kvartalsförändringar

Procentuell förändring

	2020 kv1	Kv2	Kv3	Kv4
USA	-1,3	-9,0	7,4	-0,9
Euroområdet	-3,7	-11,8	12,7	-4,0
Tyskland	-1,9	-9,8	8,2	-3,5
Spanien	-5,2	-17,8	16,7	-5,0
Storbritannien	-2,5	-19,8	15,2	-3,0
Sverige	0,2	-7,8	4,3	0,1
Norge, fastland	-2,2	-6,3	5,2	0,6
Danmark	-1,6	-6,8	4,2	-2,0
Finland	-1,4	-4,4	3,0	-2,4
Litauen	0,0	-5,9	3,6	-0,9
Lettland	-2,3	-7,3	7,3	-2,9
Estland	-2,2	-5,6	4,6	-1,8

Källa: Eurostat OECD, SEB

**Mjuk nedgång i USA och splittrad EM-bild.** Mönstret från i våras att de stora ekonomierna i Västeuropa drabbas av mest omfattande nedstängningar verkar upprepas. Men också i USA leder snabbare spridning av coronaviruset till att återhämtningen temporärt kommer av sig med ett mindre BNP-fall fjärde kvartalet. Bland EM-ekonomierna är bilden mycket splittrad

(se temaartikel sid 25). Kina tycks klara sig utan allvarliga bakslag och kan därmed upprätthålla en positiv tillväxt i år. Peking har ändå varit försiktig med stimulanser för att undvika en alltför snabb skuldökning. Detta bidrar till att vi inte kommer att få se samma råvaruboom som efter de kinesiska investeringssatsningarna efter finanskrisen. I flera andra EM-länder har smittsituationen däremot förvärrats med större ekonomiska konsekvenser som följd. Det gäller framför allt Indien där BNP-tillväxten nu väntas falla med hela 9 procent i år. Argentina, Mexiko och Sydafrika är andra betydande EM-ekonomier som uppvisar stora fall.

## Peking har ändå varit försiktig med stimulanser för att undvika en snabb alltför skulduppbyggnad

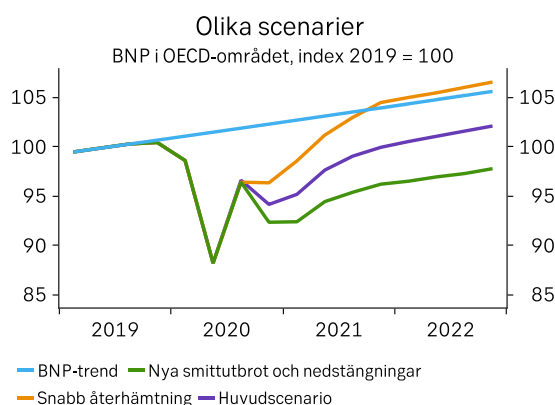
### BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: IMF, SEB

**Nya utmaningar i Norden och Baltikum.** Samtliga nordiska och baltiska länder har hittills klarat sig oväntat bra och får mildare BNP-fall än EU-snittet för 2020. De bredare nedstängningarna blev relativt kortvariga i flera länder samtidigt som branschammansättning gynnat t ex dansk och finsk ekonomi. Mycket talar för att ekonomierna även denna gång kan komma lindrigare undan jämfört med Europa i allmänhet. Med viss eftersläpning har dock smittspridningen dock tagit fart rejält den senaste tiden även om antalet dödsfall och allvarligt sjuka än så länge ligger långtifrån vårens nivåer. Restriktionerna på vissa områden, t ex social distansering, kan till och med bli hårdare än i våras.



Källa: Macrobond, SEB



## Andra vågen ger förändrad riskbild

Med en mer allvarlig andra smittvåg förändras utgångspunkterna för riskanalysen. I vissa avseenden kan man hävda att pandemiutvecklingen snarast är i linje med vårt tidigare negativa scenario (se *Nordic Outlook September 2020*). Jämfört med detta scenario blev dock återhämtningen under tredje kvartalet starkare och vi har hittills undvikit mycket av de negativa spridningseffekter från själva pandemin som drev scenariot. Fortfarande finns stor osäkerhet och vårt "nya" negativa scenario utgår från att smittspridningen blir än mer dramatisk samt att vaccinet tar längre tid att få fram och där till blir mindre effektivt. Om ekonomin på ett bredare och mer varaktigt sätt drabbas av nedstängningar och restriktioner blir det svårt att undvika en betydande konkursvåg som sedan åtföljs av allvarlig finansiell oro. I en sådan situation blir det svårt att upprepa den starka rekyl uppåt som vi såg när ekonomierna öppnades upp i somras. Tittar man på årsgenomsnittet blir skillnaden gentemot huvudprognosen som störst för 2021 då BNP i OECD-området faller med 0,3 procent jämfört med en tillväxt på 4,0 procent i huvudscenariot.

### Olika scenarier för OECD-området

BNP-tillväxt, procent

	2020	2021	2022
Huvudscenario	-5,6	3,8	3,4
Negativt scenario	-6,1	0,8	2,7
Positivt scenario	-5,1	7,3	3,9

Källa: OECD, SEB

**Ketchupeffekt kan ge stark konsumtion.** Även i ett positivt scenario är det ofrånkomligt att återhämtningen nu tappar fart. Men en bit in i 2021 finns större potential för en bättre utveckling än i huvudprognosen. Argumenten är i hög grad de omvända jämfört med det negativa scenariot. Smittspridning kan bli långsammare och vaccineringsprocessen komma igång något snabbare och därtill bli mer effektiv. Det är också möjligt att vi underskattar kraften i den ekonomisk-politiska stimulansdosen när den får bättre förutsättningar att verka bl a genom att hushållen öppnar plånboken och använder besparingar från 2020 när konsumtionsmöjligheterna breddas. BNP i OECD-området skulle för 2021 i detta scenario hamna på 7,7 procent. Vi ser en något större sannolikhet för det negativa scenariot jämfört med det positiva.

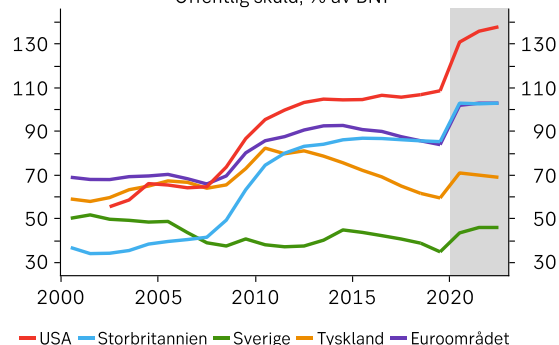
### Ny sjukdomsvåg – nya stimulanser

Krispolitiken under 2020 har varit unikt kraftfull (se *Nordic Outlook September 2020*). Totalt sett summerar satsningarna till ca 25 procent av global BNP varav finanspolitiken står för två tredjedelar. När nu coronapandemins andra våg slår in över världsekonomin väntar vi oss också en ny våg av stimulanser. I samband med att t ex Tyskland och Frankrike presenterade nya nedstängningar i slutet av oktober indikerades direkt att nya stöd är på väg för att skydda företag och hushåll som drabbas. Även i Sverige har finansministern gjort liknande utfästelser.

Vi räknar med nya finanspolitiska satsningar motsvarande på 50-70 miljarder SEK det närmaste halvåret. I USA har förhöjd konfliktnivå inför presidentvalet skapat politiska blockeringar. När valet nu är över tror vi på en överenskommelse de närmaste månaderna. Med det i nuläget mest sannolika utfallet med Joe Biden som president och en fortsatt republikansk majoritet i senaten blir finanspolitiken sannolikt mer försiktig än vad Bidens valprogram indikerade.

### Skulduppgången planar ut

Offentlig skuld, % av BNP



Källa: IMF, SEB

### Ska Suganomics få Japan att flyga?

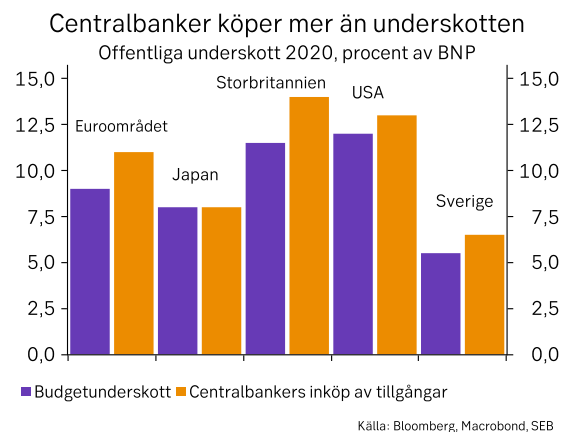
Den 16 september blev tidigare stabschefen Yoshihide Suga ny premiärminister efter att Shinzo Abe tvingats avgå p g a hälsoskäl. Abes ekonomiska politik, kallad Abenomics, har dominerat landets ekonomiska politik från 2012 och fram till i dag. Den består i korthet av tre huvuddelar ("arrows"):

- 1 Ultralätt penningpolitik
- 2 Expansiv finanspolitik
- 3 Strukturreformer

**Abenomics har inte varit så framgångsrik.** Trots kraftfull penningpolitik har Bank of Japan inte nått inflationsmålet 2 procent. Den offentliga skulden väntas ligga på 266 procent av BNP i slutet av 2020 medan de stora strukturreformerna lyst med sin frånvaro. Potentiell BNP-tillväxt ligger kring 0 procent på grund av en åldrande befolkning. Suga har alltså övertagit en ekonomi med strukturella svagheter och politik som nu också utmanas av covid-19.

**Japans återhämtning blir långsam.** Suga har påtalat vikten av kontinuitet och vi tror därför inte att Suganomics ska avvika nämnvärt från Abenomics. Digitalisering och klimat är dock två områden där Suga förefaller ha mer ambitiösa mål än sin föregångare. Nya reformer på det digitala området skapar ljus i tunneln men nedåtriskerna dominerar. Vi bedömer att Japans BNP-fall 2020 blir 5,8 procent. Under 2021 och 2022 växer ekonomin med 2,4 respektive 0,7 procent. Inflationsmålet nås inte.

**Stigande skulder men centralbankerna stöttar.** Trots de stora satsningarna ter sig ändå inte den offentliga skuldbördan alltför skrämmande. Delvis beror på att budgetunderskotten och skulduppbbyggnaden 2020 inte ser ut att bli så dramatiskt som man kunde tro när satsningarna lanserades. Detta beror på att den ekonomiska nedgången för helåret 2020 blev mildare än väntat vilket bl a dämpat uppgången i arbetslöshet. Därtill var ramarna i olika satsningar och låneprogram väldigt vida, delvis för att skapa förtroende bland olika aktörer. Centralbankernas statspappersköp håller också nere räntenivån. Sett över hela 2020 är nettoköpen något större än de offentliga underskotten för de större OECD-länderna. I rådande läge med mycket lågt inflationstryck finns inga hinder för denna typ av indirekt koordinering av penning- och finanspolitiken. I USA ger Feds omfattande QE-program stort manöverutrymme. Att marknaden lutar på att ECB fortsatt ska finnas till hands syns också i att ränteskillnaderna mellan euroländer ligger på rekordlåga nivåer. Framöver kan dock skillnader i statsfinansiell styrka spela en större roll och länderna i Sydeuropa, som drabbats värst av pandemin, tappar då ytterligare mark.



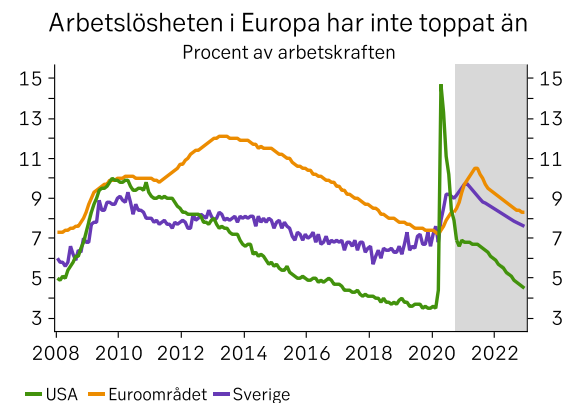
## På så sätt spiller effekterna av årets stora stimulanser också över på 2021 och 2022

**Formell åtstramning kommande år.** När man mäter tillväxtpulsen ett visst år är det förändringen i stimulansdos som är avgörande. På makronivå kan den definieras som förändringen i budgetsaldot rensat för cykliska effekter (strukturellt saldo). Även om den andra virusvågen leder till nya satsningar är det svårt att matcha de enorma stimulanserna 2020. Politikens uppgift blir att bibehålla en viss injektion i ekonomin och sedan gradvis dra tillbaka stimulanser när återhämtningen kommer på fastare mark en bit in i 2021. I de flesta länder kommer vi formellt att få en åtstramande politik både 2021 och 2022. Jämfört med tidigare ekonomiska kriser tror vi

dock att åtstramningar blir mildare och att misstag som t ex under eurokrisen när sparpaket lades på de mest drabbade länderna undviks. Därtill bör man också beakta de speciella förutsättningar som gäller under pandemin. Att konsumtionsmöjligheterna på många områden är blockerade gör att hushållens sparande ökat betydligt. Det skapar extra potential för konsumtionsökningar när väl ekonomierna öppnas upp. På så sätt spiller effekterna av årets stora stimulanser också över på 2021 och 2022.

## Olika mönster för arbetslösheten

Registrerad arbetslöshet i Europa har hittills ökat i mindre grad än befarat. Det beror både på den ekonomiska återhämtningen och att korttidspermitteringar delvis skymmer den underliggande utvecklingen. I Europa tror vi att arbetslösheten stiger den närmaste tiden. I Sverige blir uppgången relativt mild med en topp i mars. I euroområdet väntas kulmen nås i maj-juni på ca 10,5 procent; drygt 2 procentenheter högre än den senaste noteringen. Uppgången beror delvis på nedstängningar i spåren på den andra virusvågen. Det är också sannolikt att företagen så småningom kommer att säga upp en del av den arbetskraft som korttidspermitterats när man har erfarenheter av att produktionen kunde hållas igång, och till och med öka, med mindre personalstyrka.



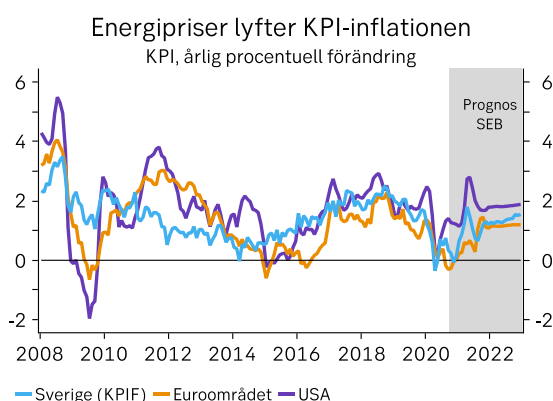
**Gradvis nedgång i USA.** Även i USA ser vi en viss avmattning på arbetsmarknaden när företag i hårt ansatta branscher, t ex flyg och rekreation, anpassar kostymen till en nedgång i efterfrågan som ser ut att bli utållig. Vi tror dock inte att arbetslösheten vänder upp givet att inga bredare restriktioner införs. Frånvaron av obalanser av den typ som normalt orsakar konjunktursvängningar, samt fortsatt stöd från finans- och penningpolitiken, innebär ändå att återhämtningen på arbetsmarknaden blir mindre segdragen än efter krisen 2008/2009. Arbetslösheten väntas falla till 4,5 procent vid prognosperiodens slut; en procentenhet över de rekordlåga noteringarna innan krisen och något över Feds syn på långsiktig jämviktsarbetslöshet kring 4 procent.

## Stabil inflationsmiljö står emot utmaningar

Riskerna för att exceptionella monetära stimulanser i kombination med störningar i globala leveranskedjor ska resultera i stigande inflation har varit ett tema i debatten på senare tid. Att återhämtningen under sommarhalvåret var sektoriellt obalanserad, med mycket

stark efterfrågan på vissa områden, utgjorde också en inflationsrisk. Även om man kan notera prisökningar på specifika områden har det varit långtifrån tillräckligt för att kompensera för en allmän press nedåt på såväl löner som priser i spåren av lågt resursutnyttjande.

**Låg risk för utbudsdriven inflationschock.** KPI-inflationen har visserligen stigit i spåren av oljeprisets återhämtning och baseffekter kommer framöver att förstärka den impulsen, speciellt i början på 2021. Kärninflationen (KPI exkl energi och livsmedel) föll påtagligt under våren men de senaste månaderna har en del av rörelsen reverserats. Både ner- och uppgången har troligen förstärkts av de metoder som använts för att hantera problemet med att vissa priser i KPI-korgen inte kunde mätas när verksamheten nästan helt låg nere. Framöver är det inte sannolikt att den andra vågen av restriktioner, som ser ut att bli mildare än den första, ska leda till en utbudsdriven inflationsimpuls. Löneökningarna har generellt växlats ned och med bestående hög arbetslöshet i Europa de närmaste åren är det sannolikt att ökningstakten ligger kvar på nivåer som gör det svårt för centralbankerna att nå inflationsmålet. I Sverige har t ex nya löneavtal slutits på nivåer runt 2,2 procent. Att arbetslösheten i USA i slutet av 2022 är nere på en så låg nivå som 4 procent innebär att en förnyad diskussion om den s k Phillipskurvas utseende inte är alltför långt borta. Vår bedömning är dock att någon lönedriven uppgång i inflationen inte är sannolik under prognosperioden.



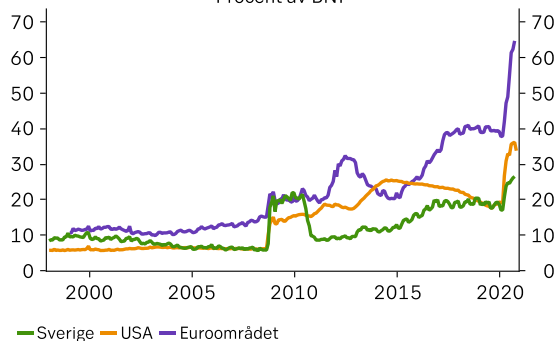
### Ökat tryck på centralbanker

Med en redan extremt expansiv penningpolitik har centralbankernas begränsat utrymme att hantera den andra vågen av covid-19. Vi tror att man i så hög grad som möjligt vill undvika negativa styrräntor med tanke på negativa bieffekter och svag verkningsgrad i rådande situation. Budskapet är därför att finanspolitiken måste fortsätta att bära huvudansvaret men att centralbankerna är redo att se till att räntorna på statsskulderna förblir låga. Detta kan säkerställas genom att utlova låga styrräntor även om vissa inflationsimpulser skulle komma och därtill utöka obligationsköpen för att motverka eventuellt stigande långräntor.

**Feds ökade möjligheter att låta inflationen överskjuta målet** efter perioder då den mestadels legat under målet innebär att räntan väntas höjas först efter 2023. Fed har signalerat att man har beredskap för att köpa

obegränsat med obligationer men har sedan i maj sänkt månadsstakten. För att stödja den ekonomiska återhämtningen tror vi dock att Fed är beredd att motverka eventuellt stigande reala räntor till följd av nya finanspolitiska stimulanser genom att utöka eller omfördela sina obligationsköp.

**Centralbankers balansräkning sväller kraftigt**  
Procent av BNP



**ECB:s storskaliga köp har bidragit till att pressa ned obligationsräntorna** i euroområdet på bred front. Som följd av rekordlåg kärninflation och svagare tillväxtutsikter har också ECB tydligt signalerat att nya åtgärder kommer att presenteras i december. Även om ECB signalerat att man ser utrymme för ytterligare räntesänkningar utan alltför stora negativa sidoeffekter är vårt huvudscenario att man avstår. Det innebär att mer billiga lån (TLTRO) och obligationsköp ligger högst på agendan. Vi väntar oss att ECB utökar sitt krisköpsprogram, PEPP, med ytterligare 500 miljarder euro vilket möjliggör obligationsköp i nuvarande takt hela nästa år. ECB har då utrymme att stötta svagare länder genom att köpa proportionerligt mer från länder med de största statsskulderna.

**Bank of England (BoE)** har sedan i september undersökt möjligheten att införa negativa styrräntor. Vår prognos är dock att styrräntan lämnas oförändrad på 0,10 procent och att BoE istället utökar QE-köp. Så länge ekonomin pressas av coronarestriktioner och konsekvenser av Brexit kommer dörren till räntesänkningar att hållas öppen.

**Även Riksbanken håller fortfarande dörren öppen** för räntesänkningar. Signalerna de senaste månaderna tyder dock inte på att en räntesänkning har kommit närmare. Till följd av svagare tillväxtutsikter tror vi istället att QE-programmet vid mötet i slutet av november utökas med 100 miljarder och förlängs till slutet av 2021. En räntesänkning från ECB ökar dock trycket på en riksbanksänkning och vi bedömer att sannolikheten för en sänkning är något högre än vad marknaden nu prisar in. Om inte kronan stärks kraftigt är dock vårt huvudscenario att reporäntan ligger kvar på noll procent hela prognosperioden.

**Norges Bank har behållit nollränta sedan maj.** Även om centralbanken inte helt har uteslutit negativa räntor krävs det allvarliga ekonomiska bakslag och förnyad marknadsturbulens för detta ska realiseras. En räntehöjning är också avlägsen men vi räknar fortfarande med en första höjning i mitten av 2022, vilket innebär

en styrränta på 0,25 procent vid utgången av 2022. Norges Bank sticker därmed ut som enda centralbanken som väntas höja räntan under prognosperioden.

### **Brexitavtal ger tillfällig lättnad**

Drygt fem år efter brexitomröstningen närmar sig nu sanningens minut. Efter 47 års medlemskap lämnade Storbritannien EU i början av 2020 och vid kommande årsskifte tar den tillfälliga övergångsperioden slut. Vårt huvudscenario är fortfarande att parterna den närmaste tiden sluter ett avtal som minskar osäkerheten och därmed ger en del positiva effekter på kort sikt. Det ändrar dock inte bilden av att brittisk ekonomi i ett längre perspektiv kommer att skadas av skilsmässan.

### **Paradoxalt nog verkar den geografiska**

**närheten** och decennier av integration ha försvårat förhandlingarna. Diskussionerna tycks ha kokat ner till ett fåtal symbolfrågor parterna haft svårt att kompromissa om. Ur EU:s perspektiv bör britterna ges mindre fördelaktiga villkor än EES-avtalet som t ex Norge och Island betalar till EU-budgeten för. Den fysiska närheten (euro-tunneln, elmarknad mm) och de stora handelsflödena gör att avtalet måste vara mer detaljrikt än exempelvis det avtal EU träffat med Kanada. Frågor om statsstöd, konfliktlösning i handels tvister och tillgång till brittiska fiskevatten har utgjort de största stötestenarna. Från brittiskt håll är det självbestämmandet som varit drivkraften för att lämna EU och kontrollen över fiskekvoter var en stark symbolfråga redan under brexitomröstningen 2016. Det höga tonläget är delvis ett förhandlingsspel och sedan mitten av oktober har kompromissviljan blivit alltmer tydlig i takt med att förhandlingarna har intensifierats. EU förefaller delvis kunna tillmötesgå Storbritannien vad gäller fiske och statsstöd. EU verkar också ha skiftat i taktik genom att utåt sett låta Storbritannien se ut som vinnare i förhandlingen.

### **Negativa effekter oavsett avtalsutformning.**

Men även med ett omfattande fri-handelsavtal är det ofrånkomligt att handeln påverkas negativt. Avtal kan pressa ned tariffer men utan den fria rörligheten inom EU:s inre marknad står Storbritannien inför stora utmaningar på både kort och lång sikt. Därtill kommer att handel med tjänster inte ingår i pågående förhandlingar. De kalkyler som OECD och IMF m fl presenterade efter brexitomröstningen indikerade ett betydande brittiskt BNP-tapp både med ett frihandelsavtal eller handel enligt WTO-regel (dvs ett icke-avtal). OECD tydliggjorde också nyligen att handelshinder i form av gränskontroller, varudeklarationer mm utgör en stor del av de försämrade handelsvillkoren. Intervallen i skattningarna har varit stora men effekterna av ett frihandelsavtal bedöms i genomsnitt ligga på 0,3 procent per år, något som vi har beaktat i våra prognoser.

Tema:

# Den nya världen

Temporära eller permanenta sektoriella förändringar?

Covid-19-krisen – som på senare tid fått förnyad kraft av en andra virusvåg – väntas gå in i ännu en utmanande fas 2021. Då riktas fokus mot dels högre solvensrisker för företag, dels effekterna av processerna som ska flytta produktionsresurser från krympande till växande sektorer. Digitala teknologin erbjuder på sikt goda möjligheter att skapa både en rättvis och grön tillväxt, med nya jobb och högre produktivitet. När återhämtningen efter covid-19 fått fastare mark under fötterna behövs en långsiktig ekonomisk politik och industristrategier som underlättar transformationen. Fel hanterat kan den finansiella stabiliteten hotas och arbetslösheten bita sig fast på höga nivåer.

## **Temporära eller permanenta sektoriella förändringar.**

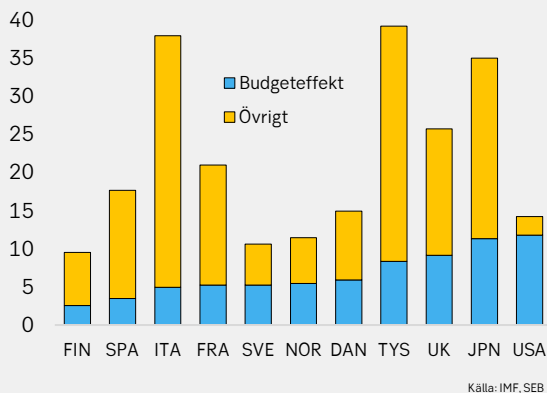
Utvecklingen i flertalet ekonomier bekräftar en betydande omallokering av både konsumtion och investeringar i tid och mellan sektorer under 2020. Olika restriktioner har skapat uppdämda konsumtionsbehov av vissa varor som sedan normaliserats när regeringar lättat på nedstängningar. Substitution har även skett mellan varor/ sektorer, t ex mer detaljhandel och matinköp och mindre resande och restaurangbesök. Även sätten på hur vi producerar varor och tjänster har förändrats. Mätningar, bl a av Bank of England, bekräftar anmärkningsvärt höga substitutionsnivåer under 2020 (d v s stora förändringstal för BNP-vikter och aktivitet) vilka ökat tio gånger jämfört med överlag trögörliga substitutionseffekter de senaste 30 åren.

**Är substitutionsförändringarna permanenta**, vilket de sannolikt är för vissa varor, tjänster och sektorer, behöver arbetskraft och kapital omallokeras från krympande och på sikt urfasade sektorer till sektorer som väntas överleva eller växa fram i den nya världen. Transformationer ökar risken för kapital- och jobbförluster vilket utmanar den finansiella stabiliteten p g a ökande antal konkurser. Därmed skulle även den globala återhämtningen fördröjas. Utmaningen för beslutsfattare blir att hitta en balanserad väg framåt som dels kan påskynda transformationen för att uppnå snabbare och uthållig återhämtning, dels reducerar risken för tillväxtbakslag, ökad ekonomisk ojämlikhet, tilltagande social och politisk oro och förseningar av klimatinvesteringar.



**Snabb, bestämd och kraftfull politik våren 2020** bidrog till att förhindra akuta likviditetskriser i många länder. Vi uppskattar den globala finanspolitikens stöd till ca 13 500 miljarder dollar, ca 15 procent av global BNP; fem gånger mer än under krisen 2008-2009 (se diagram nedan). Därtill har centralbankerna tillfört stöd genom både låga styrräntor och "sedelpresspolitik" (se diagram nedan). Deras balansräkningar har expanderat med minst 6 000 miljarder dollar under 2020 vilket med dagens penningmultiplikator (för Europa) motsvarar ca 24 000 miljarder i ökad penningmängd. Utan stöd hade likviditetskrisen våren 2020 snabbt omvandlats till en insolvenskris som skulle ha fått dramatiska konsekvenser för både finansiell stabilitet och BNP-tillväxt.

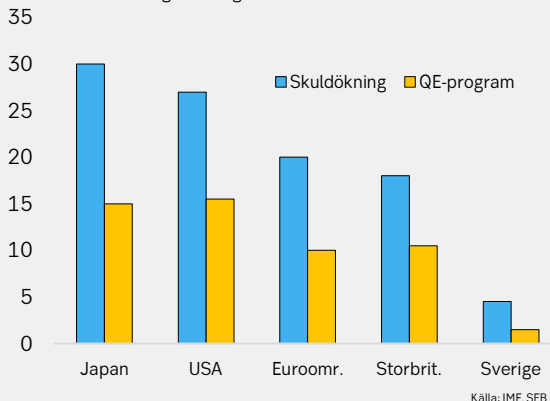
Historisk finanspolitik i många länder  
Olika åtgärder per september 2020. Procent av BNP



### Utmaningar för det finansiella systemet

Globala finansiella systemets stabilitet utmanas 2021 av två potentiella risker som förstärks om den ekonomiska återhämtningen fördröjs: dels priskorrektion på en ansträngda värderingar av tillgångar, dels övervintrade företag som hållits uppe med hjälp av stödpolitiken men som inte bedöms långsiktigt livskraftiga efter en permanent strukturomvandling.

Centralbanker köper nya statspapper  
Förändring offentlig skuld & QE 2020. Procent av BNP

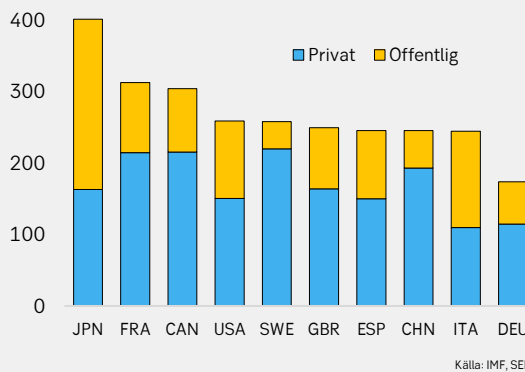


**Idag är det fungerande globalt finansiellt system** en del av lösningen på covid-19-krisen och inte ett delproblem. Läget kan dock snabbt förändras. Ett ökat antal företagskonkurser leder normalt också till stigande arbetslöshet. Enligt nya analyser av Bank for International Settlements (BIS) ökar arbetslösheten tre gånger mer – vid samma fall i BNP – om en ekonomi träffas av en "obalanserad recession" (d v s där antalet konkurser är

koncentrerat till vissa sektorer). Dessa recessioner tenderar att bli djupare och längre och sätta tydliga negativa avtryck på arbetsmarknaden på grund av kompetensluckor som först måste fyllas för att arbetskraften ska kunna röra sig till nya expanderande sektorer och företag. Covid-19 måste betecknas som en obalanserad recession.

**Företagssektorn har fått olika typer av stöd.** Regeringar har t ex ställt ut omfattande kreditgarantier och erbjudit kontant- och likviditetsstöd. Företag har även indirekt fått stöd genom permitteringsbidrag och pengar till hushållen. Centralbanker har därtill erbjudit stora lån till förmånliga villkor och köpt företags- och statsobligationer. Finans- och penningpolitiken har därmed möjliggjort för företag att hantera likviditetsbristerna genom att bl a öka skuldsättningen eller senarelägga skatteinbetalningar. Det innebär att företagets solvensrisk har skjutits på framtiden. Därmed riskerar nya likviditetsproblem att snabbt leda till kreditproblem, även för i grunden sunda bolag – om återhämtningen senareläggs.

Höga skulder redan innan covid-19  
2019. Procent av BNP



### Överraskande låga konkursnivåer

Antalet företagskonkurser globalt är just nu på femårs-lägsta enligt BIS-mätningar trots att flertalet ekonomier varit i fritt fall 2020. Detta återspeglas också i prissättningen på kreditmarknaden där spreadar ligger på fortsatt låga om än högre nivåer än före utbrottet av covid-19; ca 75 procent av uppgången i kreditspreadar i våras är nu återtagen. Kreditmarknaden tycks räkna med att antalet konkurser och insolvensproblem inte bör bli något större problem framöver trots att historien visar att konkurser normalt når sin högsta nivå ca ett år efter att BNP bromsat in, vilket betyder våren 2021.

**Konkursläget speglar den förda krispolitiken** och regeländringar. Regeringar och centralbanker har eftersträvat att till nästan vilket pris som helst ("whatever-it-takes"-mantrat) hjälpa t ex företag att övervintra krisen. Bl a Tyskland införde i mars möjligheten för företag som drabbats av ekonomiska problem att inte behöva ansöka om konkurs. BIS och även Internationella valutafonden (IMF) varnar för risken att covid-19-krisen, utan nytt stöd, kan skapa en uppgång i antalet konkurser med ca 20 procent under våren 2021.

### Vägval för beslutsfattare – kort & lång sikt

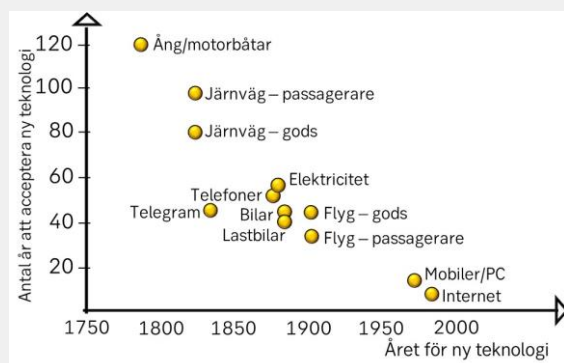
Covid-19-krisen har ökat inte bara offentlig skuldsättning; även företagssektorns skulder har ökat. Regeringar och centralbanker står inför svåra avvägningar och

behöver fatta beslut om förlängning eller utfasning av likviditets- och kreditstöd. En alltför tidig utfasning är destabiliserande och kan skapa kreditåtstramning och bankproblem. Förlängning av krisstöden riskerar, å andra sidan, att öka risktagandet och minska omvandlingstrycket i ekonomin – i ett läge där omallokering av resurser är nödvändig. Utebliven probleminsikt riskerar att ge växande problem genom potentiella negativa effekter på produktivitet och kapitalallokering.

### Hopp & oro inför digitala transformationen

Den digitala produktionens tidsålder, även kallad fjärde industriella revolutionen (IR), inleddes redan innan utbrottet av covid-19-krisen. Det råder idag ingen tvekan om att digitala teknologin snabbt flyttat fram sina positioner – och att acceptansen i samhället för nya teknologin gått med rekordfart. *Riksbankens företagsundersökning September 2020* är bara en i raden av dessa bekräftelser som slår fast att "pandemin har initierat och skyndat på en utveckling som redan var på gång".

**Industriella revolutioner ger nyfikenhet och oro.** Nya möjligheter uppstår men rädslan infinner sig att jobb riskerar att gå förlorade innan nya hinner växa fram. Världen har hittills sett tre industriella revolutioner: i slutet av 1700-talet (mekanisk produktion), i slutet av 1800-talet (massproduktion) samt i slutet av 1960-talet (automatiserad produktion). Det finns få belägg för att dessa tre revolutioner skapat strukturell arbetslöshet; nya arbetstillfällen inom nya sektorer har vuxit fram. Värt att notera är även hur acceptansen i samhället för ny teknologi gått allt snabbare: 120 år för första teknologiskiftet, 50 år för andra och 15 år för tredje språnget.



**Den fjärde industriella revolutionen** innefattar en sammansmältning av fysiska, digitala och biologiska system vilka förstärks av en exponentiell kraft att lagra och behandla stora mängder av kunskap och lärande. Anpassningen till ny teknik lär gå snabbare än under tredje revolutionen och påskyndas av pandemin (se ovan). Mycket talar för att världen tar till sig nya digitala teknologier snabbt. Länder med en redan utbyggd och beprövad digital infrastruktur och en allmänhet med positiv inställning till den nya tekniken bedöms också ha klarat covid-19-krisen något bättre. Det gäller t ex Norden och Baltikum (se *Nordic Outlook September 2020*).

### När återhämtningen fått fastare mark under fötterna

väntas den ekonomiska politiken inriktas mot att underlätta transformationen över till en mer digital och grön ekonomisk tillväxt. Hastigheten i omställning ökar pressen på regeringar och centralbanker att manövrera både överlevnad och framväxt av nya företag som kan dra

fördelar av bl a digitala teknologier. Samtidigt behöver man underlätta avveckling av företag som inte är långsiktigt livskraftiga. Omallokering av både kapital och arbetskraft innebär policyutmaningar.

**Covid-19 skapar förhöjd osäkerhet** och företags och politikens beslutsfattande hämmas av oro för hur ekonomin permanent kan ha förändrats och för bestående skador på ekonomins funktions sätt. Det betyder ökad försiktighet både bland arbetstagare och företag att ta steget över till nya sektorer och investeringar. Det faktum att arbetstagare i krympande sektorer sannolikt inte uppfyller krav på kompetens och utbildning i expanderande sektorer ökar risken för strukturell arbetslöshet och ökad ekonomisk ojämlikhet. Osäkerheten innebär att anpassningen till det nya går långsammare.

**Den ekonomiska politiken väntas bli mer selektiv** och gradvis alltmer inriktat på strukturpolitik och strategier för industrins och ekonomins medel- och långsiktiga utveckling. Investeringar i hälsa, digital infrastruktur, grön infrastruktur och utbildning kan skapa en produktiv, inkluderande och uthållig ekonomisk tillväxt. Det kommer att kräva samarbete på både nationell och global nivå. Dessvärre kan det splittrade politiska landskapet leda till låsningar och beslutsfördröjning.

**För att underlätta omallokeringen av resurser** på t ex arbetsmarknaden behöver ekonomiska politiken:

- minska barriärer för att individer och företag ska kunna ta till sig nya teknologier och ändrade beteenden;
- identifiera och adressera kunskaps- och kompetensluckor inom företag och sektorer;
- utveckla effektiva tränings- och utbildningsprogram för arbetskraften på företags- och samhällsnivå;
- hitta balansen mellan jobbriklighet och jobbtrygghet.

### Svår balansgång 2021

Pandemins tilltagande styrka innebär fortsatta nedåtrisker för återhämtningen. Det är därför rimligt att förlänga krisstödet i ännu ett halvår; den statsfinansiella kostnaden behöver inte öka dramatiskt då flera krisåtgärder inte utnyttjats fullt ut. Det innebär också ökade utmaningar i form av t ex felallokering av kapital och en senaläggning av omflyttning av kapital och arbetskraft. Men för eller senare behöver anpassningen ske till den nya världen – och det behövs både politik och samarbete som underlättar transformationen för att inte äventyra finansiella stabiliteten och jobbtillväxten.

Tema:

# Ökat distansarbete

Hemarbete kan ge globaliserad arbetsmarknad och QE4-ever

Trenden att fler jobbar på distans har potential att skapa en global arbetsmarknad. I de rika länderna kan det förstärka den nedåtpress på löner som redan finns. Centralbanker kommer få det allt svårare att skapa tillräckligt med inflation vilket talar för att QE-politik permanentas. Kapitalägare kan skörda frukterna av både ultralätt penningpolitik och en fortsatt växande vinstandel. Politiker kommer att försöka motverka de ökade klyftorna med mer omfördelande finanspolitik men det är ingen lätt uppgift i en allt mer global värld.

När den globala pandemin bröt ut var det många som befarade att det skulle leda till stora bakslag för globaliseringen. Det skulle kunna förstärka trenden med sjunkande världshandel som andel av global BNP som vi sett sedan finanskrisen. I denna artikel lyfter vi i stället fram möjligheter till en vitalisering av den globala arbetsmarknaden som skulle kunna drivas av ökade möjligheter till distansarbete. Den utveckling som skissas innebär både hot och möjligheter. Å ena sidan kan jämviktsarbetslöshet sjunka rejält samtidigt som utbildade personer i mindre utvecklade länder får ökade möjligheter till välbetalda jobb. Men det skulle också leda till att dagens stora problem med ekonomiska klyftor förvärras ytterligare med sociala politiska spänningar som följd.

En stor förändring som följd av pandemin är att trenden att arbeta hemifrån ökat explosionsartat. Ju längre pandemin pågår ju högre är också sannolikheten att en kraftig ökning av distansarbetet kommer att finnas kvar som en bestående effekt långt efter att viruset upphört att vara ett problem. En så omvälvande förändring av hundratals miljoner arbetstagares vardag runt om i världen har potential att ge stora följd effekter på en mängd olika områden både på arbetsmarknaden och i ekonomin i stort.



Ökat distansarbete kommer t ex leda till minskat behov av persontransporter vilket i sin tur kommer drabba allt från bilförsäljning till taxinäring och flygindustri negativt vilket redan blivit tydligt. Samtidigt är minskat resande positivt ur klimatsynpunkt. Den kanske tydligaste effekten av att människor jobbar hemifrån är att behovet av kontorsyta kommer minska, yta som istället kan komma användas till fler bostäder i de större städerna. Samtidigt som kontorsdöden leder till ett ökat utbud av lägenheter i centrala lägen så leder distansarbete också till en minskad efterfrågan på att bo centralt när fördelen av att bo nära sin arbetsplats minskar. Det kan framöver bidra till minskade prisskillnader mellan att bo centralt och i ytterområden.

**Distansarbete kan öppna för helt nya möjligheter** för människor att fritt kunna välja var de vill bo. Enligt en färsk Sifo-undersökning hoppas tre av fyra att pandemin ska leda till en förändrad arbets-situation och överst på önskelistan står ökade möjligheter att jobba hemifrån! En annan Sifo-mätning visar att nästan fyra av tio kan tänka sig att flytta om trenden med bättre möjligheter till distansarbete fortsätter och 5 procent funderar till och med på att sköta sitt jobb från utlandet.<sup>11</sup> I den traditionella anställningsmodellen så är det oftast ett krav att en anställd fysiskt infinner sig på arbetsplatsen fem dagar i veckan. Att det kravet ser ut att kunna försvinna framöver innebär dock inte bara fördelar för de anställda. Om kontoret minskar i betydelse, så försvinner faktiskt också en av västvärldens arbetstagares viktigaste konkurrensfördelar. När de anställda på ett företag samlas på ett kontor varje dag så blir kontoret en naturlig barriär mot att företaget anställer personer som arbetar på distans.

**Nya möjligheter till distansrekrytering.** Men om kontoret minskar i betydelse, minskar också hindret mot att ha medarbetare på distans. Både arbetsgivare och arbetstagare kan då börja leta efter anställda respektive arbete oberoende av en viss geografisk plats. Resultatet blir ett stort steg mot en mer globaliserad arbetsmarknad. Självfallet finns det även andra hinder såsom språk-, kulturskillnader eller att man befinner sig i olika tidszoner men i många fall så är faktiskt kontoret den främsta anledningen till att företag letar arbetskraft lokalt och att anställda söker efter arbete i närheten av där de bor.

**Bättre fungerande arbetsmarknad ger lägre NAIRU.** På en global arbetsmarknad där arbetstagare kan arbeta på distans kommer konkurrensen om de bästa medarbetarna att öka. De mest attraktiva och välutbildade personerna kommer kunna välja och vraka mellan olika jobberbjudanden. Rörligheten på arbetsmarknaden kommer också att förbättras när trösklarna för att ta anställning på en annan ort eller i ett annat land sänks. En person kan t ex ta ett nytt arbete i en annan stad utan att resten

av familjen påverkas. Den andra föräldern kan då behålla sitt arbete och barnen behöver inte byta skola. Att många människor känner motvilja till att flytta dit jobben finns har i alla tider varit en faktor som försämrat arbetsmarknadens funktionssätt och skapat matchningsproblem och stora skillnader i arbetslöshetsnivåer mellan olika regioner. Ökade möjligheter till distansarbete kan leda till att matchningen på arbetsmarknaden förbättras och att nivån för den naturliga arbetslösheten i ekonomin (NAIRU) sjunker.

**Företagen blir nettovinnare.** Även om de anställda får en ökad flexibilitet och andra fördelar som lägre utgifter för resor till och från jobbet så är de största vinnarna på en mer global arbetsmarknad företagen. Många anställda i rikare länder, som inte tillhör de mest attraktiva på arbetsmarknaden, kan få det tuffare eftersom de i större utsträckning kommer behöva konkurrera med billigare arbetskraft. Det kan både handla om att konkurrera med arbetskraft från samma land men från regioner med ett lägre löneläge och om ökad konkurrens från andra länder med lägre inkomstnivåer. En motsvarande förändring som följd av globaliseringen har pågått under decennier inom industrin och lett till att en mängd industrijobb flyttat till lågkostnadsländer. Även i tjänstesektorn har många enklare kontorsjobb redan flyttat utomlands eller automatiserats medan mer kvalificerade eller svårautomatiserade arbeten hittills har varit skyddade. Men när kontoren gradvis försvinner och distansarbetet blir ett normalt inslag i många verksamheter finns all anledning att tro att både den inhemska och utländska konkurrensen om många av tjänstejobben i kontorsmiljö kommer att öka.



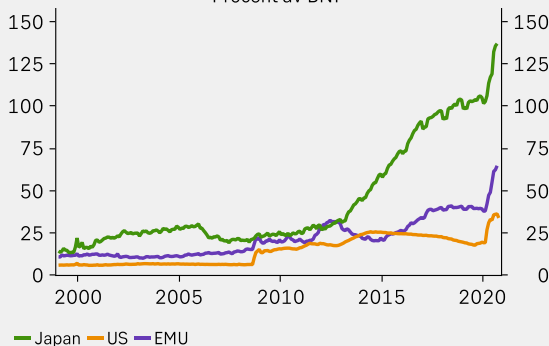
**Lönerna kan pressas nedåt i västvärlden.** Då som nu drivs utvecklingen av kostnadsjakt hos företagen och principen är densamma som den alltid har varit; arbetsuppgifter tenderar att flytta dit där de kan utföras billigast. För utvecklingsländer är den här förändringen en stor möjlighet medan det för många anställda i rikare länder som Sverige och USA kan leda till framtida utmaningar. Ju fler jobb som kommer att kunna utföras på distans ju större nedåtpress på löner kommer det att bli i de rikaste länderna. Att det råder brist på utbildad arbetskraft i många utvecklingsländer är självfallet en flaskhals på kort sikt men även utbildning kommer med hjälp av ny teknik att i allt större grad kunna genomgå på distans. Det öppnar upp för att kunna utbilda många

fler människor helt oberoende av var i världen de befinner sig. Distansutbildning kommer vara en stor möjlighet för människor i fattigare länder.

### QE 4-ever kan behövas för att få inflation.

En värld med allt större inslag av distansarbete kommer också att skapa stora utmaningar för världens centralbanker. Högre löner är traditionellt den viktigaste källan till ett stabilt inflationstryck över tid. Löneökningar höjer företagets produktionskostnader vilket de kompenserar med att höja sina priser så att det skapas inflation. Till skillnad från många andra inflationsdrivare, som en svagare valuta eller högre råvarupriser, så upprepas löneprocessen år efter år så att inflationstrycket blir stabilt. Kombinationen av en strukturell lönepress som följd av ökad konkurrens om jobben och arbetsmarknadens förbättrade funktionssätt med lägre NAIRU gör att det kommer att bli ännu svårare att få igång en lönedriven inflation. Ju större den strukturella nedåtpressen blir på löner, ju mer expansiv måste penningpolitiken bli för om inflationsmålen ska kunna uppfyllas. Det talar för att räntor kommer att ligga kvar på noll (eller till och med under noll) samtidigt som de kvantitativa stimulanserna måste fortsätta långt efter att pandemin släppt greppet om ekonomin. Utvecklingen kommer i många länder likna den vi redan sett i Japan om än inte driven av samma orsaker.

Centralbankerna låter balansräkningarna växa  
Procent av BNP



Källa: Macrobond, SEB

### Stigande tillgångspriser skapar större klyftor.

Företagen gynnas av att en alltmer global arbetsmarknad borgar för att produktionskostnader kan hållas låga. Den sedan länge rådande trenden att ägarna tar en större del av vinsterna i produktionen på de anställdas bekostnad får således mer bränsle. Samtidigt leder de låga räntorna och centralbankernas permanentade tillgångsköp att värderingen av aktier och andra tillgångar stiger. Resultatet blir fortsatt växande klyftor i samhället som kommer att öka kraven på att politiker ska motverka utvecklingen med aktiv finanspolitik dvs

<sup>i</sup> Kollega, 2020-09-29: Fortsatt distansjobb kan öka flyttviljan

högre skatter för kapitalägare och höginkomstagare. Samtidigt är det ingen lätt uppgift i en värld där ekonomi och arbetsmarknad blir alltmer globaliserade.

## Kanske bara hälften av dagens kontorsyta behövs

### Stora förändringar tar tid men en del har redan skett.

Som alltid vid paradigmskiften är en viktig fråga hur lång tid det kommer att ta? Ingen tror nog på allvar att alla som idag jobbar på distans som följd av pandemin kommer att fortsätta göra det i samma utsträckning den dag viruset är borta. Men bollen är satt i rullning och viruset har utan tvivel snabbat på processen. Även om de flesta anställda kommer att gå tillbaka till sina vanliga arbetsplatser så kommer många sannolikt också att fortsätta jobba betydligt mer på distans än de gjorde innan pandemin. Om det nya normala blir att man jobbar hemma två eller tre dagar i veckan behövs bara hälften så mycket kontorsyta som idag.

### Krav på investeringar för att bejaka den nya möjligheter.

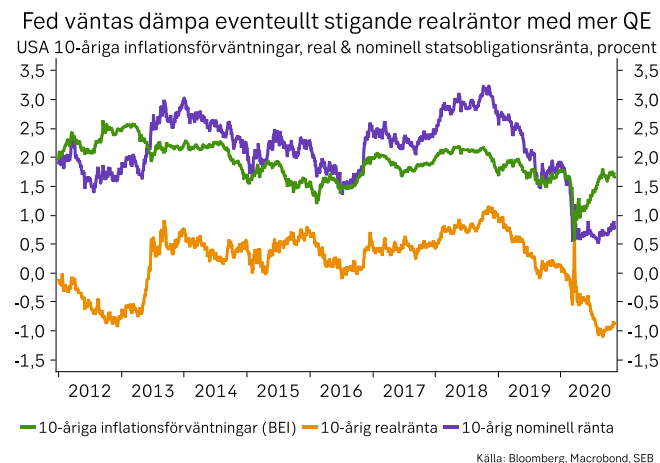
Många företag har antagligen redan dragit slutsatsen att de kan börja minska ner på sin kontorsyta. Att en växande del av de anställda regelbundet kommer att arbeta hemifrån gör att företagen troligen fortsätter att satsa mycket resurser på att få arbetsplatsen att fungera lika bra för distansarbete som för de som sitter på kontoret. Näringslivet kommer sannolikt att göra stora investeringar i ny teknik under kommande år för att möjliggöra den utvecklingen. Den tekniska innovationen är en viktig del i att säkerställa att hemarbete fungerar allt bättre och att produktiviteten hos de anställda inte blir lidande men antagligen behöver också nya metoder utvecklas för att utvärdera, leda och få anställda att interagera med varandra i en miljö där kontoret inte längre är den naturliga samlingspunkten. Hur lång tid allt kommer att ta är omöjligt att säga men det viktiga är att processen redan är igång och ju längre pandemin pågår ju mer etablerat och utbredd kommer distansarbetet att bli och ju fortare kommer förändringen att gå.

<sup>ii</sup> Örebro nyheter 2020-09-27: Fyra av tio kontorsarbetare beredda flytta vid fortsatt distansarbete

# Räntemarknaden

## Lågräntemiljön består

Europeiska räntor har under senhösten fallit till de lägsta nivåerna sedan mars efter en accelererande virus-spridning och tydliga besked om nya stimulanser från bl a ECB. I USA innebär en troligt delad kongress att sannolikheten för överdrivet stora finanspolitiska stimulanser minskar vilket dämpar trycket uppåt på räntor. Korta räntor väntas vara låga länge och nominella långräntor stiger endast gradvis i takt med bättre ekonomiska utsikter. Fed väntas bromsa eventuella uppgångar i reala räntor.



### 10-åriga statsobligationsräntor

Procent

	5 nov	Dec 2020	Dec 2021	Dec 2022
USA	0,79	0,80	1,10	1,20
Tyskland	-0,66	-0,60	-0,50	-0,40
Sverige	-0,10	-0,10	-0,05	0,05
Norge	0,70	0,70	0,75	0,85

Källa: Nationella centralbanker, SEB

**Efter rekordlåg volatilitet i amerikanska räntor** under september har marknaden uppvisat något större rörelser den senaste tiden. Nya restriktioner, tecken på inbromsande ekonomisk aktivitet samt rekordlåg kärninflation har pressat ned europeiska långräntor; en tysk 10-årig statsränta har fallit till den lägsta nivån sedan i mars. Osäkerhet har även präglat amerikanska räntor och efter att först ha stigit på förväntningar på en tydlig Bidenseger har långa räntor fallit efter valet. En amerikansk 10-årsränta handlar strax under 0,80 procent; i mitten av det intervall på 40 räntepunkter som gällt sedan i mars. En tysk 10-årsränta har fallit till -0,66 procent. Det innebär att ränteskillnaden mellan USA och Tyskland stigit till 145 räntepunkter, en uppgång med 45 punkter sedan botten i april.

**I USA innebär en troligt delad kongress efter valet** att Demokraternas möjligheter att få igenom överdrivet stora stimulanser minskar. Det dämpar trycket uppåt på räntor. Behovet av nya krisåtgärder innebär dock att kongressen troligen kommer att enas om nya stimulanser de närmaste månaderna vilket innebär att USA:s statsfinansiella underskott fortsätter öka 2021. Efter att initialt främst ha emitterat statsskuldväxlar har USA:s finansdepartement ökat obligationsemissionerna de senaste månaderna. Stora Fed-köp främst i våra innebär dock att utestående obligationsstock utanför Fed har minskat med ca 400 miljarder dollar under 2020. Osäkerheten för 2021 är stor men finansdepartementets prognos tyder på ett nettoutbud av obligationer på runt 2 000 miljarder dollar. Med nuvarande takt, där Fed köper 80 miljarder i statsobligationer per månad, kommer därmed obligationsutbudet att öka relativt kraftigt under 2021. Fed har dock varit tydlig med att finans- och penningpolitiken bör arbeta tillsammans för att stödja den ekonomiska återhämtningen vilket indikerar att man är beredd att motverka stigande räntor genom att utöka eller omfördela sina obligationsköp.

**Hur mycket Fed tillåter långa nominella räntor** att stiga beror på vad som händer med marknads inflationsförväntningar. Kombinationen av finans- och penningpolitik, där centralbanker köper större delen av det som staterna lånar, är i praktiken en "sedelpressfinansiering" av offentlig skuld (se *Nordic Outlook Maj 2020*). Avsaknaden av strukturella finanspolitiska stimulanser innebär dock att Fed kommer få fortsatt svårt att få upp inflationsförväntningarna. Nominella räntor väntas därmed stiga endast gradvis under nästa år (se prognostabell) i takt med bättre ekonomiska utsikter.

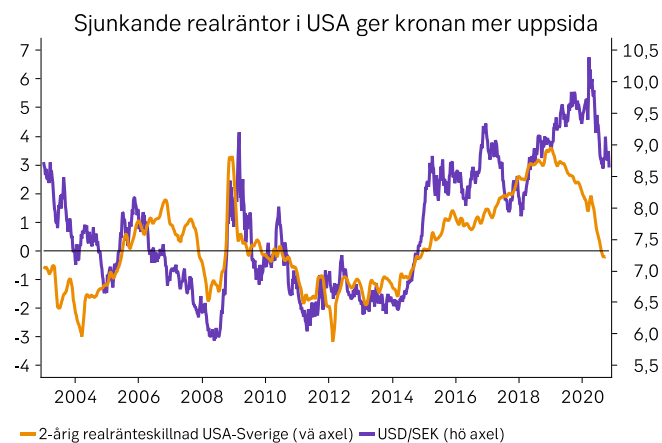
**Tydliga signaler om nya penningpolitiska stimulanser från ECB** i december bidrar till att pressa ned tyska räntor och ränteskillnader inom euroområdet. Trots kraftiga finanspolitiska stimulanser även i Europa innebär ECB:s obligationsköp, som väntas utökats till åtminstone slutet av 2021, att ECB köper i stort sett alla obligationer som emitteras nästa år. I kombination med rekordlåg kärninflation väntas en tysk 10-årsränta ligga kvar nära dagens nivåer och stiga till endast -0,50 procent i slutet av 2021.

**Trots oväntat starka svenska statliga finanser** har en svensk 10-årsränta inte orkat följa den tyska räntenedgången; ränteskillnaden har därmed ökat runt 10 räntepunkter sedan oktober. Vi bedömer att ränteskillnaden går ihop de kommande månaderna med stöd av utökade obligationsköp även från Riksbanken och fortsatt relativt starka statsfinanser. Spreaden väntas därmed fortsätta att handlas i relativt snävt intervall runt 40-50 räntepunkter under 2021. Ränteskillnaden mellan en norsk och tysk 10-årsränta har också ökat. Räntenivåerna i Norge är fortfarande tydligt högre än i många andra länder och vår bedömning är att efterfrågan kommer stiga nästa år relaterat till ökad efterfrågan på valutan. Då finanspolitiska stimulanser finansieras av Oljefonden väntas utbudet var norska statsobligationer var i stort sett oförändrat under 2021. Vår prognos är att norska 10-årsspreaden mot Tyskland kommer vara 125 räntepunkter vid slutet av 2021.

# Valutamarknaden

## Underskott sätter press på dollarn

Dollarn är som alltid ankaret på den globala valutamarknaden. Under en stor del av 2020 har konvergerande styrräntenivåer bidragit till att försvaga USD. Även om relativ penningpolitik fortsätter att vara en drivkraft tror vi också att statsfinansernas utsikter blir ett allt viktigare tema. Givet att den nyvalde presidenten levererar fortsatta stimulanser bör dollarn fortsätta att försvagas. Fokus på statsfinanser gynnar också svenska kronan. Tillsammans med en attraktiv värdering räknar vi med att USD/SEK trillar under 8,00 under 2021.



### Valutakurser

	5 nov	Dec 2020	Dec 2021	Dec 2022
EUR/USD	1,18	1,20	1,25	1,28
USD/JPY	104	104	100	98
EUR/GBP	0,90	0,90	0,87	0,85
EUR/SEK	10,28	10,20	9,85	9,70
EUR/NOK	10,83	10,80	10,25	9,95

Källa: Bloomberg, SEB

**2020 har varit ett turbulent år på valutamarknaden.** Corona-krisen stärkte initialt stora likvida valutor som sig bör när den globala ekonomin drabbades av en kris. Den amerikanska dollarn blev den "safe-haven" som den brukar vara då oron för finansiell stress snabbt steg i februari och mars. Men ganska snart blev det uppenbart att andra drivkrafter tog över när centralbankerna adderade likviditet samt återstartade kvantitativa lättnader. Under året har den mest tydliga valutatrenden varit en svagare dollar och utvecklingen är inte speciellt förvånande med tanke på att Fed var den enda större centralbank som hade en ränta att sänka.

**Även 2021 lär penningpolitiken bli en viktig drivkraft** men offentligfinansiell styrka lär också bli en viktig faktor. I temaartikeln "Dollarns framtid: Amerikansk stimulanspolitik sänker utsikterna för världens reservvaluta" målar vi bilden av att dollarn möter flera utmaningar när ekonomin börjar normaliseras igen efter covid-19. USA har adderat mer stimulans än andra utvecklade ekonomier med ett budgetunderskott på nära 20 procent av BNP. Detta massiva utbud av amerikanska statspapper skapar ett uppåttryck på långa räntor som Fed inte kommer acceptera. Fed kommer istället att stödköpa statspapper för att hålla räntorna nere vilket i sin tur pressar dollarn.

**En svag dollar sätter också andra centralbanker i ett dilemma.** ECB har tydligt flaggat för att de kan behöva agera med räntesänkningar om euron fortsätter att stärkas. Även andra centralbanker i t ex Storbritannien (BoE) och Australien har "hotat" med minusränta. Enligt vår värderingsmodell är dock dollarn fortfarande övervärderad efter att amerikanska realräntor kollapsat. Långsiktig jämvikt för EUR/USD som länge legat kring 1,15-1,20 har nu stuckit iväg till nära 1,30 och vi tror att EUR/USD drar sig upp mot den nivån under prognosperioden. Trots att Storbritannien nu annonserat en andra nedstängning som sätter ytterligare press på den svaga brittiska ekonomin är vår huvudprognos fortfarande att BOE ligger still. Risken för en räntesänkning tidigt 2021 har dock ökat och leverans är trolig om brexitförhandlingarna inte landar i ett avtal. Pundet är ändå så undervärderat att vi tror på mindre förstärkning mot euron så att EUR/GBP står i 0,87 i slutet av 2021.

**Under 2020 har kronan varit den G10-valuta som stärks mest mot dollarn.** Att detta kunnat ske i ett läge med en djup ekonomisk kris tyder på att stora svenska sparöverskott, som bidragit till en stark nettoposition mot utlandet, förstärkt kronans defensiva kvaliteter. Att Riksbanken tömt det mesta i verktygslådan redan innan krisen slog till samt att kronan var djupt undervärderad vid starten av 2020 har bidragit till denna appreciering. En svagare dollar samt hot om ny räntesänkning från ECB skapar potential för en snabb kronförstärkning. Många svenska institutioner är fortfarande exponerad mot en starkare dollar och företagen har samlat utländsk valuta på hög sedan minusräntan infördes i Sverige. I dagsläget uttrycker inte Riksbanken någon oro för kronan och spelar dessutom ner risken för en sänkning. Vi ser därför goda utsikter för en fortsatt SEK-förstärkning och räknar med att EUR/SEK når 9,85 i slutet av 2021.

**Norska kronen har tappat mark** efter att ha gynnats av ett generellt gott risksentiment efter sommaren. Som en liten och mindre likvid valuta är kronen procyklisk och till stor del driven av oljepriset. Försämrade globala tillväxtutsikter, som också pressat ner oljepriset, pressade återigen upp EUR/NOK tillfälligt över 11,00. Positiva marknadsreaktioner efter presidentvalet har dock gett stöd åt kronan och EUR/NOK väntas handla på 10,80 i slutet av 2020. Fundamentalt är kronen fortsatt undervärderad och när utsikterna för tillväxt och vaccintillgång förbättras 2021 bör vi få stöd för en appreciering av kronan. Vår prognos är att EUR/NOK ligger på 10,25 och 9,95 i slutet av 2021 respektive 2022.

Tema:

# Dollarns framtid

Amerikansk stimulanspolitik sänker utsikterna för världens reservvaluta

När den globala ekonomin drabbas av recessioner brukar USA vara det land som snabbast agerar för att stötta inhemsk efterfrågan. Coronakrisen är inget undantag. De amerikanska finanspolitiska stimulanspaket som implementerats är långt mer omfattande än de som genomförts i Europa. Även Fed har tagit krafttag för att stötta tillväxten, men Feds penningpolitiska lättnader har samtidigt försvagat den amerikanska dollarn, en trend som vi tror består de kommande två åren.

För drygt tre år sedan (Nordic Outlook september 2017) skrev vi på temat "Världen mår bättre av en svagare dollar". Den tes vi framförde grundade sig i att framförallt EM-ekonomierna och global handel skulle gynnas av en något svagare dollar. Samtidigt trodde vi inte att dollarns dominans som global reservvaluta skulle utmanas i närtid. Vi håller fast vid dessa ståndpunkter. Trots att Kina och Europa tillsammans står för ca 35 procent av global BNP är varken renminbin eller euron tillräckligt attraktiva för att utmana dollarn i närtid. Kina har som ambition att låta sin valuta flyta mera fritt, men den är inte nära den flexibilitet och konvertibilitet som krävs av en reservvaluta. Euron är förvisso tillräckligt likvid för att utgöra ett alternativ men Europas interna obalanser, avsaknad av gemensam finanspolitik och ständiga kriser diskvalificerar valutans från att ersätta dollarn. Kvar är dollarn som den reservvaluta vi nu haft i snart 50 år.

Sedan 2015 har dollarn trots utmaningar varit stark delvis med stöd av Trumps skattesänkningar samt amerikanska aktiemarknadens starka utveckling i jämförelse med omvärlden. Feds räntehöjningar mellan 2015 och 2018 bidrog också utvecklingen genom att göra det kostsamt att valutasäkra dollarn. Coronakrisen har dock ändrat på förutsättningarna och gjort dollarn till något av en slagpåse och vi tror att det finns utrymme för ytterligare försvagning. Får vi rätt kommer centralbanker som ECB och Riksbanken få det kämpigt med sina inflationsmål givet att både euron och kronan fortsätter att stärkas.

## Dollarn är basen för global valutahandel

Som reservvaluta används dollarn överlägset mest i de internationella transaktioner som görs för global handel. Cirka 90 länder har också sin valuta kopplad till dollarn. När Bank of International Settlements (BIS), rankar omsättningen i de största valutorna landar dollarn överlägset högst bland de övriga likvida alternativen (se tabell nedan). Eftersom dollarn ingår i nära 9 av 10 valutatransaktioner handlar den generella utvecklingen på valutamarknaden oftast om att korrekt förutse riktningen för den amerikanska dollarn.

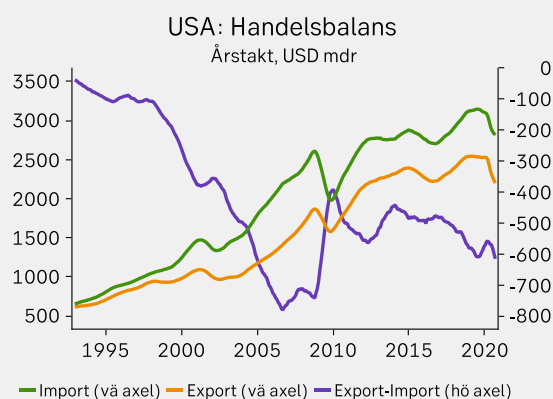
Omsättning valutamarknaden (BIS)								
Andel av daglig omsättning (%)								
Valuta	1998	2001	2004	2007	2010	2013	2016	2019
USD	86,8	89,9	88,0	85,6	84,9	87,0	87,6	88,3
EUR	...	37,9	37,4	37,0	39,1	33,4	31,3	32,3
JPY	21,7	23,5	20,8	17,2	19,0	23,0	21,6	16,8
GBP	11,0	13,0	16,5	14,9	12,9	11,8	12,8	12,8
AUD	3,0	4,3	6,0	6,6	7,6	8,6	8,6	6,8
CAD	3,5	4,5	4,2	4,3	5,3	4,6	5,1	5,0
CHF	7,1	6,0	6,0	6,8	6,4	5,2	4,8	5,0
CNY <sup>a</sup>	0,0	0,0	0,1	0,5	0,9	2,2	4,0	4,3
HKD <sup>b</sup>	1,0	2,2	1,8	2,7	2,4	1,4	1,7	3,5
NZD <sup>b</sup>	0,2	0,6	1,1	1,9	1,6	2,0	2,1	2,1
SEK	0,3	2,5	2,2	2,7	2,2	1,7	2,2	2,0

## Amerikanska statsfinanser visar djupa underskott.

Den globala covid-19-pandemin har skapat stora hål i offentliga finanser. USA har uppvisat relativt hög tillväxt de senaste åren jämfört med Europa och fortsätter att göra så kommande år. En delförklaring är att USA använt finanspolitiken mycket mer aggressivt för att stimulera ekonomin och undvika djupa och långtgående negativa tillväxteffekter av pandemin. Amerikanska statsfinanser lär uppvisa rekordstora underskott i flera år framöver. Givet att Fed för närvarande finansierar större delen av budgetunderskottet har USA inga problem att hitta köpare till alla statspapper som emitteras. Med en förväntad skuld på över 130 procent av BNP kommande år, kan dock landets kreditvärdighet börja ifrågasättas vilket troligen skulle sätta ytterligare press på dollarn om kreditvärderingsbetyget på AAA skulle sänkas.

**Det stora utbudet av amerikanska statspapper** ökar trycket uppåt på landets långa räntor. Frågan är om Fed kommer acceptera detta. Senaten ser inte ut att få den demokratiska majoritet som förväntades innan valet och därmed blir stimulanser troligen inte riktigt lika stora som i Joe Bidens valprogram. Det är ändå rimligt att de stora underskott USA ser ut att generera sätter press uppåt på räntorna. Fed kommer begränsa uppgången genom köp av statspapper. Fed har även sagt att de kommer ta ansvar för att stötta ekonomin om inte politikerna agerar. Eftersom räntorna inte tillåts stiga mycket bör dollarn istället försvagas som en konsekvens av denna politik. Fed har nyligen antagit ett mer flexibelt genomsnittligt inflationsmål vilket kommer tillåta dem att överskrida två-procentsmålet under en period givet att KPI under en längre tid övervägande legat under den nivån. Detta betyder i sin tur att dollarn inte kommer få stöd initialt när ekonomin repar sig och Fed normalt brukar strama åt igen

**Även handelsbalansen väntas försämrans.** De globala obalanser som kulminerade i den förra krisen 2008/09 har minskat och är från ett valutaperspektiv mer hållbara idag då underskotten som andel av BNP är mindre. Stora finanspolitiska stimulansåtgärder och stigande inhemsk efterfrågan kommer dock att spå på USA:s underskott igen och troligen kommer underskottet i handelsbalansen att landa kring de nivåer vi såg strax innan finanskrisen. Denna ökning påverkar dollarn negativt på flera sätt. Stigande handelsunderskott är alltid en negativ signal för valutamarknaden. Amerikanska exportörer samt importörer har också starkare incitament att valutasäkra sina handelsflöden (i USD) när kostnaden nu sjunkit. Om exportörer och importörer ändrar sin valutasäkring av dollarn med 5 procent ger det upphov till utflöden på flera hundra miljarder dollar.



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

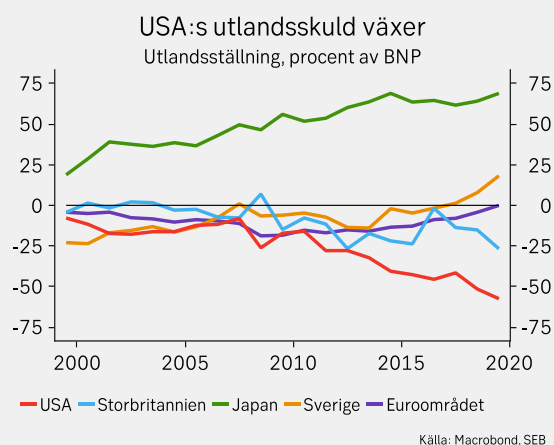
## USA:s balansräkning reser varningsflagg

I ett möte med europeiska finansministrar 1971 sa den då nytillträdde amerikanska finansministern John Connally att "dollarn är vår valuta, men är ert problem". Vad han syftade på var att USA inte längre kunde upprätthålla dollarns värde mot guldpriset och Bretton Woods-systemet kollapsade och med det även dollarn.

**USA lever kvar i Bretton Woods-världen.** Trots övergången till flytande växelkurser har USA fortsatt att agera i Connallys anda som om deras valuta främst är omvärldens problem. Dollarns status som reservvaluta har gjort att omvärlden fortsatt att finansiera relativt stora underskott i amerikansk bytesbalans. Under det senaste decenniet har USA:s nettosition (dvs skillnaden mellan vad USA äger i utlandet och vad omvärlden äger i USA) ökat ganska dramatiskt (se graf på nästa sida) från -10 till -62 procent av BNP. IMF brukar hissa varningsflagg för länder som landar under -35 procent av BNP, men USA klarar troligen en större skuldsättning givet återigen dollarns status. Genom åren har omvärlden finansierat amerikanska underskott i utrikeshandeln genom framförallt köpt amerikanska statspapper. Som tabellen visar på nedan ligger 75 procent av USA:s nettostatsskuld i räntepapper. Attraktionen att köpa dessa papper beror på den avkastning en investerare kan förväntas få. Som vi visat i tidigare rapporter har amerikanska långräntor sett tillräckligt attraktiva ut för utländska investerare, även med beaktande av kostnaden för att valutasäkra innehavet. Efter att Fed i år sänkt räntan och återinfört

## Tema: Dollarns framtid

QE är dock utsikterna inte lika lovande. Eftersom USA inte kommer erbjuda lika hög ränta som tidigare bör dollarn försvagas mer för att göra amerikanska värdepapper attraktiva för utländska köpare.



### USA: Nettoposition, kvartal 2, 2020

USD mdr

	Tillgångar	Skulder
Direktinvesteringar	7 943	10 097
Aktier	8 546	9 203
Räntepapper	3 847	12 831
Derivat	2 751	2 729
Övrigt	5 202	7 060
Reserver	585	
<b>Total</b>	<b>28 873</b>	<b>41 919</b>
Netto		-13 046
Procent av BNP		<b>-62</b>

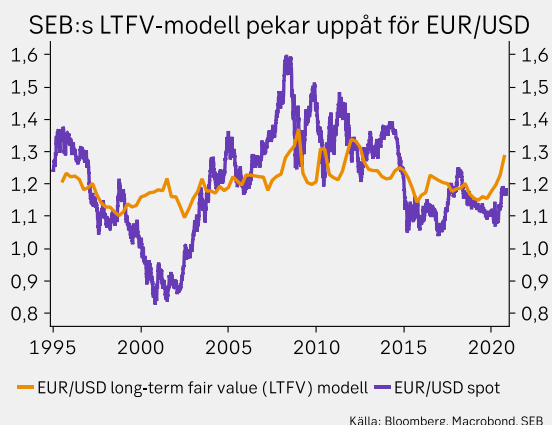
### Stigande incitament att valutasäkra talar till dollarns nackdel.

Omvärlden har visat en förkärlek för amerikanska tillgångar de senaste åren. Amerikanska börser överträffade de europeiska och Fed höjde räntan relativt omvärlden vilket gjorde säkring av dollar dyr. Läget är annorlunda nu. Ett rimligt antagande när vi tittar på USA:s balansräkning är att en stor del av det utländska ägandet i USA har dollarexponering som inte valutasäkrats. Om vårt antagande är korrekt finns här potentiellt mycket stora flöden att identifiera. Normalt är ränteinvesteringar fullt valutasäkrade även om en majoritet av globala valutareserver ligger i USD (som inte valutasäkras). Omvärlden äger amerikanska aktier till ett värde av strax över USD 9 000 mdr. Varje procentenhet som graden av dollarsäkring ökar ger upphov till ett dollarnegativt flöde på runt USD 90 mdr. Storleken på de utländska investerarnas innehav gör alltså att dessa säkringsflöden har potential att bli mycket större än de portföljinvesteringar som flödar mellan länder varje år. Amerikanska investerare kan också minska sin grad av valutasäkring (dvs sälja dollar och köpa valuta) på sina investeringar i utlandet. USA äger som tabellen visar 8 500 mdr aktier i utlandet och har även direktinvesteringar på 8 000 mdr (som normalt inte valutasäkras). Givet att Fed sänkte styrräntan redan i mars i år bör USD redan säkrats till

viss grad, men dessa beslut tar tid att fatta och sedan genomföras och vi tror det finns potentiellt stora USD-negativa flöden kvar.

### Fair-value för USD har tappat 10 procent i år.

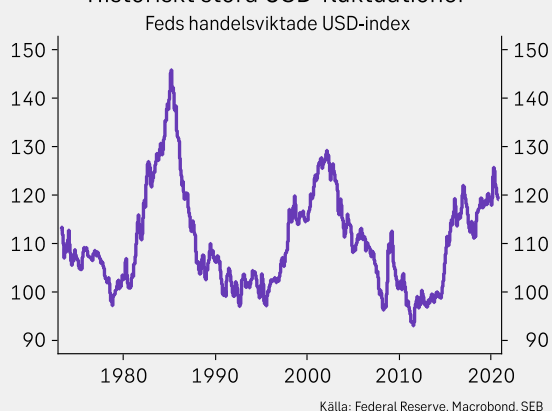
Fallande realräntor i USA är huvudförklaringen till att vår jämviktsmodell sätter riktkursen i EUR/USD nära 10 procent högre idag jämfört med situationen 2019. För USD/SEK har den långsiktiga jämviktskursen fallit än mer; från 8,50 till strax under 7,50. Det innebär att trots att kronan stärkts med 15 procent mot dollarn i år är den lika undervärderad nu som vid starten av 2020.



### Dollarns tappar ytterligare 10 procent kommande år.

Sammantaget väntar vi oss att dollarn fortsätter att falla och att det dessutom kan gå ganska snabbt när väl resultatet av det amerikanska valet sjunkit in. Dollarn är övervärderad och USA har dessutom stora statsfinansiella underskott och underskott i utrikeshandel vilket kommer pressa valutan. Fed har sänkt räntan tillbaka till noll och dollarn är inte längre dyr att valutasäkra och det finns mycket stora utländska innehav av amerikanska tillgångar som kommer valutasäkras. Dollarn brukar röra sig i cykler om 8-10 år. Vår prognos är att USD/SEK trillar under 8 nästa år för att sedan fortsätta mot vårt jämviktsestimat 7,44 under 2022.

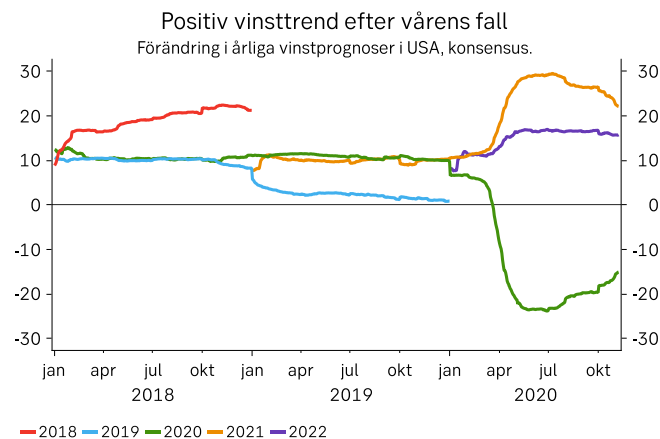
### Historiskt stora USD-fluktuationer



# Aktiemarknaden

## Börspotential trots kortsiktiga risker

En i sig rimlig börsrekyll förstärks när virusoron utmanar tillväxtbilden. Kvartalsrapporterna visar på överraskande stark vinstutveckling tack vare god kostnadskontroll. Pandemi och politisk osäkerhet utgör störningar, dock av övergående natur. Ultralåga räntor och återhämtning stödd av stimulanspolitik gör dagens börsvärderingar rimliga. Fortsatt digitalisering och fokus på hållbarhet ger bränsle till nya börsuppgångar.



## Värderingarna framstår som rimliga om dagens vinstprognoser håller och ränteläget består

**Stark uppgång följs av nya utmaningar.** Att den starka börsuppgången från sommarhalvåret nu följts av en rekyl är inte förvånande. Höstens inledande osäkerhet kring amerikansk politik framöver och med fördröjda finanspolitiska stimulanser i närtid kompletterades med tillväxtoro i spåren av nya virusutbrott och nedstängningar. Med räntor som allt tydligare permanentas på ultralåga nivåer – men knappast faller mer – och börser som framstår som fullvärderade i ett historiskt perspektiv blir framtida tillväxt och vinstutveckling central för börsriktningen.

**Mildare vinstnedgång i år men förnyad osäkerhet.** Den återhämtning vi sett under sommarhalvåret syns tydligt i bolagens rapporter för tredje kvartalet. Överraskningarna är större för vinster än för försäljning, liksom under andra kvartalet har företagen varit framgångsrika på kostnadssidan. Vinsterna för helåret 2020 faller förvisso kraftigt, men svackan framstår som grundare än vad prognosmakare befarade i våras. På global nivå väntas vinsterna nu falla med 21 procent i år mot en prognosbotten på 25 procent i våras. För USA har motsvarande vinstförväntningar justerats till -16 procent från tidigare -23. Den uppreviderade basen har gjort att förväntade vinstökningar under nästa år reviderats ner i motsvarande mån. Det innebär att vinstnivån i absoluta termer har behållits för 2021, vilket också gör att analytikerkollektivet räknar med samma vinstnivå nästa år som under 2019; för USA dock något högre. Dagens mer osäkra tillväxtbild kan dock medföra press nedåt på vinstprognoserna den närmaste tiden.

**Ekonomisk politik ger fortsatt stöd.** Som ofta under kriser har den ekonomiska politiken extra stor påverkan på tillväxten. Att penningpolitiken förblir stimulatív känns givet, med positiva effekter på börserna då ökad likviditet dämpar volatiliteten och låga räntor stöttar värderingar via lägre diskonteringsränta. För att tillväxt- och vinstprognoser ska infrias behövs ytterligare finanspolitiska stimulanser, särskilt givet nya nedstängningar. Att Biden möter en republikansk senat ger sannolikt mindre stimulanspaket än han utannonserat men gör också att utannonserade skattehöjningar begränsas eller uteblir. Kombinationen kan mycket väl uppfattas som det bästa utfallet ur ett börsperspektiv.

**Hög men rimlig värdering.** Börsvärderingen överlag har ifrågasatts av många när kurserna nått nya högstanivåer samtidigt som vinsterna pressats. Aktier handlas onekligen till höga PE-tal historiskt sett. I USA (S&P 500) är PE-talet 22 räknat på vinsterna för kommande 12 månader. Men vi är ju (sannolikt) inne i en period med kraftig vinståterhämtning. Mätt med konsensus-prognoserna för vinsterna helåret 2021 blir PE-talet knappa 20 och estimaten för 2022 sjunker talet till 17; högre än historiska snitt runt 15 men inte avskräckande givet de låga räntorna. Och om vi exkluderar de digitala jättarna, som utgör drygt 20 procent av index, kan vi justera ner PE-talen med cirka tre enheter. Nu påverkar ju de digitala vinnarna i allra högsta grad börsutvecklingen. Deras höga PE-tal kan försvaras givet urstark vinsttillväxt med stöd i stark strukturell trend och dominerande marknadspositioner. Vår slutsats blir att värdering inte är något större problem, givet att vinstprognoserna håller någorlunda.

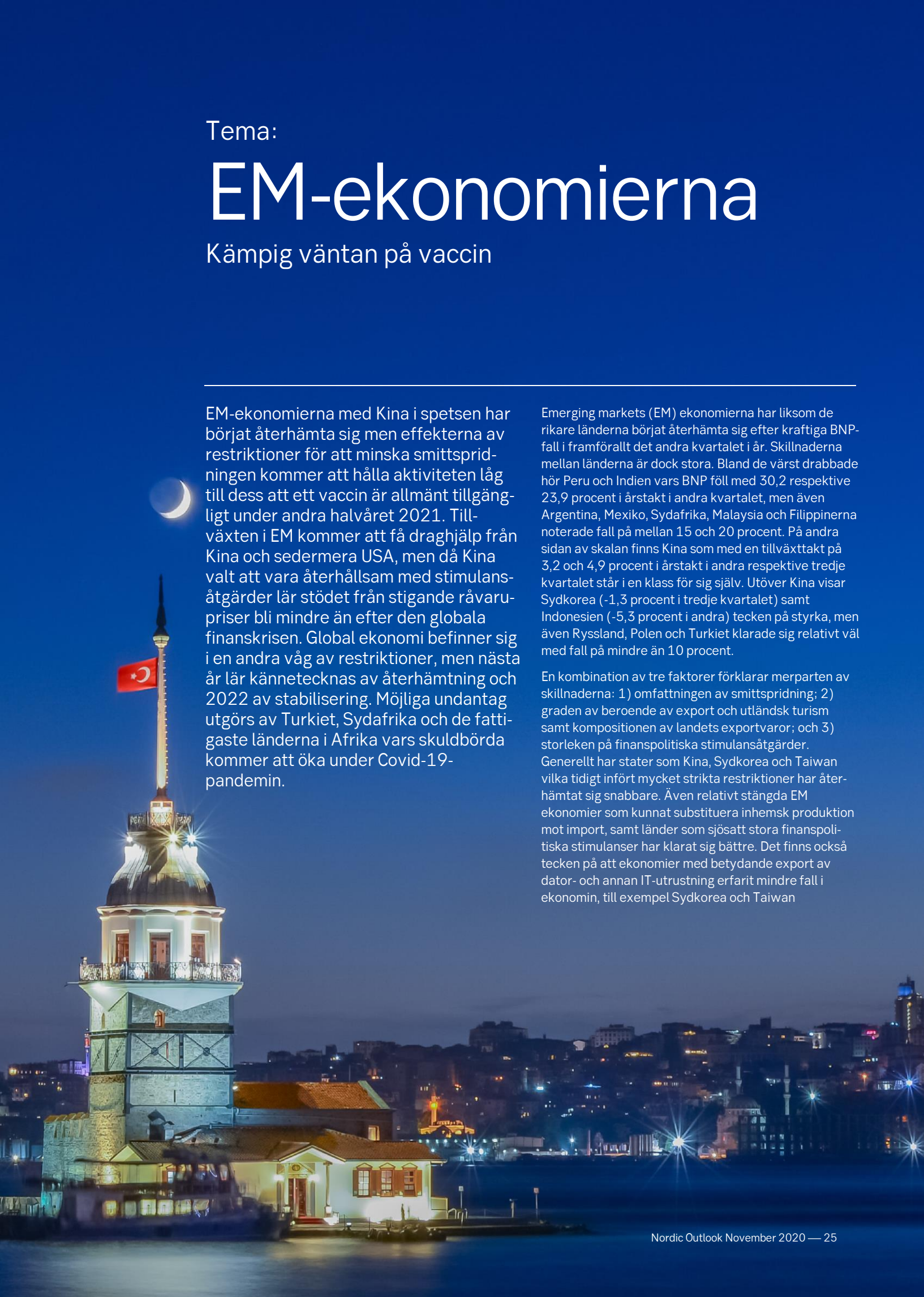
**Potential i Asien och för hållbarhet.** Vårt att notera är att tillsammans med USA är Asien (ex Japan) den region där inslaget av IT-/digitaliseringsbolag är störst inte minst via kinesiska drakar som Alibaba och Tencent. Tillväxtbilden och en stabilare Corona-situation ger också stöd här liksom Bidens mindre ogynnsamma handelspolitik – faktorer som tillsammans med en rimlig värdering gör dessa börser intressanta. En annan trend som får allt tydligare fäste på börserna är hållbarhet. Vi ser stor potential för de bolag som bidrar till omställningen till en hållbarare värld, inte minst med stöd av de politiska initiativen på bägge sidor Atlanten.



Tema:

# EM-ekonomierna

Kämpig väntan på vaccin



EM-ekonomierna med Kina i spetsen har börjat återhämta sig men effekterna av restriktioner för att minska smittspridningen kommer att hålla aktiviteten låg till dess att ett vaccin är allmänt tillgängligt under andra halvåret 2021. Tillväxten i EM kommer att få draghjälp från Kina och sedermera USA, men då Kina valt att vara återhållsam med stimulansåtgärder lär stödet från stigande råvarupriser bli mindre än efter den globala finanskrisen. Global ekonomi befinner sig i en andra våg av restriktioner, men nästa år lär kännetecknas av återhämtning och 2022 av stabilisering. Möjliga undantag utgörs av Turkiet, Sydafrika och de fattigaste länderna i Afrika vars skuldbörda kommer att öka under Covid-19-pandemin.

Emerging markets (EM) ekonomierna har liksom de rikare länderna börjat återhämta sig efter kraftiga BNP-fall i framförallt det andra kvartalet i år. Skillnaderna mellan länderna är dock stora. Bland de värst drabbade hör Peru och Indien vars BNP föll med 30,2 respektive 23,9 procent i årstakt i andra kvartalet, men även Argentina, Mexiko, Sydafrika, Malaysia och Filippinerna noterade fall på mellan 15 och 20 procent. På andra sidan av skalan finns Kina som med en tillväxttakt på 3,2 och 4,9 procent i årstakt i andra respektive tredje kvartalet står i en klass för sig själv. Utöver Kina visar Sydkorea (-1,3 procent i tredje kvartalet) samt Indonesien (-5,3 procent i andra) tecken på styrka, men även Ryssland, Polen och Turkiet klarade sig relativt väl med fall på mindre än 10 procent.

En kombination av tre faktorer förklarar merparten av skillnaderna: 1) omfattningen av smittspridning; 2) graden av beroende av export och utländsk turism samt kompositionen av landets exportvaror; och 3) storleken på finanspolitiska stimulansåtgärder. Generellt har stater som Kina, Sydkorea och Taiwan vilka tidigt infört mycket strikta restriktioner har återhämtat sig snabbare. Även relativt stängda EM ekonomier som kunnat substituera inhemsk produktion mot import, samt länder som sjösat stora finanspolitiska stimulanser har klarat sig bättre. Det finns också tecken på att ekonomier med betydande export av dator- och annan IT-utrustning erfarit mindre fall i ekonomin, till exempel Sydkorea och Taiwan

När vi nu har utfall för andra kvartalet samt indikationer på en stark återhämtning i det tredje följt av en inbromsning i det fjärde kvartalet har vi sänkt vår prognos för BNP-fallet i EM 2020 till 3,3 procent från 2,5 procent i den senaste Nordic Outlook i september. Den största orsaken till nedskrivningen är en nedrevidering av Indiens BNP prognos till -9,0 procent från -5,6 i förra NO. Även nedjusteringar för Filippinerna och Malaysia bidrar till revideringen.

**BNP-tillväxt, BRIC-länder och EM**

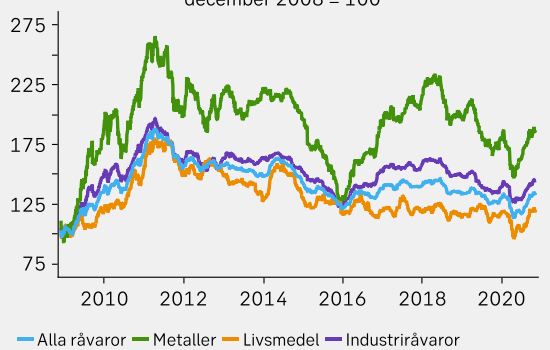
Årlig procentuell förändring

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

Källa: IMF, SEB

**Försiktiga stimulanser i Kina.** En avgörande skillnad mellan finanskrisen 2008 och pågående pandemikris är Kinas försiktighet. Peking sjösatte ett program på ca 13 procent av BNP i slutet av 2008, främst riktat mot investeringar i infrastruktur vilket ledde till snabbt stigande råvarupriser. I början på 2011 låg råvarupriserna mer än 20 procent högre än toppnoteringen före finanskrisen, vilket var positivt för råvaruproducerande EM-ekonomier. I kombination med stora kapitalinflöden till EM i spåren av Feds introduktion av kvantitativa lättnader gav Kinas stimulanspolitik starka tillväxteffekter via internationell handel. Denna gång har Kina avhållit sig från liknande åtgärder av oro för en ökad skuldsättning och för att undvika att driva på spekulativa prisbubblor på fastighets- och aktiemarknaderna.

Råvarupriserna väntas stiga måttligt  
december 2008 = 100



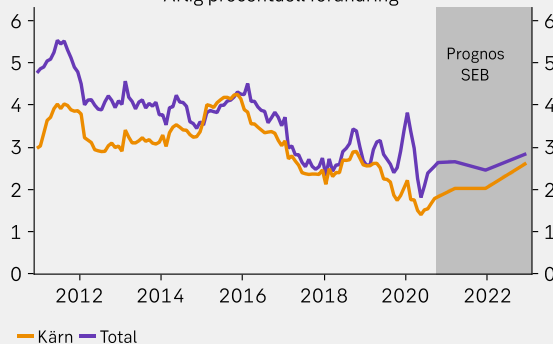
Källa: Commodities Research Bureau (CRB), BLS, Bloomberg, Macrobond, SEB

**Råvarupriserna har återhämtat vårens hela fall** enligt amerikanska Commodity Research Bureaus (CRB) index men ligger fortfarande nästan 30 procent lägre än toppnoteringen 2011. Vi väntar oss att råvarupriserna fortsätter att stiga gradvis, men med vissa skillnader mellan olika grupper av varor. Olje- och energipriserna har inte nått tillbaka till de nivåer som rådde vid årsskiftet. Oljepriset väntas förbli relativt stabilt den närmaste tiden när överenskommelsen mellan OPEC och Ryssland skapar balans mellan begränsad produktion och svag efterfrågetillväxt.

Gradvis stigande efterfrågan i takt med att global ekonomi återhämtar sig gör att oljepriset stiger till i genomsnitt 55 dollar per fat 2021 och 65 dollar 2022.

**Basmetallerna föll kraftigt från mitten på januari** när det stod klart att Kinas ekonomi, som står för cirka hälften av global efterfrågan, skulle bromsa. Därefter har en återhämtning påbörjats ledd av järnmalmspriser, men även koppar och nickel. Högre metallpriser kommer att ge stöd åt ekonomier som Indien, Sydkorea, Ryssland, Brasilien, Ukraina, Vietnam och Sydafrika. Jordbruks- och matpriser har varit mindre påverkade av Covid-19-pandemin, men bör se en stigande trend det kommande året dels på grund av Covid-19-relaterade störningar och dels mindre gynnsamt väder i år, framförallt i USA. Sammantaget ger återhämtningen i råvarupriserna en positiv effekt på investeringsplaner och ekonomisk aktivitet i EM, men i frånvaron av större stimulansåtgärder i Kina kommer effekterna att vara förhållandevis små jämfört med återhämtningen efter finanskrisen och Kinas inbromsning 2015.

EM konsumentprisinfation  
Årlig procentuell förändring



Källa: Nationella källor, Macrobond, SEB

**Inflationen i EM-länderna uppvisar en splittrad bild.**

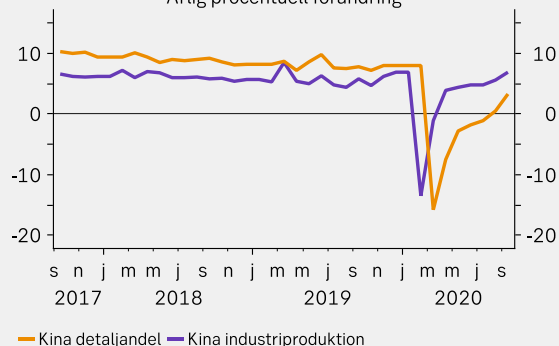
Den är generellt låg i Asien där takten ligger under inflationsmålen med undantag av Indien som med en inflation 7,3 procent i september ligger över den övre gränsen på 6,0 procent. I Central- och Östeuropa har inflationen stigit de senaste månaderna och ligger runt, eller strax över målen förutom i Turkiet där inflationen på 11,9 procent ligger långt över målet. Även i Latinamerika har inflationen stigit efter ett initialt fall när pandemin bröt ut, men ligger kvar vid målen förutom i Brasilien där den fortfarande ligger en bra bit under målet. Försvagade EM-valutor har generellt varit en viktig drivkraft till högre inflation. Framöver kommer lågt kapacitetsutnyttjande att bidra till inflationen i EM förblir stabil på en historiskt låg nivå 2021 för att sedan stiga något 2022.

**Centralbanker under politisk press.** Penningpolitiska lättnader har genomförts i de flesta EM-ekonomier. Vi bedömer att utrymmet för ytterligare lättnader nu är mycket litet. Ett fåtal centralbanker, däribland den ryska och den indiska, kommer sannolikt att sänka sina styrräntor innan årsskiftet men i övrigt lär räntorna ligga still under 2021 för att höjas gradvis 2022 i takt med att återhämtningen tar fart och inflationen stiger. En risk är att centralbankerna i EM-länderna väntar med att strama åt penningpolitiken för att ge stöd åt återhämtningen. Detta kan delvis komma att vara en

konsekvens av påtryckningar för att regeringar lättare skall kunna hantera den ökade skuldbördan till följd av stimulansåtgärder under Covid-19-pandemin. På sikt kan det dock leda till del centralbanker tappar kontrollen över prisökningarna. Centralbanker i länder med höga eller kraftigt stigande statsskulder som Brasilien, Sydafrika, Mexiko och Indien löper extra stor risk att tappa trovärdighet i inflationsbekämpningen.

**Stora kapitalutflöden.** EM-ekonomierna noterade rekordstora utflöden av kapital i form av portföljinvesteringar i obligation- och aktiemarknaderna när Covid-19-pandemin bröt ut. Situationen har stabiliserats de senaste månaderna men i jämförelse med tidigare kriser har kapitalflödena varit långsamma att återkomma. Trots relativt stora skillnader i ränteläge mellan de rikare länderna och EM samt kvantitativa lättnader som ökat penningmängden har investerare tvekat. Riskerna med stigande statsskulder och fortsatt svag tillväxt bland EM-ekonomierna har gjort att många väntar. Penningpolitiska lättnader har gjort att avkastningen är för låg för att kompensera för den högre risken. Det kommer sannolikt dröja fram till dess att ett vaccin är allmänt tillgängligt i EM i slutet av 2021 innan vi ser en mer tydlig ökning av kapitalflödena och investeringarna i EM.

Detaljhandeln släpar efter industriproduktionen  
Årlig procentuell förändring



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

**Kinas återhämtning fortsätter i god takt.** Myndigheterna har lyckats begränsa smittspridningen med drastiska åtgärder, vilket skapat förutsättningar för en gradvis återhämtning. Viss penning- och finanspolitisk stimulans har också bidragit, men ännu har ekonomin inte återhämtat hela fallet. BNP växte 4,9 procent i årstakt i tredje kvartalet. Industri- och byggsektorerna växte med 6,0 procent i tredje kvartalet och stark orderingång tyder på fortsatt expansion. Tjänstesektorn har dock inte återhämtat sig lika snabbt och nya stimulansåtgärder krävs för att tillförsikten bland konsumenterna skall återkomma. Inhemsk turism har börjat växa igen men resandet under "Golden week" 2020 var fortfarande 28 procent lägre än förra året. I år väntas ekonomin växa med 2 procent för att sedan följas av en kraftig återhämtning på 8,0 procent 2021. Generellt väntar vi oss att Peking är återhållsam med stimulansåtgärder för att undvika ökad skuldsättning. Man kanske också vill dämpa förväntningarna på att varje år generera tillväxt på runt 6 procent.

**Indien är ett av de länder som drabbats hårdast av Covid-19-pandemin.** Detta är delvis självförvållat då

en hastig och illa genomförd nedstängning av ekonomin i kombination med litet finanspolitiskt utrymme ledde till ett rekordstort BNP-fall på 24 procent i andra kvartalet. Myndigheterna har börjat lätta på restriktionerna. Miljontals migrantarbetare tvingades dock tillbaka till landsbygden i jakt på mat och arbete under nedstängningen. Det kommer att ta tid innan de åter blir tillgängliga för arbete i industrin och byggsektorn. Indiens centralbank lättade på penningpolitiken när pandemin slog till, men en ökning av inflation till över 7 procent i september har gjort att banken pausat räntesänkningarna. Även om räntan på nuvarande 4,00 procent sänks något steg kommer ekonomin ändå att krympa med ca 9 procent för helåret 2020. År 2021 räknar vi med rekyl uppåt på 8½ procent för att 2022 nå måttliga 4,0 procent.

**Rysk ekonomi har hitintills klarat sig relativt väl.** BNP-fallet stannade vid 8,0 procent andra kvartalet, trots en landsomfattande karantän, minskad oljeproduktion och begränsat finanspolitiskt stöd. En substituering av import mot inhemsk produktion samt en oväntat stark export bidrog till motståndskraften. Investeringsnivån visade också upp uthållighet, medan konsumtionen föll med 22 procent. Uppdämd efterfrågan drev en återhämtning i tredje kvartalet, men en andra våg av Covid-19-pandemin har fått aktiviteten att mattas av igen framförallt i tjänstesektorn. Kreml är mycket ovilligt att låna pengar framför allt utomlands för finanspolitiska stimulanser men en del satsningar i infrastruktur kommer att göras. Den ryska centralbanken har hållit räntan still på 4,25 procent sedan juli på grund av en kraftig försvagning av rubeln och stigande inflation. Räntesänkningar lär dock bli aktuella i slutet av 2020 och under 2021 om oljepriset börjar stiga och Moskva lyckas tina upp frostiga relationer med Washington. Sammantaget väntar vi oss att BNP faller med 4,5 procent 2020 för att återhämta sig med 3,7 respektive 2,5 procent 2021 och 2022.

**Brasilens BNP sjönk med 11,4 i andra kvartalet.**

Fallet innebär en svår utmaning för regeringen då det kom endast 3 år efter en av landets värsta ekonomiska kriser i modern tid. I jämförelse med till exempel Mexiko vars BNP föll med 18,7 procent är dock nedgången modest. Regeringens strategi för att minska smittspridningen har varit dåligt koordinerad mellan regional och federal nivå, men ett finanspolitiskt program som inriktat sig på de fattigaste har förhindrat ett djupare fall i ekonomin. Oro för en försvagning av statsfinanserna och avbrott i reformprocessen har dock vägt tungt på den brasilianska realen. Låg inflation har skapat utrymme för centralbanken att sänka styrrentan Selic till rekordlåga 2,00 procent där den lär stanna kvar till tredje kvartalet 2021. En kombination av stigande inflation och en statsskuld som närmar sig 100 procent av BNP lär tvinga upp Selic till 5,00 i slutet av 2022. Det har stormat ordentligt kring president Bolsonaro, men en stark önskan bland väljare om förändring möjliggör en fortsatt reformprocess trots turbulens i kongressen. Vi väntar oss att BNP sjunker med 6,0 procent 2020 för att sedan långsamt växa med 3,0 respektive 2,5 procent 2021 och 2022.

## USA

# Stimulanser och virus styr tillväxtutsikterna

Mindre långtgående restriktioner och ännu ett stimulanspaket ger fortsatt tillväxtstöd i USA efter en ny tillfällig svacka i vinter. Utrymmet för finanspolitiken avgörs av vilket parti som får kontroll över senaten. En fortsatt delad kongress kommer att begränsa utrymmet för delar av de satsningar som planerats av USA:s nästa president Joe Biden. Fed behåller nollränta och fortsätter att expandera sin balansräkning i snabb takt.

## Mindre BNP-fall 2020 än befarat

Efter ett fall på 9 procent kvartal två steg BNP under tredje kvartalet med drygt 7 procent. Även med en tillfällig svacka under kvartal fyra revideras helårsprognosen upp till -4,0 procent, från -5,5 procent i september. Finanspolitiken förblir expansiv även 2021. Vi räknar med att förhandlingarna om ytterligare stimulanser återtas efter valet och att ett nytt paket på åtminstone 1 000 mdr USD (5 procent av BNP) antas av den nya kongressen. Efter en utdragen rösträkning har demokraternas Joe Biden utropats till nästa president i USA även om resultatet ännu inte är officiellt fastställt. Kontrollen över senaten avgörs i två utslagsval i januari; vårt huvudscenari är att republikanerna behåller kontrollen men säkert är det inte. En delad kongress skulle begränsa utrymmet för Biden att genomföra sin politik, men ändå inte stoppa möjligheterna till ännu ett stimulanspaket för att hjälpa hushåll och företag över pandemin. Vi räknar med att finanspolitiken förblir expansiv, även med en mer motsträvig senat, och resulterar i stora offentliga underskott och snabbt stigande statsskuld. Tillsammans med Feds ultralätta penningpolitik bidrar detta till att BNP växer med 3,6 respektive 3,8 procent under 2021 och 2022. Ekonomin väntas vara tillbaka på förkrisnivåer om ca ett år men har i slutet av 2022 ännu inte slutit gapet till den tidigare tillväxttrenden. Arbetslösheten väntas ligga på 4,5 procent vid prognosperiodens slut.

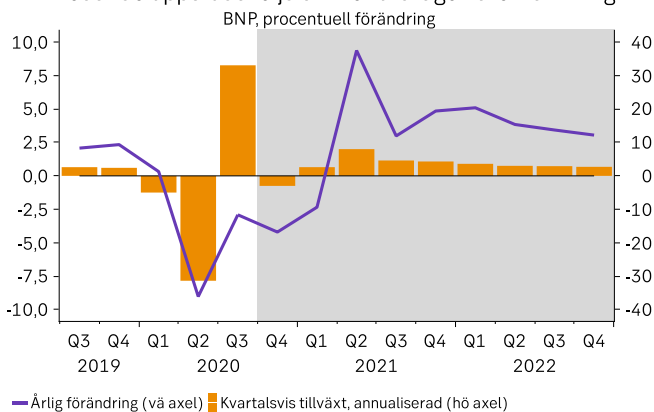
**En historiskt kraftfull ekonomisk-politisk respons** är det främsta skälet till den inledningsvis snabba takten i återhämtningen. De totala stimulanserna uppgår hittills i år till ca 3 000 miljarder USD (14 procent av BNP), vilket avsevärt mildrat konsekvenserna för hushåll och företag. Engångsutbetalningar och tillfälligt utökad arbetslöshetsunderstöd lyfte till exempel hushållens disponibelinkomster med 15 procent i april, trots en uppgång i arbetslösheten från drygt 4 till nära 15 procent. Företagen fick under våren och sommaren bidrag för att behålla personal. Upplåningskostnader för större företag och lokala myndigheter hålls nere av Feds låneprogram medan historiskt låga bolåneräntor i spåren av nollränta och obligationsköp stöttat husmarknaden. Antalet påbörjade bostäder är nu tillbaka på fjolårnivåer och försäljningen av befintliga bostäder var i september den högsta sedan maj 2006. Att krisen är tudelad och särskilt drabbat lågavlönade/unga i serviceyrken, medan äldre medel- och höginkomsttagare i högre grad behållit jobben, bidrar till en motståndskraftig husmarknad.

**Hushåll och företag har behållit framtidstron.** Det är restriktioner, snarare än oro för framtiden, som hållit tillbaka konsumtion och produktion under pandemin. Humöret bland konsumenter och småföretag föll visserligen brant när krisen bröt ut, men nådde ändå inte samma låga nivåer som under finanskrisen. Mätningarna ligger nu över historiska snitt; vad gäller småföretagsbarometern NFIB inte långt från förkrisnivåer. Sentimentsindikatorer för större företag inom industri och tjänster så som PMI och ISM är tillbaka på expansiva nivåer. Det är i och för sig inte så konstigt att företagen signalerar produktionsökningar från de låga nivåer som nu gäller.

## Coronakrisen har slagit ojämnt geografiskt och mellan sektorer.

De ekonomiskt tongivande kustområdena i väst och nordöst, där viruset först spreds och där nedstängningarna varit mer omfattande, samt turistregioner som Nevada och Hawaii är hårdast drabbade. Däremot har Södern ekonomiskt klarat sig bättre. På sektornivå har krisen gjort stora avtryck i rekreativ- och turisttjänster men även inom transporter, utbildning och hälsa. I industrin har bilproduktionen sett de största fallen men även den snabbaste återhämtningen. Produktionen av investeringsvaror, samt gruv-, energi och särskilt stål- och flygindustrin har förblivit svag, medan techsektorn är i stort sett opåverkad. Köpstarka hushåll har resulterat i snabb vändning för konsumentkapitalvaror. Att efter-

Inledande uppstuds följd av mer utdragen återhämtning



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

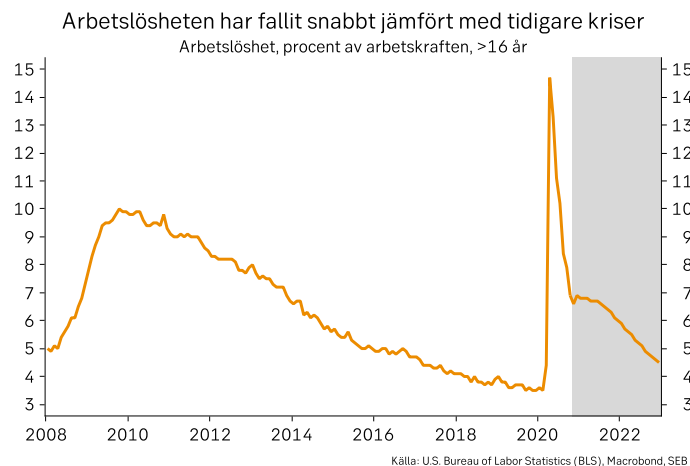
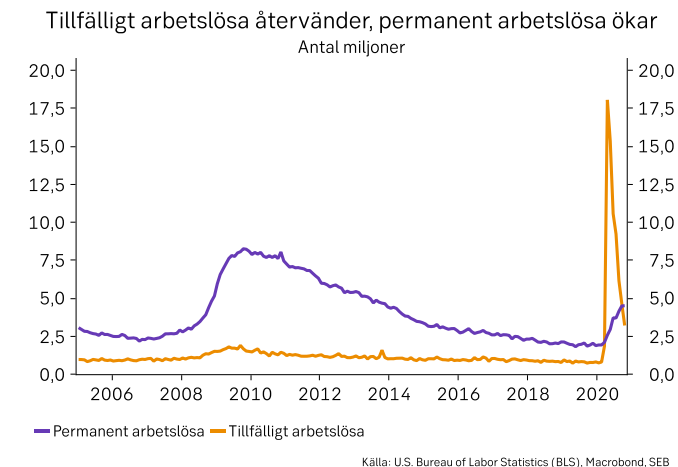
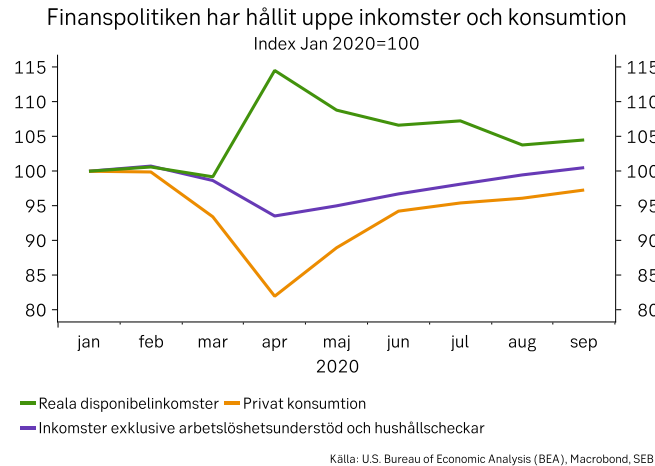
## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,2	-4,0	3,6	3,8
Arbetslöshet*	3,7	8,1	6,5	5,2
Löner	3,3	4,6	2,0	1,8
KPI	1,8	1,3	1,9	1,9
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	1,7	1,5	1,8	1,6
Offentligt saldo**	-6,3	-19,0	-10,0	-7,0
Offentlig bruttoskuld**	109	131	136	138
Fed funds rate, %***	1,75	0,25	0,25	0,25

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

frågan i USA fallit mindre än på många håll i omvärlden har ökat underskottet i utrikeshandeln efter en snabb återhämtning för importen. Näringslivets investeringar ökade åter kvartal tre och svackan ser därmed i en historisk jämförelse ut att ha varit djup men relativt kortvarig.



**Corona kan ge nya bakslag under vintern.** Sommarens virus-spridning bromsade takten i öppnandet och uppgången i privat konsumtion. Relativt milda restriktioner gjorde ändå att nya nedgångar i ekonomin undveks. Under oktober/november har virus-kurvorna åter vänt upp och antalet nya fall passerat toppen i juli. Spridning till nya delstater i Mellanvästern och mer testning är två skäl, men även tidigare drabbade områden visar tecken på ökad smitta. Att USA i likhet med Europa tvingas till nya nedstängningar i vinter kan inte längre uteslutas. Huvudscenariot är dock att omfattande störningar inom produktion och transporter kan undvikas och att restriktionerna blir mindre omfattande än i Europa. Hushållens konsumtion gynnas av ett högt sparande efter vårens stödprogram. Disponibelinkomsterna har sjunkit efter att stora delar av arbetslöshetsunderstödet löpte ut i juli men låg i september fortfarande 4,5 procent över nivån i februari. Oro för viruset väntas dock under vintermånaderna åter dämpa efterfrågan på bland annat nöjen och restaurangtjänster, samtidigt som potentialen att ersätta sådan konsumtion med ökade varuinköp bör vara mer begränsad efter tidigare stark uppgång i detaljhandeln.

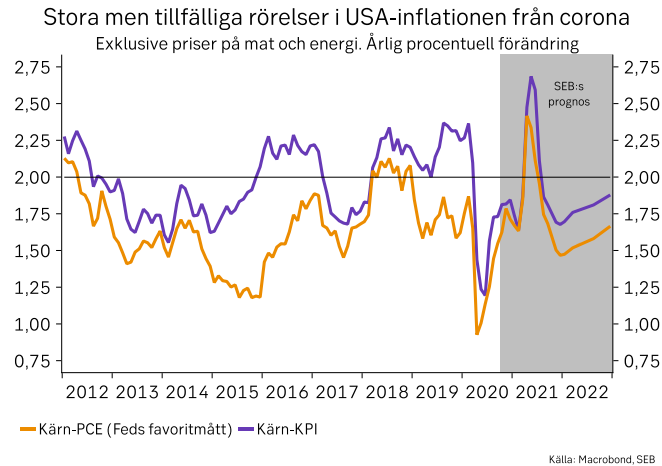
**Återhämtningen på arbetsmarknaden är på väg att tappa tempo** samtidigt som ersättningsnivåer avtar, vilket är ett annat skäl till ökad försiktighet. Tillfälligt arbetslösa fortsatte att återvända till sina arbeten i november men samtidigt märks en tydlig uppgång i antalet permanenta uppsägningar när företag börjat anpassa kostymen till en förändrad efterfråga efter pandemin. Till exempel har stora arbetsgivare inom flyg och nöje annonserat neddragningar under hösten. Att stödet för företag att behålla personal fasats ut minskar uthålligheten. Det gäller särskilt om nya restriktioner kan behöva införas innan ett vaccin blir allmänt tillgängligt under loppet av nästa år. Frånvaron av obalanser av den typ som normalt orsakat konjunktursvingningar, samt fortsatt stöd från finans- och penningpolitiken, innebär ändå att återhämtningen på arbetsmarknaden blir mindre segdragen än efter krisen 2008/2009. Arbetslösheten väntas ha fallit till 4,5 procent vid prognosperiodens slut; en procentenhet över de rekordlåga noteringarna innan krisen och något över Feds syn på långsiktig jämviktsarbetslöshet kring 4 procent.

**Bräcklig återhämtning skapar behov av ytterligare stimulanser.** Det gäller inte minst risken för att en mer utbredd konkursvåg utlöser en ny nedgång i ekonomin. Utsikterna för industri och export dämpas också av en andra virusvåg i Europa och en i övrigt svag omvärld. Lågt kapacitetsutnyttjande i industrin samt osäkerhet kopplad till utvecklingen för pandemin och politiken efter valet gör att återhämtningen i näringslivets investeringar går långsammare framöver. Vårt huvudscenario, med en demokratisk president och republikansk senat, skapar ändå ett relativt harmoniskt klimat för näringslivet. Utsikterna till höjda bolagsskatter ser mer begränsade ut. Samtidigt minskar risken för nya konflikter på handelsområdet.

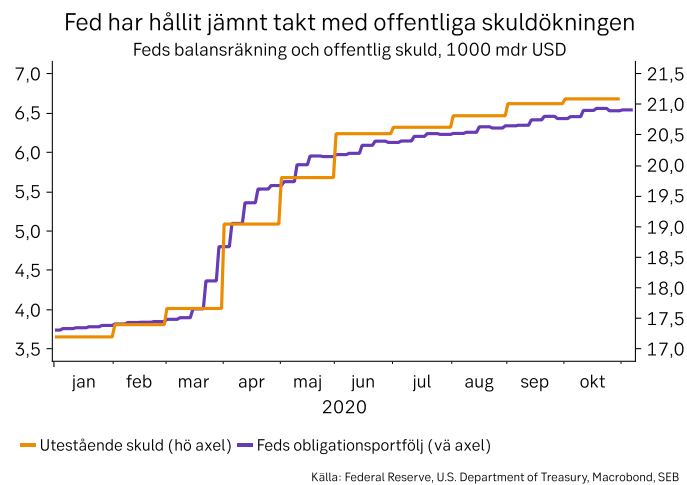
### Mer ambitiösa Fed-mål för jobb och inflation

Centralbanken Federal Reserve, Fed, antog i början av hösten nya riktlinjer för sin politik. De innebär att Fed inte kommer att bromsa en nedgång i arbetslösheten så länge som inflationen är låg. Därtill får man större möjligheter att låta inflationen något överskjuta målet efter perioder då den mestadels legat under målet. Vid mötet i september anpassade Fed även sin framtida guidning (forward guidance) genom att lova att hålla räntan oförändrad tills ekonomin är tillbaka vid full sysselsättning och inflationen nått 2 procent och därtill skjutit över målet något under en period. Fed-tjänstemännens prognoser indikerade att denna punkt nås först efter 2023. Även om ännu ett stimulanspaket bidrar till att snabba på återhämtningen tror vi att Fed kommer att vara tålmodig med hänsyn till utsikterna

för både arbetsmarknad och inflation. Vi räknar med att nollräntan består en bra bit bortom prognoshorisonten. Fed har dock samtidigt signalerat att man inte kommer att agera ytterligare aggressivt för att skynda på måluppfyllelsen.



## Risken för nya tullkrig minskar när handelspolitiken visavi Kina samordnas med USA:s allierade



**Låg underliggande inflation.** Corona-krisen har under det senaste halvåret skapat prisrörelser utan historiska paralleller. Det gör att osäkerheten om USA-inflationen är högre än vanligt. Fed fokuserar nästan alltid på kärninflationen, som exkluderar energi och livsmedel, och som bättre återspeglar den underliggande trenden. Även denna har dock varit volatil. Baseffekter gör att inflationen nästa vår väntas stiga över målet. Alltjämt hög arbetslöshet och ett efterfrågeläge som är svagare än normalt talar dock för att det underliggande pristrycket är lågt och vi räknar med att inflationen faller tillbaka under Feds mål i mitten av 2021. Att coronakrisen inte verkar ha skapat några stora produktionsproblem, till exempel genom förstörda internationella värdekedjor, stödjer slutsatsen.

**Fed redo att parera uppåttryck på långa räntor.** Feds obligationsköp fortsätter i en takt på minst 120 mdr USD per månad (80 mdr statsobligationer och 40 mdr bostadsobligationer). Budskapet från Fed är att det bästa för ekonomin vore om finans- och penningpolitik arbetar tillsammans. Vi tror att Fed står redo att öka takten i köpen för att motverka uppåttryck på långa räntor från ökade emissionsbehov i samband med ännu ett stimulanspaket. Skulle Fed behöva agera innan ett stimulanspaket kan beslutas kan centralbanken koncentrera köpen till längre löptider i stället för att som idag köpa över hela räntekurvan. Vi ser det också som troligt att Fed ökar andelen statsobligationer. Fed har hittills i år köpt motsvarande  $\frac{3}{4}$  av den statliga skuldökningen (obligationer och växlar) och vi räknar med att Fed fortsätter att hålla jämna steg med den offentliga upplåningen. Vi tror att Fed ökar takten i köpen ytterligare något nästa år och att de pågår under hela 2021 och en bra bit in i 2022. Feds balansräkning ökar därmed till drygt 9 000 mdr USD eller över 40 procent av BNP i slutet av nästa år. Att Fed låter sin balansräkning växa minskar risken för utträngningseffekter av fortsatt stora underskott i budgeten på 10 respektive 7 procent av BNP under 2021 och 2022.

## Ny president men oklar kongressmajoritet

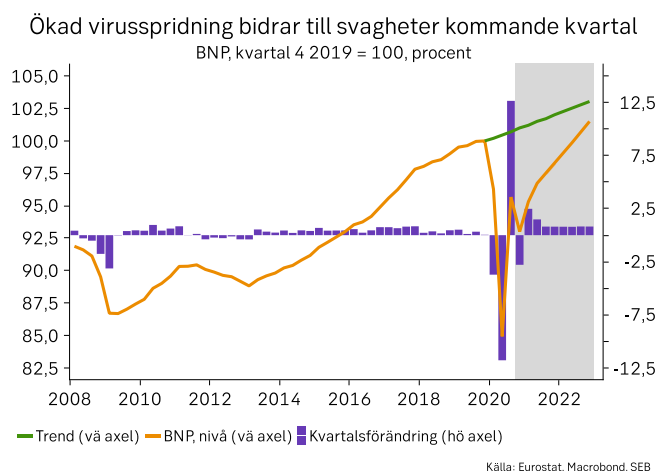
Presidentvalet i USA resulterade i en seger för demokraternas Joe Biden. Demokraterna behåller kontrollen över representanthuset medan majoriteten i senaten avgörs av två utslagsomgångar i Georgia i början av januari. En delad kongress, vilket är huvudscenariot, kommer att göra det svårt för Biden att få igenom stora delar av sin ekonomiska politik; omfattande skattehöjningar (ca 4 000 mdr på 10 år), gröna infrastrukturinvesteringar (ca 2 000 mdr på fyra år) och stora välfärdssatsningar. Däremot finns det en samsyn i kongressen kring behovet av ytterligare stimulanser för att hjälpa hushåll och företag att överbrygga pandemin, även om det råder skilda meningar kring storlek och inriktning. När valet är passerat tror vi att blockeringen kring pandemistimulans lättar och att kongressen enas om ett paket på minst 1 000 mdr USD (5 procent av BNP) med bl a förlängt arbetslöshetsunderstöd, nya bidrag till småföretag och ökade bidrag till delstater och lokala myndigheter. För demokraterna även senaten ser vi en uppåttrisk för vår tillväxtprognos.

**Mindre volatil utrikespolitik.** I utrikespolitiken har presidenten friare händer. Spänningarna med Kina kvarstår, men risken för nya tullkrig avtar när handelspolitiken visavi Kina samordnas med allierade i Europa och Asien samt förs via WTO. Världshandelsorganisationens funktion säkerställs när USA släpper fram nya domare och USA återinträder i klimatavtalet. Att Bidens utrymme för finanspolitiken begränsas av senaten innebär att penningpolitiken får axla en större del av bördan för återhämtningen. Det stärker tron på en lång period med nollränta men ökar också på sikt risken för finansiella excesser.

## Euroområdet

## Ny virusvåg försvagar återhämtningen

Återhämtning tredje kvartalet överraskade positivt men att smittotalen nu ökar med nya restriktioner som följd gör att BNP återigen faller fjärde kvartalet och inleder 2021 svagt innan återhämtningen åter tar fart. Finanspolitiken fortsätter att stötta men olika förutsättningar gör att kraften minskar för flera länder 2021. ECB fokuserar på QE-politiken men räntesänkning kan inte uteslutas. BNP faller med 7,6 procent 2020 för att sedan öka med 4,0 resp. 4,3 procent 2021-2022.



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,3	-7,6	4,0	4,3
Arbetslöshet*	7,6	8,0	9,9	8,8
Löner	1,9	1,5	1,5	2,0
KPI	1,2	0,3	0,8	1,2
Offentligt saldo**	-0,6	-8,9	-6,5	-4,7
Offentlig bruttoskuld**	84,0	102,4	103,3	103,3
Inlåningsränta, %***	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
EUR/USD***	1,12	1,20	1,25	1,28

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

## Flerdimensionell ekonomisk dragkamp

Efter en överraskande stark uppväxling av den ekonomiska aktiviteten under tredje kvartalet, då BNP ökade med 12,7 procent, står vi nu inför bakslag i spåren av en andra smittovåg som tycks bli allvarligare än väntat. Att konsekvenserna av vårens nedstängningar blev så dramatiska gör dock att politikerna sannolikt in i det längsta vill undvika att upprepa de strategier som då tillämpades. Nedjusteringar av BNP-tillväxten för de närmaste kvartalen är ändå ofrånkomliga och stora för framför allt fjärde kvartalet i år då vi nu tror att BNP faller med 4 procent. Under senare delen av 2021 väntas tillväxten återhämta sig i takt med att vaccin blir tillgängligt för bredare delar av befolkningen. Den snabba, negativa, smittoutvecklingen bidrar till att riskerna kvarstår på nedsidan. Skillnaderna i tillväxt mellan euroländerna ser ut att bli större än väntat för 2020 med ett tyskt BNP-fall på 6,2 procent jämfört med nära, eller över, 10 procent i de andra tre största ekonomierna. På lite längre sikt är det dock troligt att de värst drabbade länderna tar igen förlorad mark så att BNP-gapen i olika ekonomier konvergerar. Svårigheterna att nå en konstruktiv uppgörelse kring villkoren för Storbritanniens EU-utträde skapar ytterligare osäkerhet den närmaste tiden. Även om britterna drabbas värst blir konsekvenserna betydande också för euroområdet; drygt 6 procent av regionens export går till Storbritannien.

**Kan industrin hålla emot?** När nu nya nedstängningar är på väg blir det återigen viktigt att analysera hur olika sektorer drabbas. Indikatorbilden har de senaste två månaderna blivit alltmer splittrad. Tillförsikten inom industrin, framförallt i Tyskland, verkar hittills intakt. Industrins framtidstro har fortsatt stiga samtidigt som tjänstesektorns inköpschefsindex återigen fallit ner under 50-strecket. Det mönstret lär bestå så länge restriktionerna fortsätter att skärpas. Social distansering och minskad möjlighet till fritidsaktiviteter påverkar främst tjänstesektorer medan myndigheterna nu verkar angelägna om att hålla igång övrig produktion. Det gör att ekonomier med stor industrisektor klarar sig bättre. Jämför man de större länderna står industrin för 22 procent av den tyska ekonomin. Därefter följer Italien och Spanien med 18 resp. på 16 procent medan industrin bara utgör 12 procent av den franska ekonomin. Orderläget i industrin har förbättrats i de flesta länderna men är fortsatt långt från normalt, vilket också gäller exportvolymerna. Även om industrin inte direkt kommer att drabbas av nedstängningarna är frågan hur motståndskraftig den är när andra delar av ekonomin uppvisar svagheter. Indirekta effekter i form av lägre efterfrågan på vissa konsumtions- och investeringsvaror kommer snart att göra sig gällande. Å andra sidan får export och industriproduktion i Europa draghjälp av en starkare efterfrågan i omvärlden, framför allt i Kina.

**Stimulanspolitiken fortsätter men med ökade skillnader.** I takt med att återhämtningen tappar i styrka lär vi få se nya finanspolitiska stimulanser. Bl a Tyskland och Frankrike var i samband med att de nya restriktionerna infördes för ett par veckor sedan direkt ute med att satsningar ska genomföras för att mildra effekterna för företag och hushåll. Samtidigt är det svårt att göra politiken ännu mer expansiv 2021 jämfört med de stora satsningar som genomförs 2020. Istället för att gasa på ytterligare handlar det om att gå en balansgång mellan stödpolitik och utfasning av program i den takt som ekonomin klarar av. Signalerna från internationella organisationer är tydliga om att stimulanser bör fasas ut gradvis. Det kommer också att bli påtagligt att manöverutrymmet skiljer sig åt mellan olika länderna trots att centralbanksköp pressar ned räntorna till rekordlåga nivåer. Att t ex Tyskland, som gick in i krisen med finansiellt sparande på plussidan, har mer muskler än Frankrike, Spanien och Italien som alla har en

offentlig skuld på över 100 procent av BNP kan skapa en del politiska spänningar. Att sommarens stora krispaket kunde klubbas tyder dock på en starkare sammanhållning och solidaritet inom regionen även om det finns skilda åsikter om paketets implementering t ex mellan det tyska EU-ordförandeskapet och EU-parlamentet. För regionen som helhet räknar vi med att finanspolitiken blir 2021 blir neutral eller svagt åtstramande.

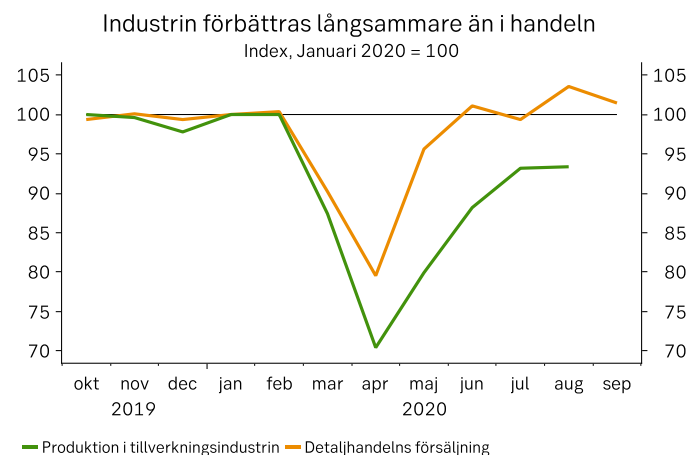
### BNP-prognoser

Kvartalsförändring kv1 och 2 år 2020 samt årlig förändring i %

	Kv 1	Kv 2	Kv 3	Kv4	2021	2022
Tyskland	-1,9	-9,8	8,2	-3,0	3,2	4,2
Frankrike	-5,9	-13,7	18,2	-5,0	5,6	4,4
Italien	-5,5	-13,0	16,1	-4,0	5,1	4,0
Spanien	-5,2	-17,8	16,7	-5,0	4,4	6,5
Euroområdet	-3,7	-11,8	12,7	-4,0	4,0	4,3

Källa: Eurostat, SEB

## Mer obligationsköp och billig likviditet i fokus för ECB men räntesänkning kan inte uteslutas



Källa: Nationella statistikbyråer, Macrobond, SEB

### Hushållens köpkraft hålls uppe av stimulanspolitik

Stödpolitik och korttidsprogram har gjort att arbetslösheten stigit förvånansvärt lite med tanke på det dramatiska BNP-fallet. Det har bidragit till att konsumenternas framtidstro inte nått ned till de rekordlåga nivåer som uppmättes under finans- eller eurokrisen. Det avspeglas också i att bostadspriserna förblivit relativt stabila. Inkomstförstärkningar via stimulanser i kombination av begränsade konsumtionsmöjligheter på vissa områden har pressat upp hushållens sparkvot till rekordhöga nivåer. Det ger en potential för ökad konsumtion under 2021. Den nya vågen av nedstängningar bidrar dock till att arbetslösheten fortsätter att öka den närmaste tiden. I den senaste mätningen i september låg nivån på 8,3 procent och vi väntar oss att arbetslösheten stiger till ca 10 procent i mitten av 2021 innan den åter börjar falla.

### Konsumtionen fortsätter att hämmas av nedstängningar.

Konsumtion och detaljhandel mattas nu av efter en tydlig återhämtning under sommaren. Länder som drabbats mindre hårt, och som har mer muskler att stötta inhemsk efterfrågan som Tyskland går starkare med en detaljhandel som återtagit hela tappet. I det turist- och tjänsteberoende Spanien är nivån fortfarande 10 procent lägre än före krisen. Även om vi ser en viss substitution från tjänster till varor och ökad e-handel är det rimligt att tro att konsumtionen generellt kommer att hämmas av nya nedstängningar och kvarliggande restriktioner för t ex kultur, restauranger och andra tjänstebranscher under en betydande del av 2021. Det gör att vi har justerat ned vår konsumtionsprognos för helåret 2021 från 8 till 5 procent.

### ECB har balansräkningen i fokus

Det underliggande inflationstrycket har mattats avsevärt under sommaren och KPI-inflationen låg i oktober på 0,3 procent. Att vissa priser fortfarande stiger till följd av coronarelaterade effekter ändrar inte helhetsbilden av en generellt nedpressad inflation. Lågt resursutnyttjande kommer att hålla tillbaka löner och priserna under hela prognosperioden och en relativt stark euro dämpar också den importerade inflationen. Liksom ECB räknar vi med att inflationen sakta stiger men kommer fortfarande i slutet av 2022 att ligga en bra bit ifrån inflationsmålet och uppgå till 1,2 procent.

**Mer QE i första hand men räntesänkning inte utesluten.** ECB har liksom andra centralbanker dragit upp sina obligationsköp rejält under året. PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) är det största och viktigaste instrumentet och har bidragit till att pressa ned obligationsräntorna på bred front. Programmet har också bidragit till att minska skillnaderna i statspappersräntor mellan olika länder. T ex nådde den italienska 10-årsräntan den lägsta nivån någonsin i mitten av oktober och ränteskillnaden med Tyskland ligger på 130 räntepunkter. Med en redan extremt expansiv politik och tillväxtutmaningar som ECB har svårt att direkt påverka, kommer fokus fortsätta att ligga på marknadsvård genom likviditetstillskott som håller räntor och spreadar låga. ECB har då utrymme att stötta svagare länder genom att köpa proportionerligt mer från länder med de största statsskulderna. Även om ECB signalerat att man ser utrymme för ytterligare räntesänkningar utan alltför stora negativa sidoeffekter är vårt huvudscenariot att man avstår. Det innebär att mer billiga lån (TLTRO) och obligationsköp ligger högst på agendan och ytterligare TLTRO-lån levererades redan vid oktobermötet. Vi väntar oss att ECB under hösten utökar PEPP med ytterligare 500 miljarder euro vilket möjliggör obligationsköp i nuvarande takt hela nästa år.



# Storbritannien

## Dubbelsmäll från Brexit och covid

Storbritannien möter nu den kraftiga ökningen av virusfall med nya restriktioner vilket tydligt dämpar den återhämtning som påbörjades tredje kvartalet. EU och Storbritannien landar troligen till slut i ett handelsavtal men trots det skadar EU-utträdet ekonomin. Dubbelsmällen ställer stora krav på åtgärder från centralbanken och framför allt regeringen att stötta ekonomin. Negativa utbudseffekter kopplade till Brexit bidrar till ett något högre pris- och lönetryck än i övriga Västeuropa

**Sämsta utvecklingen bland större ekonomier.** BNP föll med drygt 20 procent första halvåret 2020. Även med den väntade 15 procentiga uppgången tredje kvartalet blir BNP-fallet för helåret 2020 hela 11,5 procent. Nedstängningar och restriktioner var under våren mycket omfattande och när nu antalet virusfall och sjukdomsvistelser åter ökar kraftigt införs nya genomgripande restriktioner och återhämtningen får sig därmed en törn framför allt under de närmaste sex månaderna. Även om vi väntar att BNP ökar med 4,7 resp. 6,6 procent 2021 och 2022 uppnås inte förkrisnivån igen. Trots det kraftiga BNP-fallet hittills har arbetslösheten bara stigit med 0,5 procentenheter till 4,5 procent, vilket främst beror på omfattande permitteringsstöd samt att nedstängningar förhindrat människor från att över huvud taget söka jobb eller anmäla sig som arbets sökande.

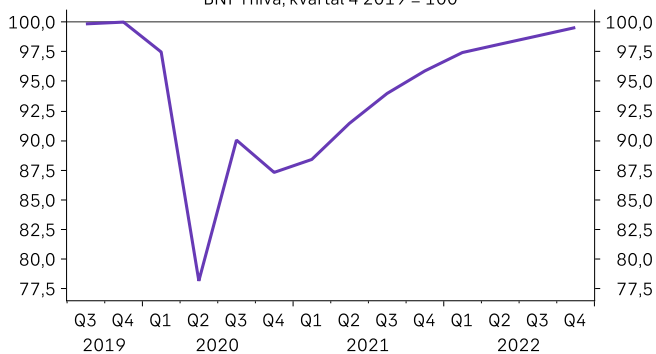
**Uppförssbacke oavsett avtal.** Ekonomin hämmas också av att Storbritannien till slut lämnar EU:s inre marknad, vilket berör ungefär hälften av brittisk export och import. Handelsförhandlingarna mellan Storbritannien och EU har gått allt annat än smidigt under de snart fem år som gått sedan brexitomröstningen (se box på sidan 12). Även om vårt huvudscenariot är att ett handelsavtal sluts i sista stund är de flesta internationella organisationerna överens om att BNP-effekten är påtagligt negativ jämfört med om man hade varit kvar i EU. Vi bedömer effekten till -0,3 procentenheter per år.

**Statsskulden på högsta nivå under efterkrigstiden.** I likhet med andra länder har stora finanspolitiska stimulanser satts med bl a omfattande permitteringsstöd, bidrag till företag och hushåll samt olika låneprogram. Budgetunderskottet väntas i år nå 16 procent av BNP och även framöver kommer coronarelaterade behov och konsekvenser av EU-utträdet att kräva finanspolitiskt stöd. Det gör att statsskulden väntas stiga till över 115 procent av BNP; en nivå som tidigare bara associerats med under eller efterkrigstid.

**Visst inflationstryck trots svag ekonomisk aktivitet.** Osäkerheten kring Brexit har satt press på pundet under ganska lång tid, vilket i viss mån bidragit till att hålla uppe inflationen. Svag tillväxt tynger valutans även framöver men ett handelsavtal med EU minskar osäkerheten och bidrar till att pundet troligen tar tillbaka en del förlorad mark mot euron framöver. Det dämpar i sin tur inflationstrycket men å andra sidan är det troligt att lönerna kommer att öka lite snabbare än i omvärlden. Arbetslösheten är i nuläget relativt låg och framöver kommer Brexit att hämma arbetsutbudet genom stramare migrationsregler och det är därtill troligt att Storbritannien generellt blir mindre attraktivt för kvalificerad arbetskraft i omvärlden. På sikt kan en stramare arbetsmarknad skapa utmaningar för Bank of England (BoE) och det kommer bli allt viktigare att Storbritannien istället kan bryta trenden med svag produktivitetsutveckling. Under prognosperioden kommer dock inflationen att ligga kvar under 2 procent och nå 1,6 procent i slutet av 2022.

**BoE lyfter på locket till negativ ränta?** Penningpolitiken har förts i allt mer expansiv riktning med tyngdpunkt på obligationsköp och likviditetsförsörjning till företag och banker. Styrräntan har därtill sänkts till 0,10 procent. BoE har också genomfört förberedelser för att ta styrräntan till negativt territorium bl a för att säkerställa att bankerna verkligen är redo om det steget tas. Vi tror handelsförhandlingarna kommer att bli avgörande och att ett avtal nås som gör att BoE avstår från minusränta. Vid misslyckade förhandlingar och/eller än mer omfattande nedstängningar tror vi däremot att BoE tar steget till negativ styrränta. Om de realekonomiska utsikterna försvagas ytterligare tror vi alltså inte att inflationistiska tendenser som Brexit kan skapa kommer att hindra BoE från att vidta ytterligare åtgärder.

Lång väg tillbaka efter dubbelsmäll  
BNP i nivå, kvartal 4 2019 = 100



— Storbritannien

Källa: <Property Source not found.>, Macrobond, SEB

### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,5	-11,5	4,7	6,6
Arbetslöshet*	3,8	4,5	6,1	5,4
Löner	3,5	-0,2	0,2	1,2
KPI	1,8	0,8	1,8	1,6
Offentligt saldo**	-2,2	-16,5	-9	-7
Offentlig bruttoskuld**	85,4	108	110	115
Styrränta, %***	0,75	0,10	0,10	0,10
EUR/GBP***	0,85	0,90	0,87	0,85

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

# Norden

---

## Sverige

Återhämtningen tappar kraft när nya restriktioner införs men att BNP ånyo faller kan troligen undvikas. Starkare krona och låga löneökningar pressar ned inflationen. Riksbanken behåller ändå räntan på noll och utökar istället QE-programmen.

Sida 38

---

## Norge

Finanspolitiken fortsätter att stötta när återhämtningen mattas. Hushållen klarar sig relativt väl men låga investeringar dämpar BNP-framöver. Som en av få centralbanker höjer Norges Bank räntan i slutet av 2022.

Sida 41

---

## Danmark

En oväntat snabb återhämtning tredje kvartalet gör att BNP-prognosen 2020 inte behöver sänkas trots nya nedstängningar. Trycket uppåt på danska kronan kan tvinga fram räntesänkningar även om ECB ligger still.

Sida 43

---

## Finland

Ekonomi har stått emot pandemin relativt bra men nu verkar motståndskraften svikta. Strukturella utmaningar som svag produktivitet utveckling och åldrande befolkning hämmar tillväxten på sikt

Sida 44

Tema:

# Avtalsrörelse 2020

## Fallande inflationsförväntningar utmanar Riksbanken

Parterna inom den svenska industrin lyckades på kort tid föra avtalsrörelsen i hamn när den återstartades i oktober. Trots svag arbetsmarknad i pandemins spår landade man i en marginell uppväxling jämfört med de avtal som slöts 2017. I viss mån följde parterna därmed en tradition att inte låta det dagsaktuella läget helt färga förhandlingarna. Om man också räknar in de 7 månader som gått sedan de tidigare avtalen gick ut 31 mars innebär avtalen dock en nedväxling. Med avtal på plats ända fram till 31 mars 2023 lär löneökningarna under lång tid hamna under det som är förenligt med 2 procents inflation. Parternas inflationsförväntningar har också fallit tillbaka och fortsätter trenden hamnar Riksbanken under press. Frågan är då om vi hamnar i samma situation som 2012-2014 när parterna anklagade Riksbanken för att inte ta sitt eget mål på allvar.

Industrins parter lyckades med att ro i hamn nya löneavtal under en månads förhandlingar när den svenska avtalsrörelsen återstartades 1 oktober, efter att ha avbrutits i samband med Coronapandemins utbrott. Efter att den fackliga sidan avfärdat medlarnas (Opportunistiska ordförandena, Opo) första bud gick man i mål den 1 november. Avtalet innebär löneökningar på 5,4 procent fram till och med mars 2023. Avtalsförslaget sträcker sig alltså 29 månader framåt men eftersom det inte blir några retroaktiva höjningar för de 7 månader som gått sedan tidigare avtal löpte ut den 31 mars 2020 kan man också tolka det som ett 3-årsavtal. Om man fördelar löneökningarna på hela 3-årsperioden får vi en nedväxling till 1,8 procent i årstakt men om man bara beaktar perioden framåt (29 månader) blir ökningstakten 2,23 procent.

Speciellt den fackliga sidan valde att lyfta man den senare siffran och man kunde då hävda att avtalen var högre (om än marginellt) än det tidigare 3-årsavtalet som värderades till 2,17 procent. Nu väntar förhandlingar i andra privata sektorer men några större avvikelser från "industrinormen" är inte att vänta eftersom flesta förbunden ställde sig bakom industrifackens krav i den fackliga samordningen förra hösten. Det största förbundet, Kommunal, valde dock att gå sin egen väg. Man har redan lyckats ro i hamn lite högre avtal än industrin bl a med hjälp av att bristen på arbetskraft accentuerats ytterligare under pandemin.



**Måttlig påverkan från pandemin.** Oavsett hur man beräknar den årliga ökningstakten står det klart att pandemin bidragit till lägre avtal. Men man kan nog också konstatera att parterna har följt sin tradition att inte låta det dagsaktuella stämningläget helt färga förhandlingsutfallet. Arbetsgivarsidan tycks ha också varit beredda att betala lite extra för att få till stånd ett längre avtal. I nuläget beror de faktiska timlöneökningar av hur man ska definiera arbetstiden så länge systemet korttidspermitteringar pågår. Lönebegreppet inom Nationalräkenskaperna (NR) utgår från faktiskt arbetade timmar medan den s k Konjunkturlönestatistiken (KL) utgår från den planerade eller avtalade arbetstiden. Som framgår av tabell är skillnaderna mellan dessa definitioner stora men vår bedömning är att KL-måttet är mest relevant för den underliggande utvecklingen. Det är ändå tydligt att löneökningstakten ganska långt fram i tiden kommer att ligga lägre än vad som är förenligt med Riksbankens inflationsmål. På lång sikt brukar löneökningar på 3,5 procent betraktas som i linje med målet men en svagare produktivitetstrend på senare år kan göra att nivån nu är något lägre.

**Löneprognoser**

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
Riksbanken, KL, sep	2.6	1.7	2.3	2.7
KI, KL, sep	2.6	1.9	2.2	2.5
SEB, KL	2.6	1.7	2.4	2.5
Riksbanken, NR, sep	3.9	4.3	0.4	2.5
KI, NR, sep	3.9	5.2	-0.8	2.4

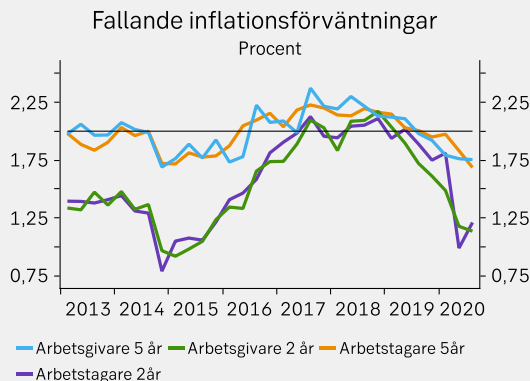
Källa: SCB, Riksbanken, KI, SEB

**Riksbanken stod fast vid att räntesänkningar inte är aktuella i närtid** i sin senaste penningpolitiska rapport. Man villkorade dock med att ”reporäntan kan sänkas om det bedöms vara en verkningsfull åtgärd, särskilt om förtroendet för inflationsmålet skulle vara hotat.”. Eftersom både verkningsgrad och förtroendet för inflationsmålet på olika sätt kan kopplas till lönebildningen finns det skäl att titta lite närmare på samspelet och relationen mellan penningpolitiken och lönebildningen. Man kan lite stiliserat urskilja några olika perioder (regimer) som dominerat relationen mellan Riksbanken och parterna de senaste decennierna.

**Regim 1: Riksbanksförmåningar om ”ansvarsfullt” låga avtal.** Under lång tid hade Riksbanken en hög profil när det gällde att försöka påverka lönebildningen. När ramverket med rörlig växelkurs och inflationsmål infördes på 1990-talet gällde det att etablera en trovärdighet för målet så att löneökningstakten kunde växla ner efter decennier av hög ökningstakt. Efter att den första avtalsrörelsen i den nya ramverksmiljön, trots svag arbetsmarknad, resulterade i löneökningar på 5-6 procent reformerades systemet med 1997 med det s k Industriavtalet som därefter haft ett stort inflytande

på lönebildningen. Ända fram till 2010-11 kan man dock säga att Riksbanken, om än med varierande intensitet, på ett ganska aktivt sätt försökte förmana parterna att inte sluta för höga avtal.

**Regim 2: Parterna kritiserar Riksbanken för att negligera inflationsmålet.** Under åren 2012 till 2014 förändrades relationen mellan Riksbanken och parterna markant. Efter styrränthöjningarna 2010-11 stärktes kronan kraftigt, vilket bidrog till fallande inflation och under åren 2012-2014 låg KPIF i genomsnitt runt 1 procent. De halvhjärtade försöken att få upp inflationen motiverades, bl a av att man ville bromsa uppgången i bopriser och hushållens skulder. Förutom låg faktisk inflation bidrog denna ”luta sig mot vinden”-politik också till fallande inflationsförväntningar. I detta läge var arbetsmarknaden parter ganska eniga i sin skarpa kritik om att Riksbankens ointresse att uppfylla inflationsmålet gjort det omöjligt att använda detta som ”ankare” för lönebildningen.

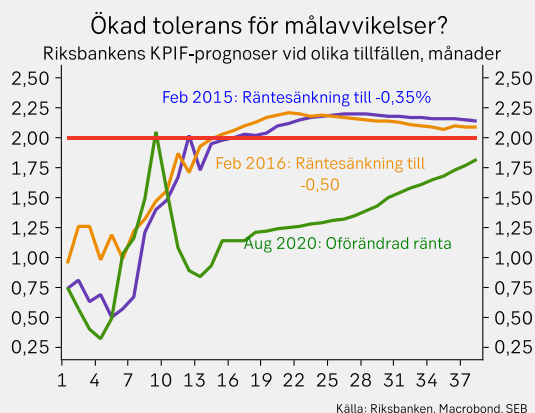


Källa: TNS Prospera, Macrobond, SEB

**Regim 3: Kritik mot Riksbanken för överdriven nit för att nå inflationsmålet.** Parternas kritik runt 2014 sammanföll med att Finansinspektionen fick huvudansvaret för makrotillsynen, vilket minskade Riksbankens legitimitet att ”luta sig mot vinden”. Detta bidrog också till Riksbankens omsvängning mot full satsning för att få upp inflationen som inleddes med sänkningen av reporäntan med 50 punkter i juli 2014. Därefter vände parternas inflationsförväntningar tydligt uppåt men parterna behövde lång tid för att övertygas. Inför pågående avtalsrörelse var dock den fackliga sidan beredda att acceptera inflationsmålet som ankare. Arbetsgivarsidan blev däremot alltmer tydlig med att i grunden inte såg inflationsmålspolitiken som ändamålsenlig. Under 2018 och 2019 kritiserade företrädare för näringslivet ofta Riksbanken för att alltför dogmatiskt försöka nå inflationsmålet. Kritiken handlade bl a om att Riksbanken nonchalerade negativa bieffekter i form av tex valutavolatilitet och reapris på svenska tillgångar.

**Nya problem med låga inflationsförväntningar.** Att Riksbanken lagt en prognos för priser och löner där man erkänner att det blir svårt att nå målet inom 2-3 år (se graf nedan) är inte så konstigt. Hade man

gjort annorlunda hade man blottat sig för kritik för orealistiska prognoser och kanske därtill också för att indirekt försöka påverka avtalsrörelsen. Nu riskerar man istället att inflationsförväntningarna glider allt längre nedåt från 2-procentsmålet så att vi kan återigen kan hamna i "regim 2" där parterna beskyller Riksbanken för att inte ta sitt eget mål på allvar. Ledande ekonomer på arbetsgivarsidan har redan lyft fram att Riksbanken inte ens själva längre verkar tro att inflationsmålet kan uppfyllas.

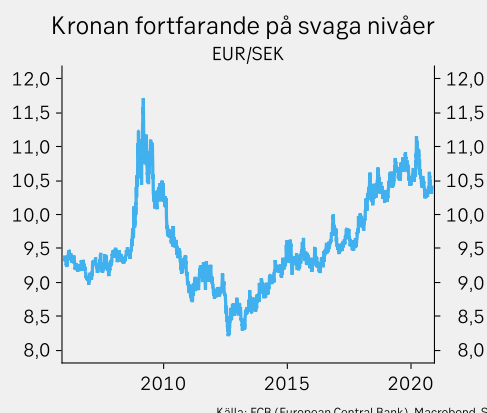


**Ärligheten tycks ha sitt pris.** Att Riksbankens mer realistiska pris- och löneprognoser kan få sådana konsekvenser lär påverka direktionens signalering framöver. Att man nu vill undvika att sänka ränta under noll verkar bero på att man tar de negativa bieffekterna på större allvar bl a konsekvenserna av en svag krona. Därtill ses ytterligare räntesänkningar som särskilt ineffektiva i ett läge då restriktioner i pandemins spår hämmar den ekonomiska aktiviteten. Faller inflationsförväntningarna kommer dock Riksbanken att utsättas för tryck från olika håll. Man kan t ex hävda realräntan pressas uppåt från två håll när Riksbanken håller en högre ränta än nödvändigt samtidigt som inflationsförväntningarna glider nedåt. När restriktionerna lättar kan man i än högre grad hävda att en onödigt hög realränta hämmar tillväxten, åtminstone är det något som huvudfåran bland akademiker lär lyfta fram.

**Vad kan Riksbanken då göra för att hålla uppe inflationsförväntningarna?** Man har mycket att vinna på att inte stänga dörren till negativa styrrentor. Snarare finns en poäng med att signalera en lite "överdriven" sannolikhet för detta även om man egentligen helst inte vill leverera. Utökade tillgångsköp (QE) är sätt att hålla uppe stimulansdosen även om det har en del negativa bieffekter och materialbrist snart gör sig gällande. Utökad QE kan vara en signal till politikerna att man kan räkna med bestående låga räntor om finanspolitiken tar huvudansvaret för stimulanserna i återhämtningsfasen.

**Inspiration från USA.** Att Fed fått utökade möjligheter att tillåta att inflationen överskjuter målet under en period som kompensation för tidigare försyndelser på nedsidan har bidragit till stigande inflationsförväntningar. Redan nu har också

Riksbanken i lite lösare termer signalerat acceptans för en period av inflation över målet av samma skäl. Det är ändå tveksamt om den typen av utfästelser, som inte är speciellt förpliktigande, verkligen kan få upp inflationsförväntningarna. På sikt är det tänkbart att man mer formellt kan designa principer om mer symmetrisk måluppfyllelse över tid. Man ska dock komma ihåg att det inte var så länge sedan den parlamentariska Riksbanksutredningen föreslog minskade frihetsgrader för Riksbanken.



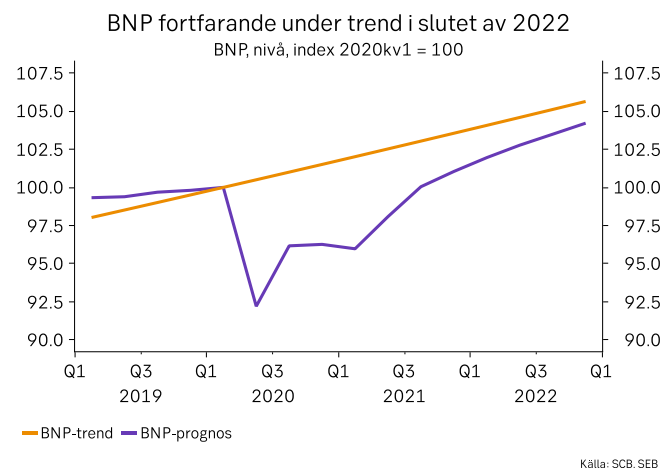
**Kronstyrka kan bli ett problem på sikt.** Generellt har parterna varit överens om att inte låta kort-siktiga valutafluktuationer påverka löneutrymmet. Under åren 2012-2014 ("regim 2") var det dock tydligt att man såg EUR/SEK en bra bit under 9 som en problematisk bieffekt av Riksbankens benägenhet att "luta sig mot vinden"-strategi. Parternas kritik lär återkomma om kronan stärks rejält. Sedan 2014 har jämviktskursen för EUR/SEK dragit sig uppåt en del så smärtgränsen ligger troligen högre än tidigare. Men från dagens nivåer runt 10,25 är det nog ändå en bra bit kvar innan kronstyrkan uppfattas som problematisk. I vår senaste "[SEK Views](#)" i oktober redovisades ett scenario där EUR/SEK sjunker ned till 9,65. Då skulle KPIF ligga kvar under 1 procent fram till slutet av 2022. I ett sådant läge är det troligt att Riksbanken sänker reporäntan till negativa nivåer.

**Mer står på spel i Sverige än i omvärlden?** Sammanfattningsvis kan man konstatera att pandemikrisen i kombination med de långa löneavtal på relativt låga nivåer fått Riksbanken att ändra strategi. Man erkänner nu att det kommer att lång tid att nå inflationsmålet och verkar vara beredda att visa större tolerans för lägre inflation i rådande miljö. Parterna beteende kommer framöver att avgöra Riksbankens manöverutrymme. Om de långsiktiga inflationsförväntningar tillåts glida allt längre från 2-procentsmålet stärks arbetsgivar-sidans syn att inflationsmålet även principiellt spelat ut sin roll. Så länge opinionen tydligt förkastar ett eurointräde är det dock svårt att se något rimligt alternativ. Det gör att det är mer som står på spel här än i omvärlden trots att Riksbanken är långt ifrån ensam om att kämpa mot besvärligt låg inflation.

## Sverige

# Stark återhämtning möter nya hinder

Efter ett starkt tredje kvartal tappar återhämtningen kraft det närmaste halvåret när restriktioner återinförs. Detta påverkar främst BNP-tillväxten för 2021 som revideras ned till 2,7 procent. Ytterligare finanspolitiskt stöd samt avvecklade restriktioner gör att tillväxten tar ny fart i mitten av 2021. BNP ligger dock under trend ännu i slutet av 2022 och låga löneökningar bidrar till inflation klart under målet. Riksbanken utökar QE-programmet men håller räntan kvar på noll.



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,3	-3,1	2,7	4,4
Arbetslöshet*	6,8	8,5	9,1	8,0
Löner	2,5	1,7	2,4	2,5
KPIF	1,7	0,4	1,1	1,4
Offentligt saldo**	0,5	-3,5	-3,3	-2,0
Offentlig bruttoskuld**	35,1	39,5	41,0	40,0
Reporänta, %***	0,00	0,00	0,00	0,00
EUR/SEK***	10,51	10,20	9,85	9,70

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

Det rekordstora BNP-fallet andra kvartalet följdes av en oväntat stark återhämtning under sommaren. BNP-fallet 2020 ser ut att begränsas till 3,1 procent; en betydande stor nedgång men ändå bara hälften så stor som vi förutspådde i maj när läget såg som mörkast ut. Den senaste tiden har vi sett tecken på att återhämtningen tappat kraft. Ökad smittspridning både i Sverige och omvärlden bidrar till att BNP planar ut runt noll och hämmar också tillväxten under inledningen på 2021. Detta bidrar till att BNP för helåret 2021 har justerats ned till 2,7 procent från 4,2. Tillväxten 2022 har däremot reviderats upp med 1,3 procentenheter till 4,4 procent. Arbetslösheten har stabiliserats under sommaren men stiger på nytt det närmaste halvåret och beräknas toppa på 9,7 procent under vintern. Uppgången är mindre än i tidigare prognoser men ännu i slutet av 2022 ligger arbetslösheten på 7,6 procent; drygt 0,5 procentenheter högre än nivån vid krisutbrottet.

## Snabb återstuds för industrin

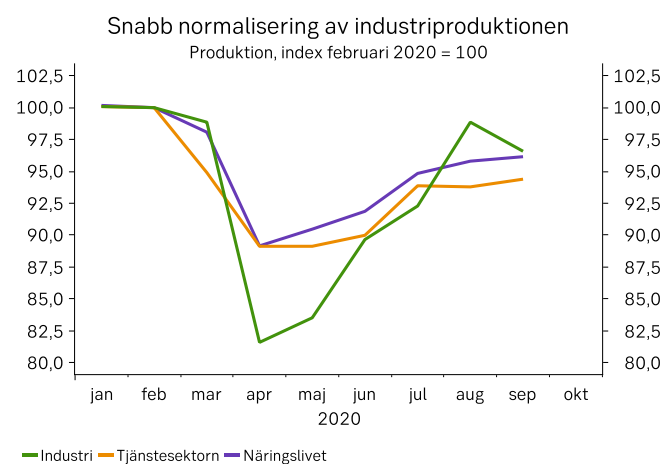
Återhämtningen under tredje kvartalet var bredbaserad men industrin står för den största överraskningen. Både export och industriproduktion har återtagit nästan hela vårens fall och kortsiktiga indikatorer har än så länge stått emot svagheter inom tjänstesektorn. En pågående inbromsning i omvärlden bidrar till att industriproduktionen faller tillbaka något under det närmaste halvåret men mönstret att restriktionerna i pandemin spår drabbar tjänstesektorn hårdare än industrin består. Att hushåll och företag hindras från att konsumera många tjänster bidrar till ökad varukonsumtion, vilket återspeglas i att detaljhandel och bilregistrering snabbt återhämtat sig i många länder. Det bryter helt mot normala konjunkturmönster då hushållen främst drar ned på köpen av bilar och andra varaktiga varor när arbetslösheten stiger. Mycket talar för att industrin fortsätter utvecklas relativt starkt när återhämtningen breddas under andra halvåret 2021. På kortare sikt finns dock risker för att industrin indirekt drabbas av svagheter i andra sektorer t ex via lägre investeringsbehov. Att den tyska industrins återhämtning varit måttlig utgör också ett frågetecken. Totalt faller varuexporten med måttliga 3,0 procent under 2020 och ökar med 3,0 procent 2021 och 5,7 procent 2022. Ett stort fall för tjänsteexporten gör att den totala exporten faller med 4,5 procent i år. Under 2021 och 2022 växer den totala exporten i en högre takt än varuexporten när tjänsteexporten återhämtar sig.

**Bostadsbyggandet håller uppe investeringar.** Investeringarna föll med nästan fem procent andra kvartalet, framför allt drivet av ett stort fall i maskininvesteringar. Den snabba återhämtningen för industrin talar för att stora delar av nedgången är tillfällig och vi räknar med en relativt snabb återhämtning under de närmaste kvartalen. Bostadsinvesteringarna stabiliserades under slutet av 2019 efter det fall som inleddes i början på 2018. Den starka efterfrågan på bostäder har bidragit till motståndskraft i byggandet under krisen och en vändning i antalet påbörjade lägenheter talar för att bostadsinvesteringarna nu gradvis accelererar. Även offentliga investeringar visar tecken på att öka snabbare igen efter att ha bromsat in under 2019. De totala byggnadsinvesteringarna förblir dock relativt svaga under hela prognosperioden eftersom byggandet av kommersiella fastigheter minskar i spåren av efterfrågeproblemen i tjänstesektorn. Sammantaget minskar investeringarna med 3,0 procent i år för att sedan öka med 4,0 resp. 5,0 procent 2021-2022.

## Blandade utsikter för hushållens konsumtion

Hushållens konsumtion föll med ungefär 10 procent under det första halvåret i år med ett kraftigt fall på åtta procent under det andra kvartalet. Nedgången saknar helt historiska paralleller; det tidigare största fallet i modern tid för ett enskilt kvartal var en

nedgång med drygt 2 procent i början av 1983. På årsbasis utgör fallet med 5 procent i samband kronkrisen 1992-93 tidigare rekord. Det finns en rad olika faktorer som kommer att avgöra hur snabbt konsumtionen återhämtar sig. Den andra vägen av smittspridning innebär att återhämtning för restaurang-, hotell- och resetjänster kommer av sig beroende på nya rekommendationer från Folkhälsomyndigheten och generellt mer försiktiga hushåll. Utsikterna för övrig konsumtion är relativt goda men även handeln ser ut att drabbas av vissa restriktioner. Hushållens köpkraft faller i år med knappt 1 procent, men det beror främst på minskade aktieutdelningar. Låg inflation, sänkta skatter och ökade subventioner med bland annat mer generösa ersättningsnivåer i arbetslöshetsförsäkringen bidrar till att hålla uppe inkomsterna.

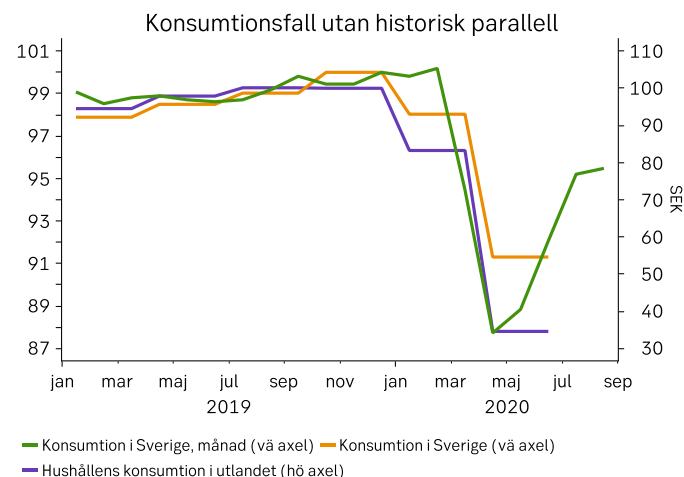


## Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
Real disponibel inkomst	3,4	-0,8	3,8	2,6
Privat konsumtion	1,2	-3,5	2,5	3,6
Sparkvot	16,4	16,4	17,6	17,3

Källa: SCB, SEB



**Snabbt stigande köpkraft 2021 och 2022.** Det är rimligt att anta att fallet i aktieutdelningar reverseras under 2021 och 2022, vilket bidrar till en köpkraftsökning runt 3 procent per år. En viktig faktor för konsumtionen blir i vilken grad hushållen skiftar minskade utgifter inom restriktionsdrabbade tjänster med ökade utgifter på varor och tjänster som fortfarande är tillgängliga. Det gäller t ex utlandsresor som utgjorde nästan 7 procent av den totala konsumtionen 2019 och som föll med 65 procent under första halvåret i år. Att svenska skidorter inför vintern är fullbokade tyder på att hushållen har en stark vilja att ändra sina konsumtionsvanor, men generösa avbokningsregler gör det extra osäkert i vilken mån planerna kommer att realiseras. Stark detaljhandel och en relativt god återhämtning för nybilsregistreringen talar också för en hög substitutionsbenägenhet mellan olika konsumtionsområden. På längre sikt när pandemin kommit under kontroll talar mycket för att hushållens konsumtionsmönster normaliseras och att t ex turism i utlandet och utlänningars turism i Sverige återgår till förkrisnivåer. Det är mer tveksamt om affärsresandet återgår till gamla rutiner när företagen skapat nya kanaler för kommunikation med kunder och leverantörer. Företagstjänster utgör en tredjedel av försäljningen i restaurang- och hotellbranschen och hälften av alla flygresor. Risken är därför stor att en del av den stora nedgången i dessa branscher är permanent.

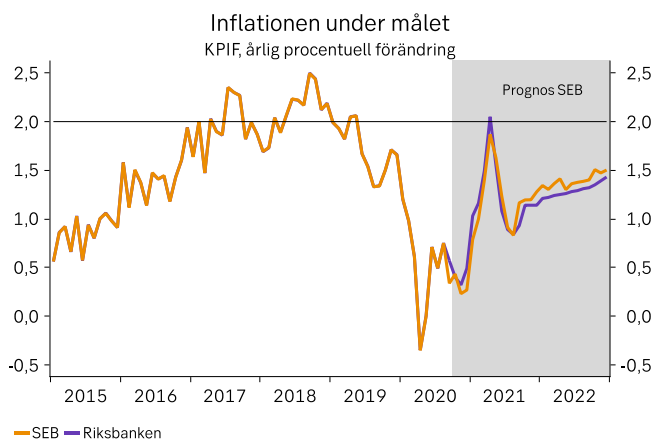
**Bostadspriserna fortsätter upp.** Bostadspriserna har visat större motståndskraft än väntat och prisökningen i år kommer att bli nära 10 procent; den starkaste uppgången sedan 2016. Utvecklingen drivs framför allt av stora prisuppgångar på småhus. Stigande arbetslöshet bidrar troligen till att dämpa uppgången under hösten och en bit in i nästa år men i nuläget ser denna effekt inte ut att bli tillräckligt stor för att orsaka fallande bopriser. Vi räknar därför med prisökningar i storleken 0-5 procent både 2021 och 2022, vilket även stödjer en uppgång i bostadsbyggandet där senaste svagheterna främst drivits av färre nya bostadsrätter.

## Högre arbetslöshet under vintern

Arbetsmarknaden har i likhet med tillväxten varit mindre svag än väntat. Efter en snabb uppgång under våren har arbetslösheten stabiliserats de senaste 3-4 månaderna. Sysselsättningen låg i september 2,5 procent lägre än i början på året. Kortsiktiga indikatorer har förbättrats betydligt och tyder på att sysselsättningen stabiliseras under hösten. Nya restriktioner talar dock för ny svaghet och vi räknar med en nedgång på ytterligare drygt en halv procent under de närmaste 3-6 månaderna. Permitteringsstödet som infördes under våren har utnyttjats i mindre grad än väntat men omfattade i september fortfarande drygt 100 000 personer (motsvarande 2-2,5 procent av total sysselsättning). Troligen förlängs stödet till mitten av 2021 men de företag som drabbas av varaktigt svagare efterfrågan lär ändå i större utsträckning säga upp personal som nu deltar i stödprogrammet. Vi räknar med att arbetslösheten under vintern stiger med drygt 0,5 procentenheter, innan den gradvis vänder ned igen när återhämtningen får förnyad kraft andra halvåret 2021.

**Varaktigt låg inflation.** De nyligen slutna löneavtalen inom industrin tyder på att löneökningstakten växlar ned vilket bidrar till att inflationen fortsätter vara besvärande låg för Riksbanken (se temaartikel sid 35). Inflationen har dock återhämtat sig något efter att ha varit negativ under våren. Uppgången beror främst på stigande energipriser medan KPIF exklusive energi har uppvisat stor volatilitet och noteringen i september på 0,9 procent var t ex den lägsta sedan 2014. Stora prisfall på bl.a. resor och hotelltjänster, som med stor sannolikhet delvis är tillfälliga, bidrar till nedgången men det underliggande inflationstrycket är också lågt.

Förutom nedväxlade löner bidrar starkare växelkurs och lägre livsmedelspriser till att hålla nere inflationen. Under våren 2021 väntas KPIF-inflationen stiga påtagligt till följd av baseffekter och tillfälligt nå upp till 2,0 procent. Därefter faller den dock tillbaka markant och bottnar på 0,8 procent i september. KPIF fortsätter sedan att ligga klart under tvåprocentmålet och när 1,5 procent under slutet av 2022.



## Lägre styrränta undviks i det längsta men för QE finns inga gränser



## Stor press på nya åtgärder från Riksbanken

Vid julmötet beslutade Riksbanken att förlänga QE-köpen till slutet av juni 2021 och volymen utökades till 500 miljarder. Vid septembermötet annonserades inga nya åtgärder men direktionen är tydlig med att man är redo att göra mer om situationen försämras och att dörren till en räntesänkning fortfarande är öppen. Skälen till att räntan inte sänks till negativa nivåer trots låg inflation och nedpressat resursutnyttjande är inte helt transparenta och verkar variera mellan olika ledamöter. Att Riksbanken omvärderat för- och nackdelar med en svag krona verkar vara ett skäl. Därtill kommer att Riksbankens svällande balansräkning gör att banksektorn nu skulle pressas hårdare än tidigare av negativa räntor. Därmed skulle det denna gång bli svårare att undvika negativa räntor på hushållens bankkonton. Protokoll från septembermötet och de senaste talen tyder inte på att en räntesänkning har kommit närmare och vår bedömning är fortfarande att utökad balansräkning via QE är den troligaste åtgärden för att göra politiken mer expansiv. Vi tror att QE-programmet utökas med ytterligare 100 miljarder och förlängs till slutet av 2021 vid mötet i slutet på november. Därutöver kommer Riksbanken tillsvidare att återinvestera alla förfall. Vi bedömer att sannolikheten för en räntesänkning är något högre än vad marknaden nu prisar in men om inte kronan stärks kraftig är vårt huvudscenario att reporäntan ligger kvar på 0 procent hela prognosperioden. Sannolikheten för räntehöjning är under överskådlig tid mycket låg. Direktionen har varit tydlig med att man är beredd att låta inflationen överskjuta målet under en period utan att räntan behöver höjas. På lite längre sikt är det möjligt att Riksbanken följer Fed och tydligare formaliserar på vilket sätt man kan kompensera för tidigare bias mot att man har skjutit under målet.

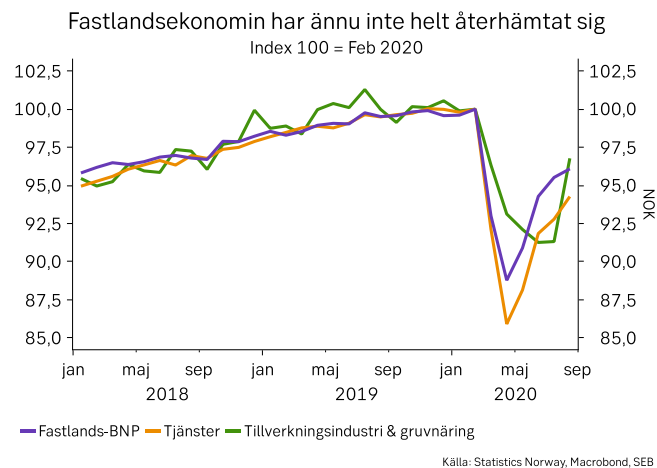
**Lägre underskott än väntat, mer stimulanser lär komma.** Trots stora stimulanser har de offentliga finanserna överraskat positivt. Det beror delvis på att BNP-nedgången varit mindre än väntat vilket hållit uppe skatteinkomsterna. Därtill kommer att stödåtgärderna, främst permitterings- och omsättningsstöden, utnyttjats mindre än budgeterat. Denna utveckling syns bl a i att Riksgälden i oktober drog ned sin prognos för lånebehovet för 2020 till 256 miljarder från drygt 400 i majprognosen. Även med stimulanser på drygt 100 miljarder i budgeten för 2021 ser den offentliga skulden ut att förbli låg både i ett historiskt och internationellt perspektiv. Det ger utrymme för ytterligare satsningar och vi tror att regeringen kommer att presentera ytterligare stimulanser i storleksordningen 50-70 miljarder det närmaste halvåret. Även kommande valbudget för 2022 lär innehålla rejält med nya åtgärder om än inte lika kraftig som dom för 2021. Eftersom stimulansimpulsen definieras som förändring i strukturellt sparande mellan olika år krävs återkommande starkare och starkare dos för att politiken ska registreras som expansiv, vilket är svårt att leverera givet allt som gjorts 2020. Det gör att politiken formellt ser ut att bli ganska neutral 2021 och något åtstramande 2022. Samtidigt bedömer vi att hushållen buffrat en del stimulansutrymme genom att spara mer i år. När läget i ekonomin går mot mer normalitet, finns ett utrymme för att släppa på denna reserv vilket kan tolkas som en försenad finanspolitisk stimulans. Trots stimulanserna faller underskottet till 3,3 respektive procent 2021 och 2022. Den offentliga skulden stiger i år och nästa år men faller 2022 till 40 procent av BNP.



# Norge

## Hushållen tar täten i återhämtningen

Återhämtningen löper på i stort enligt plan, lett av stark hushållsefterfrågan. Nedsidesriskerna har ändå ökat på grund av förnyad snabb spridning av COVID-19-infektioner, vilket har resulterat i nya restriktioner i Norge och globalt. Detta kommer att sakta ner återhämtningen i tjänstesektorn och på arbetsmarknaden. Finanspolitiken förblir expansiv för att stötta återhämtningen. Trots stigande bostadspriser och hög inflation lämnar Norges Bank räntan oförändrad på noll till mitten av 2022.



### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,2	-1,9	3,0	3,5
Fastlands-BNP	2,3	-3,4	3,3	3,2
Arbetslöshet (AKU)*	3,7	4,7	4,4	4,1
Löner	3,5	1,9	2,5	2,7
KPI-ATE inflation	2,2	3,0	2,1	1,8
Styrränta, %	1,50	0,00	0,00	0,25
EUR/NOK**	9,84	10,80	10,25	9,95

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

### Återhämtningen på spåret, nedåtrisker kvarstår

Efter en ackumulerad nedgång på 11,2 procent under februari till april har fastlands-BNP återhämtat sig till en nivå 3,9 procent under förkrisnivån. Den ekonomiska återhämtningen inleddes tidigare och har varit starkare än initialt förväntat, drivet av en återgång för inhemsk efterfrågan – särskilt privat konsumtion. Detta avspeglas i starka bidrag till fastlands-BNP från tjänstesektorn efter att utbudsrestriktionerna lättades. Den här utvecklingen låg bakom den relativt stora upprevideringen av våra tillväxtprognoser i Nordic Outlook september. BNP-data sedan dess har utvecklats ungefär som förväntat och fastlands-BNP föll på kvartalsbasis med 6,3 procent under kvartal två. BNP för kvartal tre publiceras 12 november; månadsstatistiken indikerar en kraftfull uppgång på nära 5 procent.

**Kraften i återhämtningen mattas mot slutet av året** och in i 2021. Regeringen har nyligen infört nya restriktioner med fokus på sociala kontakter i både privata och offentliga utrymmen. Ytterligare skärpningar och delvis nedstängningar har införts i större städer med högre infektionsnivåer. Virustrenden har blivit alarmerande, men regeringen vill försöka undvika en ny total nedstängning i likhet med vad som skedde i mars. Rådande restriktioner är inte tillräckligt långtgående för att stoppa den ekonomiska aktiviteten, men de kommer att försena återhämtningen i privat tjänstesektor som står för nära 40 procent av total BNP och sysselsättning. I kombination med nya nedstängningar på andra håll i Europa har nedåtriskerna för tillväxten ökat. Vi har justerat ned vår prognos marginellt. Vi väntar oss att fastlands-BNP faller med 3,4 procent under 2020, följt av en ökning med 3,3 procent under 2021. Även om BNP väntas ha tagit tillbaka fallet sedan februari vid slutet av 2021, kommer fastlands-BNP att ligga kvar under trenden innan pandemin under hela prognosperioden. Total BNP kommer att falla med 1,9 procent i år och återhämta sig 3,0 procent 2021.

**Finanspolitiken förblir expansiv nästa år.** Regeringen har visat stark vilja att stötta ekonomin genom COVID-19-krisen. Den föreslagna budgeten för 2021 indikerar att regeringen kommer att använda finanspolitiken aktivt för att stimulera efterfrågan under återhämtningen. Efter ett bidrag på 4,5 procentenheter till fastlands-BNP under 2020, bedömer regeringen att politiken justerat för coronaeffekter kommer att addera ytterligare en procentenhet 2021. På grund av lägre än väntade kostnader för olika stödprogram har användningen av intäkter från oljefonden (Statens Pensionsfond utland) reviderats ned till 3,9 procent och väntas vara i linje med den 3-procentiga finanspolitiska regeln 2021.

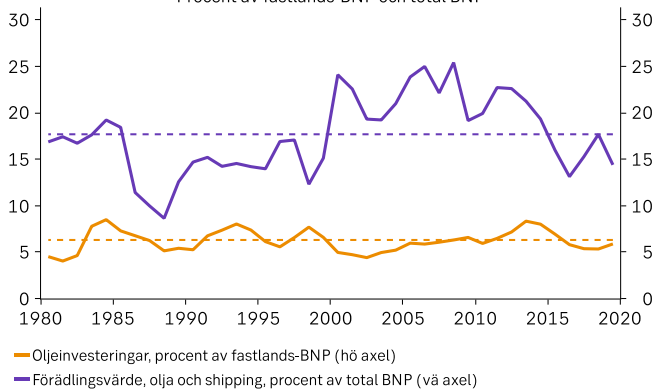
### Nya nedstängningar och olja tynger industrin

Medan återhämtningen i servicesektorn verkar ta sin tid har tillverkningsindustrin ökat tempot. Återhämtningen har drivits av konsument- och insatsvaror. Det senare segmentet har gynnats av återhämtningen bland Norges handelspartners, men nedstängningar i euroområdet utgör en ny nedåtrisk för omvärldsefterfrågan framöver. Det kommer nog att bidra till en något långsammare uppgång i leveranserna av traditionella varor på nära 2,0 respektive 4,0 procent under 2022. Vi väntar oss ett negativt bidrag till fastlands-BNP från nettoexporten nästa år.

**Industrisektorn är fortfarande tudelad.** Tillverkare av investerings- och oljerelaterade varor har det kämpigt. Stämmningsläget är nedtryckt och företagen rapporterar sjunkande ordergång både hemma och på exportmarknader. Detta hänger samman med de dystra utsikterna för oljeinvesteringarna, sedan flera större projekt avslutats och aktiviteten begränsas av tunna orderböcker. Lägre oljepriser kommer att tynga investeringarna,

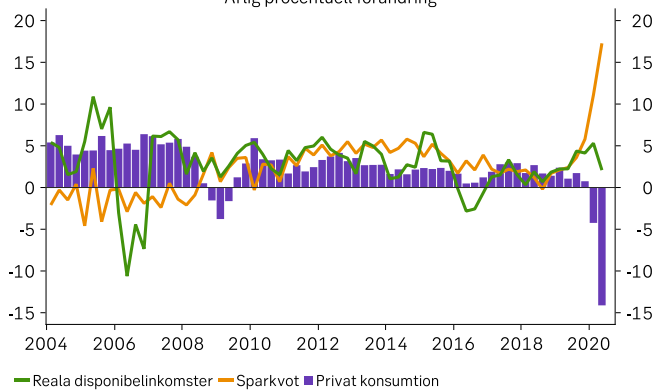
men det finanspolitiska stödpaket som genomfördes i maj uppmuntrade operatörerna till kapacitetshöjande investeringar och nya utvecklingsprojekt. Utsikterna för investeringarna är därför bättre än vad som inledningsvis befarades, och nedgången väntas inte bli lika kraftig som under oljechocken 2014 - 2015. Vi prognostiserar en nedgång på totalt 11,5 procent under 2020 - 2022, vilket är en både kortvarigare och en mindre svacka än det 32 procent stora fallet under 2014 - 2017. Både förädlingsvärde och sysselsättning i sektorn är lägre idag, vilket talar för mindre allvarliga spridningseffekter till fastlandsekonomin. Näringslivets investeringar i fastlandsekonomin väntas dock falla både i år och nästa år. Kapacitetsutnyttjandet är väl under det normala och osäkra ekonomiska utsikter håller tillbaka företagens investeringsplaner. Vår prognos innebär att bruttoinvesteringarna ger ett negativt bidrag till BNP på totalt 1,7 procentenheter 2020 - 2021.

En mindre olje-beroende ekonomi  
Procent av fastlands-BNP och total BNP



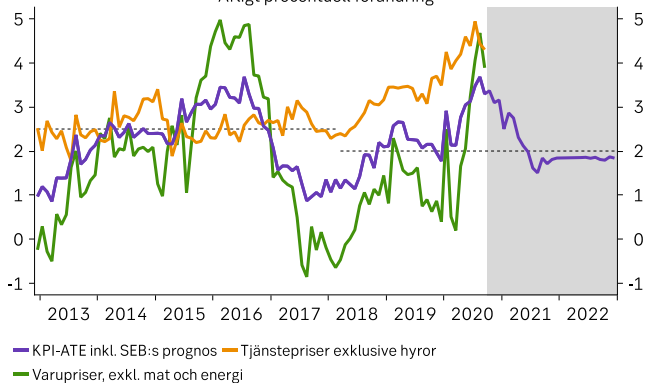
Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Hushållssparande och konsumtion  
Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

KPI-ATE-inflationen under målet 2021  
Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

## Stark hushållsefterfrågan

Rekordlåga bolåneräntor och utvidgat arbetslöshetsunderstöd, kombinerat med restriktioner på utlandsresande, har eldat på hushållens konsumtion av varor. Denna har stigit 5,2 procent sedan februari, medan total konsumtion hållits nere av ett fall på 12,7 procent i konsumtionen av tjänster. Tjänstekonsumtionen har återhämtat sig sedan i maj, men nya utbudsrestriktioner bromsar troligen återhämtningen framöver. Nedgången i den registrerade arbetslösheten håller alltså i sig, drivet av minskade permitteringar, medan den reguljära arbetslösheten legat stabilt på 4,7 procent under det senaste halvåret. Nya restriktioner och betydande osäkerhet talar för att nedgången bromsar upp och arbetslösheten väntas ligga kvar över för-pandeminivåer under de kommande åren. Rekordhøgt hushållssparande, som når 17,3 procent av disponibelinkomsterna exklusive utdelningar under kvartal två, borde begränsa riskerna för konsumtionen. Prognosen är att privat konsumtion faller 7,9 procent under 2020 och åter stiger 7,3 procent 2021. Stark hushållsefterfrågan avspeglar sig också i en rekordstor försäljning av befintliga bostäder. Gynnsam balans mellan utbud och efterfrågan har gett stöd för bostadspriserna, som är upp 3,9 procent hittills i år jämfört med samma period 2019. Vi prognostiserar årliga prisökningar på befintliga bostäder på 4,4 procent 2020 och 6,2 procent 2021, vilket borde stimulera bostadsinvesteringarna under nästa år.

## Förbryllande hög inflation på tjänster

Efter att ha stigit till 3,7 procent i augusti, den högsta nivån sedan KPI-ATE-måttet (KPI exklusive skatter och energi) introducerades 2003, föll inflationstakten till 3,2 procent i september. Hög inflation på importerade varor är den främsta drivkraften bakom uppgången, men 2021 kommer växelkursen att bidra till kraftigt fallande varupriser. Inflationen för tjänster har också stigit betydligt under de senaste två åren på ett sätt som avviker från historiska mönster. Ovanligt stora prisökningar för administrativa tjänster så som hälsovård är en delförklaring, men accelerationen är relativt bredbaserad. Tjänstepriser, så som de mäts i KPI-ATE, fick en extra skjuts av en momssänkning på vissa tjänster förra våren som inte helt fördes över på faktiska priser. Vissa tillfälliga drivkrafter i kombination med måttligt lönetryck talar för en mer bredbaserad nedgång i tjänsteinflationen, men osäkerheten kring vad som orsakat uppgången gör inflationsprognosen för de kommande åren ovanligt osäker. Vi väntar oss fortfarande att KPI-ATE-inflationen faller under målet under andra halvan 2021. Vår prognos är ungefär i linje med Norges Banks senaste bedömning. Det skarpa fallet i elpriserna har fått KPI att stiga i en mycket långsammare takt i år, men terminspriserna indikerar en vändning 2021 - 2022.

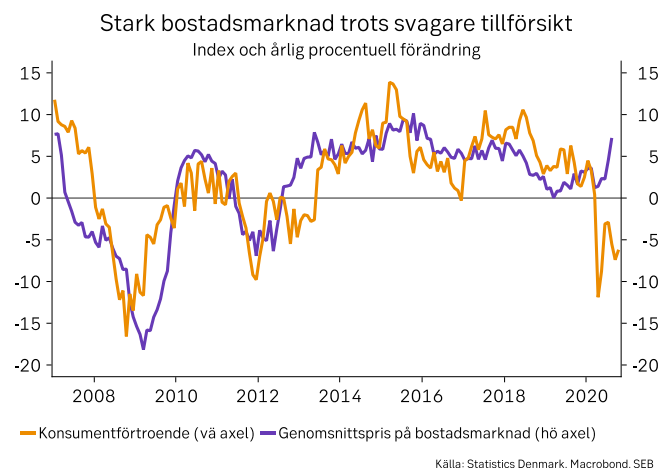
## Hög osäkerhet får Norges Bank att ligga stilla

Norges Bank har hållit sin styrränta oförändrad på noll procent sedan i maj. Även om centralbanken inte helt har uteslutit negativa räntor krävs det nog både ett allvarligt bakslag i ekonomin och förnyad turbulens på finansmarknaden för att en sådan åtgärd ska övervägas. En räntehöjning verkar också avlägsen. Norges Bank har konstaterat att den "kraftiga ekonomiska nedgången och stor osäkerhet om utvecklingen framöver talar för att styrräntan lämnas oförändrad tills det syns tydliga tecken på att förhållandena i ekonomin normaliseras". Detta innebär också att osäkerheten måste avta innan Norges Bank lägger större vikt vid finansiella obalansrisker i sina överväganden kring räntan. Ökade nedåtrisker från stigande virusinfektioner och nya restriktioner i Norge och bland handelspartners talar också för en försiktig hållning. Vi prognostiserar en första räntehöjning hösten 2022, vilket ger en styrränta på 0,25 procent i slutet av 2022.

# Danmark

## Dämpad tillväxtkraft

I avvägningen mellan dels negativa effekter av de senaste virusrestriktionerna, dels den snabbare än väntade återhämtningen i dansk ekonomi, höjer vi BNP-prognosen för 2020 till -4,2 procent samtidigt som vi sänker den för 2021 till 4,3 procent. I rådande läge väntar vi oss att Nationalbanken följer efter om ECB sänker styrräntan.



### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,8	-4,2	4,3	3,5
KPI	0,8	0,4	0,9	1,3
Löner	2,0	1,7	2,0	2,8
Offentligfinansiellt saldo*	3,7	-1,0	0,0	1,0
Offentlig sektors skuld*	35,0	40,0	38,0	35,0
Bytesbalans	8,9	8,0	7,5	7,0
Styrränta (CD rate), %	-0,75	-0,60	-0,60	-0,60
EUR/DKK**	7,47	7,45	7,45	7,45

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

**Snabbare än väntad återgång, men utsikterna på kort sikt är utmanande.** De senaste statistikutfallen har inneburit revideringar av BNP-data samt extern- och internbalanser. BNP-tillväxten 2019 är nu 2,8 procent; en ökning från 2,3 procent. Andra vägen av virusutbrott i Europa och den senaste serien av restriktioner skapar dock en stark motvind för fjärde kvartalets tillväxt även i Danmark. Nyligen infördes en nästan full nedstängning i delar av norra Jylland på grund av en ny virusstam som hittats på minkfarmer. Det är komplicerat ur ett ekonomiskt perspektiv med vilken inverkan den har men den berör endast en mindre del av landet och bidrar med knappt 10 procent till BNP. Vår prognos för 2020 har reviderats upp: BNP 2020 väntas nu falla 4,2 procent följt av en ökning med 4,3 procent 2021

**Stark konsumtion har drivit återhämtningen.** Sedan *Nordic Outlook September* har makroekonomiska indikatorer generellt sett varit positiva vilket antyder att återöppnandet blev kraftigare än vi förväntat oss. Bostadspriserna har återhämtat sig och arbetslösheten minskade marginellt under tredje kvartalet medan detaljhandeln ökade, kanske i väntan på den planerade utbetalningen i oktober av den tidigare frysta semesterersättningen. Konsumentförtroendet förblir dock dämpat med särskilt svaga förväntningar på nationella ekonomin medan hushållen fortfarande verkar se den egna ekonomiska situation som positiv. Arbetslösheten tycks nu toppa långt under den högsta nivå som uppnåddes under globala finanskrisen (runt 7 procent). Det kommer att ge bra förutsättningar för privat konsumtion att leda återhämtningen 2021. Löneinflationen avtar och kommer sannolikt att ligga under 2,0 procent nästa år.

**Stramare restriktioner åtminstone fram till årsskiftet.** Främsta nedåtricken för BNP-prognosen är fortfarande virusspridningen med över 1 000 nya covid-19-fall per dag (högsta någonsin). Men i ett europeiskt sammanhang är omfattningen av utbrottet i Danmark relativt begränsad. Vår uppfattning är att regeringen var snabb med att agera och därmed i slutändan hamnade i ett läge med färre påträngande restriktioner. Hittills har regeringen sänkt det maximala antalet personer vid sociala sammankomster från 50 till 10 och skärpt reglerna om personlig skyddsutrustning. Men restauranger, butiker, biografier och teatrar får fortfarande vara öppna. Jämfört med åtgärderna i Europa borde det ge en betydligt mindre BNP-effekt.

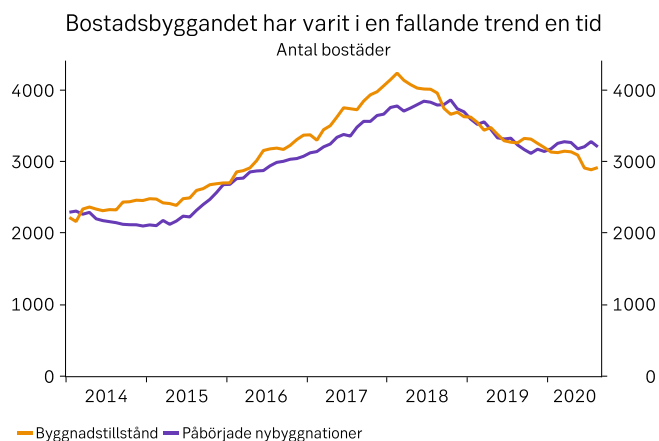
**Överupplåning av nödvändig finansiering fortsätter.** Budgetunderskottet är sannolikt betydligt mindre än regeringen hade förväntat sig. De faktiska underskotten de senaste sex månaderna har konsekvent varit lägre än budgeten föreskrivit och regeringen verkar därmed ha överfinansierat sitt upplåningsbehov. Det kan förändras i och med den andra virusvågen, vilket skulle tvinga regeringen att tillhandahålla mer lättnadsåtgärder. Generellt sett är dock den offentliga sektorns finanser starka i en internationell jämförelse. Även med ytterligare stöd för ekonomin 2021 förväntar vi oss att bruttoskulden når en topp under 50 procent av BNP.

**Uppåttryck på kronan 2021.** Danska kronan har stärkts gentemot euron enligt samma mönster som 2008 då en global utförsäljning av tillgångar initialt tvingade Danmarks Nationalbank att höja styrräntorna. Därefter blev kronan en s.k "safe-haven" som genererade kapitalinflöden. Vi förväntar oss inte att Nationalbanken genomför en självständig räntesänkning om inte ECB samtidigt också sänker räntan t ex i december. Under 2021 kan dock ett bestående apprecieringstryck mot kronan öppna dörren för en dansk räntesänkning.

## Finland

# Motståndskraften på väg att sina?

Den finska ekonomin har hittills stått emot pandemin relativt väl men framåtblickande indikatorer pekar på att kraften håller på att sina. Tack vare tidigare motståndskraft begränsas dock BNP-fallet till 4 procent i år men återhämtningen framöver hålls tillbaka av strukturella svagheter. Ekonomin växer 2021 och 2022 med måttliga 2,8 respektive 2,5 procent.



Källa: Statistics Finland, Macrobond, SEB

## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	1,1	-4,0	2,8	2,5
Privat konsumtion	0,8	-4,6	3,5	2,3
Export	7,7	-11,0	5,5	4,0
Arbetslöshet*	6,7	8,4	8,8	8,0
Löner	2,2	1,7	1,8	1,8
HIKP	1,1	0,4	1,2	1,5
Offentligt saldo**	-1,1	-7,5	-4,5	-3,0
Offentlig bruttoskuld**	59,4	70,2	72,0	73,0

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

**Motståndskraft när vägs ände?** Genom ett av de mildaste BNP-fallen inom EU under andra kvartalet uppvisade Finland en överraskande motståndskraft. Dessvärre verkar ekonomin nu istället uppvisa tecken på att hålla emot en återhämtning. Efter en initial uppstuds har barometrar vänt nedåt vilket kommer att återspeglas även i hårddata. Till detta kommer att utsikterna dämpas av långsiktiga, strukturella utmaningar; 2019 låg produktiviteten på samma nivå som 2007 och arbetskraften minskar. Det enda land som 2019 hade en högre äldrekvot var Italien. Utmaningarna är komplexa, tar tid att lösa och begränsar tillväxtpotentialen. För närvarande är dock den mer akuta frågan om nya restriktioner kan undvikas. Även om läget hittills verkar vara under kontroll så har regeringen tidigare inte tvekat att ta nödvändiga steg för att begränsa smittspridning.

**Industridata visar bara små covid-19-effekter.** Samtidigt som industriproduktionen i euroområdet föll med 20 procent andra kvartalet i år så begränsades nedgången i Finland till 5 procent. Industrin har legat kvar på en produktionsnivå motsvarande 95 procent av den vi såg förra året. Men samtidigt som andra länder sett en återhämtning i indikatorer och orderläge pekar finska motsvarigheter på fortsatt fallande produktion. Problemen för industrin syns även på priserna. Fallet i exportpriser har intensifierats och i september var nedgången 7 procent jämfört med året innan. Nedgången i handel förstärks av en stor andel tjänsteexport och en återhämtning 2021 ser nu allt mer avlägsen ut. Vi väntar oss att exporten 2020 faller med 11 procent. Därefter återhämtar sig exporten och ökar med 5,5 respektive 5,0 procent 2021 och 2022.

**Bredbaserat deflationstryck.** Deflationistiska tendenser begränsas inte bara till export- och producentpriser. Efter att ha växlat upp något i juli har inflationen återigen backat tillbaka och låg i augusti och september på 0,2 procent. Inte ens ökade bränsleskatter har bidragit när en uppgång motverkats av underliggande prisfall. Även inom andra sektorer som drabbats av pandemin – t ex underhållning, restauranger och kläder – har priserna pressats. Dessa trender väntas hålla i sig. Inflationen stannar rejält under 2 procent 2021 och 2022.

**Varuhandeln går bra.** Lägre priser och minskad tjänstekonsumtion har gjort att konsumenterna istället gynnat varuhandeln. Detaljhandelns försäljning steg med mer än 5 procent under sommaren. Förlusten av utländska turister har inte varit ett så stort problem för ekonomin eftersom dess betydelse är relativt liten; 2-3 procent av BNP. Problemen är större för transportsektorn som tappat en stor del av sin omsättning. Privat konsumtion återhämtar sig och ökar med 3,5 procent 2021 och 2,3 procent 2022.

**Investeringsstappet förstärks** av covid-19, en nedgång som inleddes redan 2019. Byggsektorn har utvecklats svagt sedan 2018 och fallande bostadspriser leder till än större tveksamhet bland byggbolagen som senarelägger projektstarter. Att det finns en efterfrågan på lån i företagssektorn vilket väcker dock visst hopp.

**Läget på arbetsmarknaden är skakigt.** Arbetslösheten har legat still på 8,4 procent sedan i maj men hösten har visat på en uppgång i planerade minskningar av arbetskraften och permitteringar. Till sektorer med uppenbara problem hör t ex flyg. Nedskärningar väntas även i exportsektorer som papper, tillverknings- och maskinindustri. Men trots allt har pandemin inte uttraderat senaste årtiondets uppgång i sysselsättningsgrad som ligger kvar på högsta nivån sedan finanskrisen. Vi väntar oss att arbetslösheten toppar 2021 på 8,8 procent och faller till 8 procent 2022.

**Budgeten för 2021 blir expansiv** men inte lika kraftfull som i många andra länder. Något lägre underskott begränsar skulduppgången till 73 procent av BNP 2022.

# Baltikum

---

## Litauen

Litauens BNP-nedgång blir mildare än i grannländerna även om man nu påverkas av nya restriktioner. Högt konsumentförtroende och oväntad återhämtning i lönetillväxten borgar för att konsumtionen leder återhämtningen.

Sida 46

---

## Lettland

Trots något lättare restriktioner blir BNP-fallet 2020 större än i grannländerna. Stödprogrammen var ganska blygsamma men har ändå lyckats dämpa uppgången i arbetslöshet. Framöver väntas exporten leda återhämtningen.

Sida 47

---

## Estland

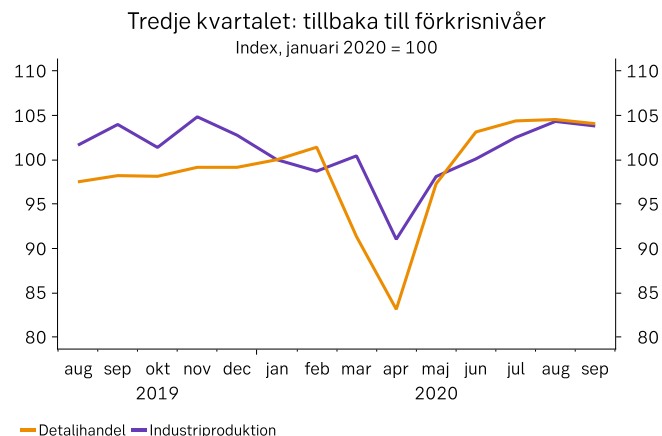
Låga smittotal bidrar till att BNP-fallet 2020 blir relativt litet jämfört med EU-snittet. Framöver blir konsumtionen viktig drivkraft och gynnas av en kontroversiell pensionsreform och expansiv finanspolitik. Statsskuld stannar ändå på låga 25 procent av BNP.

Sida 48

## Litauen

# Positiva krafter på väg att avta

Den ekonomiska återhämtningen var stark under tredje kvartalet. Stigande antal covid-19-fall och återinförda restriktioner började dock dämpa återhämtningen i början av november. Arbetsmarknaden klarade den första vågen bättre än väntat, men ser nu ut att börja försvagas igen. Hushållens konsumtion förväntas också bli svagare under fjärde kvartalet 2020; nya finanspolitiska lättnader bli mer selektiva.



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	4,3	-1,5	3,0	3,3
Hushållens konsumtion	3,3	-2,0	4,0	3,1
Export	9,5	-2,6	4,6	2,9
Arbetslöshet*	6,3	8,7	8,3	7,5
Löner	8,8	7,0	4,5	6,0
HIKP inflation	2,2	1,1	2,0	2,4
Offentlig sektors saldo**	0,3	-7,9	-4,5	-2,2
Offentlig sektors skuld**	35,9	47,4	49,9	48,7

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

**Litauens BNP tappade bara 0,8 procent under årets första nio månader.** Ekonomin gick därmed in i tredje kvartalet med mindre nedgång i ekonomisk aktivitet än för andra EU-länder. Därtill återhämtade den sig också starkt under kvartalet. Den epidemiologiska situationen lindrades och de flesta begränsningar upphävdes tidigt på sommaren. Tillsammans med betydande finanspolitiska åtgärder bidrog det positivt till en rejäl återhämtning i privat konsumtion. Även tillverkningsindustrin återvände snabbt till sin förkrisnivå.

**Nya begränsningar, nya motgångar.** Det är tveksamt om ekonomin kan undgå ett nytt bakslag mot slutet av 2020 då ökande covid19-fall framtvingat nya restriktioner. Vi reviderar ned årets BNP-prognos från -1,3 procent till -1,5 procent. Vi ser en stigande risk att första kvartalet 2021 också blir svagt. Då BNP-prognoserna för 2021 redan var återhållsamma gör vi nu bara mindre prognosförändringar. Vi väntar oss en BNP-tillväxt på 3,0 och 3,3 procent 2021 respektive 2022. Prognoserna baseras på antagandet att Belarus inte stoppar sitt handelsflöde genom Litauen eller att andra handelsbegränsningar införs.

**Arbetsmarknad med blandade signaler de senaste månaderna.** Den registrerade arbetslösheten steg från 9,4 procent i februari till 14,6 procent i slutet av oktober. Antalet sysselsatta har dock återhämtat sig och är nära förkrisnivån. Antalet korttidsanställda låg kvar på en obetydlig nivå i oktober. Förändringarna bekräftar till stor del vårt antagande att den främsta anledningen till stigande registrerad arbetslöshet är det nyligen införda månadsbidraget för arbetssökande som får människor att i ökad omfattning registrera sig som arbetslösa, även om de inte planerar att söka jobb. Den registrerade arbetslösheten kommer att toppa under första kvartalet 2021 och vi räknar fortfarande med 8,3 respektive 7,5 procent genomsnittlig arbetslöshet 2021 respektive 2022.

**Löner återhämtade sig förvånansvärt snabbt.** Det tredje kvartalet fick oss att ändra vår löneprognos till 7 procent 2020. Lönen i offentlig sektor ökade dubbelt så snabbt som i privat sektor, men 2021 förväntar vi oss att lönetillväxten avtar till 4,5 procent när minimilönen i offentlig sektor stiger i mycket långsammare takt än 2020.

**Fastighetsmarknaden var tillbaka på nivån före pandemin i början av hösten.** En återhämtning av konsumentförtroendet och en stabilisering av hushållens inkomster har gett fastighetsmarknaden stöd. Företagen har dock varit försiktiga med att växla upp investeringstakten. För att stötta investeringarna har regeringen lanserat planen "Framtidens ekonomiska DNA", som kommer att öka de offentliga investeringarna både i infrastruktur och humankapital under 2021. Sammantaget räknar vi att investeringarna ökar med 5,5 procent nästa år, efter ett 7,3-procentigt fall 2020.

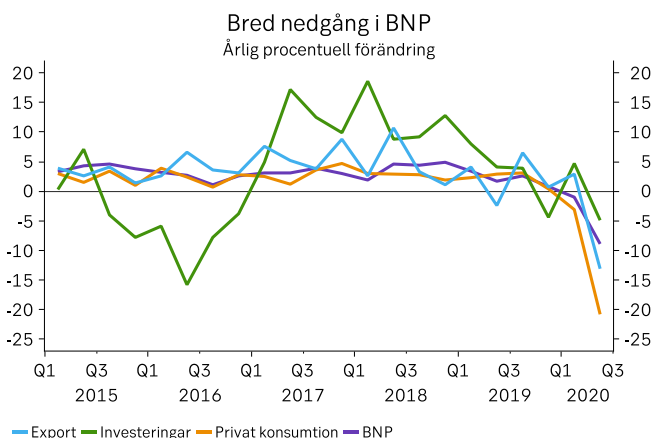
**Inflationen är i linje med förväntningarna.** Både total och kärninflation ökade något under tredje kvartalet via högre tjänstepriser. HIKP-inflationen blir i genomsnitt ca 2 procent 2021 och för att sedan öka till 2,4 procent 2022.

**Regeringens finanspolitiska svar var stödjande men kostnaderna blev höga** och budgetunderskottet kommer att uppgå till 7,9 procent av BNP 2020. Långtifrån alla stimulansåtgärder var effektiva, och några var snarare relaterade till valet i oktober än till behovet av att kompensera förluster kopplade till covid-19. Homeland Union, ett traditionellt center-högerparti, vann parlamentsvalet och bildar en regering i koalition med två liberala partier. Vi tror att den nya regeringen inte kommer att ha någon brådska med att minska budgetunderskottet, vilket landar på ca 4,5 procent av BNP nästa år. Den offentliga sektorns skuld ökar oundvikligen nästa år och närma sig 50 procent av BNP.

## Lettland

## Återhämtningen stannar av

Ekonomi återhämtade sig rejält under det tredje kvartalet. Antalet nya fall av covid-19 ökar nu och återhämtningen stannar troligtvis av under de närmaste sex månaderna. Fortsatta finans- och penningpolitiska lättnader ger stöd och nya restriktioner införs selektivt. Vi väntar oss att BNP faller med 4,6 procent i år och ökar med 4,3 procent 2021. Trots viss motståndskraft toppar arbetslösheten på 9,5 procent innan läget på arbetsmarknaden förbättras.



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	2,2	-4,6	4,3	3,5
Hushållens konsumtion	3,0	-10,1	5,7	3,5
Export	1,9	-5,2	3,5	4,0
Arbetslöshet*	6,3	8,8	8,9	7,5
Lön	7,2	4,3	4,7	4,7
HIKP inflation	2,8	0,3	1,9	2,3
Offentligt saldo**	-0,6	-8,8	-5,0	-3,7
Offentlig bruttoskuld**	36,9	48,8	51,5	52,5

\* % av arbetskraften \*\* % BNP. Källa: Statistics Latvia, SEB

**Lättare restriktioner, men större nedgång.** Trots att de covid-19-relaterade restriktionerna i Lettland var något mer begränsade än i resten av Baltikum blev landets BNP-nedgång djupare. Under andra kvartalet föll lettisk BNP med 8,9 procent med hotell och restaurang (-63,4 procent) samt konst och underhållning (-46,3 procent) hårdast drabbade delar. Därefter kom transportsektorn (-26,6 procent). Andra sektorer föll med mindre än 10 procent med få överraskningar förutom den svaga utvecklingen inom IKT-sektorn (-6,4 procent). Den ekonomiska förtroendeindikatorn återhämtade sig från 77,7 till 94,3 mellan april och september men föll sedan tillbaka 2 enheter i oktober. Tillförsikten föll tydligt inom industri, transport och tjänster men var oförändrad inom detaljhandeln. Med stigande antal covid-19-fall lär tillförsikten mattas ytterligare. Vi räknar med att BNP faller med 4,6 procent i år innan den återhämtar sig med 4,3 procent 2021. En mer ihållande återhämtning återupptas under andra kvartalet nästa år. Ett okontrollerat virusutbrott med ineffektivt finanspolitiskt svar utgör en nedåtrisk och regeringens hjälpåtgärder bör vara mer selektiva och riktade.

**Konsumtionen förblir svag.** Nedgången i hushållens konsumtion med 20,9 procent, berodde främst på försämrade konsumtionsmöjligheter och mindre generöst statligt stöd men även återhållsamma hushåll och små stöd för nedstängning. Även om försäljningen inom detaljhandeln visar en uppgång med 4,4 procent på årsbasis återhämtar sig den totala konsumtionen långsamt och når inte de nivåer som sågs i slutet av förra året förrän 2022.

**Stimulans för investeringar kommer att vara avgörande.**

Investeringarna minskade med 6,1 procent under andra kvartalet. Vår egen undersökning med små och medelstora företag tyder inte på någon nedgång i investeringsprojekt men vi bedömer att osäkerheten ändå tynger. År 2021 kommer investeringar och byggande att stödjas av EU:s återhämtningsfond och Rail Baltica-projektet, men på kort sikt kan frigörandet av EU-medel försenas och regeringen bör därför öka sina investeringar.

**Återhämtningen för industriproduktion och export mattas nu.** I september föll produktionen i tillverkningsindustrin med 1,6 procent jämfört med föregående år. När fler länder börjar skärpa sina Covid-19-relaterade restriktioner står industrin inför nya utmaningar. Eftersom åtgärderna främst påverkar tjänstesektorn bör inverkan på industrin dock bli begränsad. Stark detaljhandelstillväxt och stimulansprogram skapar trots allt förutsättningar för en återhämtning, om än långsam, inom industrin. Exporten av varor sjönk enbart med 3,7 procent i augusti vilket ledde till en förhoppning om en snabbare återhämtning. Vi förväntar oss en fortsatt tillväxt i exporten av elektriska apparater samt utrustning, maskiner, mekaniska apparater och möbler. Därtill kommer att en gradvis återhämtning av exporten av träprodukter lyfter total exportvolymen då den utgör en femtedel av all export.

**Låg inflation i år.** I september sjönk HIKP-inflationen med 0,4 procent jämfört med föregående år rejält nedtryckt av lägre energipriser, men denna effekt avtar gradvis. Inflationstrycket härrör främst från tjänster, när senaste tiden svagheter satt nedåtpress på löner. Inflationen når 0,3 procent i år innan den tar sig upp till cirka 2 procent nästa år.

**Sparsamt men effektivt stöd till arbetsmarknaden.** Även om det finanspolitiska stimulanspaketet inte var så omfattande var det relativt effektivt för att hålla nere arbetslösheten. Från början av mars till slutet av juli ökade den registrerade arbetslösheten från 6,3 procent till 8,6 procent. Den sjönk därefter till 7,5 procent i slutet av oktober, men vi förväntar oss fortfarande att den når cirka 9,5 procent innan den åter faller tillbaka.

# Estland

## ”Osynlig” recession

Tack vare lägre smittotal har Estlands ekonomi hittills klarat sig bättre än flertalet andra EU-länder och BNP-fallet 2020 begränsas till 3,8 procent. Det innebär samtidigt att uppstudsens inte blir lika stark; 2021 och 2022 växer ekonomin med 3,3 respektive 3,5 procent. Drivkrafterna är framför allt hushållens konsumtion, som stöds av finanspolitiska stimulanser, och en kontroversiell pensionsreform.

**Relativt begränsat fall.** Trots att BNP väntas falla med 3,8 procent i år har pandemins ekonomiska effekter på flera sätt varit en för Estland ”osynlig recession”. Under globala finanskrisen 2008-2010 föll BNP med 19 procent, bostadspriserna med 45 procent och arbetslösheten toppade på 20 procent. Denna gång har läget på arbetsmarknaden varit under kontroll och inom flera delar av ekonomin är det svårt att hitta några större tecken på en nedgång. Relativt låga smittotal har hjälpt till och en hel del ekonomiska problem har undvikits tack vare euromedlemskapet som gjort att landet kunnat dra fördelar av en penningpolitik som utformats för länder med större problem. Slutet av 2020 innebär dock nya restriktioner men sannolikt inte lika omfattande som i mer tätbefolkade delar av Europa.

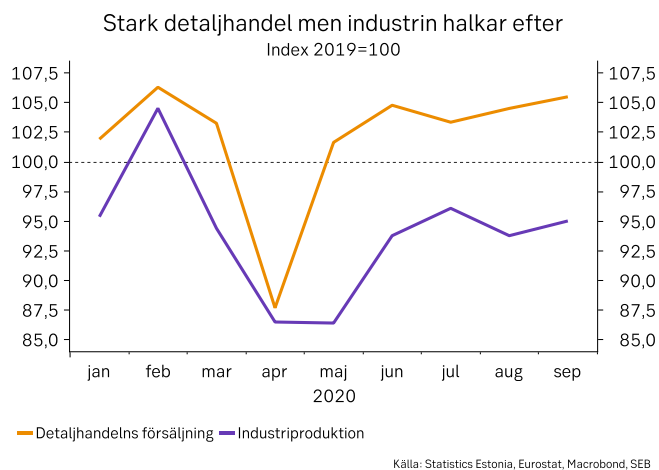
**Detaljhandeln har klarat krisen bäst** av de större sektorerna. Den större nedgång i försäljning som noterades i april togs snabbt tillbaka och tillväxten har fortsatt. Statistik över tjänstekonsumtionen är mer bristfällig men de låga smittotalen och minskade restriktioner har gjort att de delar av tjänstesektorn som är beroende av inhemsk efterfrågan klarat sig relativt väl. Inom turism är situationen värre, men områden utanför Tallinn har sett ökad inhemsk turism som till viss del kompenserat för bortfallet från internationell turism. Nästa år får konsumtionen extra stöd av ett ekonomiskt experiment. I september 2021 implementeras en kontroversiell pensionsreform som gör det möjligt att ta ut medel från en del av pensionssystemet. Få bedöms dock utnyttja möjligheten men värdet på dessa tillgångar uppgår till ca 5 miljarder euro, vilket motsvarar 20 procent av BNP. Vi väntar oss att hushållens konsumtion ökar med 3,9 och 3,2 procent 2021 och 2022. Det gör privat konsumtion till den viktigaste drivkraften till BNP-tillväxten.

**Motvind för industrin.** Estland är starkt exportberoende. Industrin var i ett utsatt läge redan innan pandemin. Industriproduktionen låg dock i september bara 2 procent lägre än för ett år sedan samtidigt som tillförsikten i sektorn återgått till förkrisnivå. Viss försiktighet måste samtidigt iaktas med tanke på att återhämtningen för en del viktiga handelspartner nu mattas av. Exporten väntas falla 9 procent i år och därefter öka med 4 respektive 5 procent 2021 och 2022.

**Låga investeringar utmaning för kommande år.** Näringslivets efterfrågan på lån är nedpressad. Även offentliga investeringar faller 2021 och 2022 jämfört med 2020. Trots att antalet bygglov var rekordstort tredje kvartalet är det oklart om vad det innebär i påbörjade projekt. Humöret i byggindustrin är fortsatt nedpressat. Vi väntar oss att investeringarna faller 10 procent i år följt av en viss uppgång på ca 3 procent 2021.

**Arbetsmarknaden går sidledes** efter en toppnivå på arbetslösheten redan i maj. En värre utveckling har undvikits tack vare tidigare offentliga stödåtgärder som lönesubventioner men efter att programmet avslutats redan i juni verkar arbetsmarknaden ha kunnat klara sig utan extra stöd. Ytterligare varsel inom turism är dock att vänta, främst i Tallinn, men tjänstesektorn har ändå en viss mängd lediga jobb tillgängliga. Utsikterna är dock oklara och beror på pandemins utveckling. Arbetslösheten stiger från 7,2 procent i år till 8,5 procent 2021 innan den åter vänder ner till 7 procent 2022.

**Högsta budgetunderskottet bland de baltiska ekonomierna.** Enligt budgeten för 2021 kommer landets offentliga underskott att bli det största bland de baltiska ekonomierna: 6,5 procent av BNP. Den högre upplåningen väntas främst användas till att finansiera löpande utgifter som t ex pensioner snarare än långsiktiga satsningar som investeringar. Budgetunderskotten består under hela prognosperioden och den offentliga skulden når 25 procent av BNP 2022.



### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP	5,0	-3,8	3,3	3,5
Hushållens konsumtion	3,3	-3,4	3,9	3,2
Export	6,2	-9,2	4,0	5,0
Arbetslöshet *	4,7	7,2	8,5	6,8
Löner	7,4	1,7	2,1	4,5
Konsumentpriser (KPI)	2,4	-0,6	1,8	2,3
Offentligt saldo**	-0,3	-6,5	-4,0	-2,5
Offentlig sektorns skuld**	8,4	21,6	23,2	25,0

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



## Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2019	2020	2021	2022
BNP OECD	1,6	-5,7	3,9	3,4
BNP världen (PPP)	2,8	-4,4	5,1	3,9
KPI OECD	2,1	1,2	1,6	1,9
Oljepris, Brent (USD/fat)	64	41,5	55	65

## USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr USD	2019	2020	2021	2022
BNP	21 433	2,2	-4,0	3,6	3,8
Privat konsumtion	14 545	2,4	-4,3	4,3	3,9
Offentlig konsumtion	2 995	1,8	0,4	0,3	2,0
Bruttoinvesteringar	4 455	2,4	-2,2	2,6	3,2
Lagerbidrag i % av BNP	49	0,0	-0,7	0,5	0,0
Export	2 515	-0,1	-12,2	9,2	5,3
Import	3 125	1,1	-9,6	9,7	3,2
Arbetslöshet (%)		3,7	8,3	6,7	5,2
KPI		1,8	1,3	1,9	1,9
Kärn-KPI		2,2	1,8	2,0	1,8
Hushållens sparkvot (%)		7,9	15,5	10,5	8,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-6,3	-19	-10	-7
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		108,7	131,0	136,0	138,0

## Euroområdet

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	11 935	1,3	-7,6	4,0	4,3
Privat konsumtion	6 223	1,3	-9,0	4,5	4,0
Offentlig konsumtion	2 369	1,9	0,5	2,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 431	5,8	-12,0	5,5	5,5
Lagerbidrag i % av BNP	0	-0,5	0,0	0,1	0,1
Export	5 576	2,5	-9,6	9,2	6,0
Import	5 108	3,9	-9,8	10,0	5,0
Arbetslöshet (%)		7,6	8,0	9,9	8,8
KPI		1,2	0,3	0,8	1,2
Kärn-KPI		1,0	0,7	0,8	1,0
Hushållens sparkvot (%)		13,2	20,1	17,0	15,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-8,9	-6,5	-4,7
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		84,0	102,4	103,3	103,3

## Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

### Inflation

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

### Arbetslöshet (%)

Storbritannien	3,8	4,5	6,1	5,4
Japan	2,4	3,4	2,9	2,7
Tyskland	3,2	4,2	4,3	4,1
Frankrike	8,3	9,8	10,2	9,0
Italien	9,9	10,0	11,5	11,0

## Finansiella prognoser

Officiella räntor		05-Nov	Dec-20	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Euroområdet	Refiränta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Reporänta	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

### Obligationsräntor

USA	10 år	0,79	0,80	0,90	1,10	1,15	1,20
Japan	10 år	0,02	0,05	0,05	0,05	0,10	0,10
Tyskland	10 år	-0,66	-0,60	-0,60	-0,50	-0,45	-0,40
Storbritannien	10 år	0,23	0,25	0,20	0,30	0,35	0,40

### Växelkurser

USD/JPY	104	104	102	100	99	98
EUR/USD	1,18	1,20	1,23	1,25	1,27	1,28
EUR/JPY	123	125	125	125	126	125
EUR/GBP	0,90	0,90	0,88	0,87	0,86	0,85
GBP/USD	1,31	1,33	1,40	1,44	1,48	1,51

## Nyckeldata

### Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr SEK	2019	2020	2021	2022
BNP	5 026	1,3	-3,1	2,7	4,4
BNP, dagkorrigerat		1,3	-3,4	2,6	4,4
Privat konsumtion	2 227	1,3	-3,5	2,5	3,6
Offentlig konsumtion	1 307	0,1	0,1	1,2	0,8
Bruttoinvesteringar	1 263	-1,0	-3,0	4,0	5,0
Lagerbidrag i % av BNP	36	-0,1	-0,8	0,5	0,3
Export	2 385	3,3	-4,5	4,0	6,1
Import	2 192	1,1	-5,0	5,0	4,3
Arbetslöshet (%)		6,8	8,5	9,1	8,0
Sysselsättning		0,6	-1,7	-0,6	1,7
Industriproduktion		1,0	-5,6	6,0	4,5
KPI		1,8	0,5	1,1	1,4
KPIF		1,7	0,4	1,1	1,4
Timplöneökningar		2,5	1,7	2,4	2,5
Hushållens sparkvot (%)		16,1	16,4	17,6	17,3
Real disponibel inkomst		3,4	-0,8	3,8	2,6
Bytesbalans, % av BNP		4,2	6,0	5,0	4,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-112	230	160	75
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,4	-3,5	-3,3	-2,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		35,2	39,5	41,0	40,0

Finansiella prognoser	05-Nov	Dec-20	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Reporänta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	-0,08	-0,10	0,00	-0,10	0,00	-0,10
10-års ränta	-0,10	-0,10	-0,15	-0,05	0,00	0,05
10-års räntedifferens mot Tyskland	56	50	45	45	45	45
USD/SEK	8,69	8,50	8,09	7,88	7,68	7,58
EUR/SEK	10,28	10,20	9,95	9,85	9,75	9,70
KIX	115,0	113,9	111,2	110,2	109,0	108,6

### Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	241	1,1	-4,0	2,8	2,5
Privat konsumtion	126	0,8	-4,6	3,5	2,3
Offentlig konsumtion	55	1,1	1,4	1,5	1,0
Bruttoinvesteringar	57	-1,0	-3,7	3,0	4,0
Lagerbidrag i % av BNP	1	0,3	0,3	0,1	0,0
Exports	97	7,7	-11,0	5,5	4,0
Imports	96	3,3	-8,3	5,0	3,5
Arbetslöshet (%)		6,7	8,4	8,8	8,0
KPI, harmoniserat		1,1	0,4	1,2	1,5
Timplöneökningar		2,2	1,7	1,8	1,8
Bytesbalans, % av BNP		-0,5	-1,4	-1,2	-1,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,1	-7,5	-4,5	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		59,4	70,2	72,0	73,0

## Nyckeldata

### Norge

Årlig procentuell förändring

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

Finansiella prognoser	05-Nov	Dec-20	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Folioränta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
10-års ränta	0,70	0,70	0,70	0,75	0,80	0,85
10-års räntedifferens mot Tyskland	136	130	130	125	125	125
USD/NOK	9,16	9,00	8,50	8,20	7,99	7,77
EUR/NOK	10,83	10,80	10,45	10,25	10,15	9,95

### Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr DKK	2019	2020	2021	2022
BNP	2 335	2,8	-4,2	4,3	3,5
Privat konsumtion	1 061	1,4	-4,4	4,5	3,7
Offentlig konsumtion	557	1,2	0,4	2,4	0,8
Bruttoinvesteringar	513	3,1	-3,5	5,0	5,9
Lagerbidrag i % av BNP		-0,3	0,0	0,0	0,0
Export	1 362	5,1	-10,1	9,7	4,8
Import	1 190	2,5	-7,3	9,0	4,8
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,2	7,0	6,5	5,5
KPI, harmoniserat		0,8	0,4	0,9	1,3
Timlöneökningar		2,0	1,7	2,0	2,8
Bytesbalans, % av BNP		8,9	8,0	7,5	7,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		3,7	-1,0	0,0	1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		33,0	40,0	38,0	35,0

Finansiella prognoser	05-Nov	Dec-20	Jun-21	Dec-21	Jun-22	Dec-22
Inlåningsränta	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
10-års ränta	-0,52	-0,49	-0,50	-0,40	-0,35	-0,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	14	11	10	10	10	10
USD/DKK	6,30	6,21	6,06	5,96	5,87	5,82
EUR/DKK	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

## Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	49	4,3	-1,5	3,0	3,3
Privat konsumtion	29	3,3	-2,0	4,0	3,1
Offentlig konsumtion	8	0,1	0,4	0,3	0,5
Bruttoinvesteringar	10	7,4	-7,3	5,5	6,0
Export	38	9,5	-2,6	4,6	2,9
Import	35	6,3	-4,4	5,8	3,2
Arbetslöshet (%)		6,3	8,7	8,3	7,5
KPI		2,2	1,1	2,0	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,3	-7,9	-4,5	-2,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		35,9	47,4	49,9	48,7

## Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	30	2,2	-4,6	4,3	3,5
Privat konsumtion	18	3,0	-10,1	5,7	3,5
Offentlig konsumtion	6	2,6	2,4	3,5	2,9
Bruttoinvesteringar	7	3,1	-3,2	4,5	4,0
Export	18	1,9	-5,2	3,5	4,0
Import	18	2,3	-6,0	2,3	4,5
Arbetslöshet (%)		6,3	8,8	8,9	7,5
KPI		2,8	0,3	1,9	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-8,8	-5,0	-3,7
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		36,9	48,8	51,5	52,5

## Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2019, mdr EUR	2019	2020	2021	2022
BNP	28	5,0	-3,8	3,3	3,5
Privat konsumtion	14	3,3	-3,4	3,9	3,2
Offentlig konsumtion	6	3,0	2,6	2,2	2,0
Bruttoinvesteringar	7	11,0	-10,2	3,0	5,0
Export	20	6,2	-9,2	4,0	5,0
Import	19	3,7	-12,1	4,5	5,0
Arbetslöshet (%)		4,7	7,2	8,5	6,8
KPI		2,4	-0,6	1,8	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,3	-6,5	-4,0	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		8,4	21,6	23,2	25,0

## Research kontakter

---

---

**Robert Bergqvist**  
Chefekonom  
+ 46 8 506 230 16

---

**Håkan Frisé**  
Prognoschef  
+ 46 8 763 80 67

---

**Daniel Bergvall**  
Euroområdet  
+46 8 506 23118

---

**Erica Dalstø**  
SEB Oslo  
Norge  
+47 2282 7277

---

**Ann Enshagen Lavebrink**  
+ 46 8 763 80 77

---

**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

---

**Carl Hammer**  
Valutamarknaden  
Tema: Dollarn  
+46 8 506 231 28

---

**Olle Holmgren**  
Sverige  
+46 8 763 80 79

---

**Johan Javeus**  
Tema: Ökat distansarbete  
+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, Finland  
+372 6655172

---

**Tadas Povilauskas**  
SEB Vilnius  
Litauen  
+370 68646476

---

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

---

**Marcus Widén**  
Euroområdet  
Storbritannien  
Sverige  
+46 8 506 380 06

Denna rapport publicerades den 10 november 2020.  
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 5 november 2020.

---

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

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

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

SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i ett 20-tal kontor världen över med cirka 15 000 medarbetare. Den 30 september 2020 uppgick koncernens balansomslutning till 3 201 miljarder kronor och förvaltad kapital till 2 054 miljarder kronor.

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

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

Läs mer om SEB på [sebgroupp.com/sv](http://sebgroupp.com/sv).

