

Research Reports

Centralbankers U-sväng  
ger trött tillväxt extrakraft

Låg inflation mjukar upp  
Riksbanken ytterligare

# Nordic Outlook

## Maj 2019





---

# Innehåll

4	Inledning
5	Internationell översikt
13	Global ekonomi
14	Räntemarknaden
15	Tema: Penningpolitik
18	Valutamarknaden
19	Aktiemarknaden
20	USA
23	Tema: Val till Europaparlamentet
25	Eurozonen
28	Kina
29	Tema: Klimatförändringar
32	Norden
33	Sverige
37	Tema: Kronan
39	Danmark
40	Norge
42	Finland
43	Baltikum
44	Estland
45	Lettland
46	Litauen
47	Nyckeldata
53	Kontakter



## U-svängen färgar världen Trött tillväxt får extrakraft

Välkommen att ta del av vår senaste *Nordic Outlook* i ny "kostym"! Vi hoppas att du kommer att gilla det nya formatet. Rapporten är i vanlig ordning fullmatad med analys av händelser och nyckeltrender vilka väntas sätta bestående avtryck på den ekonomiska, finansiella och politiska utvecklingen i världen, Norden och Baltikum.

Världens centralbanker har på kort tid anpassat sin penningpolitik till de nedåtrisker för tillväxten som blev allt tydligare i slutet av förra året. Det har fått börserna att nå nya rekordhöjder under våren trots att räntemarknaden samtidigt signalerat en ökad recessionsrisk. Den energikick skapad av centralbankernas U-sväng och policypaus gör att USA verkligen kommer att sätta ett unikt konjunktur rekord i sommar. U-svängen är dock inte frikopplad från ökade risker, t ex divergens mellan tillgångspriser och global tillväxts underliggande styrka.

Optimisten ser tecknen på en tillväxtstabilisering i Kina efter att Peking under 2018 lagt om sin ekonomiska politik i en klart mer tillväxtvänlig riktning. Pessimisten ser dock ett svagt Tyskland som håller tillbaka Europas försök till återhämtning efter problemen för bilindustrin.

Våra många möten med företag de senaste månaderna bekräftar att flertalet ser det aktuella läget som fortfarande relativt gott. Företagen tycks även ha beredskap för en svagare efterfrågan. Det sänker sannolikheten för att man tvingas genomföra drastiska förändringar i sina affärsplaner. Men företagshimlen saknar knappast mörka moln: hård Brexit, bakslag i handelssamtalen, politiska risker, kinesisk hårdlandning mm.

Världsekonomin har bromsat in men vi ser inte krafterna som gör avmattningen unik eller dramatisk. Preliminära BNP-utfall för USA, Kina och eurozonen för första kvartalet 2019 har också visat sig vara något starkare än väntat. Den övergripande bilden från förra *Nordic Outlook* står sig därmed väl och den präglar vår bedömning av världsekonomin också i maj 2019.

*Nordic Outlook Maj 2019* har fyra temaartiklar på spännande områden. Vi synar t ex centralbankers utmaningar att bedriva konventionell penningpolitik och tecknen på japanisering av globala räntelandskapet. Klimatförändringarna börjar också påverka prognoser och ekonomisk-politiska beslutsfattare. Detta gäller i viss mån även centralbanker vars möjligheter och begränsningar diskuteras i en andra temaartikel. Valet till Europaparlamentet i maj påverkar sannolikt EU:s beslutskraft på ett negativt sätt – fastlås i tredje artikeln. Den sista temaartikeln i denna *Nordic Outlook* analyserar svenska kronans långsiktiga värdering.

Vi hoppas att nya *Nordic Outlook* bjuder på trevlig läsning och nya insikter!

---

### Robert Bergqvist

Chefsekonom

### Håkan Frisén

Prognoschef

# Dämpad inflation förlänger uppgång

Centralbankernas omslag till en mjukare penningpolitik har gett stöd för risk-apptiten i början på året och framför allt verkar lättare kinesisk kreditpolitik bidra till en stabilisering av världshandeln. BNP-tillväxten i såväl Västeuropa som bland tillväxtekonomier växlar upp något 2020. Därmed kan global BNP accelerera till 3,5 procent trots att utbudsrestriktioner bidrar till att USA bromsar in. Även om arbetslösheten i industriländerna är på väg till sin lägsta nivå sedan 1970-talet är inflationstrycket fortsatt modest. Detta ger centralbankerna utrymme att skjuta lågkonjunkturen på framtiden ytterligare några år. Trumps lynnighet och ett alltmer splittrat Europa bidrar till att världen kommer att få leva med förhöjd politisk risk. Men samtidigt ter sig en hård Brexit alltmer osannolik och huvudscenariot är också att USA och Kina når ett handelsavtal inom kort.

Det markanta omslag i stämningläget som skedde runt årsskiftet, framför allt på börserna, reser många frågor kring hur man ska tolka nuvarande konjunkturläge och det ekonomisk-politiska manöverutrymmet. Det kraftigt negativa sentimentet under slutet av 2018 hade flera drivkrafter som delvis var oberoende av varandra; 1. Feds beslutsamhet att höja styrräntan över neutral nivå ledde till att amerikanska 10-årsräntan tog sig en bit över 3 procent; 2. kinesisk avmattning i spåren av kreditåtstramningen som också ledde till en importminskning som påverkade många ekonomier; 3. gradvis försämring av sentimentet i Västeuropa och framför allt i tysk industri; 4 allmänt missmod kopplad till det politiska läget med t ex Trump-genererade handelsstörningar, en utdragen brexitot samt generella splittningstendenser inom EU-samarbetet.

Denna kombination av drivkrafter knyter an till en rad av de frågeställningar vi diskuterat i de senaste utgåvorna av *Nordic Outlook*. Det gäller t ex skillnaden mellan recessionsrisker som kommer från ekonomins utbuds- respektive efterfrågesida och hur det påverkar det ekonomisk-politiska manöverutrymmet. Frågor om samspelet och den relativa betydelsen mellan olika delar av världsekonomin (främst USA, Kina och Tyskland) accentueras också liksom frågan om hur viktiga politiska skeenden är jämfört med mer underliggande cykliska faktorer. I denna "Internationell översikt" ligger tonvikten på att analysera de faktorer som gör att vi tror att den globala konjunkturen visar motståndskraft mot de recessionsrisker som diskuterats den senaste tiden.

**Centralbankerna nyckeln till omslaget i riskapptit.** Den förnyade optimismen på börserna har främst drivits av centralbankernas snabba omslag i mjukare riktning. Det gäller t ex Feds signaler i början på januari om att man avsåg att bli betydligt mer "datadriven" i räntebesluten. Kinesiska lättnader, främst på kreditsidan, har också varit centrala inte minst för att stabilisera globala handelsströmmar och industriproduktion. Tecken på framsteg i USA:s och Kinas handelssamtal har spelat roll, även om Trumps nyckfullhet har gett tvära kast. När det gäller ekonomiska data har bilden varit mer splittrad. USA-ekonomin har övervägande visat styrketecken med fortsatt snabb jobbtillväxt och ett starkt första kvartal där BNP dock delvis drevs av tillfälliga effekter. I Västeuropa har däremot svaghetstendenser fortsatt

att dominera, även om BNP-siffrorna för första kvartalet blev något bättre än väntat.

**Global BNP växlar upp igen 2020.** Vi har justerat ned tillväxtutsikterna något för 2019 och landar i en prognos där global BNP ökar med 3,3 procent jämfört med tidigare 3,5. För 2020 ligger vi däremot kvar med prognos på 3,5 procent. Det innebär en takt som fortfarande ligger något över långsiktig trend. Arbetslösheten i OECD-området förutses sjunka ytterligare något jämfört med nuvarande notering på 5,0 procent som är den lägsta sedan 1980. Att inflationen återigen överraskat på nedsidan och att tendenserna till trendmässigt stigande löneökningar i viss mån kommit av sig bidrar till att förbättra utsikterna för en fortsatt stabil tillväxt. I USA har vi därtill sett tydliga tecken på ett lyft för produktiviteten som ökar Feds manöverutrymme.

### Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
USA	2,2	2,9	2,3	1,7
Japan	1,7	0,8	1,0	0,8
Tyskland	2,2	1,4	0,7	1,2
Kina	6,8	6,6	6,3	6,1
Storbritannien	1,8	1,4	1,3	1,4
Eurozonen	2,4	1,9	1,1	1,4
Norden	2,2	1,9	2,0	2,0
Baltikum	4,4	3,9	3,1	2,7
OECD	2,5	2,3	1,7	1,7
EM	4,8	4,7	4,6	4,8
Världen, PPP	3,8	3,7	3,3	3,5

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

**Tvetydiga marknadssignaler.** Aktiekurserna har stigit kraftigt och USA-börserna har under våren satt nya "all time high"-rekord. Samtidigt fortsätter räntemarknaden att prisa in räntesänkningar från Fed det närmaste året. Detta bidrar till en mycket flack avkastningskurva som i vissa segment och i vissa perioder fått en negativ lutning. Eftersom en negativt lutande amerikansk räntekurva historiskt varit en pålitlig recessionsindikator uppvisar vissa typer av empiriskt skattade modeller

relativt hög sannolikhet för recession. En tolkning av detta är att prisbilderna på aktie- och räntemarknaden framöver måste "konvergera" till en mer konsistent bild. Vår bild av de underliggande drivkrafterna för bolagsvinster, inflation, räntemarknader och centralbanker talar dock för att detta inte nödvändigtvis måste vara fallet.

**Minskat signalvärde från kurvlutning.** Det finns all anledning att notera att avkastningskurvans historiskt sett haft förmågan att förebygga recessioner. Mycket talar dock för att det nya räntelandskapet, med lägre både korta och långa räntor, gör att det framöver blir vanligare med en inverterad avkastningskurva som inte nödvändigtvis behöver signalera recession (läs mer om japanisering av räntelandskapet och centralbankers utmaningar i artikeln på s 15). Dessutom försvårar centralbankernas okonventionella penningpolitik, med omfattande obligationsköp, tolkningen av nivån på den långa räntan. Sammantaget står vi fast vid bilden att nedåtriskerna dominerar.

**Ansträngda värderingar trots goda bolagsrapporter.** Börsernas värdering (P/E-tal) har under våren börjat se mer ansträngd ut. Vårt globala tillväxtscenario, i kombination med att första kvartalets delårsrapporter överträffade tidigare nedjusterade vinstförväntningar, talar för att börser kan ge positiv avkastning det närmaste året. Resan framåt lär dock bli volatil. Under 2018 valde globala aktieplaceringar ett mer defensivt beteende, vilket t ex tagit sig uttryck i att portföljers likviditetsandel överviktats. Den bilden kvarstår även om den senaste tidens uppgång delvis drivits av en viss ökad riskexponering i portföljerna.

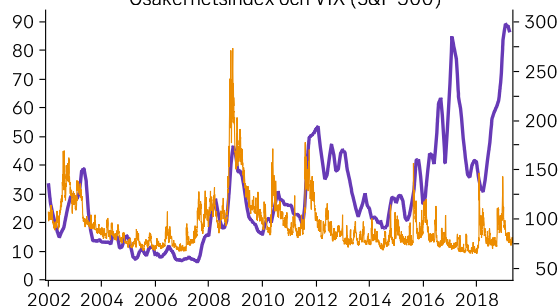
**Fed står nu inför en balansakt.** Samtidigt som arbetsmarknaden blir allt stramare ger fortsatt låg inflation stort manöverutrymme. Vår prognos är att man avstår från ränteförändringar under prognosperioden och att styrräntan således ligger på 2,25-2,50 procent i slutet av 2020. I en miljö där andra ledande centralbanker ligger kvar med nollräntepolitik och japanska och tyska långräntor därtill ligger nära noll är det sannolikt att marknaden framöver kommer att fortsätta prisa in en högre sannolikhet för sänkning än för höjning för Feds del. Detta bidrar till vår prognos om att amerikanska långräntor kommer att ha en svagt fallande trend från dagens nivå. För ECB:s del räknar vi inte längre med några räntehöjningar alls under prognosperioden. Därmed är det också svårt att se att tyska långräntor ska lyfta speciellt mycket och den 10-åriga statsobligationsräntan väntas ligga på 0,35 procent i slutet av 2020.

### Temporära effekter av politiska risker

Den dominerande tendensen de senaste åren har varit att politiska osäkerhetsfaktorer på bred front haft en begränsad och framför allt kortvarig effekt på finansiella marknader. Som grafen nedan visar tycks sambandet mellan politisk osäkerhet (mätt bl a i termer av mediareportering) och finansiell volatilitet ha brutits ungefär samtidigt med den akuta eurokrisen och ECB:s besked att göra allt (Draghis "Whatever it takes") för att rädda euron. Mönstret har blivit än tydligare sedan 2016 då brexitomröstningen och Trumps valseger led-

de världen in i en epok med förhöjd osäkerhet. Under denna period har finansiell volatilitet trendmässigt faktiskt sjunkit och bara brutits vid de två perioderna med finansiell turbulens under 2018 (februari och fjärde kvartalet). Och dessa drevs i första hand av konjunktur- och ränteoro, vilket visar att centralbankerna verkar vara betydligt viktigare än allmänpolitiska skeenden i den miljö vi nu befinner oss i.

Fig 1: Hög global osäkerhet men låg volatilitet  
Osäkerhetsindex och VIX (S&P 500)



— VIX (vå) — Ekonomisk-politisk osäkerhet, EPU (hö)

Källa: Economic Policy Uncertainty, Chicago Board Options Exchange (CBOE), Macrobond, SEB

**Hög men något avtagande politisk osäkerhet.** I vissa frågor ser vi utsikter till en viss lättnad. Även om Trump nu hotat med utökade tullar på import från Kina är vårt huvudscenario att USA och Kina når en handelspolitisk uppgörelse inom kort. Det är dock osäkert hur omfattande denna blir med tanke på de kontroversiella frågor som finns i bakgrunden. Det gäller t ex teknologiöverföring, industrisubventioner och USA:s krav på att ensidigt införa ytterligare sanktioner om man inte anser att Kina uppfyller sina åtaganden.

## Aktivistiska centralbanker försvagar samband mellan ekonomisk-politisk osäkerhet och marknadsvolatilitet

**Ökat fokus på handelssamtal mellan USA och EU.** Vårt huvudscenario är att USA tillkännager tullar på bilimport i mitten av maj men att man ger ett tillfälligt undantag för EU. Detta ger USA en möjlighet att sätta press på EU i handelsförhandlingarna. Valet till Europaparlamentet i maj kan också innebära problem i handelssamtalen när parlament och kommission ska bytas ut och där nationalistiska krafter kan få större politiskt inflytande. Valets effekter lär också synas i andra frågor som t ex fördjupat EU- och euro-samarbete, finanspolitisk samordning samt framtagandet av en långsiktig EU-budget. Läs mer om valet till Europaparlamentet i vår temartikel på s 23. När det gäller Brexit är vår bedömning att sannolikheten för ett avtalslöst utträde minskat trots premiärminister Mays misslyckanden att förankra utträdesavtalet i parlamentet.

## Hård Brexit alltmer osannolik

Utträdesdagen den 29 mars är nu passerad och Storbritannien är ännu kvar i EU. Processen att lämna har blivit långt svårare än de flesta föreställt sig. Att frågan påverkar nationen på så många olika plan och splittrar befolkning och partier gör dynamiken svår att överblicka. Efter nya misslyckanden att förankra utträdesavtalet i parlamentet har EU gett britterna respit med utträdet fram till den 31 oktober 2019.

**May inriktad på kompromiss.** Det finns nu egentligen bara tre möjliga vägar framåt för premiärminister May: 1. en bredare lösning i parlamentet baserad på en kompromiss med oppositionen; 2. en ny folkomröstning om utträdesavtalet; 3. avgå med ett eventuellt nyval som följd. Trots massiv intern kritik i Torypartiet är May nu i första hand inriktad på alternativ 1. Det handlar då om att se till att Storbritannien verkligen lämnar EU och att detta baseras på det framförhandlade avtalet. Det troliga är att detta lyckas, men att den politiska deklarationen kompletteras med skrivningar om en permanent tullunion, eller ett nära tullsamarbete mellan EU och Storbritannien. Det skulle dock stänga möjligheten för britterna att förhandla fram separata handelsavtal med länder utanför EU.

### Viktiga datum framöver:

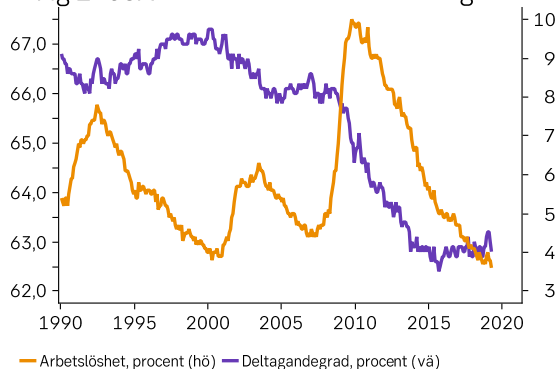
22/5	Sista utträdesdag för att undvika EU-val
23 - 26/5	Val till Europaparlamentet
1/6	Utträdesdag om UK inte deltar i EU-val
20 - 21/6	EU-toppmöte
1/7	Det nyvalda EU-parlamentet tillträder
29/9 - 2/10	Tories årliga partikonferens
17 - 18/10	EU-toppmöte
31/10	Storbritannien lämnar EU?

**Hård Brexit högst osannolik.** De stora förlorarna är de hårdföra, konservativa brexitförespråkarna som nu får inse att drömmarna om en total brytning med EU inte kommer att uppfyllas. Det finns inte något brett stöd för ett avtalslöst utträde vare sig inom Tories eller i parlamentet. En kompromiss med oppositionen kommer otvetydigt att leda till en mjukare Brexit med en närmare koppling till EU. Även om de mer hårdföra troligen tar strid är deras position ogynnsam. May är immun mot nya avsättningsförsök fram till december. Skulle hon nå en uppgörelse med oppositionen som gör att Storbritannien kan lämna EU avgår hon i förtid. Även om hon skulle ersättas av en mer hårdför brexitförespråkare är en kursomläggning osannolik. Parlamentet har nu tagit kontroll över brexitprocessen och det skulle krävas omfattande förändringar i dess sammansättning i samband med ett nyval för att skapa en konstellation som på allvar skulle kunna driva brexitfrågan i en annan riktning.

## Annorlunda amerikanska utmaningar

USA-ekonomin har det senaste halvåret haft en lite annorlunda roll än normalt vid globala recessionsoro. Den globala avmattningen har drivits av andra delar av världsekonomin medan den amerikanska ekonomin bara påverkats i mindre grad. Efter en svacka runt årsskiftet blev BNP-tillväxten första kvartalet oväntat stark och nådde 3,2 procent i uppräknad årstakt. Även om detta delvis berodde på tillfälliga faktorer är efterfrågeläget robust. Ekonomin väntas växa snabbare än sin underliggande trend i år även om vi justerat ned BNP-tillväxten marginellt till 2,3 procent för 2019.

Fig 2: USA-arbetslöshet mot rekordlåg nivå



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

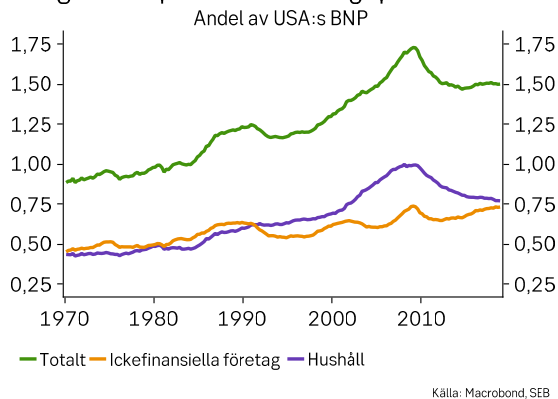
**Arbetslöshet mot rekordlåga nivåer.** Med stabil BNP-utveckling och en imponerande uppgång i sysselsättningen är det istället utbudsrestriktioner på arbetsmarknaden som står i centrum. Efter att arbetslösheten noterat 50-årslägsta på 3,7 procent tre månader i rad hösten 2018 steg den något i början på 2019. Jobbtillväxten fortsatte visserligen i snabb takt men en uppgång i arbetsdeltagandet från 62,7 till 63,2 motverkade en ytterligare nedgång i arbetslösheten. Det ökande arbetsutbudet kom mycket lägligt för Feds och gav extra trovärdighet för omsvängningen av penningpolitiken i mjukare riktning. I den senaste månadsdateringen från april föll dock arbetsdeltagandet tillbaka med tre tiondelar. Den öppna arbetslösheten nådde en ny lägstanivå på 3,6 procent, vilket kan jämföras med Feds senaste estimerat för jämviktsarbetslöshet på 4,3 procent.

### Lägre BNP-tillväxt och produktivitetslyft ger respit.

Framöver förutser vi en gradvis dämpning av tillväxten i USA. I närtid är det troligt att vi får se en rekyll nedåt genom omslag av flera faktorer som lyfte första kvartalet. Nästa år blir finanspolitiken i stort sett neutral efter att ha gett positiva bidrag till BNP-tillväxten på 0,7 resp 0,5 procentenheter 2018-2019. Det bidrar till att BNP-tillväxten dämpas till 1,7 procent. Att produktiviteten tagit fart och det senaste året ökat med nästan 2 procent bidrar också till att mildra överhettningens riskerna på arbetsmarknaden. Vår huvudprognos är därför att arbetslösheten bottnar något under 3,5 procent men efter den senaste månadssiffran är risken påtaglig att den kommer ner ännu lägre vilket kan orsaka viss vånda hos Fed.



Fig 3: Dämpad skuldsättning i privat sektor



Källa: Macrobond, SEB

**Måttlig finansiell stressnivå.** Erfarenheterna från tidigare perioder med mogen högkonjunktur är att den ekonomiska expansionen har kunnat fortsätta länge trots en ganska stram arbetsmarknad. Detta har bl a berott på en svag respons från löner och priser. När recessionen väl kommit har den utlösts av någon akut finansiell krisreaktion som t ex subprimekollapsen i augusti 2007 som sedan gav Lehmankraschen något drygt år senare. Generellt ter sig USA:s finansiella stressnivå inte som speciellt hög i nuläget. Hushållens skulder har sjunkit till 105 procent av disponibelinkomst från en toppnivå på drygt 140 procent år 2007 (fig 3 visar skulden i relation till BNP). Företagens skulder ligger lite högre i ett historiskt perspektiv men trenden uppåt har varit mycket långsam under en längre tid.

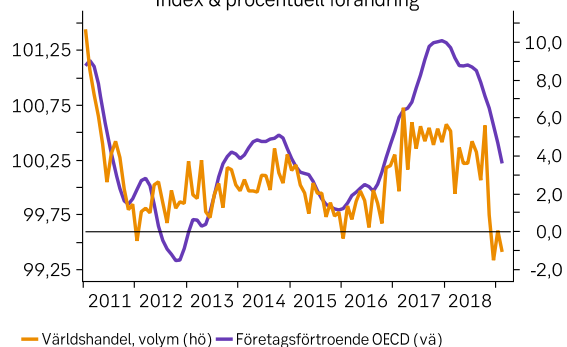
### Måttlig skuldsättning inne bär låg sannolikhet för plågsam balansräkningsrecession

**Låg risk för balansräkningsrecession.** Bredare mått på den sk finansiella cykeln från t ex BIS (Bank of International Settlements) och Bank of England, där t ex huspriser ingår, ligger på nivåer klart under det historiska snittet. Även om den trendrensning metoderna bygger på kan vara lite förrädisk kan man nog dra slutsatsen att risken är begränsad att den finansiella cykeln ska förstärka en nedgång i den traditionella konjunkturcykeln. Annorlunda uttryckt är sannolikheten låg för ett utbrott av en balansräkningsrecession av den typ som kännetecknade fastighetskrisen på 1990-talet och Lehmankrisen. Sådana recessioner blir normalt både djupare och mer segdragna än andra. Det hindrar inte att ansträngd finansiell prissättning, som t ex förrädiskt låga kredit-spreadar i spåren av en allt intensivare jakt på avkastning, kan komma utgöra en katalysator för en recession. Men då ligger det närmare till hands att jämföra med IT-kraschen 2001 som ledde till en ganska mild recession.

**Fortsatt nedsidebias i riskbilden.** Vi står ändå fast vid bedömningen att det sannolika är att även nästa globala recession kommer att ha sitt epicentrum i USA.

Att den senaste tidens svagheter i Europa och Asien inte ser ut att leda till en global recession har snarast stärkt den bilden. Fortfarande dominerar nedåtriskerna och sannolikheten för en recession under prognosperioden bedöms nu till 20 procent; något lägre än i januarirapporten.

Fig 4: Global handel har tappat fart

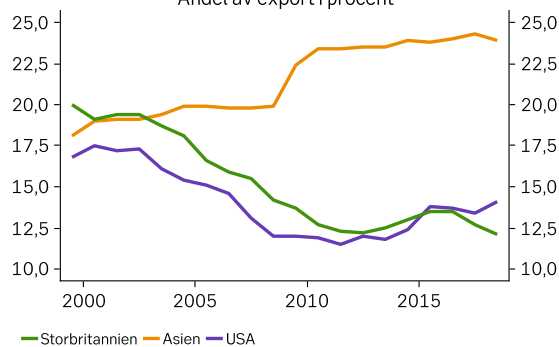


Källa: OECD (Organisation for Economic Co-operation & Development), Netherlands Bureau for I

### Industrikonjunkturen stabiliseras

Den konjunkturedgång vi såg under främst senare delen av 2018 hängde i hög grad ihop med en nedgång i den globala handeln som ganska plötsligt sjönk från en tillväxttakt på 4-5 procent i volym till en mindre nedgång. Situationen påminner en del om den industri-drivna svackan 2015-16. Handelsströmmarna verkar nu ha bromsat in kraftigare än då även om företagens framtidstro hållits uppe bättre. Såväl kinesisk kredit-åtstramningen som tysk industrinedgång, inte minst på bilsidan, har spelat en avgörande roll. Vi börjar se tecken på en stabilisering av den globala industrinedgången i form av ökad optimism i EM-ekonomier i takt med bl a en expansiv ekonomisk politik i Kina.

Fig 5: Asien en allt viktigare exportmarknad



Källa: Eurostat Database, Macrobond, SEB

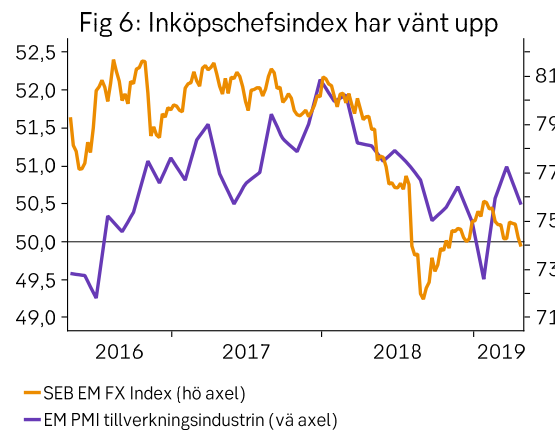
**Små spridningseffekter till inhemsk ekonomi i Europa.** Indikatorerna för den tyska industrin ligger fortfarande kvar på en nivå som vi inte sett sedan finanskrisen. Trots den tyska industrins betydelse för Europa är det dock svårt att se att detta skulle förebåda en bredare recession. Eurozonens ekonomi som helhet har visserligen bromsat in markant och vår BNP-prognos är nu nedjusterad till 1,1 procent för 2019, främst beroende på svagheter i Tyskland och Italien. Men samtidigt har den inhemska ekonomin generellt visat motståndskraft och arbetsmarknaden har förblivit stark med både

snabb jobbtillväxt och fortsatt fallande arbetslöshet. Framöver kommer eurozonen också att få draghjälp av återhämtningen i Kina och andra EM-ekonomier. Exporten till Asien har gradvis blivit allt viktigare och står nu för en lika stor andel som USA och Storbritannien tillsammans.

**Små tillväxteffekter av Brexitosäkerhet.** Dramatiken kring EU-utträdet har satt vissa avtryck i den brittiska ekonomin den senaste tiden. Under slutet av 2018 minskade t ex investeringarna i årstakt. Å andra sidan drevs lageruppbbyggnaden (som bidrog positivt till BNP-tillväxten första kvartalet) av att företag kände sig tvungade att vidta åtgärder för att mildra ett eventuellt avtalslöst utträde. Det är dock en temporär effekt som kan förväntas dämpa BNP framöver. Den stora överraskningen har annars varit hushållens konsumtion. God lönetillväxt och en arbetslöshet som är nere under 4 procent verkar ha vägt tyngre än brexitoro. Vår prognos för tillväxten är i stort oförändrad jämfört med januariprognosen. Vi räknar med att brittisk ekonomi växer med 1,3 procent under 2019 och 1,4 procent 2020. Den prognosen utgår från att Storbritannien lämnar EU med ett avtal i slutet av oktober.

### Kinastimulanser stabiliserar EM-tillväxt

Tillväxttakten bland EM-ekonomierna ser ut att mattas något 2019 jämfört med 2018. Huvuddelen av inbromsningen har troligen redan skett och vi väntar oss att den stabilisering av handelsflöden och industriproduktion som kunnat skönjas i mars och april förebådar en mer positiv utveckling under det andra halvåret 2019. Även om accelerationen är högst modest 2020 kommer EM att förbli en viktig motor för global tillväxt med en stabil BNP-tillväxt på mellan 4½ och 5 procent.



**Ökad kinesisk råvaruimport.** Kinas finans- och penningpolitiska stimulansåtgärder har spelat en nyckelroll för de lite ljusare EM-utsikterna. Export- och importstatistiken är fortfarande förhållandevis svag men ökad orderingång och industriproduktion pekar mot en gradvis stabilisering även i Kinas utrikeshandel. Många EM-länder är beroende av råvaruexport och ökad kinesisk aktivitet i byggsektorn kommer att öka efterfrågan och priser på metaller, energi, och trävaror. Att Kina återigen skulle börja strama åt kreditgivningen när man fått igång tillväxten utgör en nedåtrisk för hela EM-prognosen. Även indisk tillväxt ser ut att ha bottnat ut efter

ett uppsving av framförallt exporten i mars och hamnar nära 7½ procent i år.

**Motståndskraft i Öst- och Centraleuropa.** Även om regionen det senaste halvåret pressats av framför allt svag tysk ekonomi har tillväxten hållits uppe av stark inhemsk efterfrågan i framför allt Polen och i viss mån Ryssland. Riskerna för omfattande sanktioner mot ryska staten och ryska centralbanken ser ut att ha minskat efter publiceringen av Mueller-rapporten i USA som inte kunde hitta bevis för samarbete mellan Ryssland och Trumps valkampanj. Vi väntar oss att rysk ekonomi fortsätter att växa om än i maklig takt runt 1,5 procent i år och 2,0 procent nästa år.

### BNP-tillväxt, BRIC-länder Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Kina	6,8	6,6	6,3	6,1
Indien	6,9	7,4	7,4	7,0
Brasilien	1,1	1,1	2,1	2,6
Ryssland	1,6	2,3	1,6	2,0
EM-ekonomier, totalt	4,8	4,7	4,6	4,8

Källa: IMF, SEB

**Nedpressade EM-valutor.** Inflationen i EM-länderna har generellt sett fallit tillbaka i likhet med de mer utvecklade ekonomierna vilket lett till mjukare penningpolitiska utsikter för BRIC-länderna. De åtstramningar vi väntade oss under 2019 har vänt till lättnader vilka kommer att bidra till att stimulera EM och även global ekonomi. De centraleuropeiska ekonomierna går dock mot strömmen och den inflationsimpuls som kommer från stark inhemsk konsumtion och höga lönelöft lär tvinga fram åtstramning i början på 2020. Trots ökad generell riskaptit och stabilisering av ekonomin har EM-valutorna varit fortsatt nedpressade. Vår tolkning är att aptiten för EM-tillgångar är något mättad efter uppsvinget som följde efter oron i samband med Turkiet-krisen i augusti och september 2018. Investerare har valt att invänta tydligare tecken på att USA och Västeuropa undviker recession innan man är beredd att öka innehavet av mer riskfyllda tillgångar. Vi väntar oss en gradvis återhämtning det kommande året i takt med att global ekonomi stabiliseras.

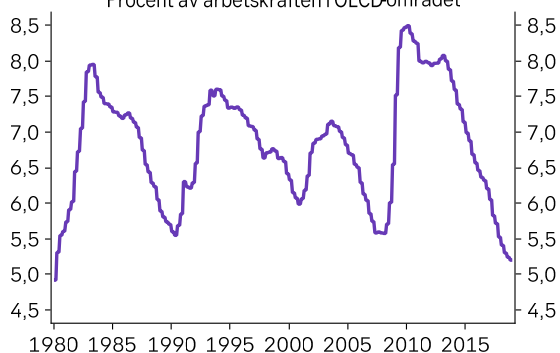
### Oljemarknad i jämvikt runt 75 USD/fat

Vår prognos är att oljepriset stiger till 75 dollar per fat (Brent) i slutet av 2019 och att det sedan, i genomsnitt, ligger kvar på den nivån 2020. En sådan nivå är förenlig med Saudiarabiens ambition att hålla priset på en ganska hög nivå men ändå inte så hög att det driver fram en alltför snabb ökning av USA:s oljeinvesteringar. Effekterna på oljepriset av amerikanska sanktioner mot Iran har varit relativt milda. Både Kina och Indien förväntas fortsätta köpa olja från Iran trots att Trump-administrationen fr o m 1 maj 2019 inte längre tillåter några undantag från det förbud av handel med iransk olja som man införde i november 2018.

**Måttliga och symmetriska prisrisker.** Riskerna på uppsidan begränsas av Saudiarabiens möjligheter att höja produktionen. Om priserna skulle börja dra sig uppåt

finns starka marknadsförväntningar på att sauderna ökar sin produktion, delvis för att blidka USA:s president men också för att avskräcka från nya investeringar och ökad produktion i USA. Den största risken för ett lägre oljepris är sannolikt globala tillväxtbesvikelser som pressar ned efterfrågan på olja. Att Venezuela, som har världens största oljereserver, skulle kunna öka produktionen tillräckligt mycket för att påverka globala priser är i nuläget mycket osannolikt med tanke på landets djupa politiska och ekonomiska kris.

Fig 7: Arbetslösheten på 38-årslängsta  
Procent av arbetskraften i OECD-området



Källa: OECD (Organisation for Economic Co-operation & Development), Macrobond, SEB

### Svag lönerespons trots het arbetsmarknad

Trots avmattningen i BNP-tillväxten det senaste halvåret har arbetslösheten fortsatt att sjunka om än i långsammare takt än tidigare. Nivån i OECD-området har nu precis understigit 5 procent för första gången sedan 1980. Vår prognos är att den fortsätter ned ytterligare några tiondelar under prognosperioden, vilket innebär att högkonjunkturen består trots lite långsammare BNP-tillväxt.

### Modest lönetryck trots OECD-arbetslöshet under 5 procent för första gången sedan 1980

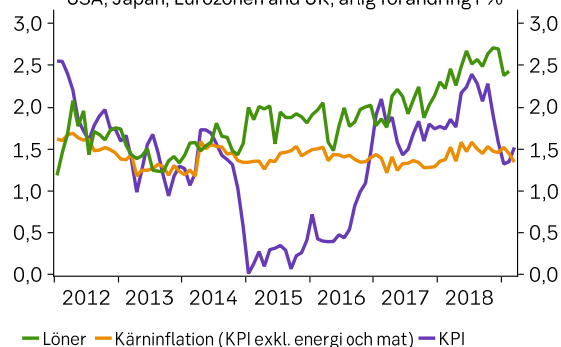
**Löneökningstakten är fortsatt dämpad** trots det stramare arbetsmarknadsläget. Den stigande trend vi sett de senaste 5-6 kvartalen i vårt sammanvägda lönemått för de fyra största utvecklade ekonomierna (se nedan) tycks dessutom, åtminstone tillfälligt, ha avbrutits på en nivå något över 2,5 procent. Detta beror på en rekyl nedåt i Japan där också tidigare lönesiffror i efterhand reviderats ned. Däremot har uppgången fortsatt i USA och i viss mån också i Västeuropa. Noterbart är också att löneökningstakten i Central- och Östeuropa växlat upp relativt markant.

**Inflationen har fortsatt att överraska på nedsidan** i både USA och Västeuropa. En ny inflationsimpuls från oljepriset kulminerar i början på 2020 och kan tillfälligt lyfta KPI-inflationen över 2 procent i flera länder bl a USA. I övrigt förblir inflationstrycket dämpat. Med undantag för oljan är internationella producentpriser däm-

pade. Torrt väder i Europa utgör en risk för nya uppgångar i livsmedelspriserna men än syns inga tydliga effekter i producentledet. Inflationsförväntningar ligger också på låga nivåer, speciellt för eurozonen där vi sett en ny nedgång det senaste halvåret. Det är också intressant att notera att inflationstakten i EM-ekonomier generellt har fallit tillbaka och takten i vårt EM-aggregat ligger inte speciellt mycket högre än i OECD.

**Något stigande kärninflation framöver.** Den underliggande inflationen väntas nu dra sig försiktigt uppåt från dagens låga nivåer. Det beror främst på att löneökningstakten fortsätter stiga. Med tanke på den måttliga tillväxten lär accelerationen bli modest och de flesta centralbanker får fortsätta kämpa för att få upp inflationen till målet. USA står dock vid ett vägskäl. Så länge jobbtillväxten fortsätter att imponera kan man inte utesluta en mer tydlig lönedriven uppgång i kärninflationen på lite sikt. Men i nuläget är detta inget huvudscenari. Kärninflationen exkluderat för hyror är rekordlåg samtidigt som stark dollar och en pånyttfödelse för produktiviteten bidrar till att hålla tillbaka inflationen. Vår prognos är att Feds målvariabel kärn-PCE ökar med 1,6 resp. 1,9 procent 2019 och 2020, vilket är något lägre än Feds prognos.

Fig 8: Stigande löner men stabil kärninflation  
USA, Japan, Eurozonen and UK, årlig förändring i %



Källa: Macrobond, SEB

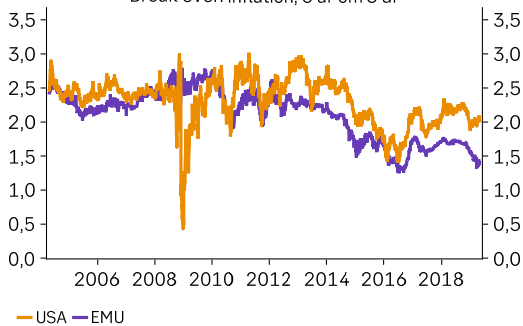
### Mjukare centralbanker på bred front

Inledningen av 2019 har alltså sett en U-sväng i den globala penningpolitiken, där flertalet stora centralbanker med Fed och ECB i spetsen skrinlagt eller rejält senarelagt sina normaliseringsplaner. Såväl reala som finansiella faktorer ligger bakom omsvängningen. Den globala ekonomin har bromsats in samtidigt som löne- och prisuppgången har förblivit måttlig trots stram arbetsmarknad. U-svängningen avspeglar bl a omsorgen om finansiella marknader med fjolårets kraftiga börsfall i färskt minne och en räntemarknad som börjat prisa in Fedsänkningar. Att de penningpolitiska verktygs-lådorna gapar ganska tomma (se temaartikel sid 15) på de flesta håll, med begränsat utrymme att korrigera för eventuella policymisstag, bidrar nog också till försiktigheten. Vi räknar med oförändrade eller bara aningens högre styrräntor under både 2019 och 2020 från de flesta centralbanker. Jämfört med föregående *Nordic Outlook Januari 2019* har prognosen för Fed, ECB, Bank of England och Riksbanken sänkts med 25 punkter för slutet av 2020.



**Fed ligger still under hela prognosperioden.** Fed har sedan början av året kommunicerat att räntepolitiken är databeroende och annonserade i mars att bantningen av balansräkningen ska avbrytas i slutet av september. En knapp majoritet av ledamöterna förväntar sig fortfarande en räntehöjning nästa år. Vi tror dock att man avstår och att styrräntan stannar på nuvarande nivå 2,25-2,50 procent. Med tanke på den återhållsamma inflationen ligger riskerna därtill på nedsidan.

Fig 9: Lägre inflationsförväntningar pressar ECB  
Break-even-inflation, 5 år om 5 år



Källa: Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

**ECB senarelägger ytterligare.** ECB har återigen tvungats skjuta på räntehöjningen till tidigast 2020 och därtill lanserat en ny omgång av billiga långfristiga lån till banker med start i september 2019 (TLTRO III). Dessutom har ECB-chefen Draghi initierat en diskussion om övergång till ett flernivåsystem för styrräntan, vilket kan öppna för en ännu längre period med minusränta. Närmare detaljer om de nya TLTRO-lånen väntas komma i juni. Vi tror att villkoren blir generösa och likartade de föregående låneprogrammen. Vår bedömning är att räntan stannar på nuvarande nivåer dvs -0,40 resp. 0,00 procent för depositöräntan och refinansräntan under hela prognosperioden.

### Centralbankers styrräntor Procent

	2 Maj	Sep	Dec	Jun
	2019	2019	2019	2020
Federal Reserve	2,50	2,50	2,50	2,50
ECB (refiränta)	0,00	0,00	0,00	0,00
Bank of England	0,75	0,75	0,75	1,00
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Riksbanken	-0,25	-0,25	-0,25	0,00
Norges Bank	1,00	1,25	1,50	1,75

Källa: Centralbanker, SEB

### Bank of Japan signalerar fortsatt ultralätt politik

Styrräntan ligger kvar på -0,1 procent och obligationsköp för att hålla 10-årsräntor kring noll ska fortsätta åtminstone till våren 2020. Vi räknar inte med några ändringar under resten av prognosperioden heller. Svårigheterna att få upp inflationen har dock samtidigt initierat en debatt om inflationsmålspolitiken. En grundläggande frågeställning i denna är om det är rimligt att satsa så mycket kraft för att få upp inflationen från dagens 1 procent när ekonomin tycks fungera så bra på flera sätt med hög sysselsättning och historiskt låg ar-

betslöshet. De problem som ursprungligen ansågs förknippades med en deflationistisk miljö ter sig således ganska avlägsna.

**Små höjningssteg från BoE och Riksbanken.** Brittisk penningpolitik är pausad i väntan på närmare besked kring Brexit. Vårt huvudscenario är att Storbritannien lämnar med avtal och övergångsperiod innan årets slut. Bank of England väntas höja en ytterligare gång till 1,00 procent våren 2020 mot bakgrund av en stram arbetsmarknad och tecken på att löneökningarna är på väg att ta fart.

*Riksbankens inflationsfokus ger fortsatt minus- eller nollränta; Norges Bank går mot strömmen och höjer i rask takt*

**Riksbanken bekräftade vid sitt aprilmöte att man har fullt fokus på att uppfylla inflationsmålet.** Första höjningen senarelades samtidigt som tempot därefter mjukades upp på ett sätt som innebar att räntebanan vid slutet av Riksbankens prognosperiod sänktes med hela 40 punkter. Vår prognos är att nästa höjning, från -0,25 till 0,00 procent, dröjer till juli 2020 när avtalsrörelsen är avklarad och inflationen är hyfsat nära målet. Att vår inflationsprognos ligger under Riksbankens innebär att vi inte tror på några fler steg efter det under prognosperioden och att risken för vår prognos därtill ligger på nedsidan.

**Norges Bank går mot strömmen.** Uppsvinget i oljesektorn och en inflation som accelererat över målet innebär att Norge befinner sig i ett annat läge än de flesta andra västekonomier. Ytterligare åtstramning kommer att krävas för att hålla inflationen vid målet med ett nästa steg i juni, följt av ännu en höjning i slutet av detta år respektive mitten av nästa år. I slutet av 2020 ligger styrräntan på 1,75 procent, oförändrad jämfört med *Nordic Outlook januari*.

# Global ekonomi

## USA

3,6%

Amerikansk arbetslöshet. Arbetslösheten ligger klart under bedömningar av jämviktsarbetslöshet men samtidigt finns begynnande tecken på att arbetsmarknaden börjar stagnera.

Sida 20

## Eurozonen

0,4%

Tillväxt kvartal 1 2019, kvartalstakt. Trots fallande indikatorer och osäkerhet kring konjunkturläget växlade tillväxttakten upp första kvartalet.

Sida 25

## Kina

6,4%

Tillväxt första kvartalet 2019. Expansiv politik sätter nu avtryck i ekonomin och ger anledning till optimism.

Sida 28

## Storbritannien

3,9%

Arbetslösheten i Storbritannien fortsätter att falla och är på den lägsta nivån sedan 1975.

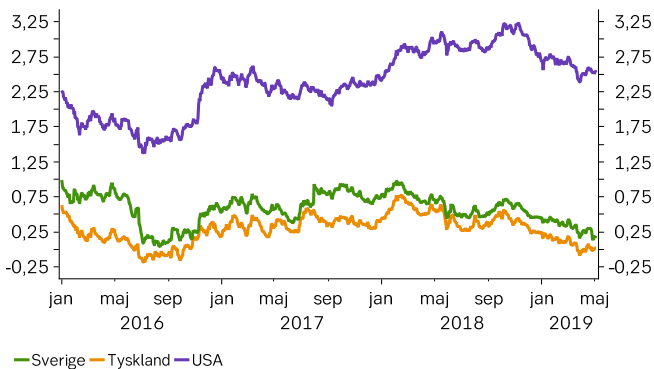
Sida 10

# Räntemarknaden

## Fastnar på låg nivå

En tydlig omsvängning bland världens centralbanker har bidragit till att räntenedgången fortsatt de senaste månaderna trots en återhämtning i det allmänna risksentimentet. Vår reviderade Fed-prognos innebär att vi tror att en amerikansk 10-årsränta kommer handla ännu lägre vid slutet av det här året och en ännu mjukare ECB innebär att en tysk 10-årsränta förblir nära noll. Nya fördröjningar av Riksbankshöjningar bidrar till att spreaden mellan Sverige och Tyskland går ihop ytterligare något.

Fig 10: Nedgången i obligationsräntor har fortsatt  
10-åriga statsobligationsräntor i procent



Källa: Macrobond, SEB

### 10-åriga statsobligationsräntor

	2 maj	Jun 2019	Dec 2019	Dec 2020
USA	2,55	2,45	2,25	2,10
Tyskland	0,02	0,00	0,15	0,35
Sverige	0,35	0,30	0,40	0,80
Norge	1,71	1,75	2,00	2,05

Källa: Centralbanker, SEB

**Fed-omsvängning trycker ner långräntor.** Amerikanska 10-årsräntor har fallit med cirka 70 räntepunkter sedan toppen i höstas och nedgången har fortsatt de senaste månaderna trots en tydlig förbättring i risksentimentet. Inledningsvis drevs nedgången av spekulationer om mjukare räntepolitik och därefter har Feds tydliga skift i kommunikationen förstärkt rörelsen. Vår nedreviderade Fed-prognos där styrräntan lämnas oförändrad 2019 och 2020 bidrar till att vi ser utsikter för ett visst fortsatt fall i den amerikanska långräntan. I Feds två senaste höjningscykler har en amerikansk 10-årsränta nått sin topp strax innan Fed höjt räntan en sista gång och har strax därefter tenderat att handla tydligt under Feds styrränta. I dagsläget ligger 10-årsräntan fortfarande cirka 10 punkter över Feds effektiva ränta som i dagsläget ligger runt 2,40 procent. Noterbart är att marknadens inflationsförväntningar har återhämtat sig efter det kraftiga fallet under slutet av 2018 och har sedan botten i början på januari stigit med mer än 20 punkter. Senaste månadernas nedgång förklaras helt av lägre realräntor.

**Fortsatt räntetrend nedåt.** Givet den snabba omprisningen och förväntningar om lite starkare data de närmaste månaderna räknar vi med en i huvudsak sidledes rörelse i amerikanska räntor de närmaste månaderna. Mot slutet av året är dock vår bedömning att 10-årsräntan handlas på 2,25 procent; en tydlig nedrevidering och ca 15 punkter under styrräntan. Vi förutspår sedan en ytterligare nedgång till 2,10 procent vid slutet av 2020 i takt med att risken för en Fed-sänkning ökar. Vi tror fortfarande inte att ökat utbud av obligationer kommer vara en drivande faktor för amerikanska räntor under 2019. Feds annonsering att man kommer avsluta sin nedtrappning redan i september stärker denna bedömning. Vår prognos aktualisera återigen diskussionen om en negativ avkastningskurva då skillnaden mellan en 10-årsränta och 3-månadersränta blir negativ redan under 2019. Vår mer försiktiga Fed-prognos innebär dock att även 2-årsräntan kommer att falla de närmaste åren och ligga lägre än 10-årsräntan under hela prognosperioden. Mot slutet av 2019 tror vi snarast att kurvan kommer att börja branta i takt med att risken för en räntesänkning ökar.

**Tyska 10-årsräntor återigen kring noll.** ECB:s uppmjukning i spåren av svaga makrodata har varit den främsta drivkraften till fallande europeiska långräntor. Sedan mitten av mars har en tysk 10-årsränta handlat under 0 större delen av tiden. Trots att en hel del negativa faktorer nu har prissatts är det inte sannolikt att något bättre data kommer att vara tillräckligt för att skapa en tydlig trend uppåt i tyska räntor. Vår bedömning är att en tysk 10-årsränta kommer handla i ett snävt intervall strax över noll större delen av 2019. Jämfört med senaste Nordic Outlook har vi reviderat ned vår prognos vid slutet av 2019 från 0,50 till 0,15 procent. Under 2020 är vår bedömning att en något bättre konjunktur bild i Europa bidrar till att 10-årsräntan stiger till 0,35 procent. Ränteskillnaden mellan USA och Tyskland har rört sig sidledes de senaste månaderna. I takt med att amerikanska räntor rör sig något nedåt samtidigt som tyska räntor återhämtar sig från väldigt låga nivåer väntas spreaden gradvis sjunka till 175 punkter i slutet av 2020.

**Mjuk Riksbank dämpar svenska räntor men norska räntor stiger.** Riksbankens mjuka räntebesked i april har fått svenska räntor att falla och räntedifferensen mot Tyskland har gått ihop med cirka 10 räntepunkter. För tillfället ser vi få drivkrafter för att ränteskillnaden ska öka igen och nya fördröjningar av räntehöjningar bidrar till att 10-årsspreaden väntas gå ihop till 25 punkter vid slutet av 2019 innan den sakta börja stiga under 2020. Norges Bank sticker ut i centralbanksvärlden och skilda utsikter för räntepolitiken jämfört ECB leder till att norska räntor fortsätter handlas med en historiskt hög spread mot motsvarande tyska räntor. Vi prognostiserar en räntedifferens på 170 punkter i slutet av 2020.



Tema: Penningpolitik

# Policy-rävsax

Krympande handlingsutrymme när neutral ränta faller och minusräntor ger problem

Räntor har fallit trendmässigt i flera decennier. Strukturella krafter väntas fortsätta hålla ned räntorna. Centralbankers manöverutrymme krymper i takt med att neutrala räntor faller och möjligheten att använda minusräntor är starkt begränsad. Det talas om japanisering av europeisk penningpolitik medan japanerna börjar tvivla på inflationsmålet. Slutsatsen är att centralbankernas verktygslådor skramlar tomma och effektiviteten i okonventionell penningpolitik ifrågasätts allt mer öppet. Därför välkomnas USA:s policydebatt om medel och målen.

Världens centralbanker, däribland Fed och ECB, har på kort tid bytt strategi och pausat sina monetära normaliseringsprocesser. Bakgrunden till det oväntat snabba fotbytet är sannolikt att man vill föregripa ett par möjliga skeenden vilka riskerar att försvåra förutsättningarna för penningpolitiken i när- och framtid.

## 1. Motverka fallande inflationsförväntningar.

Centralbanker hyser en stor oro för att allmänhetens inflationsförväntningar ännu inte är väl förankrade på 2 procent. En miljö med redan låga räntor och tilltagande tro på lägre inflation riskerar att höja realräntorna.

## 2. Motverka stramare finansiella förhållanden.

Mot slutet av 2018 riskerade fallande börser och ökande kreditspreadar att bromsa tillväxten. Marknadens oro ökade för policymisstag av Fed och recession i USA p g a tecken på en inverterad avkastningskurva.

## 3. Minska riskerna för tillväxtekonomier, t ex Kina.

USA:s stramare penningpolitik 2018 och en stark dollar har gradvis ökat påfrestningarna för vissa skuldsatta EM-länder (se *Nordic Outlook*, Februari 2019).

## 4. Anpassa styrräntan till fortsatt låg neutral ränta.

Tecknen har blivit starkare att neutrala räntan inte stiger vilket försvårar fortsatta Fed-höjningar (se nedan för en beskrivning och analys av neutrala räntan).

## 5. Skydda oberoendet mot politiska påtryckningar.

Vita husets påtryckningar och agerande har ökat för att Fed ska bedriva en mer expansiv penningpolitik; ett tecken i tiden med växande populistiska krafter.

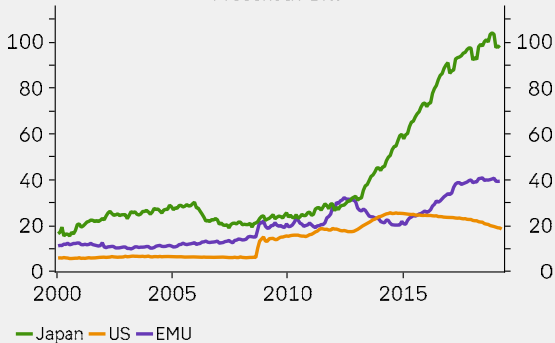
Global penningpolitik väntas förbli expansiv under hela prognosperioden (se mer om vår centralbanks- och ränteanalys på s 14). Men policyutmaningarna fortsätter att öka för världens centralbanker – det handlar om både verktyg och mål.



## Penningpolitisk verktygslåda skramlar tom

Redan 2010 analyserade vi i *Nordic Outlook* begreppet globala "japanräntor", d v s varaktigt lägre både korta och långa räntor. Slutsatsen då var att normala styrräntenivån torde vara 1,5-2,5 procent. Världen har nästan ett årtionde senare sett samma strukturella krafter som de som Japan ställts inför, t ex åldrande befolkning och svag produktivitetstillväxt. Japaniseringen av det globala räntelandskapet tycks alltså fortsätta med stora effekter på bl a tillgångs- och skuldförvaltning.

Fig 11: Unikt - centralbankers tillgångsköp  
Procent av BNP



Källa: Macrobond, SEB

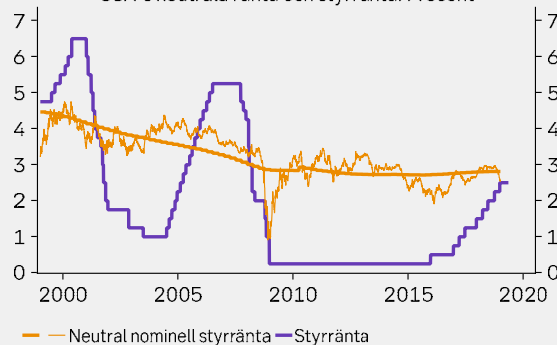
Den **okonventionella penningpolitiken** genom köp av finansiella tillgångar (kvantitativa lättnader, QE) kommer att bli en del av centralbankers **konventionella** verktygslåda framöver. Centralbanker kan köpa obegränsat med tillgångar. Syftet med köpen har varit att lyfta av marknads- och kreditrisk från privata sektorn och därmed höja priset på tillgångar. Man har också velat expandera den monetära basen och penningmängden samt förstärka signalen om att den ultralätta penningpolitiken kommer att bestå under en lång tidsperiod. Frågan är dock hur effektiva dessa verktyg är för att nu möta en ny lågkonjunktur. Tillgången på bankreserver är historiskt hög (uppskattningsvis ca 16 000 miljarder dollar) och räntorna unikt låga. Ytterligare köp bedöms därför få marginella direkta realekonomiska effekter. Därtill ökar risken för felprissättning av tillgångar samtidigt som marknadens funktionssätt påverkas negativt.

**Räntor har fallit trendmässigt i flera decennier.** Det innebär att även centralbankers styrräntor, i normala tider, allt oftare kommer att ligga mycket närmare 0 procent än tidigare. Strukturella faktorer och efterdyningarna av den globala recessionen 2008-2009 gör att centralbankers konventionella verktygslådor i dag skramlar tomma för att kunna möta ekonomiska nedgångar. Historien visar att det vid en normal lågkonjunktur är önskvärt att kunna sänka styrräntorna med 3-4 procentenheter. Det skulle utifrån dagens läge kräva negativa räntor långt under nollan och göra det mer attraktivt för allmänheten att hålla besparingar i kontanter. Tom Riksbanken, som prövat minusräntor sedan 2015, tycks dra slutsatsen att räntan absoluta nedre gräns ligger nära -0,50 procent. Om i ett sådant läge inflationsförväntningarna faller med redan låg styrränta förvärras situationen än mer eftersom realräntorna stiger. Hur väl förankrade inflationsförväntningarna är kring inflationsmålet

är således en minst lika viktig fråga som nollrestriktionen.

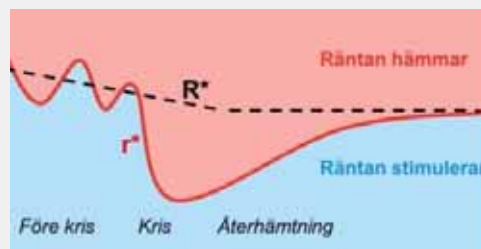
**Man kan även hävda att den övre gränsen för styrräntan sjunkit.** Förklaringen ligger i utvecklingen för den neutrala räntan. Neutrala räntan är den nivå då styrräntan vare sig hämmar eller stimulerar den ekonomiska tillväxten. Dessa nivåbedömningar spelar roll på flera sätt. Den ger inte bara en bild av hur stort utrymme centralbanker har att kunna sänka nominella styrräntan i lågkonjunkturer. Den påverkar även bilden av hur långa räntor kommer att utvecklas framöver. Uthålligt lägre kort- och långgräntor påverkar rimligheten i dels den rekordhöga globala skuldsättningen, dels värdering av olika tillgångsslag.

Fig 12: Gravitationskrafter pressar korträntan  
USA:s neutrala ränta och styrränta. Procent



Källa: Federal Reserve, Federal Reserve Bank of New York, Macrobond, SEB

**Neutrala räntan är inte konstant** – den varierar över tiden. Flera studier<sup>1</sup> bekräftar att strukturella jämviktsräntan  $R^*$  fallit påtagligt de senaste decennierna p g a åldrande befolkningar som ökar sparandet medan bl a svag produktivitet hållit tillbaka kapitalefterfrågan. Den uppkomna sparobalansen har pressat ned neutrala räntan. Fallande neutral ränta är ett globalt fenomen och den neutrala räntan ligger på ungefär samma nivå i många ekonomier: ca 2,5 procent. Flera studier<sup>2</sup> antyder också att pressen nedåt kvarstår bl a på grund av fortsatt åldrande befolkningar i flertalet ekonomier.



**Analysen av hur expansiv penningpolitiken är i det kortare perspektivet är mer komplicerad.**  $R^*$  kan påverkas kortsiktigt ( $r^*$ ) av tillfälliga chocker. T ex är det rimligt att tro att den stora recessionen 2008-09 fortfarande inverkar negativt på penningpolitikens verk-

<sup>1</sup> Holston, Kathryn, Thomas Laubach och John C. Williams (2016), "Measuring the natural rate of interest: international trends and determinants", WP 2016-11, Federal Reserve of San Francisco, December 15, 2016.

<sup>2</sup> Rachel, Lucasz och Lawrence Summers (2019), "On falling neutral real rates, fiscal policy, and the risk of secular stagnation", BPEA Conference Draft.

ningskraft och att  $r^*$  i dag är lägre än  $R^*$ . Det betyder i sin tur att penningpolitiken globalt sett sannolikt är mindre expansiv än vad den ger intryck av att vara.

### Nytt i kikarsiktet men inflationsmål består

Det nya läget med uppenbart klart begränsat penningpolitiskt manöverutrymme höjer temperaturen i debatten om nya verktyg och justerade mål. Det reser också frågan kring samspelet mellan penning- och finanspolitik. I höstas initierade Fed en debatt om en översyn av penningpolitiska strategier, verktyg samt kommunikationsverktyg utan att ifrågasätta det mandat Fed har att följa enligt USA:s kongress: att politiken ska uppnå "maximal sysselsättning och prisstabilitet". Fed avser att samla ihop slutsatser runt dessa frågor på en penningpolitisk konferens i Chicago 4-5 juni. Redan nu försöker Fed hålla tillbaka omvärldens förväntningar genom att tala om snarare penningpolitisk evolution än revolution.

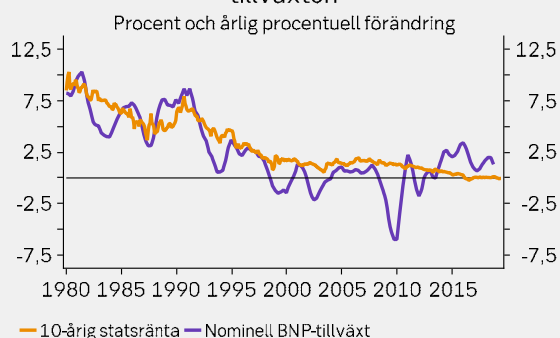
### Olika nya eller "reoverade" penningpolitiska mål har varit uppe till debatt

i de översyner som flera centralbanker genomfört (i t ex Kanada och Norge). Dessa är:

- Behålla inflationsmålet – flera centralbanker ser brister med dagens mål men landar ändå i slutsatsen att det är det bästa valet – eller minst dåliga alternativet. Om något går debatten i riktning mot att snarare höja målet från dagens 2 procent än sänka.
- Tillfälligt/permanent prisnivåmål – om inflationen avviker från målet en längre tid ska penningpolitiken utformas på ett sätt att priserna återförs till viss prisnivåbana – dvs att kompensera för tidigare låg inflation.
- Nominellt BNP-mål – inkluderar både en volym- och priskomponent vilket vinner gehör från politiker (ökat fokus på tillväxt och sysselsättning) och centralbanker (priskomponenten ersätter inflationsmål). Ett nominellt BNP-mål känns dock avlägset p g a de stora kvalitetsbrister och revideringar som omgärdar BNP-statistik.

Det finns ett embryo till debatt i Japan som är värd att följa: att överge – tillfälligt eller permanent – Bank of Japans inflationsmål på 2 procent om andra mål, t ex för arbetsmarknaden, är uppnådda. Japan har i dag historiskt låg arbetslöshet på under 2,5 procent. Bank of Japan kommer inte att nå inflationsmålet de närmaste åren. Rådgivare nära premiärminister Abe och en av huvudarkitekterna bakom Abenomics har nu öppnat för att ompröva penningpolitiken som den utformats som en av de tre grundpelare i Abenomics.

Fig 13: Japanräntan var länge högre än tillväxten



Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Allt fler räknar med att finanspolitiken kommer att spela en allt viktigare roll i stabiliseringspolitiken – i de länder där utrymme finns för expansion. Denna utveckling är förenad med risker: att finanspolitiken styrs i större utsträckning av politiska snarare än konjunkturrella cykler. Det kan leda till högre riskpremier och valutaförsvagningar i länder där t ex populistiska krafter växt sig starkare.

### Debatt: ökade skulder i lågräntemiljö

I en miljö med fortsatt låg och t o m fallande neutral ränta och med kontrollerat låg inflation öppnas möjligheten för ekonomisk-politisk stimulans när det penningpolitiska handlingsutrymmet är i princip uttömt. Men frågan är långt ifrån enkel och övertygande.

I början av 2019 lanserade IMF:s tidigare chefsökonom Olivier Blanchard en reviderad tankeram kring offentlig skuld. Tanken är bl a att så länge nominell statsränta ligger under nominell BNP-tillväxt väntas skulden som andel av BNP vara stabil eller t o m sjunka. Slutsatsen för USA, enligt Blanchard, är att detta förhållande mellan tillväxt och ränta varit norm snarare än undantag de senaste 70 åren.<sup>3</sup> Förhållandet är inte lika uppenbart om man ser till Japans utveckling (se graf ovan). Likväl menar Blanchard att det inte finns skäl att oroas av att dagens offentliga budgetunderskott ska leda till t ex högre skatter i framtiden. Slutsatsen är också att "offentliga skulder är möjligen inte önskvärda men är ingen katastrof".

### Centralbankers oberoende uppe till debatt

Trumpadministrationen har det senaste dryga året ökat det politiska trycket på USA:s centralbank genom att offentligt kräva en betydligt mer expansiv penningpolitik. Vita huset försöker därtill påverka Fed genom att nominera Trump-lojala personer till dess styrelse. Flera andra centralbanker, t ex den indiska och turkiska, har också påverkats av politiska påtryckningar. Detta i en tid då populismen på både vänster- och högerflanken växer sig starkare.

Skälen till politiska påtryckningar är flera. Regeringar, inte minst i USA, är bakbundna av stora budgetunderskott och statsskulder som begränsar det ekonomisk-politiska manöverutrymmet. Att inflationen är låg just nu ger politikerna utrymme att bedriva en mer expansiv penningpolitik. Risken är därmed stor att penningpolitiken i praktiken blir underordnad finanspolitiken. Det återstår att se hur finans- och penningpolitik kommer att kunna samspela utan att tillföra ny osäkerhet.

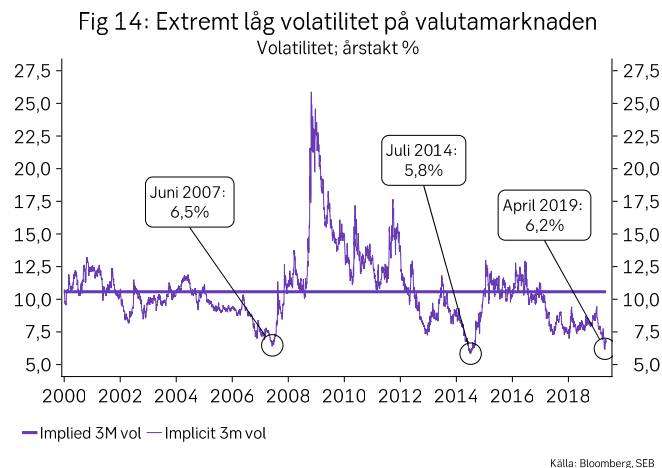
<sup>3</sup> Blanchard, Olivier (2019), "Historically, GDP growth has been higher than the interest rate", PIIE Chart.



# Valutamarknaden

## Låg volatilitet speglar låg övertygelse

Valutamarknaden präglas av allt lägre volatilitet och brist på generella drivkrafter som komplicerar prognosbildningen. Trots att aktiemarknaden drivits uppåt av tilltagande riskaptit har det inte fått något tydligt genomslag på valutamarknaden i början på året. Svag tillväxt i euroområdet har stärkt USA-dollarn och i närtid väntas dollarpositiva krafter föra EUR/USD ned till 1,10. Därefter förändras den relativa tillväxtbilden till eurons fördel och EUR/USD rör sig gradvis upp mot 1,18.



### Växelkurser

	2 maj	Jun 2019	Dec 2019	Dec 2020
EUR/USD	2,51	1,10	1,13	1,18
USD/JPY	112	108	106	100
EUR/GBP	0,86	0,83	0,83	0,86
EUR/SEK	10,60	10,80	10,90	10,20
EUR/NOK	9,68	9,50	9,30	8,90

Källa: Centralbanker, SEB

### Valutamarknaden saknar fortfarande en gemensam drivkraft.

Samtidigt fortsätter volatiliteten att falla från en redan låg nivå. Idag ligger de 10 största valutornas genomsnittliga implicita volatilitet (ett mått baserat på optionsprissättning) för de kommande 3 månaderna under 7 procent jämfört med ett snitt på ca 10 procent sedan 2010. Vidare är genomsnittliga valuta-prognoser försiktiga med förväntade växelkursrörelser på låga 3 procent fram till slutet av 2019. Det kan bero på att aktörerna verkligen tror på en stabil valutamarknad, men troligare är att detta avspeglar en stor osäkerhet om den makroekonomiska utvecklingen som gör det svårt att definiera starka drivkrafter för valutor. Trots den kraftiga återhämtningen på aktiemarknaden hittills i år har ökad riskaptit haft liten effekt på valutamarknaden. Den senaste tiden har istället defensiva valutor som USD, CHF och JPY stärkts. Att traditionella samband bryter samman komplicerar prognosbildningen.

**Återhämtning i euroområdet pressar USD på sikt.** Under 2018 drevs dollarn främst av defensiva kvaliteter och stärktes i samband med negativa händelser. Traditionella drivkrafter som skillnader i ränteläge och tillväxtbild gynnade också dollarn. Det verkar dock numera främst vara händelser utanför USA som driver utvecklingen där t ex ECB:s reträtt i början på året ledde till en dollarförstärkning. USD ligger nu ganska nära sin jämviktsnivå mot euron men den är antagligen övervärderad gentemot mindre valutor såsom kronan. De dollarpositiva faktorerna överväger i närtid. Så länge Fed indikerar oförändrad ränta samtidigt som den svaga ekonomiska utvecklingen i euroområdet fortsätter lär dollarn stärkas ytterligare något och vi förutser att EUR/USD når 1,10 vid halvårsskiftet. På sikt försvagas de USD-positiva krafterna när eurozonens tillväxt stabiliseras samtidigt som dämpningen i USA blir tydligare. EUR/USD väntas då gradvis stiga till 1,18 under 2020.

**Brexitutveckling styr pundet.** GBP har varit klart undervärderat sedan folkomröstningen 2016. Att parlamentet tydligt avvisat ett avtalslöst utträde även om man inte accepterar det framförhandlade utträdesavtalet har bidragit till att pundet återhämtade sig något i början av året trots att osäkerheten består. Vi står fast vid bedömningen att ett kontrollerat utträde baserat på ett avtal ska ge ytterligare pundförstärkning under 2019. Vår prognos är att EUR/GBP ligger kvar på dagens nivå runt 0,86 i närtid men att GBP sedan gradvis förstärks till 0,83 i slutet på 2019. Under 2020 bidrar kvarvarande osäkerhet till att GBP åter försvagas. Skulle regeringen misslyckas med ett utträde baserat på avtalet finns bara två alternativ kvar; ny folkomröstning eller nyval. En folkomröstning bör ge starkare pund medan ett nyval lär medföra en försvagning.

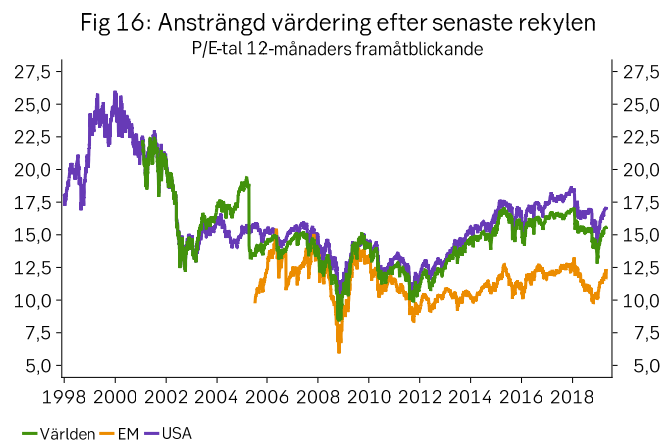
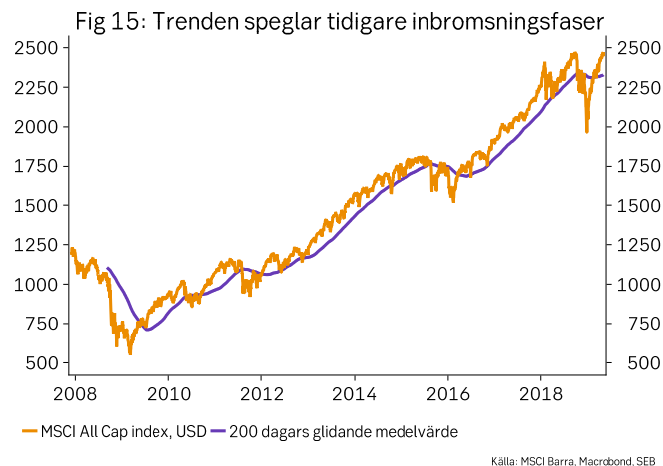
**SEK förblir svag men inte speciellt undervärderad.** Riksbankens agerande och minusräntan är de främsta negativa drivkrafterna för kronan. Efter det mjuka räntebeskedet i april räknar vi med att minusräntan består till andra halvåret 2020 och därmed förstärks den kronnegativa miljön. Tecken på en vändning i euroområdets tillväxt skulle dock kunna ge kronan stöd. Vi räknar med att kronan fortsätter att försvagas under innevarande år så att EUR/SEK står i 10,90 i slutet av 2019. Därefter ser vi en gradvis förstärkning till 10,20 i slutet av 2020. Det innebär att kronans undervärdering då är relativt måttlig. Lägre svenska realräntor och högre enhetsarbetskostnad har drivit upp jämviktskursen till 9,70 mot euron.

**Allt talar för en starkare NOK.** Stark inhemsk efterfrågan, växande oljeinvesteringar, ett högre oljepris och ytterligare räntehöjningar från Norges centralbank bör ge en starkare NOK under året. Efter Riksbankens reträtt är Norges Bank nu den enda centralbanken som fortsätter att signalera ytterligare åtstramning och vi räknar med ytterligare tre höjningar under prognosperioden. Prognosen i EUR/NOK är 9,30 i slutet på 2019 och förstärkningen fortsätter till 8,90 i slutet på 2020.

# Aktiemarknaden

## Högt värderad efter förnyad börsspurt

Årets uppgång har hållit i sig även om takten från den inledande tjurrusningen bedarrat. Vårt huvudscenario, med möjlighet till förnyad tillväxtacceleration, bör ge stöd för en upprevidering av nedpressade vinstprognoser och skapa utrymme för tillfälliga börsuppgångar. Osäker konjunktur, hög värdering och nya bakslag i handelssamtalen utgör dock tydliga nedsidesrisker.



**Sencyklisk utplaning eller minicykel i uppåtgående trend?** Världsbörsindex har sedan början av året dragits upp runt tidigare all-time-high. De senaste 18 månaderna har ändå präglats mer av volatilitet än trend. Att börser går från stabilt stigande trend till mer trendlös volatilitet är naturligt i en sencyklisk fas. Tecken på inbromsning skapar tillväxtoro och motiverar nedreviderade vinstprognoser. Vinterns nedjusteringar följde mönstret, om än i ett både snabbare och mer dramatiskt förlopp än på länge. Lägre förväntad framtida tillväxt motiverar i sin tur lägre värdering än under den tidigare tillväxtfasen, i det här fallet "goldilocks"-perioden 2016-17. En annan möjlig förklaring till börsvolatiliteten är att vi går igenom en "minicykel". Även under tillväxtfaser varierar takten och förväntansbilden. Det skapar grogrund för periodvis volatilitet och ibland tämligen skarpa rekyler i en uppåtgående trend. I USA har 200-dagars glidande medeltal, som tydligare speglar den långsiktiga trenden, planat ut på liknande sätt som vid tidigare tillväxtinbromsningar under Euro-krisen 2011-12 och svackan 2015-16.

**Fed skapar nytt hopp om tillväxten.** Feds remarkabla omsvängning i penningpolitiken vid årsskiftet i kombination med stimulansåtgärder i Kina och tecken på ljusning i handelssamtalen har skapat hopp om att fortsatt tillväxtinbromsning ska kunna undvikas. Årets kraftfulla börsuppgång har dock inte ackompanjerats av uppreviderade vinstprognoser. Det har drivit upp värderingarna. Med vinstmultiplar (P/E-tal) på runt 17 för USA (S&P 500) och 15,5 för världsbörsindex (MSCI ACWI) är vi nu på nivåer som sedan börsbubblan runt millennieskiftet endast överträffats tydligt under den robusta tillväxtfasen 2016-17. Högst värderade är USA-aktier vilket dock delvis kan förklaras av en större dominans för sektorer och bolag som ligger i framkant av den teknologiska omställningen.

**Hög värdering och osäkra utsikter begränsar uppgångspotentialen.** Mattas tillväxten ytterligare finns det, givet värderingen, utan tvekan fallhöjd på börserna. Relativt försiktig positionering, fortsatt extremt låga räntor och utsikter till en relativt begränsad nedgång i ekonomin gör dock att vi ser liten risk för börsras i stil med de vi upplevde efter millennieskiftet respektive efter Lehmankraschen. Varken IT-börsbubblan eller den mycket djupa recessionen i samband med finanskrisen ser ut att ha motsvarigheter i dagens situation. I en mer "normal" lågkonjunktur är en fallhöjd för börskurserna på storleksordningen 15-30 procent mer sannolik. Vi ser idag dock inga tydliga tecken på att lågkonjunkturen står för dörren. Vårt börsscenario baserar sig i stället på en kombination av inbromsnings- och minicykelns scenariot. En viss tillväxtacceleration bör motivera upprevideringar av de i dagsläget överdrivet nedpressade vinstprognoserna, vilket i sin tur tillsammans med mjukare centralbanker lär motivera ytterligare börsuppgångar. Osäkerheten och den redan relativt höga värderingen talar dock för att vi även framöver får se mer volatilitet än trend.

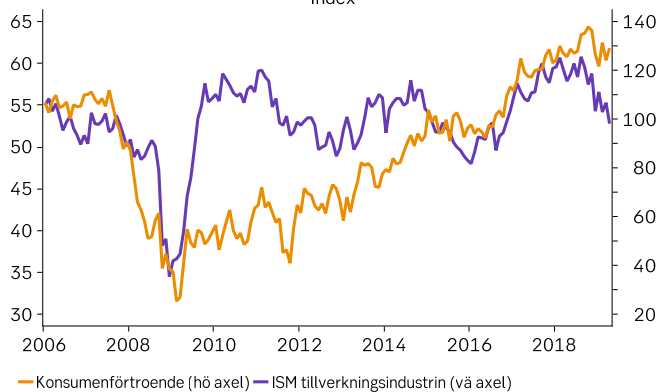
**Försiktig positionering.** Vårt att notera är att årets uppgång inte fullt ut reflekteras i portföljerna hos de långsiktiga placerarna. Pensions- och fondförvaltare uppger förvisso att de ökat andelen aktier och mer riskfyllda placeringar något på sistone men har fortfarande portföljer av relativt defensiv karaktär. Det kan tolkas som en begränsad tillit till uppgångens varaktighet, men betyder också att det finns kapital som kan driva på ytterligare uppgångar om dagens positiva trend håller i sig. Vi skulle därmed kunna hamna i en situation där placerarna "tvingas" kliva på börståget för att inte tappa i förhållande till konkurrenter. En sådan slutspurt avslutar inte sällan en längre börsuppgång. Vi ser dock inte detta som ett huvudscenario denna gång, givet tillväxtbilden.

## USA

# Gradvis inbromsning men ingen recession

Efter en svacka kring årsskiftet blev tillväxten oväntat stark första kvartalet. Denna drevs dock till stor del av tillfälliga faktorer och inbromsningen väntas fortsätta andra halvåret drivet av en kombination av avtagande stimulans från finanspolitiken och en stagnerande arbetsmarknad. Fed väntas hålla styrräntan oförändrad 2019 och 2020. Riskerna ligger dock på nedsidan. Minskningen av balansräkningen fortsätter till slutet av september men takten börjar trappas av i maj.

Fig 17: Indikatorer på hyfsade nivåer trots nedgång  
Index



Källa: Institute for Supply Management (ISM), Conference Board, Macrobond, SEB

## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	2,2	2,9	2,3	1,7
KPI	2,1	2,5	1,8	2,2
Kärn-PCE (Feds målvariabel)	1,6	1,9	1,7	1,9
Löner	2,6	3,0	3,4	3,2
Offentligt saldo *	-3,8	-4,6	-4,7	-4,8
Offentlig skuld *	105,8	106,4	108,5	109,1
Arbetslöshet**	4,4	3,9	3,6	3,8
Fed funds rate***	1,50	2,50	2,50	2,50

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

## BNP-dämpning när finanspolitisk stimulans ebbar ut

Den amerikanska ekonomin bromsade in kring årsskiftet. Fjärde kvartalet i följd dämpades BNP-tillväxten till 2,2 procent i uppräknad årstakt. Första kvartalet blev dock betydligt starkare än väntat och tillväxten sköt fart till 3,2 procent. Vår bedömning är dock att tillfälliga faktorer dels hämmade aktiviteten kring årsskiftet, dels bidrog till en stark avslutning på första kvartalet. Det kraftiga börsfallet mot slutet av 2018 dämpade sannolikt hushållens konsumtion kring årsskiftet. Oväntat låg skatteåterbäring bidrog troligen också till att konsumtionstillväxten bromsade in. Därtill kom nedstängningen av vissa federala myndigheter och företagsoro kring handelspolitiken. Under första kvartalet stöttades tillväxten av stark nettoexport och rejäl lageruppbbyggnad. Båda dessa faktorer bedöms vara tillfälliga och återupprepas inte kommande kvartal. Sannolikt får vi en tydlig nedåtrekyl för tillväxten andra kvartalet.

## Inbromsningen fortsätter efter oväntat starkt första kvartal.

Mycket data har kommit in svagare sedan årsskiftet men indikatorer för företags- och hushållsförtroende har samtidigt visat motståndskraft. Inköpschefsindex (ISM) för både tillverkningsindustri och tjänstesektor har fallit tillbaka men ligger fortfarande på historiskt höga nivåer. Liknande mönster gäller för hushållens förtroendeindikatorer som pekar på en fortsatt god aktivitet kommande kvartal. Även om BNP-tillväxten sköt fart första kvartalet bedömer vi att inbromsningen fortsätter under resten av 2019. Den strama arbetsmarknaden innebär att restriktioner från ekonomins utbudssida i allt högre grad gör sig gällande. Långsammare jobbtillväxt framöver bidrar också till en dämpad konsumtionstillväxt. Efter hand ebbar också kraften från finanspolitiken ut. Vår bedömning, som bygger på IMF:s beräkningar, är att stimulansdosen minskar från 0,7 procent av BNP 2018 till 0,5 procent 2019. För 2020 blir finanspolitiken i det närmaste neutral. Trots det överraskande starka första kvartalet har vi reviderat ned BNP-prognosen något. BNP-tillväxten mattas från 2,9 procent 2018 till 2,3 procent i år. 2020 växlar ekonomin ned ytterligare och BNP ökar med 1,7 procent.

## Ökad osäkerhet kring handelsuppörelse

Handelsförhandlingarna mellan USA och Kina har fortsatt under våren men försvåras av ett antal kontroversiella frågor. Det gäller teknologiöverföring, immateriella rättigheter, industrisubventioner samt USA:s krav på att man ensidigt ska kunna införa ytterligare sanktioner om inte Kina anses uppfylla sina åtaganden. Den 5 maj överraskade Trump genom att hota med utökade tullar på import från Kina vilket drog upp osäkerheten kring förhandlingarna rejält och resulterade i kraftigt negativa börsreaktioner, framförallt i Kina. Det finns en betydande risk att USA utökar importtullarna i närtid och att förhandlingarna fördröjs. Vårt huvudscenari är dock att en uppgörelse nås även om det är oklart hur omfattande denna blir och i vilken utsträckning Kina kommer att implementera uppgörelsen. Den geopolitiska konflikten väntas leva vidare då Kina fortsätter flytta fram sina positioner på de ekonomiska, politiska och militära områdena.

**Amerikanska biltullar på väg.** I mitten av februari mottog Vita huset handelsdepartementets utredning av tullar på bilimport. Slutsatserna har inte offentliggjorts men det är troligt att rapporten rekommenderar importtullar. Vårt scenario är att Trumpadministrationen kommer att tillkänna tullar på bilimport i mitten av maj men att man ger ett tillfälligt undantag för EU. Ett undantag skapar möjlighet att sätta generell press på EU i handels-



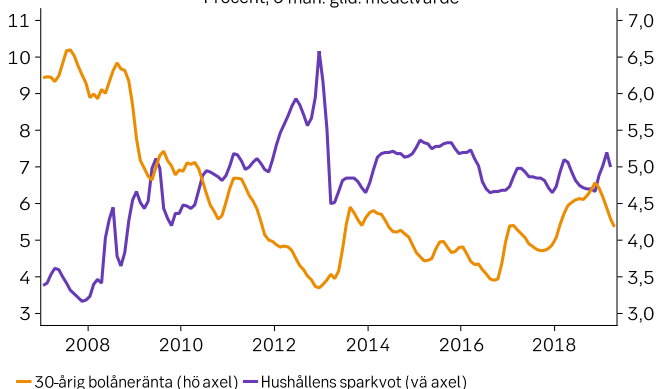
förhandlingarna. Ett tillkännagivande av importtullar väntas få en tydligt negativ effekt på europeiska och japanska börser.

### Investeringar och konsumtion dämpas

Investeringarna har gradvis dämpats sedan första halvåret 2018. Oro för handelsstörningar och något högre ränteläge har troligen bidragit. Första kvartalet 2019 var bidraget till den totala BNP-tillväxten 0,9 procentenheter. Två-tredjedelar av tillväxtbidraget kom dock från lageruppbyggnad vilket gör att en nedåtrekyl är att vänta kommande kvartal.

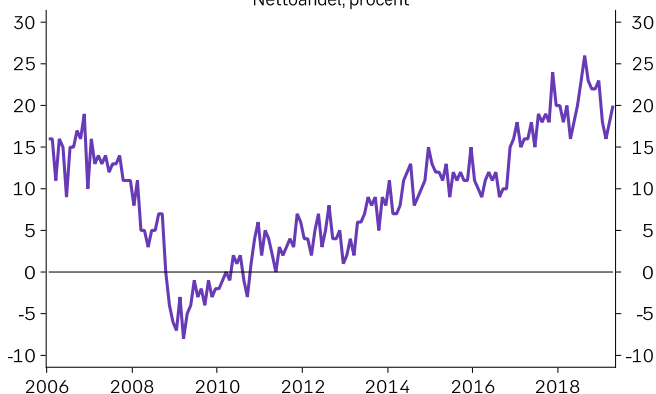
**Konsumentförtroende på höga nivåer, hushållens låga skuldsättning samt relativt höga sparkvot gör ett kraftigare konsumtionsfall osannolikt.**

Fig 18: Hög sparkvot och lägre boräntor ger konsumtionsstöd  
Procent, 3-mån. glid. medelvärde



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

Fig 19: Småföretagen mindre benägna att nyanställa  
Nettoandel, procent



Källa: National Federation of Independent Business, Macrobond, SEB

Indikatorer över företagets investeringsvilja har dämpats tydligt och vår prognos är att investeringstillväxten bromsar i år jämfört med fjolårets starka ökning. Samtidigt har dock räntorna fallit tillbaka sedan toppen hösten 2018 vilket bör ge stöd till räntekänsliga sektorer, t ex syns tecken på att byggsektorn är på väg upp efter försvagningen 2018. Vårens återhämtning av oljepriset stimulerar också investeringar inom gruv- och oljeindustrin. Kapacitetsutnyttjandet har visserligen fallit tillbaka något senaste månaderna men visar en tydligt uppåtgående trend sedan början av 2016 och låg i mars strax under 80 procent. De totala investeringarnas andel av BNP ligger nu omkring 17-18 procent, vilket är ca 2 procentenheter lägre än topparna år 2000 och 2006.

**Neutral nettoexport framöver.** Exporten accelererade under första kvartalet samtidigt som importen minskade. Nettoexporten gav därmed ett rejält positivt bidrag till BNP-tillväxten. Även om ökad import från USA till Kina i linje med åtagandena i handelsförhandlingarna ger en tillfällig exportinjektion väntas inte nettoexporten i någon större utsträckning bidra till amerikansk tillväxt framöver. Det senaste årets dollarförstärkning i kombination med svag extern efterfrågan gör att exporttillväxten väntas bromsa in kommande månader. Samtidigt gör den väntade inbromsningen för inhemsk efterfrågan att utvecklingen för importen blir dämpad. De senaste månadernas minskning av underskottet i handelsbalansen väntas upphöra och bytebalansunderskottet bedöms ligga kvar mellan 2 och 3 procent av BNP kommande år.

**Underliggande motståndskraft hos hushållen.** Hushållens konsumtion fortsatte att dämpas första kvartalet då ökningen stannade vid 1,2 procent. Övåntat låg skatteåterbäring samt försiktighet i spåren av det kraftiga börsfallet i slutet av 2018 hämmade. Även om den snabba ökningstakten under 2018 inte återkommer i närtid finns flera faktorer som ger stöd. Arbetsmarknaden är fortsatt stark och bensinpriserna relativt låga trots en tydlig uppgång sedan början av 2019. Efter Feds omsvängning mot en mjukare penningpolitik har bolåneräntorna under 2019 fallit tillbaka. Konsumentförtroende på höga nivåer samt hushållens låga skuldsättning och relativt höga sparkvot bidrar också till att ett kraftigare konsumtionsfall är osannolikt. Vi håller fast vid vår bedömning att konsumtionstillväxten bromsar in gradvis till 2,4 procent 2019 och till 1,9 procent 2020.

### Stagnerande sysselsättning och dämpad inflation

Sysselsättningen har visat styrka under en längre tid och under 2018 ökade den med i genomsnitt hela 223 000 jobb per månad. Hittills i år har genomsnittet sjunkit till 205 000. Det finns även andra indikatorer på en svalare arbetsmarknad; exempelvis har småföretagens planer på att nyanställa fallit tillbaka från toppnivåerna i fjol samtidigt som antalet lediga jobb i förhållande till antalet sysselsatta planat ut senaste halvåret. I takt med lägre BNP-tillväxt är det sannolikt att jobbtillväxten mattas ytterligare och 2020 räknar vi att sysselsättningen i genomsnitt ökar med 140 000 per månad.

**Arbetslösheten sjunker ytterligare i närtid.** Arbetsmarknaden är fortsatt stram. I april låg arbetslösheten på 3,6 procent; klart under Feds bedömning av jämviktsarbetslösheten på 4,3 procent. Arbetslösheten har dock inte sjunkit så mycket det senaste halvåret trots att det egentligen bara krävs omkring 100 000 nya jobb per månad för att absorbera den underliggande ökningen av arbetskraften. Detta beror på att deltagandegraden på arbetsmarknaden stigit något. Nuvarande nivå på 63 procent är dock klart under toppnivån kring 67 procent år 2000. Vi ser potential för viss ytterligare uppgång i deltagandegraden men tror ändå att arbetslösheten

sjunker ned till strax under 3,5 procent vid nästa årsskifte; den lägsta som uppnåtts sedan 1960-talet. Löneökningstakten har fortsatt uppåt men är ändå måttlig med tanke på den mogna högkonjunkturen. Produktivitetsutvecklingen har under en lång tid varit svag men de senaste kvartalerna syns en förbättring då ökningen av enhetsarbetskostnaderna dämpats trots accelererande löneökningstakt. Första kvartalet steg produktiviteten med starka 2,4 procent i årlig procentuell förändring.

Fig 20: Accelererande löner och sjunkande arbetslöshet  
3-mån glid medelvärde

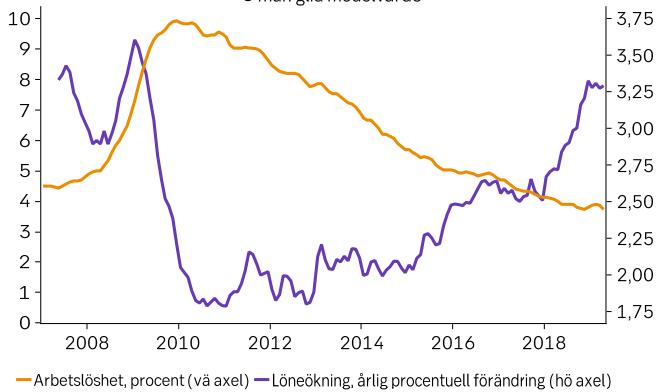


Fig 21: Fortsatt dämpat inflationstryck  
Årlig procentuell förändring

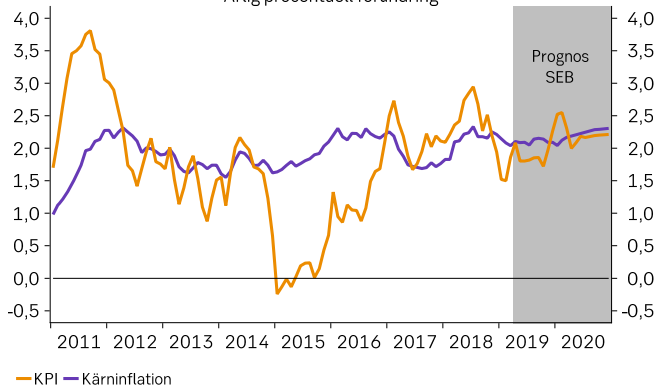
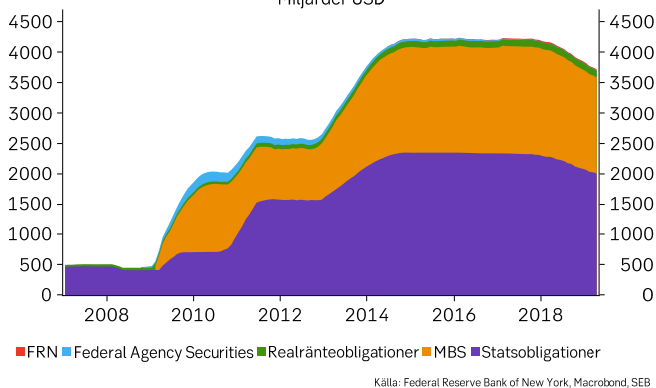


Fig 22: Fed har ännu inte bestämt balansräkningens  
långsiktiga fördelning av tillgångsslag  
Miljarder USD



**Dämpat inflationstryck.** Lägre energipriser har pressat ned pristrycket ytterligare under inledningen av 2019 även om KPI-inflationen i mars rekylade uppåt till 1,9 procent i årstakt. Kärninflationen har trendat nedåt senaste månaderna och var i mars 2,0 procent vilket var den lägsta nivån sedan februari 2018. Den accelererande löneökningstakten har ännu inte satt något avtryck och motverkas av stigande produktivitet. En stark dollar håller ned importpriserna och Trumps importtullar har inte påverkat priserna i någon större utsträckning. Olika mått på inflationsförväntningar har fallit tillbaka sedan i höstas även om det har skett en viss återhämtning i marknadens inflationsförväntningar (break-evens) under 2019. Sammantaget finns få tecken på att inflationen är på väg att skjuta fart. Mätt som helårsgenomsnitt väntas KPI-inflationen hamna på 1,8 procent 2019 och 2,2 procent 2020. Även Feds målvariabel kärn-PCE har dämpats och var i mars 1,6 procent. Fed väntar sig att inflationen ligger på tvåprocentmålet vid slutet av både 2019 och 2020. Vår prognos är att kärn-PCE ökar med 1,7 procent 2019 och med 1,9 procent 2020.

### Fed i vänteläge

Efter omsvängningen runt årsskiftet mot en klart mjukare penningpolitik har Fed fortsatt att kommunicera att man är databeroende och inte anser sig vara under någon press att anpassa räntepolitiken åt endera hållet. Nuvarande nivå på Fed funds rate på 2,5 procent är något lägre än centralbankens egen bedömning av neutral nivå och en knapp majoritet av ledamöterna förväntar sig en räntehöjning under 2020. Osäkerhet kring tillväxten, fortsatt dämpat inflationstryck samt oro för tillväxten i omvärlden gör dock att man tills vidare föredrar att ligga stilla. På marsmötet annonserade Fed att bantningen av balansräkningen avbryts i slutet av september, vilket är något tidigare än vad vi tidigare förutspått. Dessutom dämpas takten redan i maj.

**Fed lämnar styrräntan oförändrad 2019 och 2020.** Vi delar Feds syn att inflationstrycket kommer att fortsätta vara dämpat och att aktiviteten i ekonomin bromsar in i gradvis takt och landar därmed i bedömningen att oförändrad ränta under prognosperioden är det mest sannolika. Det finns dock risker på både upp- och nedsidan. Uppsidesriskerna är främst kopplade till flaskhalsproblem på arbetsmarknaden. En snabbare löneacceleration skulle skapa tryck uppåt på inflationen. Det är inte heller osannolikt att detta kan ske samtidigt som tillväxten bromsar in och Fed skulle då ställas inför ett klassiskt sencykliskt dilemma. Å andra sidan finns också en risk för att konjunkturedgången blir så kraftig att Fed tvingas till räntesänkningar. Den återhållsamma inflationen ger också möjlighet att sänka mer i "försäkringssyfte". Sammantaget är vår bedömning att risken för vår prognos om oförändrad styrränta ligger på nedsidan.

**Översyn av ramverk öppnar för nytänkande.** I november 2018 inledde Fed en översyn av sitt penningpolitiska ramverk med avsikten att presentera slutsatser under första halvan av 2020. Den grundläggande frågeställningen är hur en centralbank ska agera i en miljö där styrräntan ligger nära nollrestriktionen vilket gör att okonventionella penningpolitiska åtgärder (som användande av balansräkningen) blir mer betydelsefulla. Även om översynen kommer att vara grundlig väntas eventuella förändringar bli begränsade. Fedchefen Jerome Powell sa i början av mars att "tröskeln för fundamentala förändringar är hög". Det troligaste är att Fed nöjer sig med att försöka utveckla sin kommunikation. En förändring av inflationsmålet eller en förändring av ramverket är osannolikt. Läs mer om Feds och andra centralbankers utmaningar i temaartikel på sid 15.

Tema: Val till Europaparlamentet

# Ökade spänningar

Missnöjespartiernas framgångar påverkar EU:s framtid

Valet till Europaparlamentet i maj 2019 innebär att EU får ny politisk styrning de kommande fem år – sannolikt med mer populistiska inslag. EU står inför flera stora interna och externa utmaningar, t ex att fortsätta utveckla och fördjupa EU- och eurosamarbetet, besluta om en långtidsbudget, hantera Brexit, anpassa ekonomier till den 4:e industriella revolutionen, uppnå handelsavtal med USA samt hitta sin globala identitet i förhållande till USA, Kina och Ryssland. Vi ser framför oss ett betydligt långsammare och mer defensivt och decentraliserat EU. En ökad politisk osäkerhet utgör en negativ faktor för ekonomisk tillväxt och euron.

## Paulsläge för att utveckla EMU

I efterdyningarna av den allvarliga eurokrisen – och delvis som en reaktion på Storbritanniens beslut att lämna EU – har EU-kommissionen de senaste åren lagt fram konkreta och bitvis långtgående förslag<sup>1</sup> på hur EU:s ekonomiska och monetära union EMU ska färdigställas. Förslagen handlar bl a om mer överstatlighet och gemensamma finansieringslösningar (s k mekanismer). Tyskland men främst Frankrike har varit drivande i dessa processer medan nordeuropeiska länder reagerat negativt och därmed försökt bromsa utvecklingen (se även temaartikel i *Nordic Outlook* Maj 2018).

**Nationella krafter väntas alltså få ökat inflytande** på både parlament och EU-kommission. Det innebär i princip att utvecklingsarbetet sannolikt helt avstannar. Att Frankrikes president Macron har problem med hemmapinionen och att Tysklands Merkel snart lämnar den politiska scenen hämmar också processerna. Sammantaget är det tydligt att viljan är begränsad att etablera nya mekanismer och samarbeten som innebär ekonomiska och politiska transfereringar mellan länder för att utjämna t ex strukturella och konjunkturella skillnader.

**Att eurosamarbetet saknar finanspolitisk samordning** vid sidan om en gemensamma penning- och valutapolitik handlar inte bara om frånvaro av grundpelare för långsiktig eurostabilitet. En mer akut och närliggande fråga är hur euroländerna ska kunna möta nästa lågkonjunktur när ECB:s penningpolitiska verktygslåda skramlar tom. I det läget kan finanspolitisk samordning bli avgörande för

<sup>1</sup> Se t ex *"Five Presidents' Report"*, juni 2015 samt *"Kommissionens diskussionsunderlag om att fördjupa den ekonomiska och monetära unionen"*, maj 2017.



hur lågkonjunkturen kan bemästras och ökad arbetslöshet undvikas. En sådan krissamordning underlättas inte av ökade nationella influenser. Därtill har de senaste årens utveckling visat att receptet på krislösning skiljer sig åt mellan länder. Med tanke på hur integrerade ekonomierna är i regionen och hur olika stimulansutrymmet ser ut är behovet av koordinering stort.

**EU:s långtidsbudget är ytterligare en svår fråga** som kräver en lösning det närmaste året. Budgeten avser perioden 2021-2027 och kompliceras bl a av hur brittiska EU-avgiften ska ersättas. Flertalet länder vill att storleken på EU:s budget inte bara ska minska utan att också omprioriteringar mellan utgiftsområden behöver göras. T ex bör jordbruksstödet minska till förmån för ökat fokus på unionens säkerhet, migration, konkurrenskraft, forskning och klimatomställning. Inom vissa av dessa områden bör det finnas förutsättningar för samarbete.

**EU:s roll i världen avgörs av möjligheten att hålla ihop internt.** Med ett protektionistiskt USA på reträtt på den globala arenan och ett Kina som försöker flytta fram sina positioner behöver EU fastställa sin globala identitet i ett nytt geopolitiskt landskap. EU behöver värna sin roll och röst inom t ex G7 och G20.

### Valet: När, var & hur?

23-26 maj ska EU:s 28 medlemsländer (inkl. Storbritannien) välja 751 parlamentsledamöter för en mandatperiod på fem år. Det nya parlamentet inleder sin verksamhet 1 juli och dess roll är att stifta lagar, övervaka EU-kommissionen och granska EU:s budgetar. Parlamentet ska godkänna kommissionens ledamöter och dess ordförande; den nya EU-kommissionen tillträder 1 november.

Partiarbetet i parlamentet organiseras i paneuropeiska partigrupper som är uppdelade enligt ideologiska linjer. Partigrupper skapas för att dels bli större enheter och därmed kunna driva sin politik med större vikt, dels få extra partistöd och garanterade platser i parlamentets utskott. För att bilda en partigrupp krävs minst 25 ledamöter från minst 7 länder.

Ett mer splittrat parlament gör det svårare för de två större grupperingarna (se tabell), konservativa EPP och vänster-mitten-gruppen S&D, att dela upp makten i parlamentet mellan sig. Därtill riskerar man att tappa möjligheten att påverka valet av Europeiska kommissionens ordförande (som normalt kommer från den största partigruppen). Därmed skulle EU:s stats- och regeringschefer få ett större inflytande över ordförandevallet.

### De stora partigrupperna tappar inflytande

Nya och i varierande grad populistiska och EU-skeptiska partier har gått framåt i olika nationella val de senaste åren. Opinionsläget inför EU-valet är mer svårtolkat men en sammanvägning av mätningar som gjorts av Financial Times visar att valresultatet ser ut att sammanfalla med nationella strömningar under senare år.

Det innebär att de traditionella större höger/vänsterpartierna backar och nya och/eller mindre partier går framåt. Men de partier som går framåt är inte bara EU-fientliga utan även mer centristiska och EU-vänliga som t ex franska En Marche som sannolikt försöker att bilda en ny partigrupp i parlamentet där bl a spanska Ciudadanos skulle kunna passa in. Mätningar pekar i nuläget på att de två traditionellt sett största grupperna i parlamentet, konservativa EPP och socialdemokratiska S&D, behåller sin ledning men att de tappar majoriteten.

### Opinionsläget inför parlamentsvalet

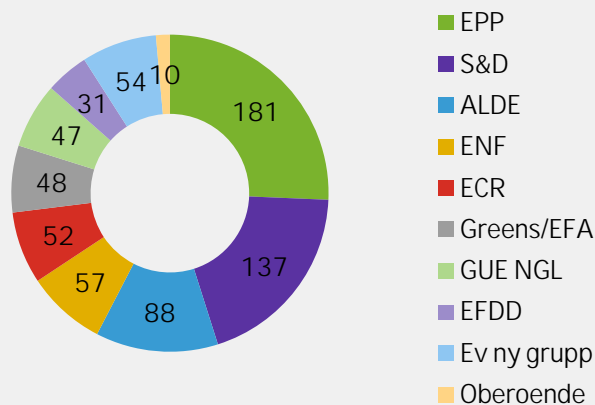
Mandatfördelning enligt Financial Times

	2019	2014
EPP (European Peoples Party)	181	217
S&D (Socialists & Democrats)	137	189
ALDE (Liberals and Democrats)	88	68
ENF (Europe of Nations & Freedom)	57	37
Ny (Macrons En Marche mfl)	54	0
ECR (Conservative and reformists)	52	74
Greens/EFA (Greens/Free Alliance)	48	51
GUE NGL (United left/Nordic green left)	47	52
EFDD (Freedom & direct democracy)	31	45
Oberoende	10	18

Källa: FT

### Opinionsmätningar inför EU-valet

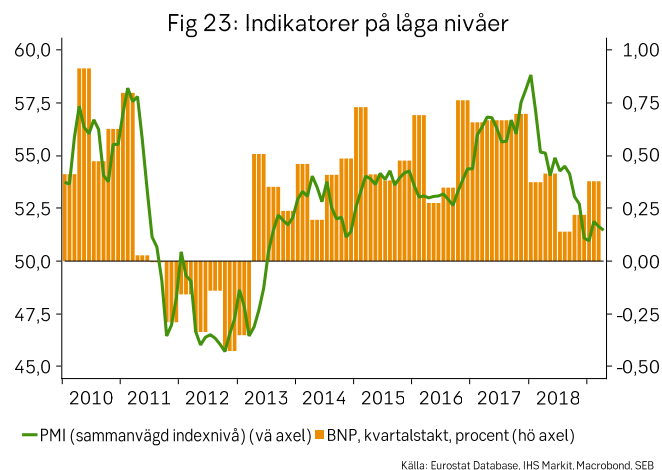
Mandatfördelning



## Eurozonen

# Tillväxten bottnar kring halvårsskiftet

Tillväxtsvackan har blivit längre än väntat men nu ser utsikterna ut att långsamt förbättras. Det mörka stämmningsläget i industrin svänger om andra halvåret med stöd av bl a Kinas återhämtning. Inhemska sektorer har hållit emot bra. Hushållens köpkraft förbättras av stark arbetsmarknad och finanspolitisk stimulans. Tillväxten faller till 1,1 procent i år men förbättras något till 1,4 procent 2020. ECB tvingas till fortsatt duvaktighet och behåller minusräntan hela 2020.



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	2,4	1,9	1,1	1,4
KPI	1,5	1,8	1,4	1,5
Arbetslöshet*	9,1	8,2	7,7	7,5
Löner	1,6	2,2	2,4	2,5
Offentligt saldo**	-1,0	-0,5	-0,7	-0,8
Offentlig skuld**	87,1	85,1	84,8	82,9
Refiränta***	0,00	0,00	0,00	0,00
EUR/USD***	1,20	1,14	1,13	1,18

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

## Återhämtning andra halvåret 2019

Stämmningsläget i eurozonen har försämrats märkbart det senaste året. Inköpschefsindex (PMI) har under vintern legat på sin lägsta nivå sedan 2014. Skillnaderna mellan olika branscher och länder är dock stora. Framtidstron inom tillverkningsindustrin har fallit markant och i nuläget är Spanien det enda större euroland där PMI-nivån fortfarande indikerar expansion. Däremot ser tjänste- och byggsektorerna betydligt ljusare på framtiden. Tjänste-PMI har redan vänt uppåt och ligger nu på i stort sett samma nivå som under de goda tillväxtåren 2016-2017. Den tyska ekonomin, som länge agerat draglok, hämmas av krissympom inom bilindustrin samt en allmänt svag exportutveckling för de viktiga marknaderna Asien, USA och Storbritannien. Sentimentsindikatorer inom tysk industri är nere på samma låga nivåer som under eurokrisen 2011-2012. Italien gick in i en ny recession under hösten 2018 delvis beroende på relativt höga räntor i spåren av osäkra statsfinansiella utsikter. Däremot fortsätter Spanien att visa en god tillväxt och spridningseffekterna från avmattningen i andra länder har varit marginella. Tillväxten i fransk ekonomi vände uppåt i slutet av 2018 trots att strejker och oroligheter hämmade produktion och konsumtion.

**Motståndskraft för inhemsk efterfrågan.** Flera av de problem som orsakade inbromsningen 2018 har visat sig mer seglivade än väntat, vilket lett till nedrevidering av BNP-prognosen jämfört med förra Nordic Outlook. Detta gäller framför allt för 2019 där prognosen reviderats från 1,6 till 1,1 procent. Men samtidigt ser vi goda utsikter för att tillväxtklimatet kommer att förbättras något under andra halvåret 2019. Svagheter inom industrin har inte brutit den starka utvecklingen på arbetsmarknaden och inte heller försvagat hushållens framtidstro i speciellt hög grad, vilket bidrar till en robust inhemsk efterfrågan. Trots industrisvagheter är kapacitetsutnyttjandet högt och investeringarna var en av få komponenter som växade upp 2018. En viss försiktighet väntas bland företagen och investeringarna väntas öka med 2-2,5 procent per år 2019-2020. Sammantaget drar sig den kvartalsmässiga BNP-tillväxten uppåt från de 0,1 procent som noterades under tredje kvartalet 2018 till 0,3 procent mot slutet av i år. Som årsgenomsnitt växlar BNP upp till 1,4 procent 2020.

**Tillväxtskillnader mellan länderna består.** Den förbättring vi väntar oss under året innebär samtidigt att tillväxttalen skiljer sig åt relativt mycket. Den tyska ekonomin möter utbudsbegränsningar men växlar ändå upp från 0,7 till 1,2 procent 2019-2020. Trots en del tillfälliga negativa effekter, förutom bilindustrin även transportproblem i vissa floder och baseffekter inom läkemedel, är ändå de väldigt svaga indikatorerna svärförklarade givet en ändå hyfsad global konjunktur. Italien som länge lidit av strukturella svagheter växer med knappt 1 procent 2020 efter att väntas ligga strax över nollstrecket i år. Frankrike får en finanspolitisk skjuts men positiva effekter av Macrons reformarbete lär dröja samtidigt som risken för nya protester ligger kvar som ett orosmoln; tillväxten ökar från 1,2 procent i år till 1,3 procent 2020. Spanien fortsätter att växa snabbast av de stora länderna och BNP-uppgången landar på ca 2 procent per år.

**Exportmotvinden lättar.** Att USA-efterfrågan hållits uppe hyfsat har hittills inte räckt till när exporten till Storbritannien och den allt viktigare asiatiska marknaden minskat tydligt. Framöver kvarstår vissa orosmoln. Brexit-frågan är ännu olöst i och med upprepade förlängningar av utträdesdatumet. Det finns också en risk att Trumpadministrationens handelspolitiska konfliktfokus framöver skiftar mot Europa i takt med att framsteg görs i relationerna till Kina. Det kan bli en drabba bilindustrin som nu är på väg att återhämta sig efter införandet av nya utsläppsregler hösten 2018. Å

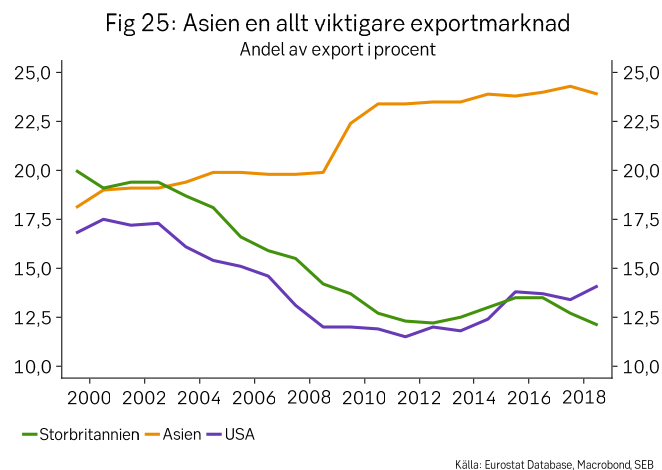
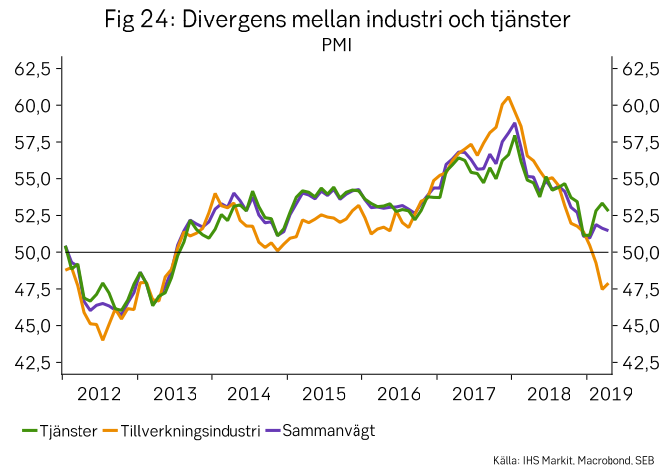
andra sidan är utsikterna goda för att exporten till Kina ska kunna ta fart när den kinesiska finans- och penningpolitiken nu lagts om i expansiv riktning. Genom att eurozonens handel mot Asien ökat trendmässigt kan exporten därigenom stå emot en inbromsning i USA och fortsatt Brexit-osäkerhet (figur 3). Exportökningen, som bromsade in under året, stannade 2018 på 3 procent i volym. En successiv uppväxling gör att årsiffran för 2019 blir något bättre. Men även om exporten fortsätter att öka 2019-2020 ger nettoexporten endast ett marginellt tillväxtbidrag. Bytesbalansöverskottet föll under 3 procent av BNP förra året trots att dämpad ekonomisk aktivitet också bidragit till en avmattning av importen. Överskottet väntas ligga kvar något under 3 procent av BNP under prognosperioden.

**BNP prognoser**

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Tyskland	2,2	1,4	0,7	1,2
Frankrike	2,2	1,6	1,2	1,3
Italien	1,6	0,9	0,2	0,9
Spanien	3,0	2,6	2,3	2,0
Eurozonen	2,4	1,9	1,1	1,4

Källa: Eurostat, SEB.



**Mer stimulanspolitik på väg**

Det offentliga budgetsaldot fortsätter att förbättras. Förra året var underskottet 0,5 procent av BNP; den bästa noteringen sedan 2000, och skuldkvoten har fallit fem år i rad. I regionen är det nu endast Cypern som har ett underskott större än 3 procent av BNP men Spanien, Frankrike och Italien har alla underskott mellan 2 och 2,5 procent. Med en redan ultralätt penningpolitik blir det finanspolitiska manöverutrymmet än viktigare. Tysklands överskott nådde 2018 1,7 procent av BNP, vilket är det bästa utfallet på åtminstone ett halvsekel. Med tanke på den ekonomiska avmattningen är det troligt att regeringen öppnar plånboken, dock utan att överge sin traditionellt konservativa fiskala tradition.

**De stora brottas fortfarande med stora underskott.** Att stora länder som Frankrike, Italien och Spanien fortsätter att brottas med betydande underskott och höga skulder begränsar dock manöverutrymmet. Givet de inrikespolitiska problemen i länderna med regeringsstabilitet i Italien och Spanien samt de Gula västarnas protester i Frankrike lär Bryssel dock få acceptera en något mer expansiv politik än vad regelverket föreskriver. Den finanspolitiska impulsen blir ca 0,25 procent av BNP både 2019 och 2020, vilket innebär att det offentliga underskottet ligger strax under 1 procent av BNP hela prognosperioden. Den offentliga skulden fortsätter sakta nedåt och når 83 procent 2020.

**Försiktiga hushåll trots gynnsamma förutsättningar**

Hushållens ekonomi har utvecklats väl de senaste åren och den trenden väntas fortsätta. Inkomsterna förbättras när sysselsättning och löner, som nu ligger i linje med genomsnittet för de senaste 20 åren, stiger. Samtidigt fortsätter hushållen att agera försiktigt och ökar sitt sparande. Konsumtionens ökningstakt dämpades såväl 2017 som 2018 då den uppgick till 1,3 procent. Även om sysselsättningen ökar något långsammare framöver bidrar löneökningar och en nedjusterad inflationstakt till att hålla uppe köpkraften. Konsumtionen gynnas därtill av stigande tillgångspriser, låga räntor och ett konsumentförtroende på en fortsatt hög nivå. Hushållens konsumtion väntas bli en viktig tillväxt drivkraft de kommande åren, men vi förutser ett fortsatt försiktigt agerande som gör att ökningstakten stannar på 1,5 procent per år.

**Sysselsättningen ökar trots tillväxtinbromsning.** Trots dämpad tillväxt och försvagad framtidstro bland företagen uppvisar arbetsmarknaden fortsatt styrka. Uppgången i sysselsättningen bromsade visserligen in något under slutet av 2018 men ökningstakten var ändå så hög som 1,3 procent i årstakt. Sammantaget skapades drygt 2 miljoner nya jobb 2018 och av de större länderna är det Spanien som tagit över ledartröjan från Tyskland i jobbskapande. Sysselsättningsuppgången driver ner arbetslösheten som nådde 7,7 procent i mars; 0,8 procentenheter lägre än ett år tidigare. Nivån ligger nu endast 0,4 procentenheter från noteringen innan den globala finanskrisen slog till och 4,4 procentenheter lägre än kristoppen. Svårigheter att hitta personal ser nu ut att vara större än vid den förra konjunkturtoppen. Anställningsplanerna har också växlat ner men tyder fortsatt på en sysselsättningsexpansion. Vår prognos är att sysselsättningen ökar med runt 1 procent per år 2019 och 2020.

**Stramare arbetsmarknader ger stigande löner.** Det är tydligt att lönerna stiger mer i länder där arbetsmarknaden är starkast, vilket är naturligt och bidrar till att förbättra Sydeuropas relativa konkurrenskraft gentemot Tyskland. Löneökningstakten har med försiktiga steg klättrat högre och senaste noteringen är 2,2 procent för regionen som helhet. Vi väntar oss en fortsatt uppgång till nära 3 procent vid slutet av 2020. Arbetslöshetsnivån i de olika länderna ger olika utmaningar; i Tyskland bidrar utbudsrestriktioner till en

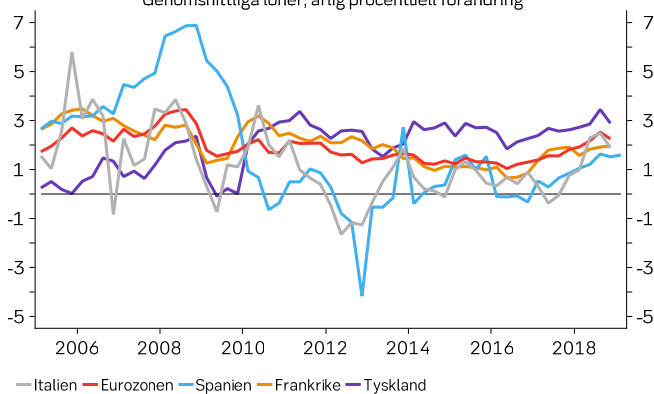


långsammare tillväxt, samtidigt som det fortfarande finns lediga resurser i flertalet länder i regionen. Arbetslösheten väntas sjunka ytterligare något och nå 7,5 procent i slutet av 2020 vilket vi bedömer är i linje med jämviktsnivån.

# -0,40%

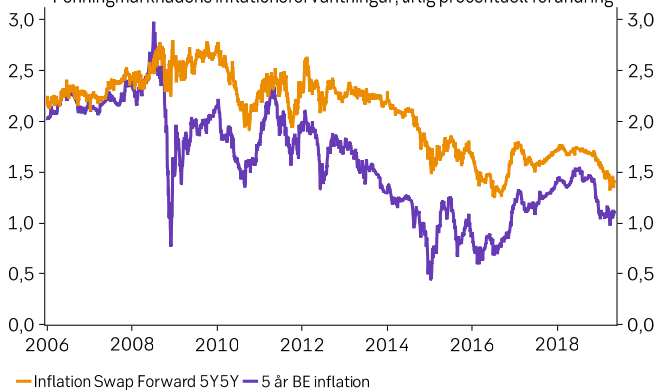
Svag inflation och tillväxtbesvikelser gör att ECB lutar åt det duvaktiga hållet; depositräntan ligger kvar på minus hela 2020

Fig 26: Tyska löner ökar mer än genomsnittet  
Genomsnittliga löner, årlig procentuell förändring



Källa: ECB (European Central Bank), Macrobond, SEB

Fig 27: Inflationförväntningarna har tydligt växlat ner  
Pennyningmarknadens inflationförväntningar, årlig procentuell förändring



Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

## Inflationen ligger kvar kring 1,5 procent

Efter att ha nått upp till strax över 2 procent i somras/höstas har inflationen åter växlat ner och låg i april på 1,7 procent. Det underliggande inflationstrycket ser ut att förbli svagt under hela prognosperioden. Uppväxlingen i löneökningstakt är inte tillräckligt stor för att kunna förändra bilden. Kärninflationen lär ligga kvar runt de 1 procent där den legat de senaste 5-6 åren.

**Svårt att få upp inflationen utan hjälp av olja och mat.** Förra sommarens torra ser inte ut att ha satt några avtryck på internationella priser på råvaror och livsmedel har trendat sidledes. Vid de tidpunkter då inflationen har nått upp till omkring 2 procent de senaste decennierna har det krävts betydande bidrag från de mer volatila mat- och energikomponenterna. Oljepriset väntas visserligen stiga något under prognosperioden men inte tillräckligt mycket för att föra inflationen till målet. Vi räknar därför med att HIKP-inflationen klättrar upp mot 1,5 procent under senare delen av 2019 och sedan ligger kvar på den nivå 2020. En sådan prognos ligger också i linje med marknadens omprisering av inflationsutsikterna med påtagligt fallande inflationsförväntningar.

## ECB i vänteläge – räntehöjningar dröjer

Under 2018 tog ECB trevande steg mot en normalisering av politiken genom att bli avsluta QE-köpen. Därefter har svagare utsikter för tillväxt och inflation tvingat ECB att senarelägga räntehöjningar och på marginalen lägga till ytterligare en touch till den redan duvaktiga politiken. Vid mötet i mars utlovades nya långsiktiga lån till banker (TLTRO III) och räntesignaleringen flyttades till att nuvarande nivå gäller minst till utgången av 2019. Nya TLTRO-lån ska säkerställa att ECB:s balansräkning inte krymper när tidigare TLTRO-lån förfaller och därmed garanteras fortsatt god tillgång till billig likviditet. Därefter har även frågan om ECB, i likhet med t ex centralbanken i Schweiz, ska införa ett system med flera nivåer för depositräntan förts upp på agendan.

**Detaljer om nya åtgärder dröjer.** ECB har redan annonserat att nya TLTRO-lån kommer att erbjudas kvartalsvis från och med september. Villkoren för lånen, samt mer detaljer om hur ECB ser på ett flernivåsystem för depositräntan, får vi vänta på till kommande möten. Vid presskonferensen efter april-mötet deklarerade ECB-chefen Mario Draghi att utformningen av villkoren kommer att bero på hur det ekonomiska och finansiella läget utvecklas. Vi tror att villkoren kommer att bli liknande de som erbjöds vid förra lånerundan (TLTRO II). Det innebär att räntan utgår från refinansieringen men det kommer att finnas en incitamentsstruktur för att öka utlåningen som gör att den kan falla under nollstrecket om bankerna når vissa mål för att öka utlåningen. Frågan om ett flernivåsystem för depositräntan är kopplad till behov att kompensera för negativa effekter av minusräntan. Framför allt kan ett sådant system möjliggöra en negativ ränta under en längre tid. Vi tror att en sådan förändring av regelverket sker tidigast i höst när ECB tvingas signalera ytterligare senareläggning av den första räntehöjningen.

**Oförändrad ränta hela 2020.** Den oväntat svaga ekonomiska utvecklingen, mer återhållsamma centralbanker runt om i världen samt ECB-signaler gör att vi nu bedömer att ECB:s räntor kommer att ligga kvar på dagens nivå under 2019 och 2020. I kombination med nya TLTRO-lån och ett eventuellt flernivåsystem för räntan förbereder sig ECB istället för att minusräntan kan komma att ligga kvar under en lång tid.

## Kina

# Investeringar räddar tillväxten

Kinas ekonomiska inbromsning har bottenkänning. Inhemsk efterfrågan stabiliseras nu genom en ökad investeringstillväxt. Även bankutlåningen ökar vilket möjliggör för centralbanken att fortsätta bedriva en försiktigt expansiv penningpolitik. Motvind från omvärlden håller tillbaka BNP-tillväxten trots att en lösning i handelskonflikten med USA väntas i en nära framtid. Därmed minskar försvagningstrycket mot yuaneln – kapitalinflöden ger också valutastöd.

**Inhemsk efterfrågan stabiliseras.** Regeringens och centralbankens (PBoC) expansiva ekonomiska politik det senaste året börjar nu sätta positiva avtryck i realekonomin. Eftersom Peking satt det officiella BNP-tillväxtmålet för 2019 till "6,0-6,5 procent" kvarstår ambitionen att genomföra en kontrollerad dämpning av tillväxten. BNP-utfallet på 6,4 procent första kvartalet 2019 ger anledning till optimism. I ljuset av Pekings ambition att på sikt minska ekonomins beroende av kreditexpansion håller vi fast vid en BNP-tillväxt på 6,3 procent i år och 6,1 procent 2020.

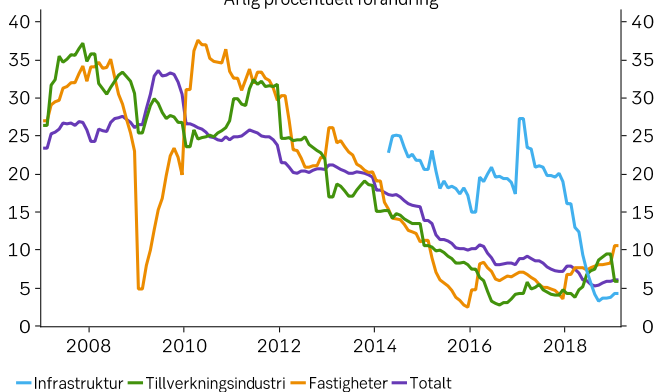
**Investeringarna tar ny fart med infrastruktuursatsningar som viktig tillväxtkälla.** Detta står i bjärt kontrast till den inbromsning som ägde rum under senare delen av 2018. Vår bedömning är att infrastrukturinvesteringarna fortsätter att öka i en stabil takt under återstoden av 2019 vilket ger stöd till inhemsk efterfrågan. Regeringens satsningar på infrastruktur finansieras genom emissioner av en kombination av speciella kommunobligationer samt företagsobligationer. Trots att kvoten av specialobligationer höjs bedömer vi att det inte bidrar med mer än den procent som var bidraget till offentlig finansiering 2018. Bankers utlåningstillväxt ökar också. Det ger PBoC möjlighet att fortsätta bedriva en måttligt expansiv penningpolitik enligt plan. Myndigheterna väntas eftersträva en finansieringstillväxt som i princip följer nominell BNP-tillväxt. Målet är också att PBoC ska bedriva en politik som förbättrar transmissionsmekanismen i privata sektorn med fokus på små- och medelstora företag. Vi räknar med att PBoC sänker kassakraven för stora banker med totalt 1 procentenhet under återstoden av 2019.

**Motvind från omvärlden.** Den globala inbromsningen hämmar återhämtningen i Kinas industrisektorer. Trots lösningen i handelsamtalen med USA väntas nedgången bestå i efterfrågan på elektronikprodukter. Exporttillväxten i Sydkorea och Taiwan, regionens giganter, visar fortfarande inbromsning. Även om ledande indikatorer antyder bottenkänning för elektronikexporten väntas inte uppgången för regionen och Kina bekräftas förrän i slutet av kvartal två.

**Kinas pristryck är fortsatt kontrollerat lågt.** KPI-inflationen har stigit något under våren främst p g a utbudsbrist på grönsaker samt högre fläskpriser. En mer bredbaserad inflationsuppgång p g a ökad inhemsk efterfrågan ligger fortfarande utom synhåll. Därtill visar producentpriserna en fortsatt svag utveckling. Globala råvarupriser har stigit, vilket pressat producentpriserna uppåt, men kinesiska företag verkar ha accepterat lägre vinstmarginaler snarare än högre priser.

**Försvagningstrycket mot yuaneln har avtagit.** Tillväxtoron som skapade en påtaglig depreciering av yuaneln 2018 har nu i princip försvunnit. Marknaden har redan prissatt en lösning på handelskonflikten med USA, vilket inneburit att positiva signaler från samtalen haft små effekter på yuaneln. Kombinationen av en mjukare amerikansk centralbank och starkare inhemsk efterfrågan leder till att yuaneln stärks mot dollarn. I slutet av 2019 och 2020 handlas USD/CNY till 6,65 respektive 6,55. Förhållandena för Kinas kapitalflöden blir allt viktigare för yuaneln i takt med att överskotten i bytesbalansen minskar. Kinesiska obligationer ingår nu formellt i Bloomberg Barclays Global Aggregate Index. Att globala aktieindex omviktas till förmån för kinesiska aktier skapar inflöden som ger stöd för en gradvis starkare yuan.

Fig 28: Tecken på bottenkänning för investeringar  
Årlig procentuell förändring



Källa: CEIC, Bloomberg

## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	6,9	6,6	6,3	6,1
KPI	1,6	2,1	1,9	1,5
Bankernas kassakrav*	17,0	14,5	12,5	12,5
Utlåningsränta*	4,35	4,35	4,35	4,35
Inlåningsränta*	1,50	1,50	1,50	1,50
7-dagars omvärd reporänta*	2,50	2,55	2,55	2,55
USD/CNY**	6,51	6,88	6,65	6,55

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

Tema:

# Klimatförändringar

Svårbedömda och potentiellt stora effekter på ekonomin men begränsade effekter på penningpolitiken

Effekterna av global uppvärmning och omställningen till en hållbar nivå på fossila utsläpp ställer företag och investerare inför nya utmaningar och möjligheter. Samtidigt skärps kraven på att frågorna beaktas i den ekonomiska politiken och i prognoser. Huvudansvaret ligger på regeringar och inom finanspolitikens område men klimatförändringarnas utmaningar har också hamnat på centralbankernas agenda. Mest tydliga är olika konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Klimatförändringarnas påverkan på makroprognoser är dock osäkra och oftast tveeggade. Steget till en direkt påverkan på penningpolitiken är därför långt.

## Komplexa risker över långa tidsperioder

Att bedöma ekonomiska konsekvenser av klimatförändringar är mycket komplext. Ett skäl är att koldioxidutsläpp är långlivade med konsekvenser långt bortom den normala beslutshorisonten. Även om det råder stor vetenskaplig samsyn kring de grundläggande sambanden mellan utsläpp av växthusgaser och temperaturhöjningar är sannolikheten för olika utfall förknippad med stor osäkerhet. Därtill finns risker för kedjeeffekter på ekosystem samt tröskeeffekter från t ex avsmältning av polaris, förändringar i havscirkulationen eller metangasutsläpp från den arktiska tundran. Sk "feta svansar" i sannolikhetsfördelningen innebär att det finns en icke försumbar sannolikhet för extrema utfall med dramatiska konsekvenser.

**Finanspolitiken har huvudansvaret.** Det råder ingen större tvekan om att regeringar genom skatte- och finanspolitiken förfogar över de policyåtgärder som mer direkt kan minska utsläppen av koldioxid. Det grundläggande problemet är den externalitet som uppstår när den samhällsliga kostnad som klimatpåverkande utsläpp ger inte beaktas. Detta marknadsmisslyckande måste hanteras via t ex skatter (sk Pigou-skatt) eller politiskt beslutade kvantitetsbegränsningar. "The tragedy of the commons" var den brittiska 1800-talsekonomen William Forster Lloyds benämning för dilemman att ingen marknadsaktör tar ansvar för negativa gemensamma konsekvenser. Bank of Englands chef Mark Carney har träffande beskrivit "the tragedy of the horizon" som en ytterligare komplikation av att ingen idag heller tar ansvar för konsekvenser bortom den traditionella beslutshorisonten.

**Globala lösningar krävs.** Att utsläppen inte är geografiskt avgränsade gör att internationella överenskommelser är nödvändiga för att uppnå effektiva resultat. Ett dilemma kan vara att utvecklade länder, som har störst möjligheter att genomföra och initiera effektiva åtgärder, i mindre grad än fattiga länder påverkas direkt av klimatförändringar.



Där kan det i stället bli fråga om indirekta effekter kopplade till politisk instabilitet och migrationsströmmar. Hur man värderar svårbedömda skador med en horisont på uppåt hundra år, eller mer, är också beroende av hur framtida generationers välfärd vägs mot dagens. Detta kommer till uttryck i den känsliga frågan om val av diskonteringsränta i samhälls-ekonomiska kalkyler.

### *Flera studier hävdar att BNP-tillväxten sedan 1980 varit i stort sett noll om hänsyn tas till miljöeffekter i bred mening*

#### **Viss påverkan på ekonomiska prognoser**

Klimatförändringar kan påverka ekonomiska prognoser och därmed också den ekonomiska politiken via flera kanaler. Det gäller dels direkta fysiska risker och skadeverkningar samt kostnader för omställningen till ett fossilfritt samhälle, dels indirekta finansiella risker som främst påverkar överväganden avseende den finansiella stabiliteten (se nedan). Det senaste året har de mest aktuella prognosfrågorna rört kortsiktiga effekter av extremväder som stormar, översvämningar, bränder eller missväxt. Fjolårets torka bidrog exempelvis till något lägre produktion och högre priser på svenska jordbruksprodukter. Därtill kan ekonomin påverkas av politiska anpassningar till klimatförändringar och i förlängningen opinionsmässiga reaktioner på dessa. Fjolårets tyska inbromsning var delvis en följd av minskad bilproduktion på grund av nya utsläppstester i spåren av den s k dieseldiemon. De gula västarnas protester i Frankrike utlöstes av höjda bensinskatter och bidrog till en minskad aktivitet i tjänstesektorn under fjärde kvartalet. Ökad beskattning på fossila energikällor kan leda till både ändrade relativpriser och till generellt högre inflation, beroende på i vilken grad ökade kostnader för energi sprider sig till priser på andra varor och tjänster samt löner.

#### **Kniviga men begränsade konsekvenser för penningpolitiken.**

Generellt tar klimathändelser ofta formen av utbudsrelaterade chocker som tenderar att på marginalen lyfta inflationen och samtidigt hämma tillväxten. Den kombinationen ställer centralbanker inför besvärligare avvägningar jämfört med efterfrågechocker som pressar ned både inflation och tillväxt. Det kan därför finnas skäl att utveckla analysen när det gäller spridningsmekanismer m m. I grunden är dock varken naturkatastrofer, svängningar i råvarupriser eller ändringar av skatter nya frågor för centralbanker. Så länge som effekterna av chockerna ses som övergående, och inte påverkar den långsiktiga trenden, kan

penningpolitiken normalt se bortom dessa. Flertalet centralbanker, inklusive Riksbanken, har också tonat ned betydelsen av klimatförändringar i de faktiska policybesluten. Upprepade klimatrelaterade utbudschockerskulle dock kanske kunna ses som permanenta snarare än tillfälliga, enligt t ex Bank of Australia.

**Lägre inflation och trendtillväxt?** På längre sikt kan man tänka sig andra typer av effekter. ECB:s Yves Mersch har t ex lyft fram möjligheten att en lyckad omställning mot förnyelsebar energi kan leda till en längre period med generell nedåtpress på energipriser. Om detta sammanfaller med ett nytt produktivitetssprång i spåren av en fjärde industriell revolution kan vi stå inför ny stark disinflationsperiod i paritet med den mest intensiva fasen i globaliseringsprocessen. Lägre trendmässig BNP-tillväxt är en annan tänkbar konsekvens. San Francisco Fed hänvisar till en studie (Colacito et al 2018) där ökat behov av "defensiva" investeringar i t ex luftkonditionering, skyddsvallar eller befästningar av tågbanor och annan infrastruktur kan tränga ut mer produktivitetshöjande investeringar. Enligt studien kan detta sänka trendmässig BNP-tillväxt med 0,5 procentenheter inom några decennier.

**Positiva spiraler också möjliga.** Med långsiktig press nedåt både på inflation- och BNP-trend kan också skattningar för nivån på neutrala räntor behöva ses över. Men i likhet med andra långsiktiga förändringar som t ex demografi är sådana bedömningar osäkra. Det är därför svårt att dra tydliga slutsatser för penningpolitiken. Effekterna behöver dessutom inte vara entydigt negativa. Ökade investeringar i klimatvänlig infrastruktur kan få positiva tillväxteffekter medan innovationer i klimatvänlig teknik kan sprida sig till övrig ekonomi, t ex i form av en mer effektiv energi-användning. Behovet av klimatomställningar kan också öka acceptansen för en generell aktiv finanspolitik i många länder. Detta kan förstärka de argument för en mer expansiv finanspolitik som t ex Oliver Blanchard och Larry Summers fört fram i en miljö med försvagad verkningsgrad för penningpolitik samt mindre risk för utträngning (crowding out) av övriga privata investeringar.

#### **Större konsekvenser för finansiell stabilitet**

När det gäller policyområdet finansiell stabilitet är det lättare att se konsekvenserna av klimatförändringar. Detta kan förklara varför centralbanker med huvudansvar för dessa områden, som Bank of England, haft en högre profil i klimatrelaterade frågor jämfört med t ex ECB och Riksbanken. Olika typer av risker blir också mer konkreta när det gäller den finansiella stabiliteten.

- Fysiska risker i form av t ex en ökad frekvens av extrema väderhändelser med stora skadeverkningar.
- Risker från anpassningen till ett mer klimatvänligt samhälle.

Generellt ökar förändringar i teknologi och policy omställningsriskerna medan "business as usual" innebär större fysiska risker.

**Försäkringskostnader ökar.** Klimatförändringar har redan börjat sätta tydliga spår i försäkringsrelaterade

kostnader. Havsnivåhöjningen på 20 cm för Manhattan sedan 1950-talet bedöms t ex ha ökat försäkrings-skadorna med 30 procent för stormen Sandy 2012. Större klimathändelser kan orsaka konkurser i försäkringsbolag eller tvinga dessa att realisera finansiella tillgångar i stor skala med finansiell prispress som följd. Det kan också bli svårare att överhuvudtaget försäkra vissa tillgångar, vilket för med sig andra risker för den finansiella stabiliteten när oförsäkrade hushåll och företag drabbas av följder av naturkatastrofer. En annan oro är att klimathändelser eller miljörelaterade skadestånd kan hota värdet på säkerheter för lån och orsaka kreditförluster, särskilt i geografiskt eller branschmässigt koncentrerade låneportföljer.

**Omställningsprocess kan skapa "stranded assets".** Stora förändringar i prissättningen på olika tillgångar kan också utgöra risker för den finansiella stabiliteten. Prisfallen på fossila råvaror eller aktier i företag med affärsmodeller som är beroende av fossila energikällor kan t ex bli betydande framöver. Exempel på sådana s k "stranded assets" är kolreserver som till följd av regeländringar inte längre skulle bli värda att utvinna. Den s k kolbudgeten, som anger hur stora koldioxidutsläpp som är förenliga med målet att begränsa den globala temperaturhöjning till 2 grader, skulle t ex kräva att 2/3 av idag kända fossila reserver stannar i marken, varav merparten utgörs av kol. Oron för korrelerade kreditförluster och tillgångsprisfall, och i värsta fall kriser i hela det finansiella systemet, har resulterat i globala initiativ för att öka transparensen kring enskilda företags exponering mot klimatrelaterade risker.

### Möjligheter och risker med en grönare finansmarknad

Förutom direkta effekter för prognoser och ekonomisk politik förs nu diskussioner om andra institutionella förändringar. Ett område rör införande av makroekonomiska mått och mål som tar hänsyn till t ex klimatförändringar eller utarmning av naturresurser. Flera studier (t ex "Mismeasuring our lives: Why GDP doesn't add up" av Joseph Stiglitz et al 2010) hävdar att BNP-tillväxten sedan 1980 varit i stort sett noll om hänsyn tas till miljöeffekter i bred mening. Övergripande mått som t ex "grön BNP" har potential att ge bättre vägledning för beslutsfattare i en komplex värld.

**Men nya mått är också förknippade med risker.** Det kan t ex vara svårt att konstruera måtten utan att göra genuint svåra avvägningar som t ex splittrar forskarvärlden eller som berör politiska konfliktområden utan enkla svar. Man bör också komma ihåg att nuvarande

BNP-mått inte i första hand syftar till att vara ett mål i sig. Även om BNP per capita ibland används som en välbefindnings- eller till och med "lycko"-indikator är BNP främst designat för att vara ett stabiliseringspolitiskt hjälpmedel för finans- och penningpolitik att orientera sig i frågor av mer cyklisk art. Gröna inslag skulle göra måtten mer svårtydda i den funktionen. Därför handlar det mer om att hitta komplement till traditionella mått och inte att ersätta dem.

**Initiativ till en grönare finansmarknad.** Centralbanker och andra tillsynsmyndigheter kan också spela en viktig roll när det gäller utvecklingen av en finansiell infrastruktur, där gröna obligationer används för att finansiera klimatinvesteringar. Syftet är att uppmuntra den privata sektorn att bidra med resurser till klimat-omställningen men kanske framförallt att stimulera till klimatinnovationer. Det finns dock en risk för att det snabbt ökande intresset för "gröna investeringar" leder till prisbubblor. ECB:s Yves Mersch har gått så långt att han betecknat detta fenomen som en finansiell systemrisk i sig. Denna oro accentuerar i sin tur behovet av att driva på skapandet av transparenta och enhetliga regelverk kring t ex vad som får betecknas som "grönt". Ett exempel är EU:s gröna s k taxonomi.

**Däremot har centralbankerna generellt tagit avstånd från tankar om en "grön" penningpolitik.** Ett exempel är förslag om att centralbanker ska prioritera gröna obligationer inom ramen för sina kvantitativa stimulanser. För t ex ECB stod obligationer i koldioxid-intensiva företag för nära hälften av det totala universet när programmet för köp av företagsobligationer lanserades. En sådan policyändring skulle, menar centralbankerna, kunna hamna i konflikt med det övergripande målet om prisstabilitet och även med kraven på att politiken ska vara konkurrensmässigt neutral. Därtill skulle utbudet av tillgängliga obligationer för den privata marknaden begränsas, vilket ytterligare skulle accentuera de bubbelrisker som diskuteras ovan. Det grundläggande skälet till centralbankernas kallsinnighet är dock snarare oron för att ökade inslag av politiska hänsyn kan bli ett hot mot centralbankernas oberoende.

**Sammanfattningsvis ser klimatförändringen ännu inte ut att sätta märkbara avtryck i penningpolitiken.** Risker för mer frekventa och extrema väderhändelser och störningar i det finansiella systemet från både klimathändelser och anpassningsprocesser ställer dock ökade krav på förståelsen av klimatförändringen och dess ekonomiska konsekvenser.

Typ av risk		Exempel på risker för ekonomin	Exempel på risker för finansiell stabilitet
Fysiska risker	Extrema väderhändelser	Oväntade utbuds- (& efterfråge)chocker	Skadekostnader (försäkrade & oförsäkrade), skadeståndsanspråk, kreditförluster
	Global uppvärmning	Lägre produktivitet & trendtillväxt	
Anpassningsrisker förändring av teknologier & policy		Utbuds- (& efterfråge)chocker, påverkan på inflation & (trend)tillväxt	"Stranded assets", påverkan på affärsmodeller "gröna bubblor"
"Business as usual" => större fysiska risker Förändringar i policy & teknologi => större anpassningsrisker			

# Norden

Expansiv finanspolitik och svag krona bidrar till att hålla svensk tillväxt nära trend 2019 och 2020. Inflation under målet gör att Riksbanken avvaktar till mitten av 2020 och att räntan stannar på noll. Ökad investeringsaktivitet i olja- och gassektorn får både norsk tillväxt och Norges Bank att gå mot strömmen. Starka hushållsfundamenta och god konkurrenskraft ger stöd för dansk tillväxt. Inbromsningen i finsk ekonomi mildras av en fortsatt hyfsad inhemsk efterfrågan och något bättre global efterfrågan.

## Sverige

# 17,1%

Rekordhøgt hushållssparande men konjunkturoro gör att hushållen tvekar att dra upp sin konsumtion.

Sida 33

## Norge

# 1,75%

Styrränta vid slutet av 2020. Norges Bank går mot strömmen och fortsätter att höja räntan sammantaget 3 gånger i år och en gång 2020.

Sida 40

## Danmark

# 2,0%

BNP-tillväxt 2019. Efter förra årets svacka, som underskattar den underliggande trenden, har tillväxten återhämtat sig.

Sida 39

## Finland

# 6,4%

Arbetslöshet, april 2019. Arbetslösheten ligger nu bara ett par tiondelar över bottenivån innan den globala finanskrisen slog till.

Sida 42

## Sverige

Tillväxten hålls uppe;  
inflation under målet

BNP saktar in i spåren av dämpad internationell efterfrågan och fallande bostadsbyggande. Expansiv finanspolitik och svag krona gör ändå att tillväxten ligger nära trend 2019 och 2020. Arbetslösheten stabiliseras och resursutnyttjandet faller tillbaka något. Löneavtal som sluts i början på 2020 väntas hamna på 2,5-2,6 procent; en nivå som gör att inflationen på sikt hamnar under 2 procent. Riksbanken senarelägger höjningar ytterligare och reporäntan ligger på 0 procent vid slutet av 2020.

## Svagare sentiment men vissa ljuspunkter trots allt

Trots att sentimentsindikatorer i de flesta fall har försvagats sedan januari står vi fast vid en BNP-prognos på 1,6 procent för 2019. Preliminära hårddata för första kvartalet har varit så starka att vi till och med ser en uppåtrisk för prognosen. Flera tecken tyder dock på att vi är på väg in i en lugnare tillväxttakt. Svag internationell efterfrågan gör att industriproduktion och export saktar in den närmaste tiden. Även inhemsk efterfrågan försvagas; mest tydligt för bostadsinvesteringar som föll markant under 2018 efter att ha gett ett betydande positivt bidrag till BNP-tillväxten under en rad år. Trots orosmoln, både inhemskt och internationellt, är vår prognos att svensk tillväxt kommer att fortsätta vara starkare än på många andra håll i Europa. Prognosen för BNP nästa år har dock justerats ned ett par tiondelar till 1,7 procent.

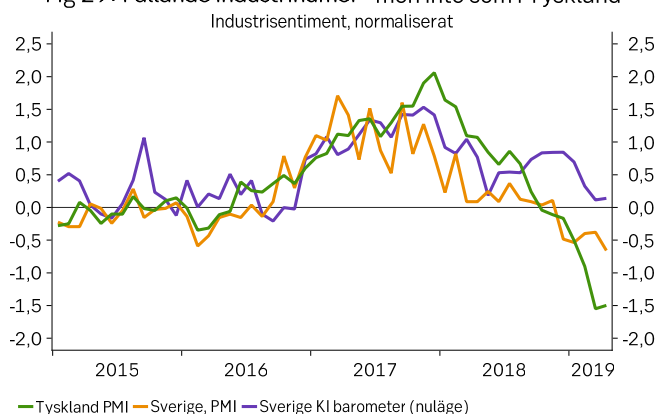
**Svensk industri håller emot tysk nedgång.** Sentimentsindikatorer för industrin har gradvis fallit tillbaka det senaste året. Till skillnad mot läget i Tyskland har svenska inköpschefsindex (PMI) stabiliserats de senaste månaderna (se fig 1) och nivån är fortfarande förenlig med en expansion. Svag krona och mindre svensk exponering mot bilindustrin kan delvis förklara skillnaden. Den historiska korrelationen mellan svensk och tysk industri-PMI är ändå så hög att det är svårt att tro att den nuvarande stora differensen kommer bli bestående. Svensk PMI har tenderat att vara ledande med någon månad jämfört med Tyskland och stabiliseringen i Sverige stödjer vår prognos om en viss återhämtning för tysk industri. KI-barometern är mer positiv och ligger på nivåer som indikerar en BNP-tillväxt i linje med historisk trend. Även om signalerna är blandade är det troligt att industrin nu saktar in och prognosen för exporten har justerats ned till 2,8 procent i år och 2,6 procent 2020; 0,5-1 procent per år lägre än bedömningen i januari.

**Bostadsinvesteringarna faller.** Nedgången i antalet påbörjade lägenheter inleddes i mitten av 2017 och har därefter återspeglats i fallande bostadsinvesteringar. Jämfört med toppnivån första kvartalet 2018 har bostadsinvesteringarna fallit med knappt 10 procent. Fallet fortsätter i år och bedömningen att bostadsinvesteringarna ger ett negativt tillväxtbidrag på drygt 0,5 procentenheter 2019 ligger fast. Under 2014-2017 gav bostadsinvesteringarna ett positivt bidrag till tillväxten på 0,6-0,7 procentenheter per år. Nedgången har som väntat främst varit hänförlig till bostadsrätter medan byggandet av hyresrätter och småhus är betydligt stabila. Under fjärde kvartalet 2018 märktes en utplaning och vi står fast vid prognosen att antalet påbörjade lägenheter faller till ca 45 000 i år; drygt 30 procent färre än 2017. För 2020 förutser vi en viss uppgång till 50 000 påbörjade lägenheter. Utsikterna för övriga investeringar är blandade. Industrins investeringar förblir svaga medan den snabba investeringsuppgången i offentlig sektor fortsätter. En viss uppgång för investeringarna i tjänstesektorn och kommersiella fastigheter bidrar till att de totala investeringarna ökar med 2,0 procent i år trots det stora fallet för bostäder.

## Tvekande hushåll fortsätter att spara

Trots stark arbetsmarknad och stigande inkomster bromsade konsumtionen in märkbart under andra halvåret 2018. Minskade bilköp till följd av skatteförändringar (bonus-malus) i juli var en orsak, men konsumtionen var generellt oväntat svag. Stabilt stigande hushållsinkomster talar för en ökande konsumtion framöver. Sysselsättningen bromsar visserligen in men å andra sidan upphör de senaste årens ökning av energipriserna att urgröpa köpkraften. Skatterna sänks inte obetydligt; i år främst i form av ett nytt steg i jobbskatteavdraget och lägre skatt på pensioner och nästa år avskaffas värnskatten. Totalt sänks hushållens inkomstskatter med

Fig 29: Fallande industrihumör - men inte som i Tyskland



Källa: Konjunkturinstitutet, IHS Markit, Macrobond, SEB

## Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	2,1	2,3	1,6	1,7
KPIF	2,0	2,1	1,9	1,5
Arbetslöshet	6,7	6,3	6,3	6,3
Löner	2,3	2,5	2,6	3,2
Offentligt saldo *	1,4	0,9	0,7	0,5
Offentlig skuld *	40,8	38,8	34,6	34,0
Reporänta**	-0,50	-0,25	-0,25	0,00
EUR/SEK***	9,84	10,28	10,90	10,20

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



16 miljarder i år och 10 miljarder 2020 inräknat en liten höjning av kommunalskatten.

**Rekordhøgt sparande.** Hushållen är dock fortsatt försiktiga. Sparkvoten steg till en ny rekordnivå på 16,8 procent fjärde kvartalet och väntas ligga kvar där under prognosperioden. Konjunkturoro bidrog till att hushållens förtroendeindikator föll i slutet av 2018 till de lägsta nivåerna sedan 2012 och trots en rekyl uppåt de senaste månaderna är nivån historiskt låg. Givet starka inkomster och stabila tillgångspriser är dock en viss fortsatt återhämtning trolig; något som stöds av positiva signaler från detaljhandel och konsumtionsdata i början på 2019. Vi håller fast vid prognosen att konsumtionen ökar med knappt två procent både i år och 2020.

Fig 30: Stigande investeringar i offentlig sektor

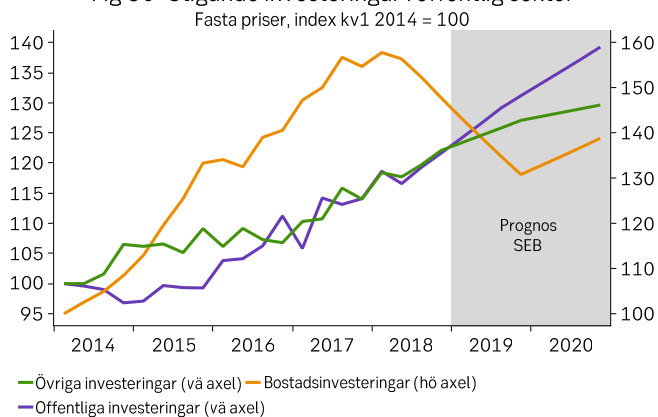
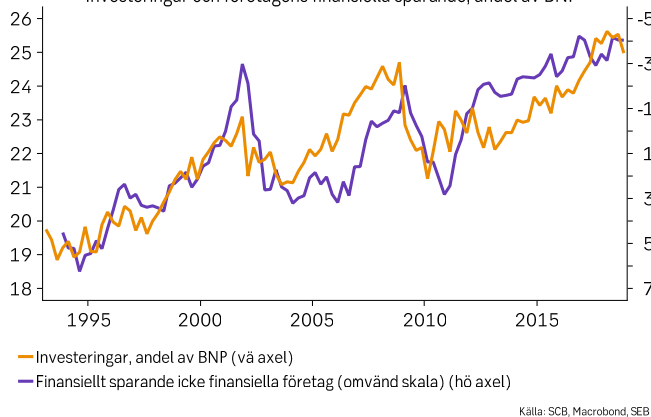


Fig 31: Företagen lånar för att investera  
Investeringar och företagens finansiella sparande, andel av BNP



## Hushållens inkomster och sparande

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Real disponibel inkomst	1,8	2,9	1,8	2,1
Privat konsumtion	2,2	1,2	1,7	1,7
Sparkvot	15,1	17,1	17,0	17,3

Källa: SCB, SEB

**Hög inhemsk efterfrågan har sänkt bytesbalanssaldot.** Överskotten i utrikeshandeln har gradvis fallit sedan finanskrisen och överskottet i bytesbalansen 2018 var måttliga 2 procent av BNP; långt under nivån på 8 procent 2007. Stark inhemsk efterfrågan, med investeringar som stigit till 25 procent av BNP (högsta nivå sedan 1980-talet) är den viktigaste orsaken. Det finns dock även tecken på att försämrade konkurrenskraft gentemot eurozonen lett till att svensk export har ökat långsammare än i Tyskland och andra euroländer. Att investeringarna saktar in gör att överskotten i bytesbalansen åter bedöms öka under 2019 och 2020.

## Expansiv finanspolitik håller uppe BNP-tillväxten

Den offentliga konsumtionen har varit i en expansionsfas sedan flyktingkrisen 2015-2016. Uppgången bromsar nu in men efterfrågan på offentliga tjänster fortsätter att vara stark. Offentlig sysselsättning ökar med nästan en procent per år; starkare än den historiska trenden om än en dämpning jämfört med de senaste tre årens expansion. Speciella mätmetoder gör att produktivitetsutvecklingen i offentlig sektor fortsätter att vara negativ vilket gör att volymtillväxten ligger nära noll. Att Sverige, i stort sett ensamma, tillämpar Eurostats rekommendationer för beräkning av offentlig konsumtion sänker svensk BNP-tillväxt med 0,2-0,3 procent per år jämfört med andra länder.

**Finansministern får öppna skattkistan trots allt.** Trots att ekonomin bromsar in ser de offentliga finanserna fortsatt starka ut. Det offentliga överskottet låg förra året nära 1 procent av BNP och den offentliga skulden föll under 40 procent av BNP. Samtidigt nådde statskulden som andel av BNP sin lägsta nivå på ca 40 år. S-MP-regeringens budgetsamarbete med Liberalerna och Centerpartiet ger finanspolitiken en expansiv bias framöver trots finansministerns uttalanden i samband med Vårpropositionen att utrymmet för stimulanser är uttömt. För att samarbetet ska hålla ihop och samtidigt inte skapa interna partipolitiska spänningar krävs att reformer som tas upp i samarbetsprogrammet genomförs. Även om detta delvis kan finansieras av utgiftsneddragningar och skattehöjningar räknar vi med en finanspolitisk impuls på 0,5-1,0 procent av BNP per år 2019 och 2020. Trots det ligger överskottet kring 0,5 procent av BNP 2019 och 2020 och den offentliga skulden faller under 35 procent av BNP redan i år.

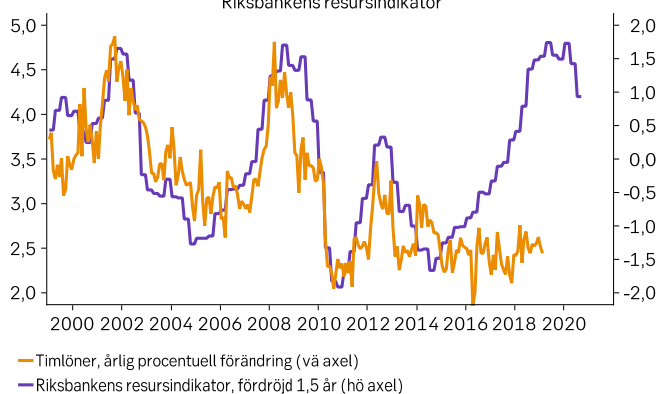
**Målkonflikt inom finanspolitiken.** Det finanspolitiska ramverk som gäller från och med i år omfattar ett överskottsmål på 1/3-dels procent av BNP och ett skuldankare på 35 procent av BNP. När skulden faller under skuldankaret samtidigt som överskottet ligger över målet uppstår en målkonflikt där vi bedömer att skuldankaret blir mer styrande. Det är knappast rimligt att pressa ned skulden när det finns stora behov inom flera offentligt finansierade områden. Att Riksbanken samtidigt innehar nära hälften av den utestående statsobligationsstocken accentuerar ytterligare frågan om likviditetsproblem på marknaden för svenska statspapper.

## Arbetslösheten planar ut

Styrketecknen har fortsatt att dominera på arbetsmarknaden även om den höga ökningstakten i antalet sysselsatta mattats av de senaste 6-9 månaderna. Svagare BNP-tillväxt talar för att inbromsningen fortsätter, men indikatorer tyder på en ökningstakt på nästan 1,5 procent i årstakt det närmaste halvåret. Trots att sysselsättningen varit starkare än väntat har arbetslösheten ökat oväntat mycket. En hög volatilitet i utfallen det senaste året gör utvecklingen svårtolkad. En oväntat tydlig uppgång i förvärsfrekvensen förklarar detta och ger tillsammans med en tydlig befolkningsökning en markant ökning av arbetsutbudet. Trots att en ökande andel av befolkningen tillhör grupper med svag anknytning

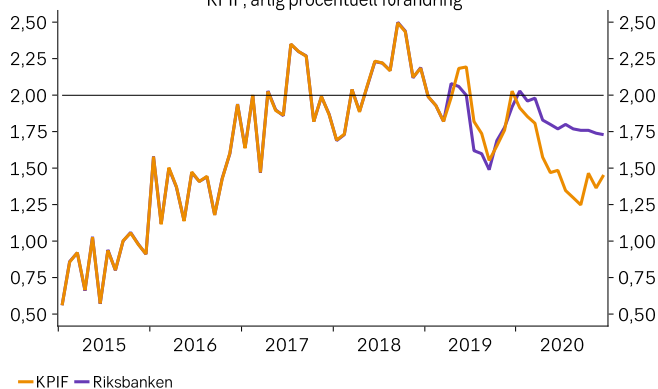
till arbetsmarknaden (enligt Arbetsförmedlingens definition) så börjar vi närma oss en förvärvsfrekvens i paritet med rekordnivåerna från slutet av 1980-talet, vilket är extremt högt i ett internationellt perspektiv. Vi fortsätter att tro att uppgången i arbetsutbudet stannar av och att arbetslösheten planar ut nära nuvarande nivåer.

Fig 32: Resursutnyttjandet faller från hög nivå  
Riksbankens resursindikator



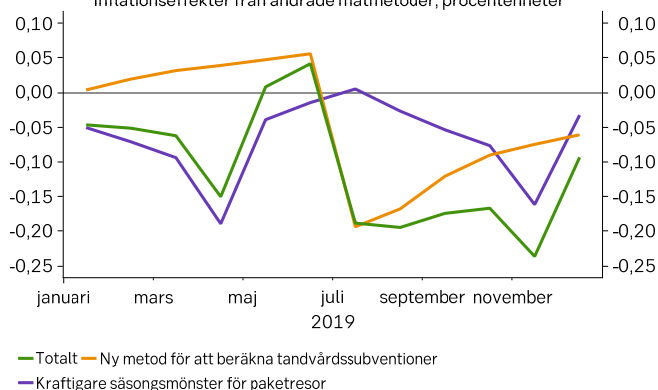
Källa: Medlingsinstitutet, Macrobond, SEB

Fig 33: Inflationen under målet  
KPIF, årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken, Macrobond, SEB

Fig 34: Ändrade mätmetoder sänker inflationen i år  
Inflationseffekter från ändrade mätmetoder, procentenheter



Källa: SCB, Macrobond, SEB

## Tröga löner och motvind för inflationen

Trots att resursutnyttjandet nådde historiska toppnivåer under 2017 och 2018 har löneökningstakten bara växlat upp marginellt och har under inledningen av 2019 legat på drygt 2,5 procent. Den gradvisa avmattningen på arbetsmarknaden har medfört att Riksbankens resursindikator vänt nedåt det senaste halvåret och det är därför osannolikt att lönerna ska växla upp nämnvärt i år. Treårsavtalen på 2,2 procent löper ut i slutet av mars 2020. Den första viktiga hållpunkten i kommande avtalsrörelse är höstens fackliga koordineringsprocess. Därefter förs de egentliga förhandlingarna mellan parterna i början på 2020. Högre inflationsförväntningar och något snabbare löneökningar i Tyskland talar för att avtalen hamnar något högre än förra gången men mot detta står att arbetsmarknadsläget är på väg att mattas. Vi räknar med avtal på 2,5-2,6 procent per år; marginellt lägre än i förra prognosen. Med en löneglidning på rådande nivåer ger detta totala löneökningar på drygt 3 procent år 2020.

**KPIF-inflation nära målet i närtid.** Inflationen har överraskat på nedsidan i början av året och KPIF var 1,8 procent i mars. Stigande energipriser bidrar dock till att inflationstakten återhämtar sig till något över 2 procent de närmaste månaderna. Det närmaste halvåret bidrar också en svag krona och högre livsmedelspriser till stigande inflation. Dessa krafter började verka redan i början av 2019 men lägre priser på paketresor, som förklaras av att SCB använder en ny statistikkälla, bidrog till att hålla ner inflationen med några tiondelar i mars (se ruta). Sammantaget kommer KPIF-inflationen att ligga nära målet under hela 2019.

## Nya mätmetoder ger störningar i inflationen

En ny statistikkälla för paketresor bidrar till att hålla nere inflationen under större delen av året genom ökade säsongsvariationer. Under andra halvåret kommer dessutom ytterligare en teknisk effekt att pressa inflationen nedåt, då SCB införde ett nytt sätt att beräkna subventionernas inverkan på priset för tandläkarbesök. Sammantaget bidrar dessa tekniska effekter till att minska KPIF med nästan 0,2-0,3 procentenheter under andra halvåret 2019 med vissa variationer mellan olika månader. Från och med december i år försvinner effekterna på inflationstakten.

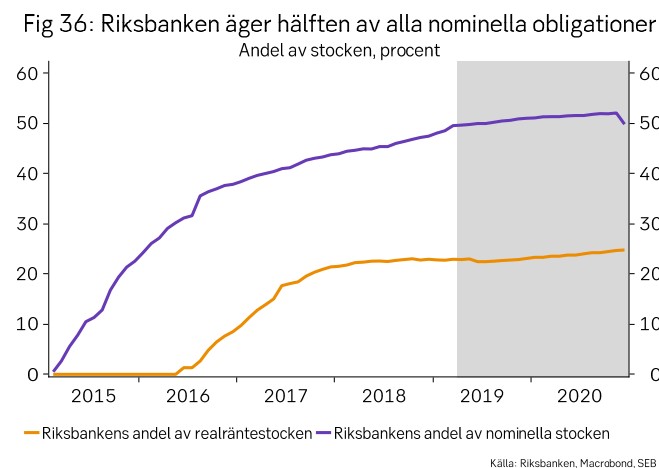
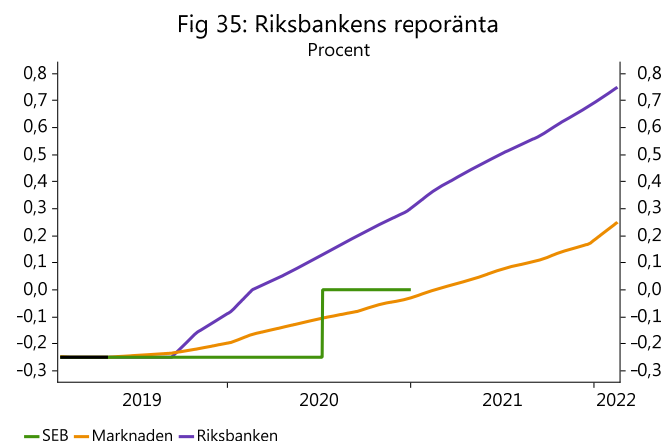
**KPIF-inflation närmare 1,5 än 2 procent mot slutet av 2020.** På lite sikt ser vi dock en fallande trend för KPIF-inflationen. Effekterna från kronsvaghet och högre livsmedelspriser faller gradvis ur den årliga inflationstakten. Därtill pekar nu terminspriser på både olja och elektricitet nedåt. Energipris-komponenten väntas därför slå om till ett negativt bidrag till inflationen från och med andra halvåret 2019 efter att ha gett positivt bidrag under en rad år. I avsaknad av stöd från energi- och valutabidrag är vår syn att en löneökningstakt något över 3 procent inte är tillräckligt för att ge en stabil underliggande inflation i paritet med målet. Detta gäller i en miljö av svagt stigande internationella priser. Vi tror därför att KPIF-inflationen kommer att ligga en bit under 2 procent 2020.

## Otydlig reaktionsfunktion för penningpolitiken

Vid aprilmötet sänkte Riksbanken sin räntebana och tidpunkten för nästa reporäntehöjning senarelades till slutet av 2019 eller början på 2020. Därtill sänktes räntebanan med som mest 40 punkter i slutet av prognoshorisonten. Nedjusteringen motiverades främst med nya negativa överraskningar för inflation och inflationsförväntningar. Ökad osäkerhet om den internationella konjunkturutveck-

lingen och mjukare tongångar från ledande centralbanker nämndes också som motiv. Direktionen sände därmed en tydlig signal att man har fortsatt fullt fokus på att få inflationen tillbaka till målet. Spekulationer om att räntehöjningen i december var ett tecken på att man ville komma bort från minusräntan och därmed hade större tolerans för besvikelser på inflationssidan kom därmed på skam.

## Huvudscenariot är en höjning i juli 2020 men om reaktionsfunktionen från aprilmötet sätter tonen är det svårt att se några höjningar alls 2020



**Räntehöjning skjuts upp ytterligare.** Om aprilmötet beteende skulle sätta tonen även framöver tror vi Riksbanken får svårt att leverera fler höjningar under prognosperioden. Högre energipriser och svagare växelkurs kommer att ge en inflationsimpuls, men vår prognos för KPIF ligger trots det en bit under Riksbankens i slutet av året och i än högre grad under 2020. Speciellt tror vi att Riksbanken när tiden väl närmar sig kommer att avstå från att höja mitt under pågående avtalsrörelse. Riksbankens oförmåga att klara inflationsmålet har gjort att arbetsmarknadens parter ifrågasatt dess funktion som ankare i löneförhandlingarna. Problemet accentueras nu också av att inflationsförväntningarna enligt både enkäter och pris-sättningen på realränteobligationer fallit under två procent.

**Det blir bara en höjning 2020.** Frågan är om Riksbanken överhuvudtaget kommer att kunna höja räntan i rådande miljö där tongivande centralbanker mjukar upp sina planer. Under tidigare period med än starkare tillväxt underkände Riksbanken höjningsmotiv som att det kunde vara klokt att samla ammunition inför nästa recession eller för att bromsa uppgången i huspriser och hushållsbelåning. Ett höjningsargument kan vara att resursutnyttjandet är högre än normalt, men det förefaller troligt att det kommer att falla under de närmaste åren. Vi har senarelagt vår prognos för nästa höjning från april till juli 2020 och tror att Riksbanken då väljer att höja när avtalsrörelsen är avklarad och inflationen är hyfsat nära målet. Att vår inflationsprognos ligger lägre än Riksbankens gör dock att vi därefter inte tror på fler höjningar. Reporäntan kommer därmed att ligga på 0 procent vid slutet av 2020.

### Mjuk Riksbank dämpar svenska räntor

Riksbankens mjuka räntebesked i april har fått svenska marknadsräntor att falla och räntedifferensen mot Tyskland har gått ihop med cirka 10 räntepunkter sedan beskedet. För tillfället ser vi få drivkrafter för att ränteskillnaden ska öka igen med tanke på vår prognos att nästa riksbankshöjning dröjer till juli 2020. Riksbankens besked att köpa statsobligationer för ytterligare 45 miljarder kronor till och med december 2020 pressar också ned räntorna. Dessutom har Finansinspektionens lagt förslag om ökade likviditetsreserver i svenska kronor som väntas leda till ökad efterfrågan på säkra svenska tillgångar. Vår bedömning är att nya fördröjningar av räntehöjningar bidrar till att räntedifferensen går ihop ytterligare något till 25 räntepunkter (från 32 punkter) vid slutet av 2019. Under 2020 när Riksbanken bedöms höja räntan före ECB väntas spreaden gå isär något och vara 45 räntepunkter vid slutet av 2020.

**Riksgälden alltför pessimistisk om statsfinanserna.** Riksbankens beslut att återinvestera cirka hälften av sitt innehav av de obligationer som förfaller i december 2020 i förtid samt hälften av sina kupongutbetalningar innebär att Riksbanken återigen låter sin balansräkning växa och temporärt ökar sitt innehav av den nominella stocken till 52 procent. I de flesta kortare nominella statsobligationer uppgår Riksbankens innehav redan till cirka 60 procent. Riksgäldens prognos är att svagare makrodata ska bidra till att årets överskott i statsbudgeten vänds till ett underskott 2020. Denna bedömning ligger bakom planerna att öka emissionsvolymerna i nominella statsobligationer från 30 till 40 miljarder kronor. Vår bedömning är att Riksgälden är för pessimistisk i sin prognos och vi ser en stor risk att obligationsutbudet förblir lågt under en längre period, vilket också väntas pressa svenska obligationsräntor nedåt.

Tema:

# Kronan

Strukturella faktorer bakom trendmässigt svagare SEK-jämvikt

*Under en lång följd av år fram till finanskrisen 2008 låg kronan stadigt runt 9,00 kronor mot euron. När EUR/SEK nu handlas över 10,50 uppfattas kronan som mycket undervärderad. Att de senaste årens kronförsvagning hänger ihop Riksbankens ganska extrema penningpolitik är nog de flesta ense om. Samtidigt verkar det finnas mer underliggande strukturella faktorer som förklarar kronans försvagning sedan sedan finanskrisen. Våra skattningar tyder på att jämviktskursen gentemot euron stigit från ca 9,20 år 2008 till ca 9,70 idag. Det bidrar till att vi antagligen får vänja oss vid en svagare krona på sikt och att kronans undervärdering inte är så betydande som man kanske trott.*

**Utralätt penningpolitik har bidragit till kronförsvagning.** Det råder stor enighet om att de senaste årens kronförsvagning hänger ihop med Riksbankens extrema penningpolitik med minusränta, omfattande obligationsköp och, under en period, ett öppet mandat att intervensera i valutamarknaden för att motverka en kronförstärkning. De senaste åren har stora räntedifferenser mot bl a dollarn har gjort det attraktivt för svenska försäkringsbolag och finansiella institutioner att öka exponeringen mot utländsk valuta, i synnerhet som kronan har försvagats trendmässigt. Det låga räntelaget verkar också ha bidragit till att SEK kan ha fungerat som en finansieringsvaluta för spekulativa aktörer på valutamarknaden som kan dra nytta av räntedifferensen. Samtidigt har den svenska minusräntan sannolikt bidragit till ett förändrat beteende bland de svenska exportbolagen. Det är rimligt att man försöker undvika att växla in intäkter i utländsk valuta till kronor, eftersom minusräntan innebär en kostnad för hålla dem på svenska konton.

**Kronförsvagningen har också andra orsaker.** Det är dock troligt att kronan hade försvagats även med en mindre extrem penningpolitik. Under eurokrisen 2011-2012 stärktes kronan kraftigt när svenska fundamenta bidrog till att SEK sågs som ett attraktivt alternativ till en hotad euro. Under denna period nådde SEK nivåer där den antagligen var övervärderad mot euron och en rad andra valutor. Med en normalisering i euroområdet har den fördelen sedan länge försvunnit från valuta-prissättningen. Samtidigt verkar det ha skett en successiv förändring i negativ riktning i flera strukturella faktorer som styr kronans värde på längre sikt.

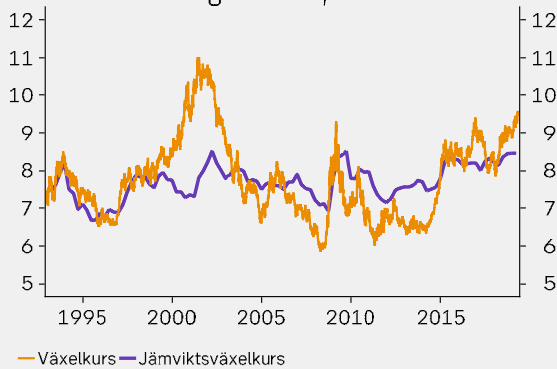




**Fyra variabler bakom vårt jämviktsmått.** Det finns flera metoder för att försöka fastställa kronans jämviktskurs mot andra valutor, dvs vad som är ett korrekt värde för kronan på lång sikt mot andra valutor. Själva tillämpar vi en mer empirisk approach med en modell där fyra olika faktorer styr valutans långsiktiga jämviktsnivå. Dessa faktorer är inflation, enhetsarbetskostnad, terms of trade, dvs. relativpriset på export i förhållande import, samt tioårig realränta.

**Jämviktsväxelkursen ha glidit uppåt.** Skattningar med denna modell tyder på att den långsiktiga jämviktsväxelkursen för USD/SEK nu ligger nära 8,50. Modellen indikerar också att kronans jämviktsväxelkurs mot dollarn har försämrats stadigt från ca 6,90 år 2008.

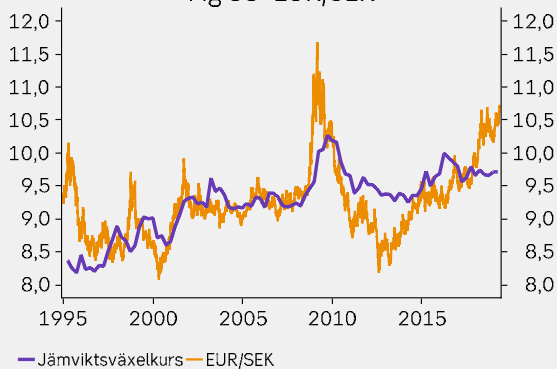
Fig 37: USD/SEK



Källa: Macrobond, SEB

Jämviktskurs för EUR/SEK har haft en snarlik utveckling och skattningar tyder på att den nu ligger runt 9,70 jämfört med ca 9,20 före finanskrisen 2008 och ca 8,30 om man går tillbaka ända till 1996. En betydande del av försämringen har skett de senaste åren.

Fig 38: EUR/SEK

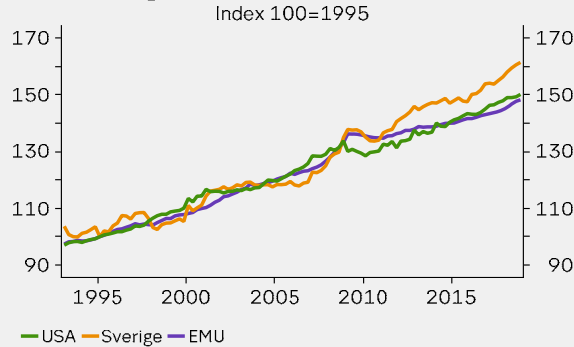


Källa: Macrobond, SEB

**Liknande faktorer bakom försvagning mot EUR och USD.** En trendmässig nedgång i realräntan gentemot omvärlden verkar vara den viktigaste förklaringen. Den svenska 10-åriga realräntan har trendmässigt fallit mot den 10-åriga realräntan i euroområdet och i USA. Till exempel ligger den svenska 10-åriga realräntan ca 150 baspunkter över euroräntan 1995 medan den idag istället ligger drygt 100 baspunkter under. Denna förändring är delvis knuten till Riksbankens agerande men det finns också andra än mer underliggande faktorer. Kronans jämviktsväxelkurs har till exempel dragit sig uppåt beroende på att enhetsarbetskostnaderna, dvs i huvudsak löne-

kostnader korrigerade för produktivitetens utveckling, efter finanskrisen har ökat snabbare i Sverige än i omvärlden. De senaste 4-5 åren har även svensk KPI ökat snabbare än i euroområdet, vilket också bör medföra en något svagare nominell växelkurs enligt köpkraftspariteten (PPP). Det gäller dock inte mot USA där KPI-utvecklingen ungefärligen har följt den i Sverige. Däremot har Sveriges terms of trade försämrats i förhållande till den amerikanska utvecklingen. Den försämringen har pågått sedan 1995 och har medfört att det svenska bytesförhållandet är ca 30 procent sämre idag jämfört med USA.

Fig 39: Enhetsarbetskostnad



Källa: OECD

**Kronan inte undervärderad mot alla valutor.** Även om våra beräkningar antyder att kronan i nuläget fortfarande är undervärderad mot de flesta valutor idag, finns det även några valutor, som GBP, NOK och AUD, som antagligen är något undervärderade mot kronan. I handelsviktade termer bedömer vi att kronan är med ca 6 procent mot övriga G10-valutor. Dagens kronnivåer är således inte så extrema som det först kan verka.

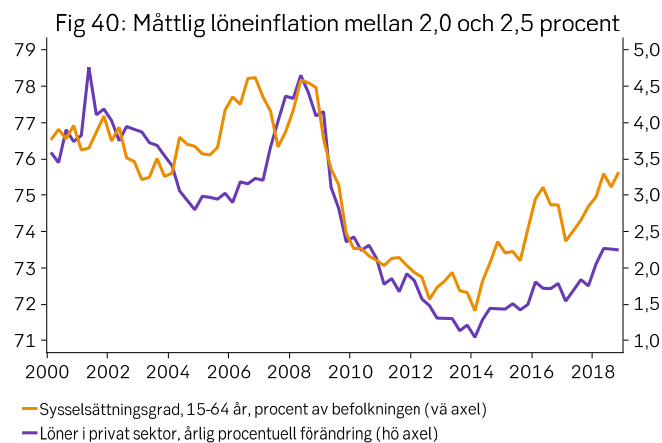
**Mindre apprecieringspotential och bestående svag SEK.**

Våra nya skattningar förändrar i viss mån tolkningen av dagens kronnivå. Slutsatsen att Riksbanken inte helt kan lastas för den svaga kronan gör att förstärkningspotentialen från dagens nivåer runt 10,60 för EUR/SEK är mindre än vi tidigare trodde. Utvecklingen för kronan de närmaste åren beror i hög grad på vad som händer med tillväxten i och utanför Sverige samt hur Riksbanken väljer att agera med penningpolitiken. Mot bakgrund av vår syn på svensk tillväxt, inflation och en tydlig omsvängning bland större centralbanker internationellt räknar vi med att nästa höjning dröjer till sommaren 2020. Med en bestående minusränta och fortsatt negativa räntedifferenser mot flertalet valutor under ytterligare ett år är det svårt att se förutsättningarna för att den krontrend, med allt svagare krona, som har dominerat sedan 2013 skulle vända i år. Därför räknar vi med fortsatt svagare krona och att EUR/SEK når upp mot 11,00 under hösten samtidigt som USD/SEK handlas runt 10,00. Vi gör alltså bedömningen att kronan är undervärderad på dagens nivåer och räknar med kronan kommer att stärkas på längre sikt. Det förutsätter dock att Riksbanken fortsätter med en långsam normalisering av penningpolitiken under prognosperioden samtidigt som tillväxten stabiliseras i euroområdet. Under de förutsättningarna räknar vi med att EUR/SEK faller till 10,20 i slutet på 2020.

# Danmark

## Inhemsk styrka består

Dansk BNP-tillväxt återhämtade sig under fjärde kvartalet i fjol, drivet av nettoexporten. Fjölårets tillväxt på i genomsnitt 1,4 procent underskattar ändå den underliggande trenden och vi fortsätter att prognostisera en tillväxt på 2 procent för 2019. Vi förväntar en dämpning till 1,5 procent under 2020 till följd av svagare global efterfråga. Arbetsmarknadsläget ger dock utrymme för flera år av tillväxt över trend.



### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	2,3	1,4	2,0	1,5
Konsumentpriser (KPI)	1,1	0,7	1,1	1,6
Löner	1,7	2,2	2,3	2,9
Offentligt saldo*	1,2	0,5	0,5	0,5
Offentlig skuld*	37,0	36,0	35,0	34,0
Bytesbalans*	8,0	6,0	7,5	7,0
Styrränta (CD-ränta)**	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65
EUR/DKK**	7,46	7,46	7,46	7,46

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

### BNP kvartal fyra bekräftade att tidigare svaghet var tillfällig.

BNP växte med 1,4 procent under 2018, 0,3 procentenheter över vår tidigare prognos, men detta underskattar fortfarande den underliggande trenden. Enligt Danmarks Statistik skulle tillväxten i fjol ha varit 0,4 procent högre om en patentbetalning från 2017 hade beaktats fullt ut. Tillväxten under fjärde kvartalet var 2,4 procent från föregående år. Det stämmer bättre med vår bild av en endast mild avmattning i ekonomin. Vår BNP-prognos för 2019 är oförändrad på 2,0 procent medan vi sänkt vår prognos för 2020 marginellt från 1,7 till 1,5 procent, huvudsakligen till följd av lägre internationella tillväxtutsikter.

**Drivkrafter för konsumtionen förblir goda**, men konsumenterna fortsätter att öka sitt sparande. Trots kraftigt höjda disponibelinkomster steg privat konsumtion med mindre än 1 procent i årstakt under andra halvåret 2018. Sparkvoten steg till 12,6 procent. Ökad sparbenägenhet sammanföll med en nedgång i konsumentförtroendet, drivet av svagare omdömen för makroekonomin, vilket troligen speglar globala förhållanden, med oro för handelskrig och fallande aktiekurser. Förtroendet har dock stabiliserats i år. Medan tidigare lagda köp inför kommande skatthöjning troligen bidrog till uppsvinget i bilförsäljningen under mars, tyder förbättrad detaljhandelsförsäljning på att konsumenterna börjat handla igen. Den senaste låneundersökning visar också att bankerna upphört med att strama åt lånevillkoren för hushållen.

**Husmarknaden tappar fart.** Även om stigande bostadspriser ger stöd för hushållen är den årliga tillväxttakten måttlig, under 5 procent, och har under de senaste kvartalen varit nära noll. Fallet i boräntorna under första kvartalet kan troligen locka tillbaka köpare och hindra priserna från att falla, samt möjliggöra refinansiering av existerande lån vilket kan ge stöd till efterfrågan. Generellt ser vi frånvaron av lånedriven konsumtion som ett hälsotecken och ett resultat av en framgångsrik makrotillsynspolitik som hejdat skulduppbbyggnaden hos hushållen trots låga räntor och höga bopriser.

**Ekonomin fortsätter att skapa jobb** och sysselsättningen kvarstår som grundläggande drivkraft för tillväxten, med måttliga men ändå stabila löneökningar kring 2,0-2,5 procent. Löneinflationen förblir låg eftersom det ännu inte syns några tecken på arbetskraftsbrist. Vi håller fast vid vår löneökningprognos på 2,5-3,0 procent under 2020, i takt med att arbetsmarknaden gradvis förbättras. Dansk kärninflation har stigit och är nu i nivå med eurozonens. En svagare handelsviktad DKK har minskat nedtrycket på konsumentvaror, medan serviceinflationen förblivit stabil.

### Vi ser få tecken på överhettningrisker under prognosperioden.

Dansk konkurrenskraft är god och exporten väntas, vid sidan av privat konsumtion, driva tillväxten efter ett mestadels svagt 2018. Svag tillväxt i eurozonen begränsar uppsidan och svagare global efterfrågan utgör den främsta risken för dansk ekonomi på kort sikt. Skulle nedgången accelerera kan detta få konsekvenser även för inhemsk ekonomi via påverkan på kreditvillkor och inkomster.

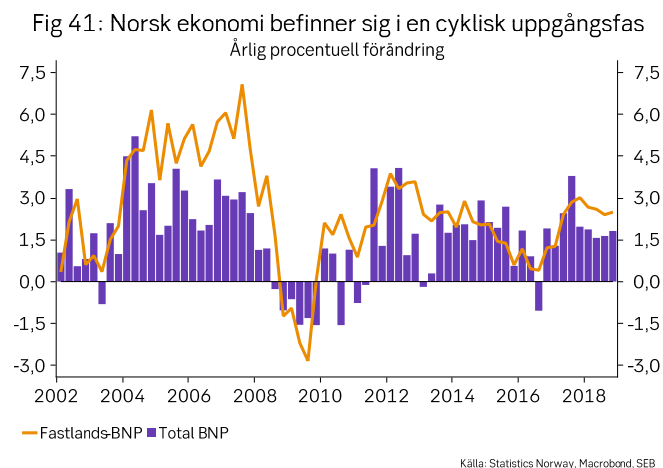
**Danmarks Nationalbank intervenerade för andra gången** under januari för att stötta en temporärt svag dansk krone. Därefter har kronan återvänt till en kurs på 7,465 per euro; fortfarande åt det svaga hållet. Vi förväntar oss att DNB speglar ECB:s agerande och förutser inga ränteändringar i närtid. Finanspolitiken är överlag stöttande inför de allmänna val som ska hållas senast 17 juni. Skillnaderna i ekonomisk politik mellan de två alternativa koalitioner är enligt vår mening försumbara. Vi väntar oss en milt expansiv politik oavsett valutgången.

**Bredbaserad tillväxt utan större frågetecken.** Det finns utrymme för ekonomin att klara ett ännu lite snabbare tempo om möjligheterna för hushållen att öka sin konsumtion infrias.

# Norge

## På tvärs mot global svaghet och mjukhet

Tillväxten tar fart drivet av ökad investeringsaktivitet på den norska kontinentalsockeln, vilket gör att Norge befinner sig ett annat läge än andra västliga ekonomier. Aktiviteten i olje- och gassektorn ger stimulans åt övrigt näringsliv samt privat konsumtion och håller uppe inhemsk efterfrågan. Det underliggande pristrycket är på väg upp med uppåtrisker från ett slutet output-gap. Ytterligare åtstramning av penningpolitiken krävs för att hålla inflationen vid målet under kommande år.



### Nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	2,0	1,4	2,2	2,7
Fastlands-BNP	2,0	2,2	2,6	2,2
KPI-ATE-inflation	1,4	1,5	2,3	2,0
Löner	2,3	2,8	3,2	3,6
AKU-arbetslöshet*	4,2	3,9	3,7	3,6
Styrränta**	0,50	0,75	1,50	1,75
EUR/NOK**	9,82	9,90	9,30	8,90

\* Procent av arbetskraften. \*\* Vid årets slut. Källa: Statistics Norway, Norges Bank, SEB.

### Trotsar omvärldssvaghet

Den norska ekonomin befinner sig i en cyklisk uppgångsfas och har hittills stått emot svaghetsimpulser från omvärlden. Faktum är att aktiviteten stärktes ytterligare i slutet av förra året, när tillväxten i fastlandsekonomin (exkl. olja/gas och shipping) accelererade till 0,9 procent i kvartalstakt (utfall för första kvartalet publiceras 13 maj). Tillväxten väntas accelerera ytterligare under 2019, drivet av en kraftig ökning av investeringarna på den norska kontinentalsockeln. Vi prognostiserar en tillväxt i fastlands-BNP på 2,6 procent under 2019. Under 2020 dämpas uppgången av högre räntor, men tillväxten förväntas ligga kvar över trend på 2,2 procent. Hög aktivitet i oljesektorn lyfter BNP-tillväxten i hela ekonomin till 2,2 respektive 2,7 procent under 2019 och 2020.

**Oljan lyfter ekonomin.** Medan global tillväxt ser ut att växla ner en del under innevarande år och olika globala händelser utgör nedåtrisker är inhemska drivkrafter intakta. Oljesektorn, som står för 18 procent av den norska ekonomin, försätter Norge i ett annat läge än sina handelspartners. Kraftigt ökad aktivitet i denna sektor, med förväntade investeringsökningar på 13 procent under 2019, kommer att bidra med strax under en procentenhet till total BNP-tillväxt. Detta kommer också att ge positiva efterfrågeimpulser till fastlandsekonomin med stimulans för inhemska näringslivet och privat konsumtion via högre tillväxt i sysselsättning och löner.

**Motståndskraftig industri.** Stora delar av norsk industri är i olika grad beroende av olja. Det förklarar varför olika enkätbaserade indikatorer har legat kvar över sina historiska genomsnitt. Industriföretagens bedömningar av orderböcker och utländsk efterfrågan är robusta. Höga oljerelaterade investeringar understödjer aktiviteten i industrin under kommande år och gör Norge mer motståndskraftigt mot svagare tillväxt i omvärlden. Även om Norge är en liten och öppen ekonomi är exportberoendet i fastlandsekonomin ganska litet. Traditionella exportvaror, exklusive olja och gas, står bara för omkring 15 procent av exporten. Vi har dragit ned prognosen för näringslivets investeringar och exporten av traditionella varor något och väntar oss nu ökningarna på 3,9 respektive 3,8 procent under 2019.

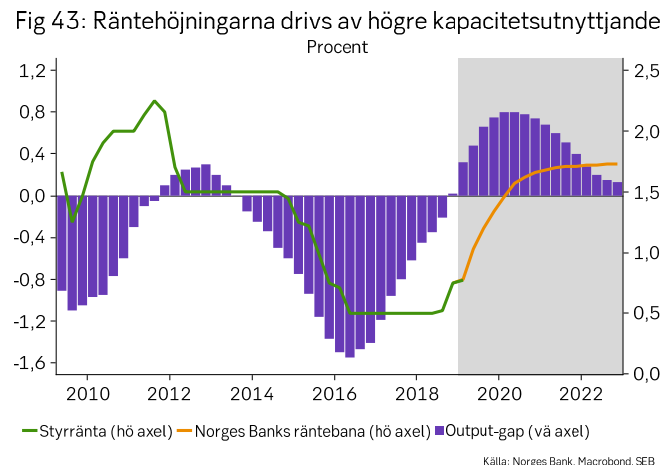
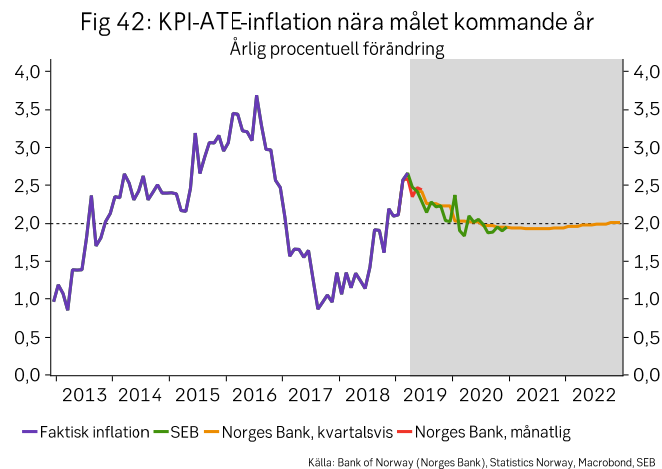
**Inhemsk efterfrågan repar sig.** Ökade investeringar i fastlands-ekonomin lyfter tillväxten under kommande år när bostadsbyggandet inte längre är samma negativa kraft. Efter ett fall på 9 procent från hösten 2017 planade bostadsinvesteringarna ut under andra halvan av 2018 och nedgången för helåret stannade på 6 procent. Nybyggnationerna har hämtat sig och vi väntar oss att bostadsinvesteringarna växer med 1,4 procent under 2019. Prisutsikterna för befintliga bostäder är försiktigt optimistiska. Utbudet har eldats på av ett stort antal nybyggnationer men god efterfrågan på bostäder har resulterat i en husmarknad i relativt god balans. Vi väntar oss årliga prisuppgångar på nära 2,5 procent under 2019 och 2020. Privat konsumtion saktade av under andra halvan av 2018, till följd av stagnerande inköp av varor. Stora svängningar i konsumtionen av el och bilar har maskerat den underliggande trenden och en bättre utveckling förutses under våren. Hushållens realinkomster väntas öka märkbart på grund av stark tillväxt i både antalet nya jobb och reallönerna och detta kommer att ge stöd för konsumentförtroende och konsumtion framöver. Vi väntar oss att privat konsumtion växer med 2,5 procent under 2019 följt av en måttlig dämpning 2020 när högre räntor börjar bita. En risk är att Norges Bank underskattar den starka transmissionsmekanismen.

### Stigande pristryck i inhemsk ekonomi

Tillväxt över trend i fastlandsekonomin och uppsvinget i oljesektorn har lett till en stram arbetsmarknad. Registrerad arbetslöshet ligger

under den nivå som anses förenlig med prisstabilitet. Sysselsättningen växte med 1,6 procent i årstakt i slutet av 2018 och anställningsplanerna enligt olika enkätundersökningar har förblivit positiva. Mått enligt arbetskraftsundersökningarna, AKU, väntas arbetslösheten sjunka till 3,6 procent till 2020. Avtal i privat sektor tyder på att löneökningstakten i hela ekonomin accelererar till 3,2 procent i år från 2,3 procent 2018. Stram arbetsmarknad och goda utsikter för fastlands-BNP leder uppenbarligen till ett mer ansträngt resursutnyttjande. Enligt Norges Bank slöts output-gapet i höstas och förväntas förbli positivt fram till slutet av 2022. Inhemska förhållanden indikerar ett ökat pristryck och risk för fortsatt acceleration i underliggande inflation.

## Norges Bank behöver en starkare krone för att åstadkomma en önskvärd åtstramning av penningpolitiken



**Inflationen kvar nära målet.** Inflationen har fortsatt att överraska på uppsidan i förhållande till både vår och Norges Banks prognos. I mars steg KPI-ATE-inflationen (exklusive skatter och energi) till 2,7 procent, högsta sedan slutet av 2016. Stigande priser på varor, drivet av tidigare valutaförsvagning är den viktigaste drivkraften, men uppgången är relativt bredbaserad med en betydande ökning i serviceinflationen under de senaste sex månaderna. Accelererande lönetillväxt gör att en gradvis högre serviceinflation är rimlig, men den senaste uppgången är stor även i förhållande till vad löneutvecklingen indikerar. I kombination med baseffekter väntas serviceinflationen avta något under andra halvåret i år. Varupriserna kommer också att bidra till lite lägre inflation under kommande månader. Snabba prisökningar på kläder förklaras av ett skift i säsongsmönstret som kan väntas normaliseras under våren och ovanligt höga matpriser i mars kommer troligen att reverseras. Likväl har osäkerheten om det underliggande inflationstrycket ökat. Vi prognostiserar en KPI-ATE-inflation på i genomsnitt 2,3 procent under 2019. 2020 väntas serviceinflationen åter accelerera i linje med ökade löner, men måttliga hyreshöjningar och låga priser internationellt leder till att kärninflationen faller tillbaka ner mot målet. Nya prishöjningar på energi fördröjer nedgången för total KPI och håller inflationen kvar över 2 procent till mitten av 2020.

**Ensam hök bland duvor.** Försämrade tillväxtutsikter i omvärlden har fått flera globala centralbanker att pausa sina normaliseringsplaner, men Norges Bank befinner sig en annorlunda situation på grund av de goda utsikterna för inhemsk ekonomi. Underliggande pristryck är på väg upp och det stängda output-gapet adderar uppåtrisker. Norges Bank har höjt styrräntan två gånger sedan september 2018 till 1,00 procent, men ytterligare åtstramning krävs för att hålla inflationen nära målet under kommande år. Räntebanan från den Penningpolitiska Rapporten i mars implicerar framtunga höjningar. Vi tror att utvecklingen i ekonomin motiverar höjningar i både juni och december till 1,50 procent i slutet av 2019. Norges Bank kommer troligen att slå av på takten därefter med en ytterligare höjning innan sommaren 2020.

**Starkare krone inget hinder för höjningar.** Norges Bank har inte visat några tecken på att begränsas av den mjuka hållningen bland kollegorna i omvärlden. Norges Banks fokus på inhemska förhållande innebär att den globala tillväxtavmattningen inte kommer att tillåtas påverka politiken annat än om den får tydliga negativa följdverkningar på utsikterna för norsk ekonomi. Den svaga växelkursen har hittills utgjort en buffert. En till synes hökaktig Norges Bank och vidgade ränteskillnader i förhållande till Norges handelspartners kommer troligen att stärka kronen framöver. Detta är dock redan inkluderat i räntebanan via antaganden om dämpad importprisinflation. Annorlunda uttryckt behöver Norges Bank en starkare krone för att åstadkomma en önskvärd åtstramning av penningpolitiken. Om inte, kommer den svaga kronen att bli ett skäl att höja snabbare eller fler gånger. Vi väntar oss att EUR/NOK-kursen faller till 9,30 respektive 8,90 i slutet av 2019 och 2020.

**Vidgad räntespread.** Marknaden prisar in ganska försiktiga utsikter för styrräntan, vilket innebär att norska räntor kan väntas stiga ytterligare när Norges Bank levererar. Detta kommer att sätta tryck uppåt på norska statsobligationsräntor (NGB:s). Skilda utsikter för räntepolitiken jämfört med ECB borde leda till att NGB:s fortsätter att handlas med en historiskt hög spread mot motsvarande tyska räntor. Utsikter till starkare krone och en bra räntepick-up kan dock öka intresset för att investera i NGB:s och begränsa uppgången i 10-åriga statsobligationsräntor. Vi prognostiserar en räntedifferens på 170 punkter i slutet av 2020.



## Finland

# Stark arbetsmarknad trots exportmotvind

Svagare export och industri har fått tillväxten att bromsa in men inhemsk efterfrågan fortsätter att ge stöd. Även om sentimentet bland företagen försämrats ökar sysselsättningen starkt och inhemska sektorer är på bättre humör. En något bättre global efterfrågan ihop med fortsatt hyfsad inhemsk efterfrågan mildrar inbromsningen 2019 och 2020. Efterfrågan får även stöd av finanspolitiken där nästa regering väntas svänga om i en expansiv riktning även om utrymmet är begränsat.

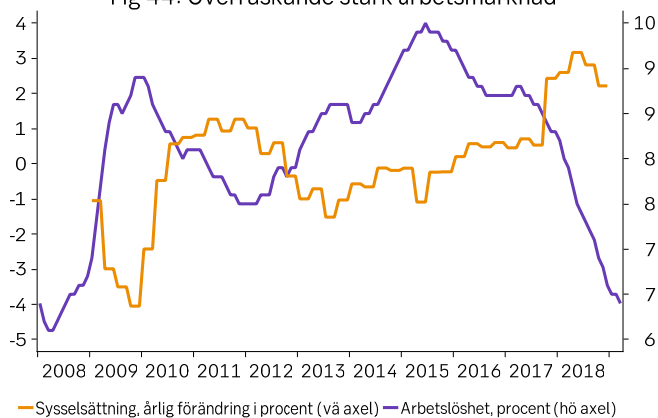
**Indikatorsvagheter i linje med omvärlden.** Den finska ekonomin bromsade in förra året men uppvisade ändå hyfsade tillväxtsiffror; i linje med Sverige och klart bättre än Tyskland och eurozonen. Indikatorbilderna pekar på tillväxt kring 2 procent i närtid, vilket också är vår prognos för 2019 och 2020. Utsikterna spretar dock och EU-kommissionens barometer har fallit i drygt ett år och nedgången drivs, precis som i eurozonen, framför allt av svag industri och export. Inhemska sektorer ser ljusare på läget. Tjänstesektorn pekar på tillväxt och byggsektorn har fortsatt de senaste årens trendmässiga förbättring.

**Exportsvagheter bakom tillväxtinbromsning.** Exporten bromsade in framför allt andra halvåret 2018 samtidigt som importen fortsatte att öka i god takt. Från att ha varit en starkt bidragande faktor till de senaste årens återhämtning blev därmed utrikeshandeln en hämsko för tillväxten vilket även återigen försämrat bytesbalansaldot. En hyfsad världskonjunktur ger viss draghjälp till exporten framöver som väntas öka med 2 respektive 3 procent 2019-2020. Hög import i kombination med en svagare slutlig efterfrågan bidrog förra året till lageruppbbyggnad. I år väntas ett omslag och lagerneddragningar ger ett negativt bidrag till tillväxten motsvarande nära 1 procent av BNP. Trots en tvekan industri ligger kapacitetsutnyttjandet på en relativt hög nivå och investeringarna fortsätter att öka, om än i något långsammare takt än de senaste åren när företagens oro över konjunkturen ger en viss försiktighet. Investeringarna stöds även av ökat byggande och bostadspriserna fortsätter att stiga långsamt drivet framför allt av Helsingforsregionen.

**Stark arbetsmarknad, men inbromsning framöver.** Arbetsmarknaden har överraskat positivt den senaste tiden. Arbetslösheten har fortsatt att falla och sysselsättningen ökar nu med över 2 procent i årstakt; klart snabbare än vad som normalt vore förenligt med rådande tillväxtmiljö. Arbetslösheten låg i mars på 6,4 procent vilket bara är några tiondelar över förra botten 2008. Arbetslösheten väntas nå ner mot sin jämviktsnivå runt 6 procent i slutet av 2020. Efter en tid när det sk stabiliseringsavtalet bidragit till låga löneökningar för att förbättra konkurrenskraften ökar nu trycket på en uppväxling. Löneökningstakten ligger i nuläget på kring 2 procent och ökar till drygt 2,5 procent nästa år. Stigande sysselsättning och högre löneökningar i kombination med en inflation kring 1-1,5 procent ger hyfsade realinkomstökningar de kommande åren. Trots stark arbetsmarknad har hushållens framtidstro försämrats och en del av inkomstökningen kommer troligen att användas till att öka sparandet från dagens låga nivå. Det innebär att konsumtionsuppgången stannar vid drygt 1,5 procent per år 2019 och 2020.

**Ny regering ger finanspolitisk stimulans.** Valet i april ritade om den politiska kartan. Tidigare regerande Centerpartiet tappade stort och samtliga andra större partier gick fram. Socialdemokraterna blev med en snäv marginal störst (före Sannfinländarna) och leder första försöket att bilda en regering. Att inget parti fick mer än knappt 20 procent av rösterna, och att viljan att samarbeta med Sannfinländarna är lågt, innebär att koalitionsbyggandet kan bli knepigt. Det mest sannolika är att ändå att en vänster-mittenkoalition kan sys ihop. Efter flera år av statsfinansiell sanering och låga löneökningar är trycket stort på tillträdande regering att genomföra stimulanser. Det offentliga underskottet har också fallit från drygt 3 procent av BNP 2014 till knappt 1 procent, vilket ökar manöverutrymmet. Den nya regeringen lär dock inte avvika alltför mycket från tidigare försiktiga linje och stimulansdosen väntas stanna vid 0,5 procent av BNP 2020. Den offentliga skulden som 2018 understeg 60 procent för första gången sedan 2013 fortsätter därmed ned till 56 procent av BNP 2020.

Fig 44: Överraskande stark arbetsmarknad



Källa: Statistics Finland, Eurostat Database, Macrobond, SEB

## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	2,7	2,3	1,8	1,9
HIKP	0,8	1,2	1,3	1,5
Arbetslöshet	8,6	7,4	6,4	6,0
Löner	-1,2	1,5	2,0	2,5
Offentligt saldo**	-0,8	-0,7	-0,6	-0,8
Offentlig skuld**	61,3	58,9	58,0	56,0

\* Procent av arbetskraften. \*\*Procent av BNP.

Källa: Eurostat, SEB.

# Baltikum

De baltiska ekonomierna har stått emot den internationella inbromsningen relativt bra och uppvisade 2018 bland de högsta tillväxttalen bland euroländerna. Men en dämpning av BNP-tillväxten är oundviklig när exporten dämpas framöver. Att produktiviteten inte hänger med när lönerna stiger klart snabbare än i omvärlden kan bli ett problem på sikt.

## Estland

15%

Nivåuppgång i byggproduktion sedan 2008. Fallande bygglov och minskad EU-finansiering ger nedgång.

Sida 44

## Lettland

3,5%

BNP prognos 2019. Leder den baltiska tillväxtligan. Inhemsk efterfrågan främsta drivkraften, låg produktivitet en utmaning.

Sida 45

## Litauen

12%

Transportsektorns andel av BNP. Sektorn kommer att missgynnas av EU:s nya mobilitetspaket, ger exportnedgång.

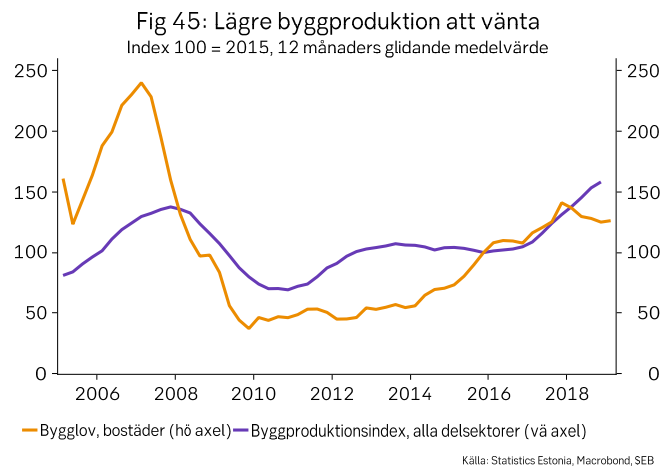
Sida 46



# Estland

## Hushållen drivkraft när tillväxten växlar ner

Både inhemska och externa faktorer börjar dämpa den ekonomiska tillväxten. Medan hushållens konsumtion fortsatt utvecklas starkt i ljuset av full sysselsättning och snabb löneutveckling, börjar demografin tynga byggproduktionen. En nedgång på de viktigaste exportmarknaderna och snabb tillväxt i arbetskostnader påverkar exporten negativt. Sammantaget är vår prognos att BNP-tillväxten kommer ner till 2,8 procent 2019 och dämpas ytterligare till 2,5 procent 2020.



### Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	4,9	3,9	2,8	2,5
Hushållens konsumtion	2,6	4,7	4,0	3,4
Export	3,5	4,3	2,2	2,8
KPI	3,4	3,4	2,3	2,2
Löner	6,5	7,3	6,7	6,2
Offentligt saldo*	-0,4	-0,5	-0,2	-0,1
Offentlig skuld*	8,7	7,9	7,8	7,5
Bytesbalans	3,2	1,7	0,6	1,0

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

**Minskad efterfrågan dämpar exporten.** Trots den svaga ekonomiska tillväxten i eurozonen höll Estland emot under andra halvåret 2018 och BNP steg med 5 procent under fjärde kvartalet. Det är dock svårt att tro att ekonomin inte ska påverkas av dämpningen hos viktiga handelspartners. Finland, Sverige och Tyskland tar emot 40 procent av total export. Den genomsnittliga BNP-tillväxten för dessa tre ekonomierna väntas bli 0,6 procentenheter lägre i år jämfört med 2018. Riskbilden är särskilt tydlig inom de sektorer som är kopplade till fastighetsmarknaden såsom försäljning av byggmaterial, prefabricerade hus och möbler.

**Nedgång i byggsektorn på väg.** Byggproduktionen toppade 2018 på en nivå ungefär 15 procent högre än före krisen 2008–2009. Lägre antal bygglov medför fallande byggaktivitet 2019, även om nedgången sker successivt. Efterfrågan på bostäder kommer att minska framöver på grund av den betydande nedgången i de yngre åldersgrupperna. Dessutom minskar finansieringen från EU för olika offentliga investeringsprojekt. Att de senaste årens höga byggvolymer har kunnat upprätthållas med hjälp av utländsk arbetskraft mildrar dock konsekvenserna. Det har sannolikt förhindrat stora flöden av arbetskraft till byggsektorn från andra inhemska sektorer, vilket var fallet åren före den finansiella krisen.

**Hushållens konsumtion blir huvudsaklig drivkraft för tillväxten 2019 och 2020.** Den snabba lönetillväxten i kombination med stora skatteåterbetalningar stärker hushållens konsumtionsbenägenhet. Konsumenternas tillförsikt har återhämtat sig från en tillfällig nedgång i slutet av förra året. Därtill tycks oron för lågkonjunktur varit mindre framträdande i medie rapporteringen. Hushållens köpkraft drar även nytta av lägre inflation. Efter de senaste årens stigande energipriser och högre punktskatter dämpas till sist inflationen. Ett högre oljepris kommer ändå hålla inflationen över 2 procent och vår KPI-prognos ligger på 2,3 procent i år.

**Fortsatt blomstrande arbetsmarknad.** Under det fjärde kvartalet 2018 uppvisade Estland den högsta sysselsättningsgraden bland EU-länderna; 69,3 procent av befolkningen mellan 15 och 74 år. Stora inflöden av utländsk arbetskraft, mestadels från Ukraina, har förbättrat balansen på arbetsmarknaden. Trots det, låg löneökningarna på höga 7,3 procent förra året. Blickar man framåt kommer den svaga produktivitetstillväxten att ändra bilden. De första stora uppsägningarna har redan annonserats av företag som inte kunnat bära de ökade kostnaderna. Det leder till att arbetslösheten ökar något, även om uppgången inte blir dramatisk. Lönetillväxten kommer dock att vara fortsatt stark och den genomsnittliga månadslönen kan nå 1,400 euro i år.

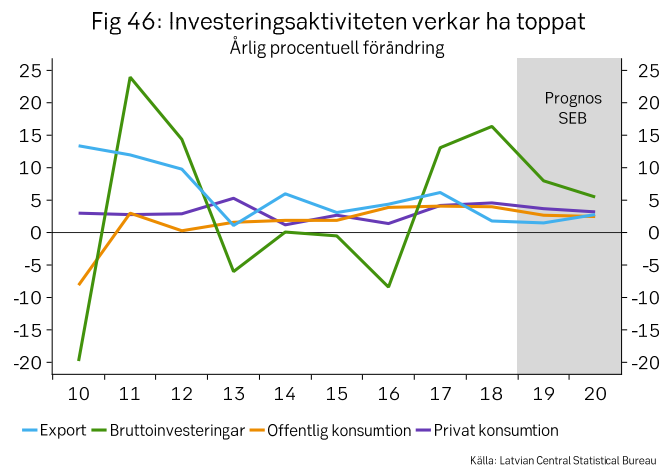
**Väsentlig förändring i det politiska klimatet.** Efterspelet av parlamentsvalen i mars har överraskat eftersom det vinnande Reformpartiet misslyckades med att bilda regering. En koalition bestående av en vänsterorienterad center och två konservativa partier har bildats. Medan koalitionens överenskommelser är vaga, är det tydligt att den andra pensions spelaren kommer att reformeras. Den tillåter människor att ta ut besparingar eller överföra de till sina investeringskonton. Det riskerar dock att ge en överdriven uppgång i hushållens konsumtion samtidigt som sannolikheten för framtida skatthöjningar för att finansiera en åldrande befolkning ökar. Den nya regeringen verkar också mer villig att tolerera budgetunderskott och att finansiera höjda sociala välfärdsförmåner och infrastrukturinvesteringar med en högre statsskuld. Nationalistpartiet i den nya regeringen har tidigare starkt kritiserat inflödet av utländska arbetare. Det skulle kunna öka trycket på arbetsmarknaden ytterligare och försämra Estlands rykte som en öppen ekonomi med ett välkomnande företagsklimat.



## Lettland

# Inhemsk efterfrågan god men exporten svag

Tillväxtutsikterna är fortsatt positiva, trots att BNP-tillväxten mattas av från 4,8 procent förra året till 3,5 procent 2019. Tillväxten drivs främst av motståndskraftig inhemsk efterfrågan. Årets början med svagare förutsättningar för export, väntas förbättras under det andra halvåret. Arbetsmarknaden blir stramare, men lönetillväxten mattas ändå. Inflationen väntas bli något högre än förra året.



## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	4,6	4,8	3,5	3,2
Hushållens konsumtion	4,2	4,6	3,9	3,5
Export	6,2	1,8	1,5	2,8
KPI	2,9	2,5	2,8	2,4
Löner	7,9	8,4	7,0	6,5
Offentligt saldo*	-0,6	-1,0	-0,9	-0,8
Offentlig bruttoskuld*	40,0	35,9	33,5	32,0
Bytesbalans*	0,7	-1,0	-1,5	-1,6

Källa: CSB, SEB

**Tyngdpunkten alltmer inhemsk.** När exportförutsättningarna försämras kommer den ekonomiska aktiviteten att skifta tyngdpunkt till inhemsk konsumtion. BNP-tillväxten mattas något till 3,5 procent i år. Trots ökad osäkerhet har förtroendeindikatorer varit stabila under inledningen av året. I mars försvagades förtroendeindikatorerna för industri och handel något, men förbättrades inom tjänste- och byggsektorn samt för hushållen.

**Tillfälligt svagare export och produktion.** Exportvolymerna försvagades de två första månaderna men när osäkerheten kring global tillväxt gradvis avtar under andra halvåret ljusnar utsikterna. Fallande industriproduktion bidrar till att dämpa tillväxten; de två första månaderna minskade produktionen med 2,5 procent. Det beror främst på lägre produktion i el- och gasförsörjning, en anpassning efter förra årets extremt starka utveckling. Tillverkningsindustrin har varit överraskande motståndskraftig och växte med 4,7 procent, även om utvecklingen på sektornivå är blandad. Produktionen i vissa sektorer, exempelvis textil, minskar då stigande arbetskostnader försvårar befintliga affärsmodeller. Det är en utmaning som allt fler sektorer kommer att möta framöver.

**Något svagare lönetillväxt.** Under 2018 var lönetillväxten 8,4 procent. Medianlönen steg med hela 9,5 procent. Samtidigt bidrar svag produktivitetstillväxt till att pressa lönsamheten. I år kan lönetillväxten växla ner till 7 procent och medianlönen ökar till 1100 euro. Ett strukturellt underskott och försämrade matchning på arbetsmarknaden blir tydligare för varje år. Vi bedömer att arbetslösheten i slutet av året faller till 6,1 procent i år och 5,6 procent nästa år.

**Frågetecken om byggproduktionens kapacitet.** Efter att ha ökat med 22 procent under 2018 kommer byggproduktionen att ligga i fokus för tillväxten framöver. I år stiger byggproduktionen med 13 procent. Frågan framöver är hur mycket ledig kapacitet som finns kvar och vilka åtgärder som tas för att på ett effektivt sätt möta stigande kostnader. Vi väntar oss att IKT-sektorn blir en viktig drivkraft både för BNP-tillväxten och sysselsättningen under prognosperioden. Investeringsstillväxten halveras, men är ändå så hög som 8 procent. Utvecklingen inom transport- och lagersektorn är oklar, men nuvarande trender pekar mot ett litet positivt bidrag.

**Stabil konsumtion.** Svaga detaljhandelsdata i januari efter en gradvis nedgång under 2018 väckte visst oro om hushållen börjar bli mer försiktiga, men med februarisiffrans uppgång på 5,9 procent minskade oron något. Optimism och stigande reallöner bidrar till att hushållens konsumtion stiger med 3,9 procent.

**Oförändrad inflationstakt.** Inflationen blev 2,8 procent i mars. Den främsta drivkraften är högre kostnader för energi, vatten och sanitet. Svag konkurrens och en het konjunktur har gjort det lättare för leverantörer att föra sina kostnader vidare till konsumenter. Den senaste utvecklingen för oljepriset och högre punktskatter bidrar ytterligare till högre inflation. Livsmedelspriserna stiger måttligt även om svinpest i Kina och tecken på torka kan leda till stigande priser på vissa produkter. I år bedöms inflationen bli 2,8 procent och 2,4 procent 2020.

**Balanserad budget utmanas av lägre tillväxt.** Förra året uppgick budgetunderskottet till 1 procent av BNP. Den offentliga bruttoskulden gick ner från 40 till 36 procent av BNP. Regeringens mål att gradvis gå mot en balanserad budget utmanas av långsammare tillväxt och tidigare genomförda reformer. Därmed är det framtida reformutrymmet mycket begränsat. Fyra månader efter valet har parlamentet nu godkänt en ny regering. Centerhögerkoalitionen som består av fem partier och leds K. Kariņš (Nya Enhetspartiet) har därmed chansen att sitta i fyra år.



## Litauen

Måttlig  
tillväxtinbromsning

Ekonomi har hittills lyckats stå emot tillväxtinbromsningen i eurozonen relativt bra. Senaste året har förtroendet inom industrin varit i stort sett oförändrat och konsumentförtroendet till och med förbättrats. Inhemsk efterfrågan är fortsatt den huvudsakliga tillväxtdrivkraften, stödd av stigande sysselsättning och snabbt ökande reallöner. Samtidigt hänger inte produktiviteten med de stigande arbetskraftskostnaderna. Finanspolitiken blir svagt expansiv i år.

**Stark tillväxt trots euro-svagheter.** Senaste månadernas makrodata har varit förvånansvärt starka trots tillväxtfrågetecken inom de större euroekonomierna. Produktionen i tillverkningsindustrin steg med 5,2 procent första kvartalet jämfört med ett år tidigare och kapacitetsutnyttjandet var i stort sett oförändrat. Men det kommer att bli svårt att behålla tillväxttakten framöver om det ekonomiska läget utomlands inte förbättras. Efter ett starkt första kvartal reviderar vi upp tillväxtprognosen för 2019 till 3,2 procent och håller 2020 oförändrat på 2,4 procent.

**Skattereformen ger inkomstboost.** Privat konsumtion väntas öka med 4 procent i år med stöd av fortsatt stark reallönetillväxt, 2020 bromsar konsumtionen in till strax över 3 procent. Även om bruttolöner kommer att stiga långsammare så kommer nettolöner att växla upp, drivet av skattereformen som implementeras 2019. Lönerna ökar mer för offentligtanställda p g a tidigare, av regeringen, beslutade reformer. Den genomsnittliga ålderspensionen har redan ökat med 13 procent och barnbidragen har ökat från 30 till 50 euro i år. Trots dessa reformer är inkomstspridningen fortsatt stor i Litauen och regeringens åtgärder för att minska den får bara begränsad effekt.

**Arbetslösheten faller långsammare framöver.** Arbetslösheten föll till 6,2 procent 2018 och antalet anställda ökade med 1 procent. Vi väntar oss dock att nedgången i arbetslöshet kommer att bromsa in de kommande två åren. Antalet tillfälliga arbetare från Ukraina fortsätter att öka men utvecklingen framöver kommer att bero på den slutliga versionen av EU:s mobilitetslagstiftning. Till det kommer att nettomigrationen vänt om och nu är positiv vilket stöder arbetsutbudet.

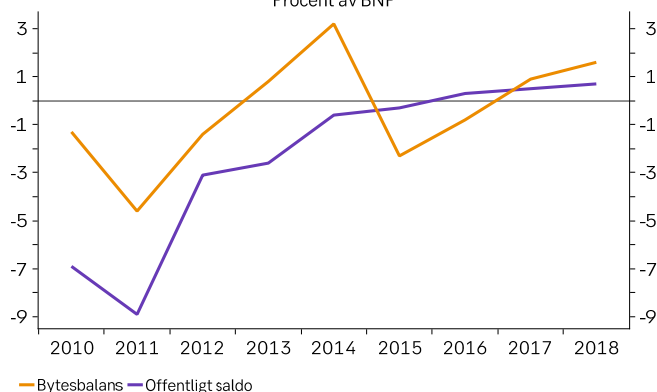
**Inflationen kvar kring 2,5 procent.** Ökad konkurrens mellan större livsmedelskedjor, en gynnsam utveckling av internationella matpriser samt fallande priser på kläder och skor har hjälpt till att få ner inflationen de senaste månaderna. Men nära tvåsiffrigt stigande arbetskraftskostnader kommer att pressa upp tjänstepriser framöver.

**EU-lagstiftning dämpar tjänsteexporten.** I början av april fick landets transportsektor, som omfattar 12 procent av BNP, dåliga nyheter från EU-parlamentet som röstade för mobilitetspaketet. De nya reglerna kommer att minska konkurrenskraften för litauiska transportföretag i Västeuropa och sannolikt kommer mindre inhemska företag att drabbas värst. Om inte den slutliga versionen av lagstiftningen förändras lär tjänsteexporten minska.

**Stigande aktivitet på bostadsmarkanden.** Högre inkomster och bättre förtroende i hushållssektorn har bidragit till ökad aktivitet på bostadsmarknaden. Första kvartalet såldes 15 procent fler lägenheter i huvudstaden Vilnius och priserna steg med 5 procent jämfört med ett år tidigare. Stigande räntor på bostadslån och ökat antalet nyproducerade lägenheter väntas begränsa prisuppgången framöver.

**Budgetöverskott 2019 och 2020.** Förra året blev det offentliga överskottet 0,7 procent av BNP vilket var bättre än väntat huvudsakligen p g a lägre offentliga investeringar och försenade EU-projekt. I år blir finanspolitiken svagt expansiv i och med den skatterorm som genomförs där målet är att minska skattebördan för genomsnittliga inkomster. Regeringen väntas kompensera lägre inkomster av reformen med förbättrad skatteadministration vilket ter sig vara ett ambitiöst mål. Förslag att ge en ökad roll i skatteinhämtningen till fastighets- och fordonsskatter har inte prioriterats av regeringen. Vi väntar oss att det offentliga saldot ligger strax över nollstrecket 2019 och 2020.

Fig 47: De dubbla överskotten består  
Procent av BNP



Källa: Statistics Lithuania

## Nyckeldata

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP	4,1	3,5	3,2	2,4
Hushållens konsumtion	3,4	3,9	4,0	3,2
Export	13,6	5,1	3,8	2,8
KPI	3,7	2,5	2,5	2,5
Löner	8,2	9,9	8,2	6,5
Arbetslöshet	7,1	6,2	6,0	5,9
Offentligt saldo	0,5	0,7	0,3	0,1
Offentlig bruttoskuld	39,4	34,2	37,4	36,9

Källa: Statistics Lithuania.

# Nyckeldata

## Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP OECD	2,5	2,3	1,9	1,7
BNP världen (PPP)	3,8	3,7	3,3	3,5
KPI OECD	2,2	2,6	2,0	2,1
Oljepris, Brent (USD/fat)	55	72	70	75

## USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr USD	2017	2018	2019	2020
BNP	20 865	2,2	2,9	2,3	1,7
Privat konsumtion	14 188	2,5	2,6	2,4	1,9
Offentlig konsumtion	3 569	-0,1	1,5	1,4	1,1
Bruttoinvesteringar	3 766	4,9	5,5	2,7	2,1
Lagerbidrag i % av BNP		0,0	0,1	0,0	0,0
Export	2 541	3,0	4,0	2,7	2,6
Import	3 200	4,6	4,5	2,3	2,6
Arbetslöshet (%)		4,4	3,9	3,6	3,8
KPI		2,1	2,5	1,8	2,2
Kärn-KPI		1,8	2,1	2,1	2,2
Hushållens sparkvot (%)		6,7	6,9	6,9	7,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,8	-4,6	-4,7	-4,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		105,8	106,4	108,5	109,1

## Eurozonen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	11 574	2,4	1,9	1,1	1,4
Privat konsumtion	6 230	1,6	1,3	1,2	1,3
Offentlig konsumtion	2 344	1,1	1,1	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 430	2,6	3,3	2,0	2,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	0,0	0,1	0,0	0,0
Export	5 539	5,2	3,1	2,9	3,3
Import	5 038	3,9	3,1	3,5	3,5
Arbetslöshet (%)		9,1	8,2	7,6	7,4
KPI		1,5	1,8	1,4	1,5
Kärn-KPI		1,0	1,0	1,1	1,3
Hushållens sparkvot (%)		6,3	6,2	6,0	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,0	-0,5	-0,7	-0,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		87,1	85,1	84,8	82,9

## Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
<b>BNP</b>				
Storbritannien	1,8	1,4	1,3	1,4
Japan	1,7	0,8	1,0	0,8
Tyskland	2,2	1,4	0,7	1,2
Frankrike	2,2	1,6	1,2	1,3
Italien	1,7	0,9	0,2	0,9
Kina	6,8	6,6	6,3	6,1
Indien	6,9	7,4	7,4	7,0
Brasilien	1,1	1,1	2,1	2,6
Ryssland	1,6	2,3	1,6	2,0
Polen	4,8	5,1	4,0	3,2
<b>Inflation</b>				
Storbritannien	2,7	2,5	1,7	1,8
Japan	0,5	1,0	1,0	1,3
Tyskland	1,5	1,7	1,8	1,8
Frankrike	1,2	1,9	1,5	1,7
Italien	1,3	1,3	1,0	1,2
Kina	1,6	2,1	1,9	1,5
Indien	3,3	4,0	3,5	4,1
Brasilien	3,5	3,7	4,0	4,2
Ryssland	3,7	2,9	5,0	4,1
Polen	2,0	1,7	2,0	2,5
<b>Arbetslöshet (%)</b>				
Storbritannien	4,4	4,1	3,9	3,9
Japan	2,8	2,5	2,2	2,0
Tyskland	3,8	3,4	3,4	3,6
Frankrike	9,1	8,9	8,6	8,4
Italien	11,3	10,6	10,2	9,9

## Finansiella prognoser

Officiella räntor		02 maj	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
USA	Fed funds	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refiräntan	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Reporäntan	0,75	0,75	0,75	1,00	1,00
<b>Obligationsräntor</b>						
USA	10 år	2,55	2,45	2,25	2,20	2,10
Japan	10 år	-0,05	-0,05	0,00	0,00	0,00
Tyskland	10 år	0,02	0,00	0,15	0,25	0,35
Storbritannien	10 år	1,20	1,20	1,35	1,55	1,65
<b>Växelkurser</b>						
USD/JPY		112	108	105	102	100
EUR/USD		1,12	1,10	1,13	1,16	1,18
EUR/JPY		125	119	119	118	118
EUR/GBP		0,86	0,83	0,83	0,84	0,86
GBP/USD		1,30	1,33	1,36	1,38	1,37



## Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr SEK	2017	2018	2019	2020
BNP	4 791	2,1	2,3	1,6	1,7
BNP, dagkorrigerat		2,4	2,4	1,6	1,5
Privat konsumtion	2 113	2,2	1,2	1,7	1,7
Offentlig konsumtion	1 252	0,0	0,9	0,2	0,1
Bruttoinvesteringar	1 214	6,0	3,3	2,0	2,2
Lagerbidrag i % av BNP	47	0,1	0,4	0,0	0,0
Export	2 249	3,2	3,5	2,8	2,6
Import	2 085	4,8	2,9	2,4	2,0
Arbetslöshet (%)		6,7	6,3	6,3	6,3
Sysselsättning		2,3	1,8	1,1	0,7
Industriproduktion		4,5	4,1	2,5	2,0
KPI		1,8	2,0	1,9	1,7
KPIF		2,0	2,1	1,9	1,5
Timlöneökningar		2,3	2,5	2,6	3,2
Hushållens sparkvot (%)		15,1	17,1	17,0	17,3
Real disponibel inkomst		1,8	2,9	1,8	2,1
Bytesbalans, % av BNP		2,8	2,0	2,5	3,0
Statligt lånebehov, mdr SEK		-62	-80	-130	-5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		1,4	0,9	0,7	0,5
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		40,8	38,8	34,6	34,0

Finansiella prognoser	02 maj	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Reporänta	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	-0,07	-0,05	-0,15	-0,05	0,1
10-års ränta	0,35	0,30	0,40	0,65	0,80
10-års räntedifferens mot Tyskland	33	30	25	40	45
USD/SEK	9,56	9,82	9,65	9,05	8,64
EUR/SEK	10,69	10,80	10,90	10,50	10,20
KIX	123,5	126,2	127,1	122,0	118,1

## Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	242	2,7	2,3	1,8	1,9
Privat konsumtion	125	1,5	1,4	1,6	1,7
Offentlig konsumtion	53	-0,4	1,4	1,5	1,0
Bruttoinvesteringar	53	4,3	3,2	3,0	3,0
Lagerbidrag i % av BNP	0	-0,5	1,7	-0,9	0,0
Exports	91	7,7	1,5	2,0	3,0
Imports	92	3,8	4,2	0,0	2,7
Arbetslöshet (%)		8,6	7,4	6,4	6,0
KPI, harmoniserat		0,8	1,2	1,3	1,5
Timlöneökningar		-1,2	1,5	2,0	2,5
Bytesbalans, % av BNP		-0,3	-1,9	-1,5	-1,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	-0,7	-0,6	-0,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		61,3	58,9	58,0	56,0

## Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr NOK	2017	2018	2019	2020
BNP	3 226	2,0	1,4	2,2	2,7
BNP (Fastlandet)	2 828	2,0	2,2	2,6	2,2
Privat konsumtion	1 473	2,2	2,0	2,5	2,4
Offentlig konsumtion	790	2,5	1,5	1,9	1,6
Bruttoinvesteringar	826	3,6	0,9	4,5	2,3
Lagerbidrag i % av BNP		0,1	0,5	-0,4	0,0
Export	1 087	-0,2	-0,8	2,2	4,1
Import	1 074	1,6	0,9	2,8	2,3
Arbetslöshet (%)		4,2	3,9	3,7	3,6
KPI		1,9	2,8	2,7	2,0
KPI-ATE		1,4	1,5	2,3	2,0
Årslöneökningar		2,3	2,8	3,2	3,6

Finansiella prognoser	02 maj	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Folioränta	1,00	1,25	1,50	1,75	1,75
10-års ränta	1,71	1,75	2,00	2,05	2,05
10-års räntedifferens mot Tyskland	169	175	185	180	170
USD/NOK	8,75	8,64	8,23	7,84	7,54
EUR/NOK	9,79	9,50	9,30	9,10	8,90

## Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr DKK	2017	2018	2019	2020
BNP	2 218	2,3	1,4	2,0	1,5
Privat konsumtion	1 059	2,1	2,3	1,7	1,9
Offentlig konsumtion	546	0,7	0,8	1,0	0,9
Bruttoinvesteringar	492	4,7	5,1	1,9	3,8
Lagerbidrag i % av BNP		-0,1	0,1	-0,2	0,0
Export	1 213	3,7	0,6	2,8	2,7
Import	1 094	3,6	2,8	1,6	4,0
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,4	5,2	4,5	4,2
KPI, harmoniserat		1,1	0,7	1,1	1,6
Timplöneökningar		1,7	2,2	2,3	2,9
Bytesbalans, % av BNP		8,0	6,0	7,5	7,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		1,2	0,5	0,5	0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		37,0	36,0	35,0	34,0

Finansiella prognoser	02 maj	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Utlåningsränta	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65	-0,65
10-års ränta	0,09	0,05	0,20	0,30	0,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	7	5	5	5	5
USD/DKK	6,68	6,78	6,60	6,43	6,32
EUR/DKK	7,47	7,46	7,46	7,46	7,46

## Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	45	4,1	3,5	3,2	2,4
Privat konsumtion	28	3,4	3,9	4,0	3,2
Offentlig konsumtion	7	-0,4	0,8	1,0	0,8
Bruttoinvesteringar	9	6,8	6,5	6,0	5,0
Export	37	13,6	5,1	3,6	2,8
Import	36	12,0	4,3	4,7	3,9
Arbetslöshet (%)		7,1	6,2	6,0	5,9
KPI		3,7	2,5	2,5	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,5	0,7	0,3	0,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		39,4	34,2	37,4	36,9

## Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	30	4,6	4,8	3,5	3,2
Privat konsumtion	17	4,2	4,6	3,9	3,5
Offentlig konsumtion	5	4,1	4,0	2,7	2,5
Bruttoinvesteringar	7	13,1	16,4	8,0	5,5
Export	17	6,2	1,8	1,5	2,8
Import	18	8,9	5,1	5,2	5,2
Arbetslöshet (%)		8,7	7,4	6,4	5,8
KPI		2,9	2,5	2,8	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-1,0	-0,9	-0,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,0	35,9	33,5	32,0

## Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2018, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	26	4,9	3,9	2,8	2,5
Privat konsumtion	13	2,6	4,7	4,0	3,4
Offentlig konsumtion	5	0,6	0,3	1,8	1,8
Bruttoinvesteringar	6	12,5	3,3	3,6	2,0
Export	19	3,5	4,3	2,2	2,8
Import	18	3,6	6,1	4,2	3,4
Arbetslöshet (%)		5,8	5,4	5,9	6,3
KPI		3,4	3,4	2,3	2,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,4	-0,5	-0,2	-0,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		8,7	7,9	7,8	7,5

## Research kontakter

---

---

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

---

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

---

**Daniel Bergvall**  
Eurozonen,  
Finland  
+46 8 506 23118

---

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

---

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

---

**Eugenia Fabon Victorino**  
SEB Singapore  
Kina  
+65 6505 0583

---

**Richard Falkenhäll**  
Storbritannien,  
Valutamarknaden  
+46 8 506 23133

---

**Lina Fransson**  
Obligationsmarknaden  
+46 8 506 232 02

---

**Dainis Gaspuitis**  
SEB Riga  
Lettland  
+371 67779994

---

**Johan Hagbarth**  
Aktiemarknaden  
+46 8 763 69 58

---

**Per Hammarlund**  
Tillväxtekonomicer  
+46 8 506 231 77

---

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

---

**Andreas Johnson**  
Indien, USA  
+46 73 523 77 25

---

**Elisabet Kopelman**  
Klimatfrågan  
+ 46 8 506 23091

---

**Elizabeth Mathiesen**  
SEB Köpenhamn,  
Danmark  
+45 2855 1747

---

**Mihkel Nestor**  
SEB Tallinn  
Estland  
+372 6655172

---

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

---

**Marcus Widén**  
+46 8 763 80 06

Denna rapport publicerades den 8 maj 2019.  
Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 2 maj 2019.



---

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

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

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



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge, Tyskland och Storbritannien är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i ett 20-tal kontor världen över med cirka 15 000 medarbetare. Den 31 mars 2019 uppgick koncernens balansomslutning till 2 886 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 790 miljarder kronor. Med kapital, kunskap och erfarenhet skapar vi värden åt våra kunder – ett arbete där vi har stor nytta av vår analysverksamhet.

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

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

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

SEGR0153 2019.05

