



Swedbank Economic Outlook



Konjunkturprognos augusti 2019

Swedbank Economic Outlook

Swedbanks konjunkturrapport presenterar prognoser för Sverige, Norden, Baltikum och de viktigaste globala ekonomierna. I rapporten analyseras aktuella frågeställningar som har påverkan på den svenska och internationella utvecklingen.

Swedbank Economic Outlook är en produkt från Swedbank Makroanalys.

Anna Breman
Global chef Swedbank Makroanalys
Chefekonom
anna.breman@swedbank.se
+46 70 314 95 87

Makroanalys

Sverige

Andreas Wallström
Prognoschef
Biträdande chef Makroanalys Sverige
andreas.wallstrom@swedbank.se
+46 8 700 93 07

Robin Ahlén
Juniorekonom
robin.ahlen@swedbank.se
+46 8 700 93 08

Cathrine Danin
Seniorekonom
cathrine.danin@swedbank.se
+46 8 700 92 97

Jana Eklund
Senior ekonometriker
jana eklund@swedbank.se
+46 8 5859 46 04

Josefin Fransson
Assistent
josefin.fransson@swedbank.se
+46 8 5859 03 05

Åke Gustafsson
Seniorekonom
ake.gustafsson@swedbank.se
+46 8 700 91 45

Knut Hallberg
Seniorekonom
knut.hallberg@swedbank.se
+46 8 700 93 17

Alexandra Igel
Ekonom
alexandra.igel@swedbank.se
+46 8 700 93 03

Maija Kaartinen
Ekonom
maija.kaartinen@swedbank.se
+ 46 8 700 92 73

Maria Wallin Fredholm
Ekonom
maria.wallin-fredholm@swedbank.se
+46 8 700 92 87

Estland

Tõnu Mertsina
Chefekonom Estland
tonu.mertsina@swedbank.ee
+372 888 75 89

Liis Elmik
Seniorekonom
liis.elmik@swedbank.ee
+372 888 72 06

Marianna Rõbinskaja
Ekonom
marianna.robinskaja@swedbank.ee
+372 888 79 25

Lettland

Agnese Buceniece
Tf Chefekonom Lettland
agnese.buceniece@swedbank.lv
+371 6744 58 75

Laimdota Komare
Ekonom
laimdota.komare@swedbank.lv
+371 6744 42 13

Litauen

Nerijus Mačiulis
Vice gruppchefekonom
Chefekonom Litauen
nerijus.maciulis@swedbank.lt
+370 5258 22 37

Greta Ilekýtė
Ekonom
greta.ilekyte@swedbank.lt
+370 5258 22 75

Vytenis Šimkus
vytenis.simkus@swedbank.lt
Seniorkonom
+370 6945 71 95

Norge

Öystein Børsum
Chefekonom Norge
Chefstrateg Krediter Norge
oystein.borsum@swedbank.no
+47 9950 93 02

Kjetil Martinsen
Chef FX & FI Strategi Norge
kjetil.martinsen@swedbank.no
+47 92 44 72 09

Marlene Skjellet Granerud
Ekonom
marlene.granerud@swedbank.no
+47 94 30 53 32

Innehållsförteckning

Ledare och sammanfattning	4
Regioner	
USA	6
Europa	7
Tillväxtmarknader	9
Sverige	11
Norden	14
Baltikum	17
Räntor och valutakurser	20
Fördjupningar	
Stark export i Norden och Baltikum handelskrig till trots	22
Makro-ESG – diagnostik för långsiktig tillväxt	24
Sverige – skulddynamik ger budgetutrymme	26
Bilaga – nyckeltal	28
Upplysningar till kund	30

Avstämningdatum för prisdata är 2019-08-23.

Swedbank Economic Outlook finns tillgänglig på www.swedbank.se/seo och går även att se som webbsändning. Länken är då: www.swedbankdirekt.se.

För dig som vill ha en fördjupad investeringsanalys och nuvarande placeringsrekommendationer rekommenderar vi att läsa Swedbank Investeringsstrategi som ni hittar här: www.swedbank.se/investeringsstrategin. Nästa nummer publiceras den 3 september.

Layout:

Christine Larsson
Group Brand & Marketing, Swedbank

Omslagsfoto:

Getty Images

Swedbank Makroanalys tackar även
analysassistent Sara Andersson .

Trumprecessionen är här

Världsekonomin tappar fart. Industriproduktionen faller redan i både Tyskland och i USA. Centralbankerna lovar åtgärder men har begränsade verktyg att påverka avmattningen. Vi anser att expansiv finanspolitik, om väl utformad, har bättre förutsättningar att motverka nedgången. Vi förutser dock att de finanspolitiska stimulanserna kommer för sent och blir för små. Risker är höga att världsekonomin därför går in i en recession år 2020.

Recession i tillverkningsindustrin sprids till tjänstesektorn

Politisk turbulens och dåliga politiska beslut börjar till sist ta ut sin rätt och få konsekvenser för den globala ekonomin. Osäkerheten kring Brexit och handelskriget mellan USA och Kina förvärras ytterligare av geopolitiska spänningar runt om i världen. I Tyskland och i USA har produktionen inom tillverkningsindustrin redan minskat två kvartal i rad. Trumprecessionen är en recession inom industrin. USA:s handelskrig med Kina har bidragit till dämpad global handel, minskad vilja att investera, och skapat spridningseffekter till tjänstesektorn, ett förlopp som nu är nära att få hela världsekonomin att falla ner i en recession.

När den globala handeln och industriproduktionen tappar fart drabbar det vissa länder mer än andra. I Tyskland har man redan sett att tjänstesektorn och ekonomin som helhet har påverkats eftersom tillverkningsindustrin har en så viktig roll i landets ekonomi. I USA blir spridningseffekterna mindre eftersom tjänstesektorn inte är lika nära kopplad till tillverkningssektorn. Norden och Baltikum är inte immuna mot en nedgång i global handel, men visar motståndskraft (se mer på sida 22). Dessutom har de nordiska och de baltiska länderna fler verktyg än många andra länder för att motverka en konjunkturunedgång. Vi räknar dock ändå med en försvagning av exporten och viss spridning till tjänstesektorn, med följden att tillväxten år 2020 mattas till omkring 1 procent i Sverige, Finland och Danmark, medan den i Norge och Baltikum kan ligga kvar vid närmare 2 procent.

Vi vill dock betona att världsekonomin är mycket sårbar för negativa chocker i närtid. Risker är betydande att utvecklingen blir än sämre än vad vi prognosticerat. En viktig aspekt är hur snabbt och i vilken utsträckning centralbanker och regeringar kommer att reagera på inbromsningen i världsekonomin – och inte minst, på vilket sätt.

Värdet av obligationer med negativ ränta

Världen, USD bn



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Penningpolitiska lättnader och viss finanspolitisk stimulans – men för lite och för sent

Många centralbanker har påbörjat nya stimulanser och flaggar för att fler åtgärder är på gång. Federal Reserve kommer troligen att sänka räntan minst tre gånger till under 2019 och början av 2020. Den Europeiska centralbanken (ECB) kommer inom kort sänka den redan negativa inlåningsräntan ytterligare

och börja med kvantitativa lättnader igen. Det kan bidra till att minska svängningarna på finansmarknaderna, men verktygen är inte tillräckliga för att fullt ut stävja nedgången i ekonomin.

I nuläget skulle finanspolitiska åtgärder ha större effekt än penningpolitiska för att ge stöd åt ekonomin (se även sida 26). En mer expansiv finanspolitik skulle, om den kombineras med strukturreformer, vara ett effektivt verktyg för att främja produktiva investeringar och hålla efterfrågan uppe. Vi räknar med att fortsatt svag statistik och global oro kommer att öppna för diskussioner om ökad finanspolitisk stimulans i euroområdet. Åtgärder mot klimatförändringarna och försvarssatsningar som syftar till att förbättra den inre och yttre säkerheten är två områden där EU enkelt skulle kunna argumentera för att det behövs ökade investeringar som gör det motiverat att lätta på budgetreglerna. Vi tror dock att stimulansåtgärderna dröjer för länge och att de blir för små med följden att tillväxten i euroområdet blir låg både 2020 och 2021.

Klimatförändringar, finanspolitik och gröna obligationer

Om hela EU slår ett slag för gröna investeringar och åtgärder för att motverka klimatförändringarna skulle det, tillsammans med att centralbanker köper gröna obligationer, kunna ge en skjuts åt euroområdets ekonomi också på kort sikt. Färsk signal om att Tyskland överväger en finanspolitisk U-sväng, och ny upplåning för att finansiera en klimatplan, kan vara ett första steg mot en mer expansiv finanspolitik i euroområdet. Norra Europa bör leda denna utveckling. Statsfinansiell hållbarhet är tyvärr fortfarande ett problem i flera av EU:s medlemsländer, exempelvis i Italien, och mer expansiv finanspolitik kan missbrukas.

En möjlighet för att tillåta mer expansiv finanspolitik skulle kunna vara att lätta på treprocentsgränsen för budgetunderskott, med villkoret att ökad upplåning uppfyller EU:s föreslagna definition för gröna obligationer. EU skulle också kunna använda Europeiska investeringsbanken (EIB) för att öka utlåningen till gröna projekt och finansiera det med gröna obligationer. ECB skulle kunna underlätta sådana investeringar genom att prioritera att köpa gröna obligationer och avstå från köp av "bruna obligationer" i sina program för obligationsköp. Det skulle påverka obligationsräntorna till förmån för gröna obligationer. För mer detaljerad information, läs [What Central Banks Can Do to Fight Climate Change](#).

Vårt huvudscenario bygger inte på omfattande finanspolitiska stimulanser eller centralbanker som utlovar köp av gröna obligationer. Men utgivningen av gröna obligationer ökar och finansmarknaderna följer utvecklingen uppmärksam. Klimatrelaterade risker utgör även ett hot mot den ekonomiska utvecklingen på både kort och lång sikt. ECB och EU-kommissionen gör alltmer för att främja hållbarhet och efterlyser åtgärder för att mildra klimatförändringarna. Det ger en svag strimma av hopp i en i övrigt dyster prognos.

Swedbanks globala BNP-prognos

Årlig förändring i %	2018	2019P	2020P	2021P
USA	2,9	2,2 (2,1)	1,5 (1,7)	2,0
EMU-länder (kalenderkorrigerad)	1,8	1,1 (1,2)	0,7 (1,3)	1,4
Tyskland	1,5	0,6 (0,8)	0,2 (1,3)	1,4
Frankrike	1,5	1,2 (1,2)	0,8 (1,3)	1,2
Italien	0,9	0,1 (0,2)	0,3 (0,7)	0,8
Spanien	2,5	2,2 (2,2)	1,4 (1,8)	1,8
Finland	1,7	1,4 (1,9)	1,2 (1,8)	1,4
Storbritannien	1,4	0,9 (1,1)	-1,1 (1,5)	0,5
Sverige	2,4	1,3 (1,4)	1,2 (1,7)	1,5
Danmark	1,0	1,6 (1,8)	1,1 (1,5)	1,4
Norge (fastland)	2,6	2,6 (2,6)	1,5 (1,6)	1,4
Kina	6,6	5,9 (6,1)	5,7 (5,9)	5,5
Indien	7,4	7,0 (7,4)	7,1 (7,3)	6,9
Brasilien	1,1	1,3 (2,0)	2,1 (2,5)	2,3
Ryssland	2,3	1,1 (1,5)	1,8 (1,8)	1,9
Global BNP (IMF PPP vikter)	3,6	3,2 (3,3)	2,9 (3,5)	3,2

Föregående prognos i parentes

Källor: Swedbank Analys & IMF

USA – grus i maskineriet

Utsikterna för den amerikanska ekonomin har försvagats och tillväxten väntas minska till följd av den försämrade politiska och globala utvecklingen. Avmattningen blir dock mildare än i många andra länder, eftersom den inhemska ekonomin får stöd av fortsatta penningpolitiska lättnader.

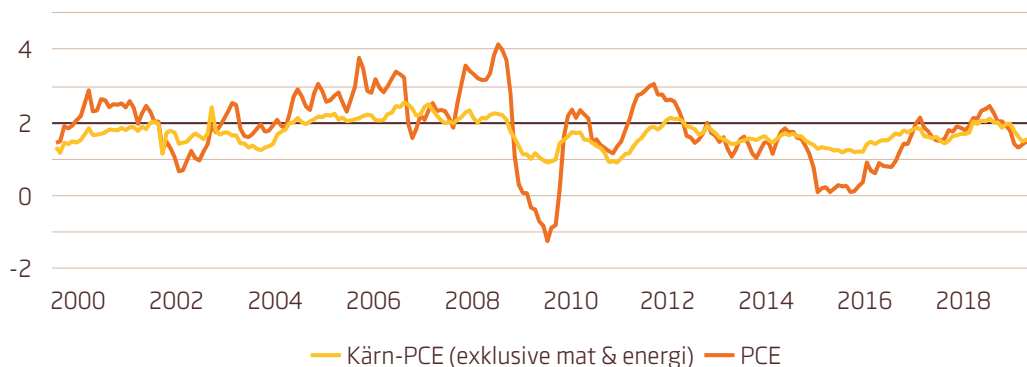
Motståndskraft i amerikansk ekonomi trots avmattning

Den ekonomiska tillväxten väntas avta när effekterna av de finanspolitiska stimulanserna klingar av och det politiska läget fortsätter att tynga sentimentet. Handelskriget och den dystrare globala utvecklingen har tyngt tillverkningsindustrin. I tjänstesektorn och bland mindre företag har optimismen varit desto mer robust, även om förtroendet i tjänstesektorn också är något svagare än tidigare. Vår bedömning är att den inhemska ekonomin har förhållandevis god motståndskraft, men den kan inte undgå att drabbas av den sämre utvecklingen i tillverkningssektorn. Företagen har dragit ner på sina investeringar och bostadsinvesteringarna har fortsatt att minska till följd av de högre räntorna på senare år. Vi tror att investeringstillväxten fortsätter att sjunka, även om lägre räntor kommer att ge ett visst stöd, framför allt till bostadsmarknaden. Hushållens konsumtion försvagades i början av året men återhämtade sig starkt under andra kvartalet. Även om konsumtionen inte kommer att utvecklas lika starkt som i fjol räknar vi med en hyfsad utveckling tack vare den starka arbetsmarknaden, optimistiska hushåll och en hygglig löneutveckling. De amerikanska hushållens ekonomi är överlag god och bolåneräntorna har sjunkit.

Arbetslösheten är lägre än på flera decennier även om sysselsättningen ökar i en något lägre takt i år. I takt med att konjunkturcykeln mattas av väntas antalet nya jobb gradvis minska, men arbetslösheten kommer troligen att vara ganska stabil. Lönerna ökar alltså i en måttlig takt sett till de senaste årens starka ekonomiska utveckling. Såväl inflationen som inflationsförväntningarna har sjunkit. Det har gjort Federal Reserve bekymrade över inflationsutsikterna, och vissa av ledamöterna har indikerat att de inte skulle ha något emot att skjuta över inflationsmålet något. I juli sänkte Fed styrräntan med 0,25 procentenheter. Mot bakgrund av svagare utsikter för ekonomin, måttligt inflationstryck och centralbankens mjuka reaktionsfunktion räknar vi med att de kommer att sänka räntan två gånger till i år (september och december) samt en gång i första kvartalet 2020 för att därefter hålla den oförändrad under resten av prognosperioden. Vi räknar inte med att något handelsavtal med Kina är på plats före presidentvalet 2020. Om ett avtal ingås kan det dock ge ett lyft både åt framtidstron och den ekonomiska utvecklingen. De största riskerna i prognosen är en ytterligare upptrappning av handelskonflikten eller att försvagningen i tillverkningssektorn fortsätter att spridas till andra delar av ekonomin, som leder till en bredare och kraftigare konjunkturedgång. Det skulle i så fall tvinga Fed till kraftigare räntesänkningar.

Amerikansk inflation har dämpats

år/år %



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Europa – risker realiseras

Den brittiska ekonomin är på väg mot randen av ett stup och vi anser att ett avtalslöst utträde är det mest troliga scenariot. De ekonomiska kostnaderna blir relativt sett högre för Storbritannien än för EU, men båda parter kommer att påverkas negativt. För att mildra de negativa effekterna av Brexit, handelskrig och svagare tillväxt kommer ECB att börja med stimulansåtgärder igen. Men frågan om det hjälper den här gången?

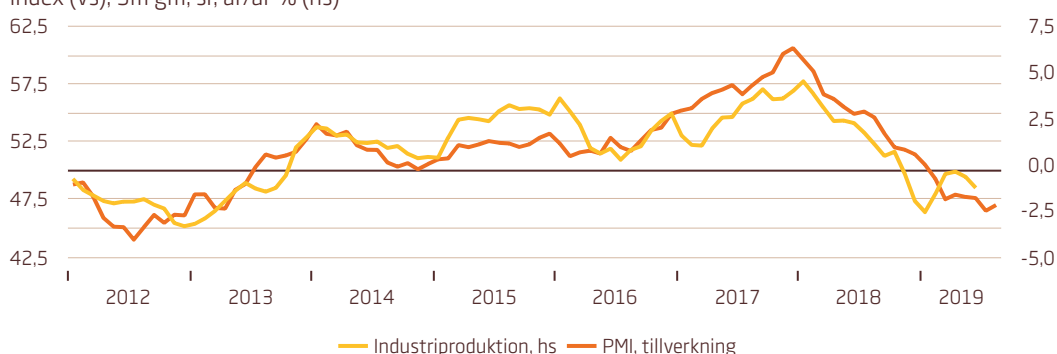
Tyskland tynger euroområdet

Den ekonomiska utvecklingen i euroområdet bjöd på nya besvikelser under årets andra kvartal. Det som såg ut som en tillfällig försvagning i tillverkningsindustrin i början av året har nu visat sig vara en mer bestående nedgång. Industriproduktionen i euroområdet som helhet minskade med 1,3 procent på årsbasis under årets andra kvartal och indikatorer från tillverkningsindustrin tyder på en fortsatt försvagning. Tyskland är det land där nedgången märks tydligast. Produktionen i tillverkningsindustrin har minskat med 6 procent, medan fordonsproduktionen har rasat mer än 13 procent till de lägsta nivåerna sedan 2009. Även om tillverkningsindustrins problem på utbudssidan så småningom kan avta är det inte troligt att aktivitetsnivån återhämtar sig snabbt eftersom den globala efterfrågan har försvagats rejält. Dessutom väntas osäkerheten kring handelskonflikten mellan USA och Kina fortsätta, vilket kommer att tynga den europeiska tillverkningsindustrin även framöver.

Hittills har den starka arbetsmarknaden och tjänstesektorn gett stöd åt tillväxten i euroområdet. Sysselsättningen ligger på den högsta nivån för den här konjunkturcykeln och bristen på arbetskraft har drivit på löneökningarna. Avtalslönerna steg 2,3 procent i euroområdet under det första kvartalet, vilket tillsammans med den ökade sysselsättningen gav en stark skjuts åt konsumtionen. Den långvariga försvagningen i tillverkningsindustrin väntas dock spilla över på den inhemska tjänstesektorn. I Tyskland syns redan de första tecknen på en försvagning av arbetsmarknaden. Antalet undersysselsatta ökar och sysselsättningen ökar i en mycket lägre takt.

Industriproduktion och inköpschefsindex för tillverkning

Index (vs); 3m gm, sr, år/år % (hs)



Anm.: PMI-värden under 50 indikerar kontraktion
Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Det är därför troligt att läget försämras ytterligare i euroområdet den närmaste tiden. Oron över handelskonflikten mellan USA och Kina och risken för en avtalslös Brexit gör att vi har justerat ner våra prognoser väsentligt för 2020, i synnerhet för Tyskland och andra länder som är starkt beroende av handeln med omvärlden och Storbritannien. Våra prognoser präglas dock av en betydligt högre grad av osäkerhet den här gången. Om utsikterna för den globala handeln förbättras och Brexit hanteras bättre än vi för närvarande räknar med, skulle det i sin tur påverka prognoserna för euroområdet positivt. Lika

sannolikt är dock att Brexit och handelskriget får ännu större negativa konsekvenser och inte bara leder till stagnation utan till recession 2020. Vi bedömer att de positiva och negativa riskerna i vår prognos för euroområdet i stort sett är i balans.

ECB väntas tillkännage nya stimulansåtgärder vid sitt nästa möte i september. Vi räknar med att centralbanken sänker inlåningsräntan med 20 punkter och samtidigt lovar att räntorna kommer att ligga kvar på eller under nuvarande nivåer fram till slutet av 2020. Därtill är det sannolikt att centralbanken tillkännager att den överväger att åter börja stödköpa tillgångar.

Detta är dock något som redan till stor del tas för givet av marknaden, och det får då troligen bara en begränsad positiv effekt på den reala ekonomin och inflationsutsikterna. Att inlåningsräntan sänks från -0,4 procent till -0,6 procent lär knappast stimulera företag eller hushåll att låna mer med tanke på det globala handelskriget och de geopolitiska riskerna. Statsobligationsräntorna har sjunkit kraftigt och i många euroländer kan staten ta upp lån med mycket långa löptider till negativ ränta. De länder som kan låna till de lägsta räntorna har dock fortsatt budgetöverskott (framför allt Tyskland). Stödköp av ännu fler tyska statsobligationer kan ge större negativa bieffekter än positiv påverkan på ekonomin och framtidstron. Om penningpolitiken ska kunna få önskad effekt måste även finanspolitiken vara stödjande. Det är något som ECB har efterlyst de senaste åtta åren, men tyvärr utan framgång. Kanske kan Christine Lagarde hitta sätt att samarbeta närmare med politiker och europeiska institutioner. Europa behöver mer stimulans, men kanske inte bara av samma slag som tidigare.

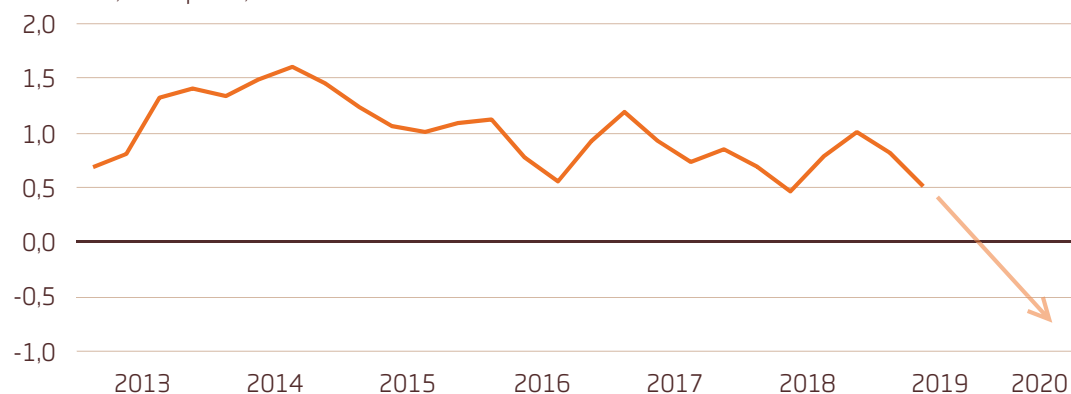
Storbritannien lämnar utan avtal

Tio år efter finanskrisen är den brittiska ekonomin vara på väg in i en ny recession, framdriven av osäkerheten kring Brexit. Den nya regeringen består av inbitna brexitörer som tycker att ett dåligt avtal är sämre än inget avtal. Nyttillträdde premiärministern Boris Johnson har – trots sina motsägelserfulla löften – understrukt att vad som än händer så ska Storbritannien lämna EU den 31 oktober. Parlamentet kan fortfarande försöka hindra ett avtalslöst utträde, men klockan tickar och vi anser att det är alltmer osannolikt att de lyckas. Vårt huvudscenari är därför att vi får en avtalslös Brexit följt av ett nyval.

I så fall återgår Storbritannien till att handla på WTO:s villkor. Vissa sektorer kommer att lyda under tillfällig reglering, exempelvis flygbolag och finansiella tjänster, men tullar och icke-tariffära hinder kommer väntas dyka upp under det första året. Storbritanniens BNP väntas sjunka på bred front eftersom både företagens investeringar och hushållens konsumtion mattas samtidigt som utrikeshandeln minskar. För att motverka den negativa påverkan kommer såväl finans- som penningpolitik att vara stimulansinriktad. Vi räknar med att Bank of England sänker räntan två gånger tätt efter utträdet. Antagandena om Brexit och utträdet påverkan på den brittiska ekonomin omges av mycket stor osäkerhet. Beroende på hur snabbt ekonomin anpassar sig och vilka åtgärder politikerna vidtar kan recessionen bli mildare eller kraftigare.

Storbritannien BNP-trend

6m/6m %, fasta priser, sr



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Tillväxtmarknaderna – dystrare utsikter

Ökad osäkerhet i världsekonomin och det eskalerande handelskriget mellan USA och Kina drabbar tillväxtmarknaderna. Investerare har återigen börjat dra sig ur tillväxtmarknaderna och en dämpad global efterfrågan tynger exporten. Inflationen avtar och centralbankerna har börjat sänka styrräntorna. De större ekonomiernas bidrag till global tillväxt väntas minska och utsikterna för i synnerhet Kina är osäkra.

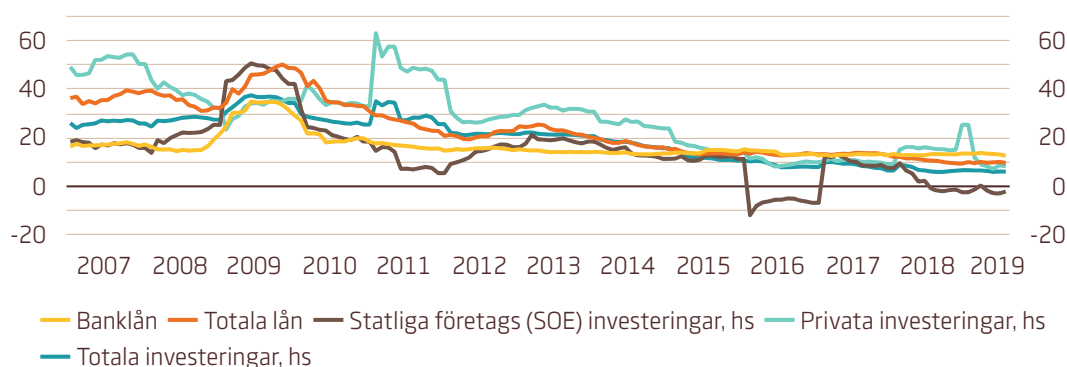
När handelssamtalen föll samman i maj höjde USA tullarna på kinesiska importörer och annonserade ytterligare tullar i juli, med verkan från september. Kina svarade med höjda tullar på amerikanska importörer, en svagare renminbi och hot om icke-tariffära handelshinder. Parallellt har andra risker tillkommit. Politisk osäkerhet i Hongkong, som lett till kapitalutflöden, ger skäl till oro för regional finansiell stabilitet. Spänningarna mellan Indien och Pakistan över delstaten Kashmir har eskalerat, liksom de ekonomiska och politiska utsikterna i Argentina, Mexiko och Sydafrika. Allt detta skapar en ökad turbulens på tillväxtmarknaderna och leder till börsnedgångar, valutaförsvagning och kapitalutflöden. Den tilltagande riskaversionen börjar dämpa investeringarna i tillväxtekonomier som Indien och Brasilien. Samtidigt tynger en minskad global efterfrågan flera ekonomiers export. Sammantaget har tillväxtutsikterna försvagats.

Kina: Balansgång mellan handelskrig och strukturavmattning

Vi tror att avmattningen i Kina blir mer markant i år till följd av såväl inhemska som externa faktorer. Förhelåret 2019 bedömer vi att tillväxten hamnar på 5,9 procent, strax under regeringens mål, och ned från 6,6 procent förra året. Vi väntar oss att avmattningen fortsätter under 2020–2021, även om den dämpas något efter fortsatta stimulansåtgärder. Givet hur långt ifrån varandra USA och Kina nu står i handelskonflikten, prognoserar vi att ett handelsavtal tidigast kan vara på plats efter det amerikanska valet nästa år. Ett tidigare avtal kan dock inte uteslutas och innebär en uppsiderisk. På nedsidan kan ineffektiva stimulansåtgärder och ytterligare konflikteskalering likafullt inte uteslutas.

Kreditstillväxt och investeringar fortsatt tröga i Kina trots stimulanser

år/år %



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

På kort sikt väntas nettoexporten bidra positivt till tillväxten till följd av svag import och tidigare lagd export. Den effekten kommer dock att klinga av under nästa år då exporten dämpas ytterligare av nya, redan annonserade, amerikanska tullar som träder i kraft. Hushållen är fortsatt försiktiga, vilket noteras i dämpad detaljhandel och en svalare fastighetsmarknad. Med svagare nettoexport och hushållskonsumtion, samt dämpade investeringar i fastighets- och tillverkningssektorn, blir finanspolitiska åtgärder för att höja infrastruktursatsningar viktiga för tillväxten. Vi väntar oss att ytterligare skattelättnader, lägre kapitalkrav på banker och marginella räntesänkningar kommer att införas för att stödja företag och hushåll samt stärka kreditstillväxten. Dessutom väntas renminbin hållas svag för att motverka han-

delstullarnas effekt och stärka inflationen. De hittills vidtagna åtgärderna har varit riktade mot specifika områden, men framöver lär stimulansen bli bredare. En expansivare penningpolitik stöds också av en måttlig inflation. Samtidigt kvarstår utmaningen med att skuldsanera den kinesiska ekonomin för att ta itu med finansiella obalanser.

Indien: Politik adresserar flaskhalsar

Hittills under 2019 har tillväxten blivit lägre än väntat, främst på grund av att investeringsnivån sjunkit. Tillväxten väntas falla till 7,0 procent i år, från 7,4 procent förra året. Inför parlamentsvalet i våras lyftes tillväxten av offentlig konsumtion och investeringar. Den sittande regeringen vann då valet med en ännu större majoritet än förväntat, vilket ökat förväntningarna på att genomföra reformer på utbudssidan för att förbättra den långsiktiga tillväxten. Budgetunderskottet har dock ökat på sistone och investerare har börjat ifrågasätta hållbarheten i finanspolitiken. Samtidigt är banksektorn fortsatt svag och det aggregerade sparandet har minskat betydligt. Under första halvan av 2019 föll kredit tillväxten, vilket påverkade likviditet och investeringar. Alla dessa faktorer utgör nu flaskhalsar som hämmar tillväxten på kort och medellång sikt. Dessutom noteras en tillbakagång i både jordbrukssektorn och i tillverkningsindustrin, vilket försvagat utsikterna för hushållen och företagen. Mot bakgrund av svagheterna i ekonomin väntas Indiens centralbank fortsätta den penningpolitiska stimulansen framöver. Centralbanken har redan sänkt sin viktigaste styrränta tre gånger sedan lättnaderna påbörjades i februari i år. Den låga inflationen stödjer i nuläget en mer expansiv penningpolitik. Fortsatta finanspolitiska stimulanser väntas också. Regeringen planerar bland annat att ge ut internationella statsobligationer, givet ett lågt aggregerat sparande och en försvagad rupee. Under perioden 2020–2021 väntas en tillväxt kring 7,0 procent då stimulanser gradvis får effekt.

Brasilien: Möter inhemska och globala motvindar

Tillväxten minskade under inledningen av 2019, till stor del på grund av lägre investeringar (och bedöms ligga kvar kring 1,3 procent i år). Det har gått trögt att få igenom nödvändiga reformer i nationalkongressen, däribland pensionsreformen, vilket dämpat sentimentet något under första halvåret. Nettoexporten har också mattats av och en dämpad efterfrågan från viktiga handelspartners drabbar en redan pressad industrisektor. Arbetsmarknaden är dock fortfarande svag, reallöneutvecklingen måttlig och detaljhandeln dämpad, vilket talar för att konsumtionen kan mattas av framöver. De dämpade tillväxtutsikterna och den måttliga inflationen ger Brasiliens centralbank utrymme för penningpolitiska lättnader. Centralbanken genomförde en första räntesänkning i juli och fler lär följa i höst. Med tanke på de ekonomiska utmaningarna bedömer vi att den tillväxtökning vi tidigare trodde skulle komma under året inte sker förrän nästa år. Under 2020–2021 räknar vi med en tillväxt kring 2,0 procent då reformer genomförs och tilltron till ekonomin förbättras. På uppsidan har sannolikheten för att pensionsreformen kan klubbas i oktober ökat och det är möjligt att vissa viktiga exportvaror kan gynnas av det pågående handelskriget mellan USA och Kina då handelsmönster dirigeras om.

Ryssland: Ytterligare stimulanser på väg

Tillväxten i den ryska ekonomin minskade avsevärt under första halvåret. En momshöjning i början av året och trögare löneökningar har slagit mot hushållens konsumtion, samtidigt som exporten minskat till följd av svagare utländsk efterfrågan. Samtidigt sjunker arbetslösheten och arbetsmarknaden stramas åt. Inflationen har tagit fart och ligger nu över centralbankens mål, men väntas sakta in, vilket ger den ryska centralbanken stöd för att sänka räntan. Två räntesänkningar har redan genomförts i år för att stimulera tillväxten i ekonomin och vi räknar med fler penningpolitiska lättnader i närtid. Dessutom bör de negativa effekterna av momshöjningen klinga av så småningom. Den strama arbetsmarknaden bidrar på sikt till löneökningar, medan en lägre inflation förbättrar reallöneutvecklingen. Även om tillväxten väntas öka något under andra halvåret förblir den ryska ekonomin svag under hela 2019. Förutom penningpolitiska lättnader planeras också en kraftig ökning av de offentliga utgifterna och investeringarna. Rysslands tillväxt väntas därför förbättras något nästa år. De penning- och finanspolitiska stimulanserna får dock en motvikt i den svaga efterfrågan från utlandet, som begränsar aktivitetsnivån i ekonomin framöver. Ett lägre oljepris innebär dessutom att tillväxtbidraget från oljesektorn blir begränsat under 2019–2020.

Sverige – tuffare tider

Konjunkturen försvagas nu tydligt pressad av en allt osäkrare omvärld. Tillväxten bromsar in, arbetsmarknaden tappar fart och lönetillväxten förblir dämpad. Inflationen ligger nära målet men inflationsförväntningarna har börjat dala. Detta driver Riksbanken till reträtt och reporäntan bedöms ligga still. Finanspolitiken blir något mer expansiv men det finns betydande utrymme att göra mer för att stötta ekonomin.

En besvärlig nedgång men ingen recession

Den ökade globala osäkerheten och sättningen för världshandeln spiller över på den exportkänsliga svenska ekonomin. Tillväxten bromsar in drivet av minskad industriproduktion när exporten dämpas och företagen håller tillbaka sina investeringar. Arbetsmarknaden visar allt tydligare tecken på att ha sett sina bästa dagar för denna gång. Bostadsinvesteringarna sjunker kraftigt i år men en stabilisering är i sikte såvida inte konjunkturläget, med tillhörande oro på börser och kreditmarknader, blir tydligt sämre än vår prognos. Hushållen har varit försiktiga en längre tid och har hållit hårt i plånboken trots en hygglig inkomstutveckling. En fortsatt sysselsättningsökning, låga räntor och en försiktigt expansiv finanspolitik, innehållande bland annat kattesänkningar och höjd garantipension, ger dock hushållen utrymme att hålla uppe konsumtionen under de närmaste åren.

Vi justerar ned tillväxtprognosen och räknar nu med att BNP ökar med ca 1 procent nästa år och 1,4 procent 2021. Nedgången bedöms trots allt bli hanterbar. De lägre tillväxttalen bör ses mot bakgrund av att konjunkturen mognat efter flera år med hög tillväxt. Konsumtions- och investeringsbehoven i offentlig sektor är fortsatt stora, inte minst för att möta de demografiska behoven vilka gör sig alltmer påmind. Det hjälper till att hålla uppe tillväxten i hela ekonomin.

Arbetsmarknaden visar allt tydligare tecken på att bromsa in. Konjunkturförsvagningen har påverkat företagens anställningsplaner negativt och även om arbetskraftsbristen fortfarande är högre än normalt har den dämpats i år. Antalet sysselsatta och antalet arbetade timmar bedöms öka långsammare framöver. Det innebär att arbetslösheten stiger något då arbetskraftsutbudet fortsätter att öka. Men nya jobb kommer fortfarande att skapas, inte minst inom tjänstesektorn och då företrädesvis välfärdsjobb. Samtidigt åldras arbetskraften och antalet personer i yrkesaktiv ålder ökar mycket långsamt. Det håller tillbaka en mer tydlig uppgång i arbetslösheten.

Trots de senaste årens till synes höga resursutnyttjande har löneökningarna inte tilltagit. De har legat parkerade på ca 2,5 procent per år vilket innebär en måttlig löneglidning, utöver de centrala avtalen som ger ca 2,2 procent. Flertalet av rådande centrala avtal löper ut i mars nästa år. Förpostfäktningarna inför den kommande avtalsrörelsen har inletts. Det svagare konjunkturläget talar för att de nya centrala avtalen hamnar i nuvarande härad. Industrinormen, alltså att den konkurrensutsatta industrin skall vara lönenormerande, är dock under en allt större attack vilket kan tala för ett något större hänsynstagande till de mer hemmamarknadsbaserade sektorerna, som har en starkare utveckling framöver. Sammantaget räknar vi endast med en måttlig tilltagande löneökningstakt under de närmaste åren.

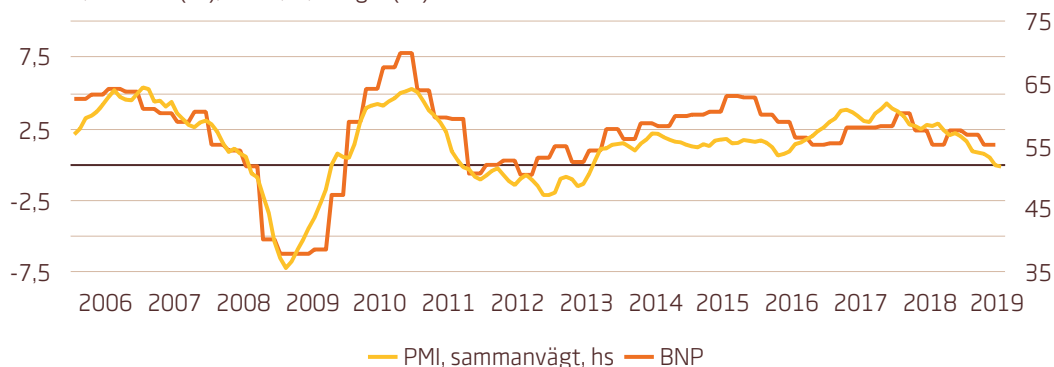
Fortsatt lågt underliggande inflationstryck

Under senare tid har inflationen legat nära målet på 2 procent. Detta beror dock i hög utsträckning på tillfälligheter såsom stigande energipriser, fjolårets torka och den svaga kronan. Energipriserna har nu vänt ner vilket har dämpat KPIF. Den underliggande inflationen (KPIF exkl. energi) är alltså låg. Framöver räknar vi dock med att den underliggande inflationen stiger något trots inbromsningen i ekonomin, och ligger i intervallet 1,5-2,0 procent. Det förklaras av fortsatta prishöjningar i spåren av den svaga kronan men också av ett något högre kostnadstryck.

Därtill väntas inflationen hållas uppe av vissa tillfälliga effekter såsom miljöskatter samt högre livsmedelspriser. Det finns också tecken på tilltagande hyreshöjningar.

Sverige, real BNP och sammanvägt inköpschefsindex

år/år %, kal. korr. (vs); index, sr, 3m gm (hs)



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Riksbanken tvingas till reträtt

Efter höjningen av reporäntan i december har Riksbanken signalerat att nästa höjning skall komma i slutet av året eller i början av nästa år. Vi tror att tiden för en räntehöjning nu har runnit ut. Den ökade globala osäkerheten med märkbart mjukare centralbanker i omvärlden och svagare svenska makrodata manar till försiktighet. Inflationen har visserligen utvecklats i linje med Riksbankens prognos men frågetecken kvarstår kring styrkan i den underliggande inflationen och vad värre är så har inflationsförväntningarna dalat på sistone. Vi bedömer därför att reporäntan kommer att ligga kvar på -0,25 procent under hela prognosperioden.

Skulle utvecklingen bli ännu sämre än vad vi tror ligger penningpolitiska lättnader, såsom räntesänkning och nya obligationsköp, nära till hands. Vi tror dock att tröskeln är hög för nya penningpolitiska lättnader, bland annat till följd av den svaga kronan. Under senare delen av 2020 och under 2021 bedömer vi att ekonomin stabiliseras och läget ljusnar. Det talar för att Riksbanken då kan börja kratta manegen för att återuppta räntehöjningar.

Finanspolitiken kan göra betydligt mer

Regeringen presenterar 2020 års budgetproposition den 18 september. Den kommer att vila på en överenskommelse med Centerpartiet och Liberalerna. Redan i samband med Januariavtalet, eller fyrtiuppgörelsen i januari, presenterades vissa tydliga förslag för 2020. Det som är att vänta är främst skattesänkningar (värnskatten och sänkt skatt för pensionärer), men även höjd garantipension, på uppskattningsvis ca 15 mdkr. Även statsbidragen till kommuner och landsting förväntas öka med minst 5 mdkr. Någon form av "gröna" investeringar ligger också i korten.

Inriktningen på den ekonomiska politiken bli därmed svagt expansiv, vilket innebär att finanspolitiken stöttar ekonomin under 2020. Men budgeten kan komma att överraska med något mer stimulanser givet att riskerna i världsekonomin har ökat under sommaren. Överskottet i de offentliga finanserna väntas sjunka till 0,2 procent 2019 och vändas till ett underskott 2020 på -0,1 procent. Det offentliga sparat väntas alltså ligga något under överskottsmålet på 1/3 procent av BNP över en konjunkturcykel.

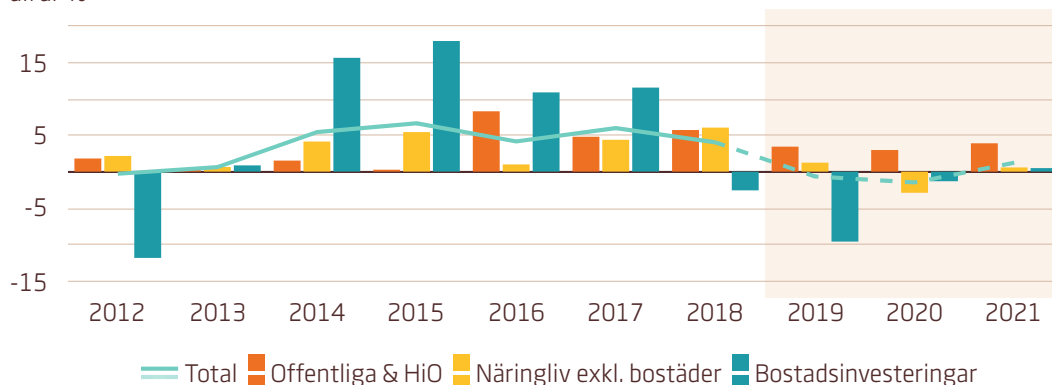
Vi bedömer att det nu är ett bra tillfälle att bedriva en mer expansiv finanspolitik när ekonomin bromsar in snabbare än väntat. Den offentliga skulden har sjunkit kraftigt under senare år och statsskuld räntorna är negativa (se även fördjupningen på sida 26). Det skulle också ge Riksbanken ett större svängrum. Samtidigt bör inte det stabiliseringspolitiska argumentet för finanspolitiken vägas alltför tungt då det primära syftet med den ekonomiska politiken och reformerna är att förbättra ekonomins funktionssätt på sikt.

Bostadsmarknaden – minskat byggande men stabila priser

Bostadsmarknaden har stabiliserats under året och omsättningen har normaliserats. Vi tror att bostadspriserna kommer att utvecklas stabilt framöver, med en möjlig försiktig prisuppgång. Efterfrågan hålls uppe av fortsatt låga räntor och hushållens goda finansiella ställning. Det lägre bostadsbyggandet medför att utbudet begränsas framöver, vilket ger stöd till priserna på medellång sikt. Men det finns också risker på nedsidan. Den ökade globala osäkerheten med spridningseffekter på börser och tecken på en inbromsning på arbetsmarknaden kan göra hushållen extra försiktiga. Så tillvida utgör bostadsmarknaden alltså en risk för svensk ekonomi. Prognosen utgår ifrån att hushållen inte belastas med ytterligare kreditrestriktioner, exempelvis utökade amorteringskrav eller med minskade ränteavdrag. Bostadsinvesteringarna väntas minska med cirka 10 procent i år. Vi räknar dock med att den stabila prisutvecklingen, i kombination med ett fortsatt stort behov av bostäder, så småningom kommer att leda till att byggbolagen gradvis ökar investeringarna igen.

Investeringar per sektor

år/år %



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Nedåtrisen dominerar på kort sikt

I närtid bedömer vi att de negativa riskerna överväger de positiva. Den globala osäkerheten är betydande. Det finns en risk att den globala industrikonjunkturen bromsar in kraftigare än prognoserat, vilket skulle medföra en markerad nedgång i svensk export, men effekterna kan också sprida sig till tjänstesektorerna. En kraftigt försämrad global konjunktur skulle även kunna leda till ytterligare press på världens börser, vilket i sin tur lär tynga hushållens konsumtion och näringslivets investeringar.

Positivt är att Sverige har goda möjligheter att stötta en kraftig konjunktur nedgång med finanspolitiken. Samtidigt skulle en djup lågkonjunktur med stor sannolikhet också leda till fortsatt mycket låga räntor, bland annat genom stöd från Riksbanken (t.ex. genom räntesänkning och tillgångsköp), vilket vidare skulle bidra till att mildra nedgången något.

Norden – tecken på motståndskraft inför väntad försvagning

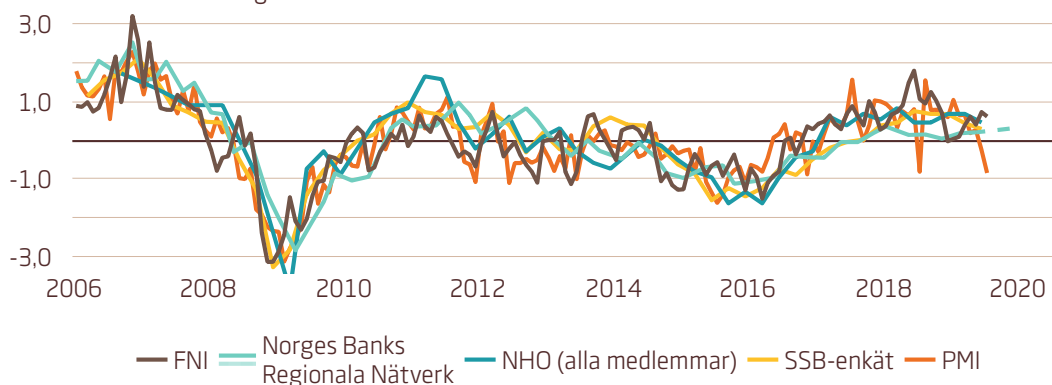
Den norska ekonomin fortsätter att växa i god takt, men konjunkturtoppen har redan nåtts eller till och med passerats. Eftersom arbetsmarknaden blir allt stramare och kapacitetsutnyttjandet är över det normala räknar vi fortfarande med att Norges Bank höjer räntan en sista gång i september, till 1,50 procent. I Danmark väntas inhemsk efterfrågan vara fortsatt god, även om ekonomin alltjämt är exponerad mot att konjunkturen försämrars i Europa. I Finland kommer tillväxten att mattas av och väntas framför allt drivas av inhemsk efterfrågan. Läget på arbetsmarknaden kommer fortsätta att förbättras, men inte alls i samma takt som hittills.

Norge

Den norska ekonomin fortsätter att växa och BNP väntas ha ökat med 0,8 procent under årets andra kvartal. En rejäl ökning av investeringarna i oljesektorn ger fortsatt skjuts åt tillväxten och ger positiva spridningseffekter till andra delar av ekonomin, exempelvis tjänste- och byggsektorn. Det senaste årets ovanligt höga elpriser slog mot konsumtionen. Nu när elpriset har sjunkit och lönerna fortsätter att öka räknar vi med att konsumtionen ökar i en högre takt under de närmaste kvartalen. Sysselsättningen ökar kraftigt, kapacitetsutnyttjandet har stigit och den norska kronan är fortsatt svag. Inflationen har mattats av under de senaste månaderna, men kärninflationen ligger fortfarande över målet på 2 procent. Den norska bostadsmarknaden har återhämtat sig under de senaste kvartalen, vilket minskat nedsidesriskerna i ekonomin. Antalet bostadsaffärer ökar vilket understryker att det finns en stark efterfrågan bland hushållen. Däremot ser oljeinvesteringarna ut att plana ut redan nästa år, vilket lär dämpa tillväxten i den norska ekonomin som helhet. Att tillväxten fortsätter slå av på takten och recession hotar i flera av Norges viktigaste handelsländer tynger vår prognos för den norska ekonomin. Det finns tecken som tyder på att konjunkturen redan har nått eller nyligen passerat sin högsta nivå. Vi bedömer att tillväxten kommer att ligga kvar på 2,6 procent i år för att sedan bromsa in till 1,4 procent 2020.

Enkätdata från tillverkningssektorn pekar på att tillväxten redan förbi toppen

Standardavvikelse från genomsnittet



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Norges Bank inledde sina räntehöjningar i september förra året och har höjt styrräntan tre gånger till 1,25 procent. Vid sitt senaste möte i augusti höll Norges Bank fast vid att en fjärde höjning med stor sannolikhet kommer att göras senare i år. Centralbanken underströk dock att riskerna i den globala ekonomin framför allt finns på nedsidan och att detta ökar osäkerheten kring kommande räntehöjningar.

Vi tror även fortsättningsvis att en sista höjning görs i september och att centralbanken sedan lämnar rântan oförändrad under resten av prognosperioden.

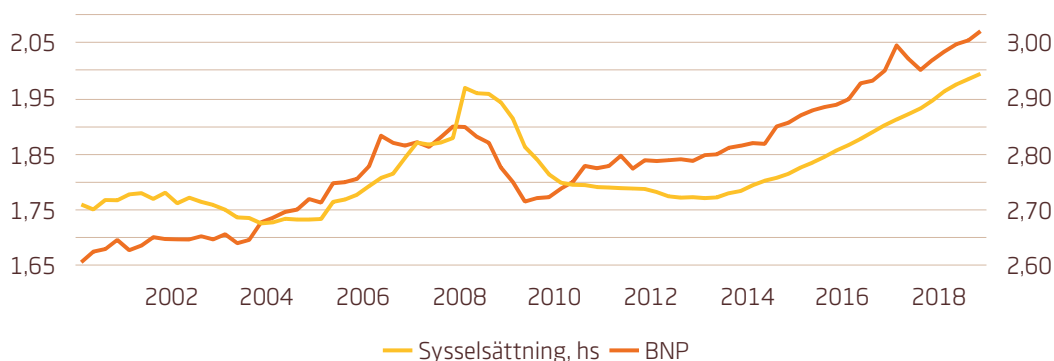
Danmark

Den danska ekonomin har haft en god tillväxt under de senaste åren tack vare att hushållens konsumtion, företagens investeringar och exporten har ökat. Den senaste statistiken visar goda siffror för Danmarks ekonomi. Utsikterna för den inhemska efterfrågan är fortsatt goda och det finns inga tydliga tecken på obalans i ekonomin. Inbromsningen i omvärlden, i synnerhet i euroområdet, är dock en viktig risk framöver. Detsamma gäller osäkerheten kring Brexit.

Tyskland är Danmarks största exportmarknad och Storbritannien är dess fjärde största. Det är därför svårt att tro att Danmark ska kunna förbli opåverkat av den globala avmattningen. Den danska exporten är dock koncentrerad till sektorer som växer (läkemedel/medicinsk utrustning och vindkraftverk) eller är mindre konjunkturkänsliga (mat och dryck). Därför är det oklart hur hårt landets ekonomi kommer att drabbas.

Robust tillväxt i produktion och sysselsättning

BNP (md DKK uppräknad årstakt), sysselsättning (miljoner personer)



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Sysselsättningen har ökat stadigt under de senaste sex åren. Arbetslösheten har sjunkit till under 4 procent, vilket tyder på att kapacitetsutnyttjandet ökar. Brist på arbetskraft har varit ett problem, i synnerhet i byggsektorn, men bristen har nu börjat avta. De nominella löneökningarna har varit måttliga och legat i linje med utvecklingen i viktiga handelsländer, och konkurrenskraften har därför inte urholkats. Den dämpade inflationen har gjort att ökningen av reallöner och disponibla inkomster ändå har varit god, och konsumtionen har heller inte sprungit ifrån inkomstökningarna. Vi räknar med att inflationen förblir måttlig under de närmaste åren.

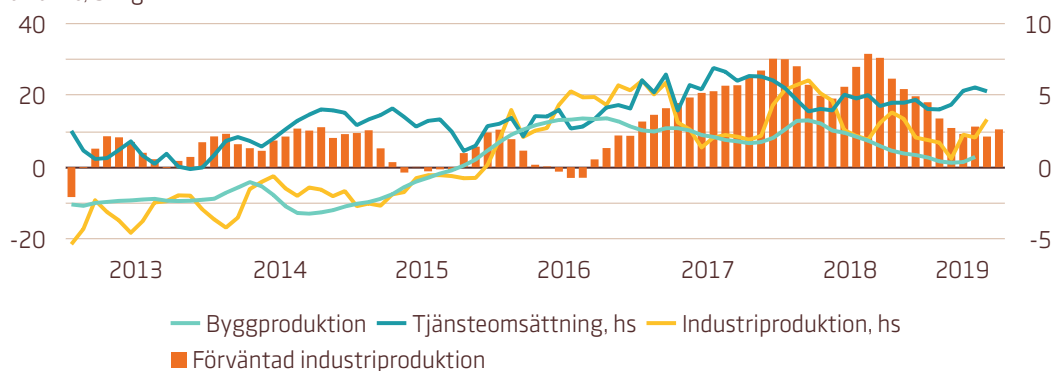
De största riskerna för den danska ekonomin finns utanför landet. Visserligen är hushållens skulder fortfarande större än i de flesta andra länder, men många danska hushåll har minskat sin skuldsättning och deras finansiella tillgångar har stigit kraftigt i värde. Makrotillsynsåtgärder såsom nya låneregler begränsar också bolånen. Bostadspriserna har stigit och aktivitetsnivån i byggsektorn är hög, särskilt i Köpenhamnsområdet. Det finns således risk för en korrigering. För att minska riskerna på lång sikt har myndigheterna genomfört medvetna åtgärder. Totalt sett bedömer vi riskerna som väsentligt mindre än för ett årtionde sedan. I nuläget är finanspolitiken inriktad på reformer för att förbättra tillgången på arbetskraft och lindra kapacitetsbegränsningarna. Det är bra initiativ, även om risken för överhettning inte är ett centralt problem. Men ännu viktigare är att vi ser gott om utrymme och beredskap för att föra en konjunkturlös finanspolitik om en kraftigare konjunkturedgång skulle göra det nödvändigt.

Finland

I Finland nådde konjunkturen sin topp redan 2017 och sedan dess har ekonomin gradvis bromsat in. Industriproduktionen och byggsektorns produktion ökar i en lägre takt, medan omsättningen i tjänstesektorn har fortsatt att öka i måttlig takt hittills i år. Trots att konkurrenskraften förbättrats under de senaste åren har försvagad efterfrågan från utlandet redan slagit mot industrins export. Sektorns produktions- och exportförväntningar har också försvagats kraftigt hittills i år. Försvagningen i byggsektorn beror mer på att konjunkturen bromsat in, och den svagare volymökningen (och det minskade bostadsbyggandet) har inneburit lägre investeringsnivåer. Låga räntor och ökad lönsamhet för företag utanför finanssektorn kommer dock även i fortsättningen att ge en skjuts åt investeringsnivån i den privata sektorn. Finlands statsfinanser medger däremot ingen större ökning av de offentliga investeringarna.

Produktionstillväxt och förväntningar

år/år %, 3m gm



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Löneökningar och det förbättrade läget på arbetsmarknaden, med lägre arbetslöshet och ökad sysselsättning, har lyft hushållens disponibla inkomster. Samtidigt har konsumenternas framtidstro förälskrats kraftigt i år och hushållen har blivit mer återhållsamma med sin konsumtion (i synnerhet konsumtionen av sällanköpsvaror). Vi tror att sysselsättningen kommer fortsätta att öka och att arbetslösheten sjunker ytterligare under de närmaste åren men att utvecklingen går betydligt långsammare än de senaste åren. Matchningsproblemen på arbetsmarknaden, där den tillgängliga arbetskraften inte har de kvalifikationer som efterfrågas, kommer att begränsa den fortsatta minskningen av arbetslösheten framöver. Den starkare arbetsmarknaden bidrar till att den privata konsumtionen fortsätter att öka i måttlig takt under perioden 2019–2021. Lägre tillväxt kommer att minska efterfrågan på arbetskraft och motverka problemet med arbetskraftsbrist. Löneökningarna kommer gradvis driva på inflationen, främst genom högre priser på tjänster, medan den prisdrivande påverkan från omvärlden kommer att förbli liten.

Under prognosperioden är det främst inhemsk efterfrågan (privat konsumtion och investeringar i den privata sektorn) som kommer att driva BNP-tillväxten i Finland, medan svag efterfrågan från utlandet även framöver kommer att begränsa exporttillväxten och produktionsökningen i exportsektorn. Vi räknar med att tillväxten i Finland minskar till 0,9 procent år 2019 och 1,2 procent år 2020. Finlands potentiella tillväxt kommer successivt att sjunka på grund av ogynnsamma demografiska trender, som att befolkningen åldras och den andel som är i arbetsför ålder krymper. Därför blir det ännu viktigare att förbättra produktiviteten. Att den arbetsintensiva tjänstesektorn utgör en allt större del av ekonomin kan dock begränsa utsikterna till produktivitetsoökningar i ekonomin som helhet. Vi räknar med att produktivitetstillväxten i Finland kommer att förbli relativt blygsam under de närmaste åren.

Baltikum – bromsar in, men stannar inte av

Även om Baltikum har varit motståndskraftigt börjar det dyka upp tecken på att de kommer att påverkas av försvagningen i Tyskland och att den globala handeln mattas av. Förtroendet inom industrin har försvagats och sannolikt följer exporten efter. Däremot ser det ljusare ut bland hushållen. Inhemsk efterfrågan väntas driva BNP-tillväxten, som förväntas bromsa in betydligt till 2 procent under 2020, för att sedan återhämta sig något under 2021.

Den globala prognosen för nästa år har försämrats och vi räknar nu med kvardröjande handelskonflikter och en avtalslös Brexit som kommer att påverka de små och mycket öppna baltiska ekonomierna. I allmänhet förblir de baltiska länderna motståndskraftiga, bostadsmarknaden är i balans, det finns överskott i bytesbalansen (i Estland och Litauen) eller så är den så gott som i balans (i Lettland) och de offentliga finanserna är hållbara. Ett visst budgetunderskott kan och bör användas för att dämpa de externa effekterna, särskilt med tanke på att ländernas regeringar kan låna till nära noll- eller till och med negativa räntor.

Estland

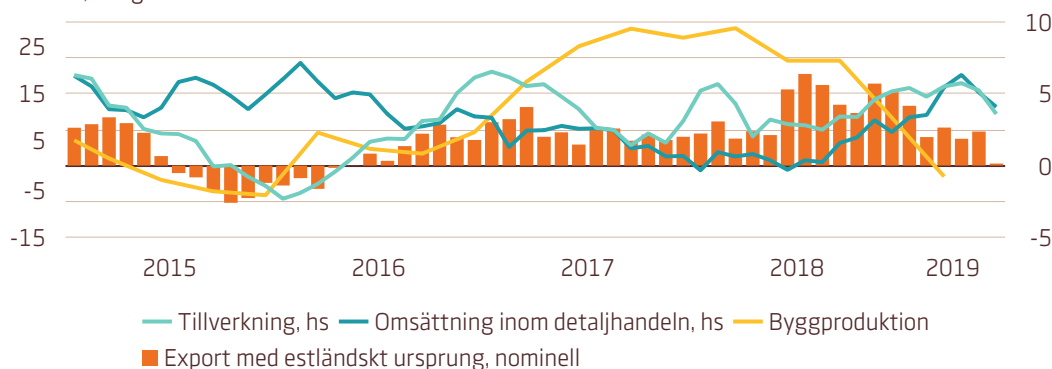
Under årets första halva har den estländska ekonomin visat sig motståndskraftig mot det försämrade läget i omvärlden. Men utvecklingen har varit ganska blandad. Varuexporten ökar i en lägre takt än under fjolåret medan produktionen inom tillverkningsindustrin ökar i en högre takt. Det är emellertid inte någon utbredd förbättring inom tillverkningsindustrin. Detaljhandeln har tagit fart i takt med den förbättrade reallöneutvecklingen. Samtidigt har elproduktionen påverkats negativt av att priset på koldioxid stiger och vi förväntar oss därför att energisektorn, åtminstone på kort sikt, kommer att vara ett sänke för BNP-utvecklingen. Även den lägre aktiviteten inom byggsektorn väntas dra ned BNP något. Konfidensindikatorer har fortsatt att försämrats trots de hittills relativt ljusa utsikterna för den estländska ekonomin, vilket främst förklaras av att förtroendet inom industri- och byggsektorn försämrats. Konsumentförtroendet har däremot förblivit starkt och stämningen inom tjänstesektorn har till och med förbättrats i år. Estlands största handelspartner dras med en långsammare importtillväxt samtidigt som industriföretagens produktions- och exportförväntningar har försvagats. Under resten av året och nästa år förväntar vi oss därför att exporten bromsar in. Trots att räntorna förväntas vara fortsatt låga under prognosperioden väntas företagens investeringar dämpas i spåren av en svagare efterfrågan och sämre förtroende.

Med bakgrund av den starkare inledningen av året har vi justerat upp prognosen för BNP-tillväxten något för Estland till 3,3 procent för 2019. Tillväxten kommer att mattas av under det andra halvåret, och det förklaras främst av den svagare utländska efterfrågan. Vår bedömning är att utvecklingen i omvärlden kommer att bli sämre än tidigare förväntat, och vi har därför justerat ner nästa års BNP till 2,3 procent.

Den estländska ekonomin väntas växa under sin potential de kommande två åren. Efterfrågan på arbetskraft förväntas då lätta liksom löne- och pristrycket. I år förväntar vi oss att inflationen saktar in till 2,3 procent på grund av att energipriserna ökar i en lägre takt samtidigt som skatt på alkohol har sänkts. Inflationen i år har framför allt drivits på av högre livsmedelspriser, bostadshyror och nöje- och fritidstjänster och den förväntas ligga på en liknande nivå även under 2020. Sysselsättningsgraden förväntas förbli hög med en låg arbetslöshet, och bristen på arbetskraft kommer att få löner att fortsätta växa snabbt. I år kommer de nominella löneökningarna att toppa på 8 procent som årsgenomsnitt. I takt med att den ekonomiska tillväxten mattas av och efterfrågan på arbetskraft minskar, särskilt inom exportsektorn, förväntas lönerna under 2020 att öka i en lägre takt. I år och under nästa år kommer de reala lönerna, som visar hur hushållens köpkraft utvecklas, att bromsa in och detta väntas leda till att hushållens konsumtion dämpas.

Tillväxten har varit stark men väntas sakta ned

år/år %, 3m gm



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

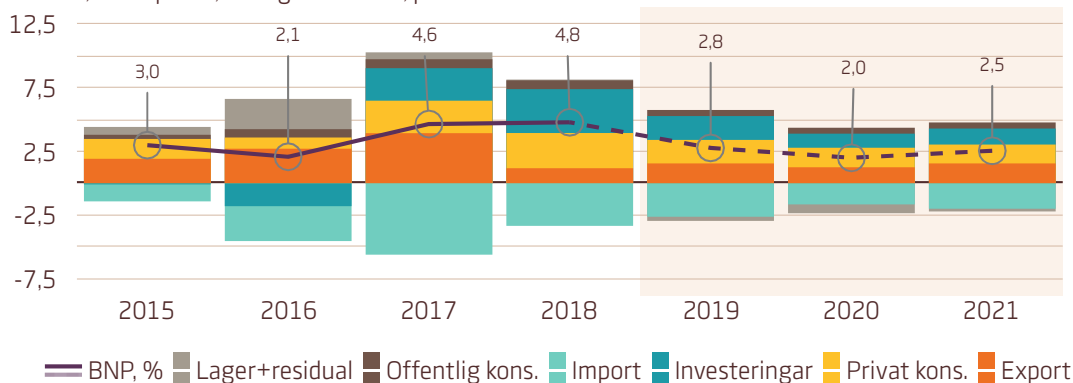
Lettland

Efter två år med en snabb tillväxt på nära 5 procent, slog tillväxten av på takten till 2,6 procent (3,1 procent säsong- och kalenderjusterat) på årsbasis under det första halvåret av 2019. Det förklaras av att investeringarna ökar i en lägre takt (om än från en hög nivå, då de alltjämt ökar med 8 procent). Ett snabbt ökande inflöde av strukturmedel från EU ledde till stigande investeringar och byggande under 2017 och 2018. I år har effekterna från EU-medlen klingat av eftersom de har nått toppen för denna planeringsperiod för EU-budgeten, och kommer att ligga nära denna nivå fram till och med 2021. Även om tilltron till ekonomin har försvagats den senaste tiden, på grund av sämre förtroende inom byggs-ektorn och exportinriktad tillverkningsindustri, ligger det fortsatt över det långsiktiga genomsnittet. Den sjunkande exportorderingen inom tillverkningsindustrin är ett tecken på att export väntas vara fortsatt svag i år. Nedgången kommer dock bromsas något av den ökande spannmålsexporten under det andra halvåret tack vare bättre skördar i år. Hushållens konsumtion får stöd av en stark arbetsmarknad och är den huvudsakliga faktorn som driver tillväxten och som understödjer tilltron och aktiviteten i sektorer inriktade på inhemska konsumenter. Emellertid har konsumtionen mattats i år på grund av sämre köpkraft och sysselsättningstillväxt. Vi har justerat ned vår prognos för BNP-tillväxten till 2,8 procent för 2019 baserat på det första halvåret som var svagare än väntat.

Med tanke på den svaga globala handeln och de externa riskerna har vi justerat ned prognosen för BNP-tillväxten för 2020 för Lettland till 2 procent. Svagare utländsk efterfrågan kommer att drabba exporten och den försämrade stämningen kommer att påverka den reala ekonomin då hushåll och företag ser över sin konsumtion och sina investeringsplaner. År 2020 förväntas den globala avmattningen botten vilket leder till ett mindre uppsving i den ekonomiska tillväxten i Lettland år 2021.

BNP-tillväxten växlar ned med svagare inhemsk och extern efterfrågan

år/år %, fasta priser; bidrag till tillväxt, pe



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

En försvagad ekonomisk tillväxt borde så småningom minska trycket på arbetsmarknaden och dämpa bristen på arbetskraft, vilket i sin tur väntas leda till långsammare löneökningar. Det finns redan en del tecken som tyder på ett försämrat läge på arbetsmarknaden. Det verkar som om arbetsmarknadsdeltagandet nådde sin topp förra året och sysselsättningen minskade under årets andra kvartal. Sannolikt når arbetslösheten sin botten i år på 6,5 procent och kommer att öka något framöver. Den ekonomiska avmattningen kommer dock inte drabba arbetsmarknaden i alltför stor utsträckning på grund av de ogynnsamma demografiska trenderna och den fortfarande negativa nettoinvandringen.

Prognosen har dock blivit mer osäker. Utsikterna för Lettland skulle se bättre ut om den globala handeln skulle utvecklas bättre än väntat, och vi skulle få ett bättre än väntat-scenario för Brexit. Men det är även möjligt att tillväxten blir ännu svagare än väntat, och till och med utvecklas till en recession, om de globala problemen visar sig skada den globala tillväxten mer än vad vi räknar med i vår nuvarande prognos. De lettiska hushållens och företagens ekonomiska ställning är relativt god, bytesbalansen är så gott som balanserad och en relativt låg statsskuld ger utrymme för mer lån om så behövs för att stödja ekonomin. Därmed är den lettiska ekonomin hyfsat väl förberedd om ett värsta scenario skulle inträffa.

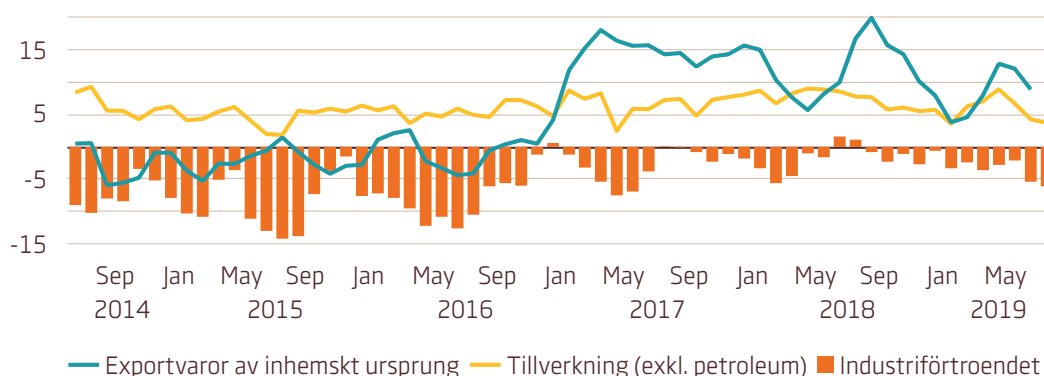
Litauen

Mot de flesta förväntningarna gick den litauiska ekonomin emot strömmen under den första halvan av 2019 och BNP-tillväxten ökade till 4,0 procent. Trots försvagningen i Tyskland, som är den främsta exportmarknaden, växte tillverkningsindustrin med 5,5 procent under det första halvåret jämfört med samma period i fjol. Även om tilltron inom tillverkningsindustrin sjönk till den lägsta nivån på två år, förblev exportorderingen mer eller mindre oförändrad och tyder inte på att någon tillbakagång ligger nära. Men vi tror att den tyska avmattningen till slut kommer att komma i fatt och tillverkningsindustrin och exporten kommer att plana ut mot slutet av året.

Den mycket starka utvecklingen på arbetsmarknaden fortsätter att hålla upp hushållens konsumtion. Arbetslösheten förväntas gå under 6 procent samtidigt som reallöner förväntas öka med 11,8 procent i år (tack vare arbetskraftsbrist, skattesänkningar och en låg inflation på 2,5 procent). Detaljhandeln växte med 6,8 procent under det första halvåret och kommer sannolikt att växa med en liknande takt framöver då framtidstron bland hushållen fortsatt ligger nära rekordnivåer. Gynnsammare migrations-trender stärker ytterligare den inhemska efterfrågan, och för första gången sedan återinförandet av självständigheten överskrider emigrationen av migrationen (nettoinvandringen nådde 6 000 under årets första sju månader). Vi förväntar oss att denna trend fortsätter framöver.

Industriproduktionen och -förtroendet

år/år %, 3m gm, balans



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Vi har justerat upp årets prognos för BNP-tillväxten från 3,0 procent till 3,7 procent. Men vi är pessimistiska inför nästa år och anser att BNP-tillväxten sannolikt kommer att sjunka till 2,0 procent år 2020, innan den klättrar uppåt till 2,5 procent år 2021. Det är främst yttre påfrestningar som förklarar att ekonomin mattas av, men vi förväntar oss att effekterna kommer att vara hanterliga då ekonomin förblir välbalanserad och motståndskraftig.

Räntor och valutakurser

Den globala osäkerheten består vilket tillsammans med aktiva centralbanker utgör en press nedåt även på långräntorna. Det är först i mitten av nästa år som det inleds en mycket utdragen fas med stigande räntor. Svag internationell konjunktur sätter samtidigt press på både den svenska och den norska kronan. Därtill förväntar vi oss att oljepriset sjunker ytterligare eftersom det höga utbudet av olja väntas bestå samtidigt som efterfrågan dämpas.

Räntor och valutor

Räntemarknaderna präglas av betydande osäkerhet, bland annat till följd av det eskalerande handelskriget och det faktum att en hård Brexit rycker allt närmare. Konjunktursignalerna, främst internationellt men även i Sverige, har också försvagats markant under året. Därtill påverkas marknaderna av den senaste tidens penningpolitiska signaler där den amerikanska centralbanken, Fed, sänkt styrräntan samtidigt som signalerna från andra tongivande centralbankerna blir allt mjukare. I takt med att konjunkturen försvagas räknar vi med styrräntorna sänks. I USA räknar vi med ytterligare tre räntesänkningar under prognosperioden. Även ECB väntas sänka inlåningsräntan med 20 räntepunkter till -0,6 procent under hösten samtidigt som ytterligare kvantitativa lättnader ligger i korten. Riksbanken väntas stå emot den internationella trenden men beredskapen är hög och signalerna blir allt mjukare. Vi förutser en oförändrad reporänta under hela prognosperioden.

Obligationsräntorna, både internationellt och i Sverige, har sjunkit markant på senare tid vilket resulterat i negativa obligationsräntor långt ut på avkastningskurvan. Osäkerheten består vilket tillsammans med aktiva centralbanker utgör ytterligare press nedåt även på långräntorna. Det är först i mitten av nästa år som det inleds en mycket utdragen fas med stigande räntor. Obligationsräntorna i Sverige och Tyskland förblir negativa under en stor del av prognosperioden.

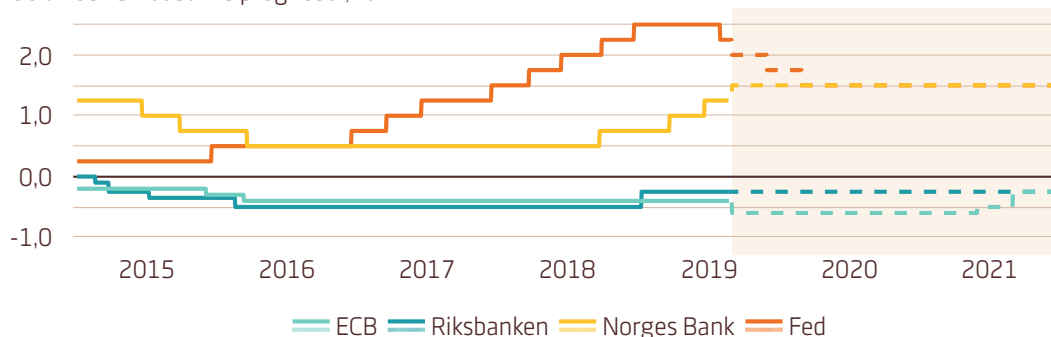
Svag internationell konjunktur sätter samtidigt press på både den svenska och norska kronan. Vi räknar med att de båda valutorna förblir svaga under hela prognosperioden, trots att varken Riksbanken eller Norges Bank lättar mer på penningpolitiken.

Dämpade oljepriser efter sämre sentiment

Under de senaste månaderna har oljepriserna hållits tillbaka efter en sämre framtidstro på de globala ekonomiska utsikterna och det upptrappade handelskriget. Nyheterna har dominerats av ökade geopolitiska spänningar, särskilt mellan USA och Iran. Både länder inom och utanför OPEC har skärt ned på produktionen betydligt mer än vad de hade åtagit sig, men det har inte räckt för att motverka den ökade osäkerheten kring den globala efterfrågan och har inte heller förhindrat en uppbyggnad av oljelager. Mot denna bakgrund har vi på kort sikt justerat ned vår oljeprisprognos något. Vi förväntar oss att ett överskott på olja under hela 2020 kommer att dämpa priserna ytterligare. Vi räknar dock med att då vi går in i 2021 kommer marknadsbalansen att förbättras då utbudsökningen avtar betydligt. Detta kommer att skapa en press uppåt på priserna.

Centralbankernas styrräntor

Utfall och Swedbanks prognoser, %



Anm.: ECB: deposit facility rate, Fed: övre gräns av federal funds -styrränteintervallet.
Prognoser avser datum för penningpolitiska beslut, inte datum då styrräntan införs.
Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Ränte- och valutaprognos

	Utfall 2019 23 AUG	Prognos 2019 31 DEC	2020 30 JUN	2020 31 DEC	2021 30 JUN	2021 31 DEC
Styrräntor (%)						
Federal Reserve, USA (övre intervallet)	2,25	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50
Europeiska centralbanken (refiräntan)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Europeiska centralbanken (inlåningsräntan)	-0,40	-0,60	-0,60	-0,60	-0,50	-0,25
Bank of England	0,75	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Riksbanken	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Norges Bank	1,25	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Statsobligationsräntor (%)						
Sverige 2 år	-0,65	-0,80	-0,60	-0,50	-0,40	-0,30
Sverige 5 år	-0,66	-0,80	-0,70	-0,40	-0,30	-0,10
Sverige 10 år	-0,30	-0,60	-0,50	-0,30	-0,20	0,00
Tyskland 2 år	-0,89	-1,00	-0,90	-0,80	-0,70	-0,60
Tyskland 5 år	-0,88	-0,80	-0,70	-0,40	-0,30	-0,10
Tyskland 10 år	-0,63	-0,80	-0,70	-0,50	-0,40	-0,20
US 2 år	1,51	1,20	1,30	1,30	1,40	1,40
US 5 år	1,40	1,30	1,40	1,40	1,50	1,50
US 10 år	1,52	1,40	1,50	1,50	1,60	1,60
Växelkurser						
EUR/USD	1,11	1,12	1,16	1,18	1,20	1,21
EUR/GBP	0,91	0,95	0,93	0,92	0,91	0,87
EUR/SEK	10,71	10,80	10,90	10,85	10,80	10,80
EUR/NOK	9,96	10,09	10,19	10,24	10,19	10,19
USD/SEK	9,68	9,64	9,40	9,19	9,00	8,93
USD/CNY	7,08	7,02	7,10	7,15	7,20	7,20
USD/JPY	106,00	106,00	104,00	102,00	102,00	102,00
USD/RUB	65,64	64,00	63,00	61,70	61,70	61,20
NOK/SEK	1,08	1,07	1,07	1,06	1,06	1,06
KIX (handelsvägt valutakursindex)	123,19	124,30	125,10	124,80	124,40	123,80

Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Stark export i Norden och Baltikum handelskrig till trots

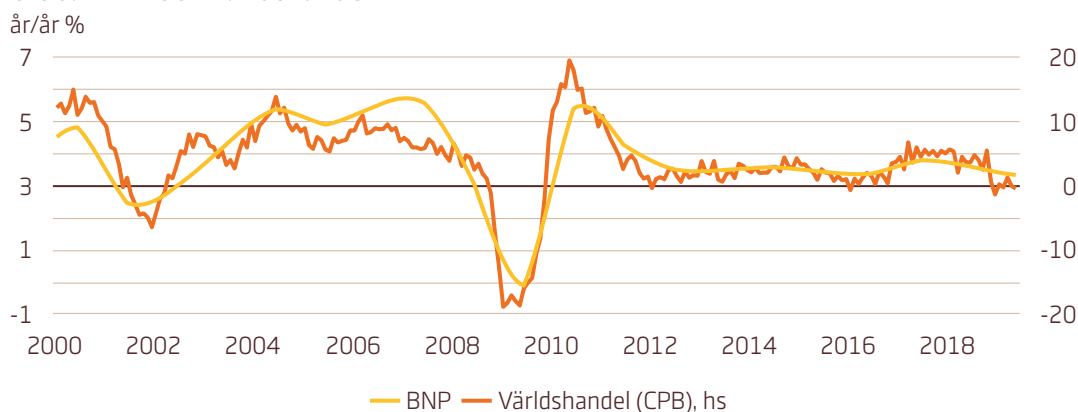
Trots handelskrig och att den globala handeln mattats av har exporten i flera länder i Norden och Baltikum varit motståndskraftiga. Även om länderna är relativt olika finns det en del gemensamma trender inom handeln som kan förklara varför deras export utvecklats väl. Men den fortsatt svaga utvecklingen i omvärlden talar för ett dystrare läge framöver.

Stark export kan bero på mindre exponering mot Kina

Världshandeln har bromsat in sedan 2018, mellan såväl avancerade ekonomier som tillväxtländer. Sedan slutet av förra året syns detta extra tydligt i exportdata från asiatiska tillväxtländer. Under de senaste åren har färre handelsavtal slutits vilket sannolikt är ett tecken på en ökad protektionism. Men det sluts fortfarande handelsavtal, till exempel har EU ingått ett avtal med Japan och nyligen enats om ett avtal med flera sydamerikanska länder (Mercosur), samtidigt som antalet regionala handelsavtal fortsätter att öka. Den avtagande globala handeln tyder också på att den globala tillväxten kommer att dämpas mer framöver.

Trots den svagare utvecklingen inom den globala handeln har exporten från flera baltiska och nordiska länder varit motståndskraftiga eller till och med varit starka under 2018 och början av 2019. Detta gäller särskilt Sverige, Norge med undantag för oljesektorn, Estland och Litauen. Även om det finns flera stora skillnader mellan länderna, finns det en del gemensamma nämnare i den sammantagna handelsutvecklingen som möjligtvis kan förklara varför exporten varit så pass robust. För det första är tjänstesektorns exportandel större i de baltiska och nordiska länderna jämfört med länder med en större tillverkningsindustri, såsom Tyskland och Sydkorea, som också har sett en något svagare exportutveckling den senaste tiden. För det andra är handeln mellan de nordiska länderna relativt stor och detta är även fallet mellan de baltiska. Det innebär att det sker ett stort handelsutbyte mellan grannländer. En annan möjlig förklaring till den starka nordiska exporten kan vara att exportandelen av varor till Kina och resten av EU är lägre än den är för till exempel Tyskland. Vidare har den amerikanska ekonomin utvecklats starkare än de flesta andra avancerade ekonomier, vilket har lett till att exportandelen av varor till USA har ökat för Sverige, Danmark, Finland och Estland sedan 2018. Även en svagare valuta kan ha bidragit till den starka exporten, vilket i synnerhet gäller för den svenska kronan.

Global BNP och världshandel



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Norges ekonomi skiljer sig även från de andra då den är starkt beroende av oljesektorn. De baltiska länderna har i stället en relativt stor exponering mot Ryssland, även om den har minskat under de senaste åren.

Nordiska länder är inte mer öppna än ett genomsnittligt EU-land

Även om det kanske går stick i stäv mot den allmänna uppfattningen, är inte de nordiska ekonomierna mer handelsberoende än det genomsnittliga EU-landet, och är därför i jämförelse med många EU-länder inte mer sårbara för en förändrad utländsk efterfrågan. Men de nordiska länderna är fortfarande mycket handelsberoende och en avtagande global efterfrågan kommer därför till slut ta ut sin rätt och påverka ländernas ekonomiska utveckling negativt. De baltiska ekonomierna är öppnare än de flesta EU-länderna och kan därmed vara särskilt sårbara för nedgångar i den globala aktiviteten. Men eftersom det finns en större inhemsk handel i stora länder är det vanligt att mindre länder är öppnare än större länder. Det finns även undantag med länder som utgör handelsnav som till exempel Nederländerna.

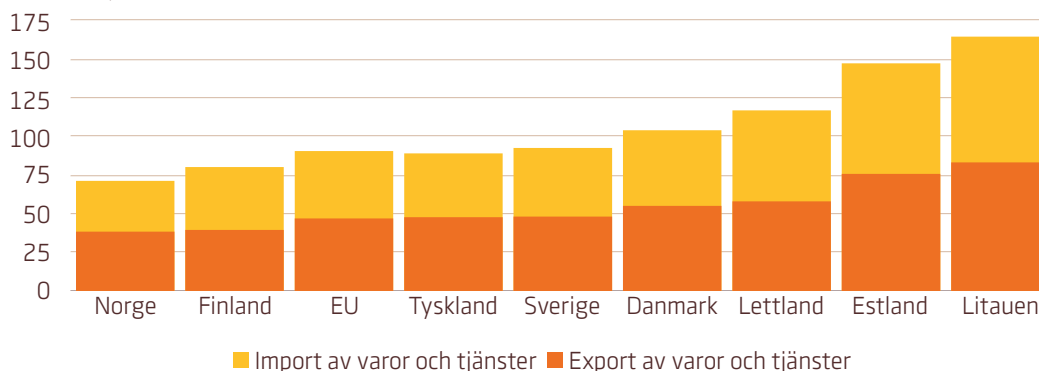
Under det senaste årtiondet har tjänstesektorns betydelse ökat i de baltiska och nordiska länderna och utgör nu cirka 25–40 procent av den totala exporten. Men i takt med att den globala aktiviteten ökade för några år sedan ökade faktiskt varuexportens andel i Danmark, Sverige och Norge. Allteftersom produktionen blivit mer specialiserad har handelsmönster och varje sektors betydelse blivit allt svårare att separera. Leveranskedjor har blivit längre och olika delar av tillverkningen är utspridd runt om i världen och bildar så kallade globala värdekedjor. Därmed används ofta importerade insatsvaror för att tillverka exportprodukter, och varu- samt tjänsteexport är ofta sammankopplade genom värdekedjor vilket försvårar en tydlig gränsdragning.

Dystra utsikter framöver

Trots den hittills relativt starka utvecklingen i Norden och Baltikum pekar många faktorer på att det ser dystrare ut framöver. Den globala ekonomin försvagas och orosmolnen kommer säkert att kvarstå en längre tid, både gällande Brexit och handelskriget, som även kan komma att påverka EU i större utsträckning. Indikatorer på exportorderingsgången tyder också på svagare utsikter. Exponeringen mot Tyskland är stor bland de nordiska och baltiska länderna och mot Storbritannien bland de nordiska länderna. När vi nu ser en bredare avmattning är det svårt att se att motståndskraften ska kunna upprätthållas. Men i och med att handelskonflikten ser ut att fortsätta kan nya handelsmönster uppstå, vilket skulle kunna gynna vissa av de nordiska och baltiska länderna. Sammanfattningsvis har exporten hållit stången i de baltiska och nordiska länderna, men tros tappa fart framöver.

Öppenhet i handel

% av BNP, 2018



Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Makro-ESG – diagnostik för långsiktig tillväxt

Hållbarhetens betydelse för långsiktig tillväxt är erkänd. Swedbanks hållbarhetsindikatorer erbjuder ett diagnostiskt verktyg, ett Makro-ESG, som kan hjälpa beslutsfattare, företag och hushåll att göra bättre val som resulterar i långsiktigt välstånd. Våra indikatorer visar att varken Norden eller Baltikum kommer att nå de gröna målen till år 2030, givet nuvarande utvecklingstrender.

Våra omarbetade indikatorer

Swedbanks hållbarhetsindikatorer (SSI) mäter de nordiska och baltiska ländernas framsteg mot FN:s globala mål för hållbar utveckling. Under sommaren har vi sett över våra hållbarhetsindikatorer för att anpassa dem till det etablerade ESG-verktyg som används i många länder och sektorer. Resultatet är en sammanställning av ESG-indikatorer inom tre huvudområden: miljöskydd, social inkludering och styrning.¹ En närmare titt på länderna som ligger i täten eller släpar efter inom respektive område kan fungera som ett diagnostiskt verktyg för den långsiktiga tillväxten i Norden och Baltikum och hjälpa beslutsfattare, företag och hushåll att göra val som bidrar till långsiktigt välstånd.

Totalt 43 indikatorer identifierar områden där vi har behov av, och kan förvänta oss, både offentliga och privata investeringar under de närmaste åren. Som riktmärke för 2030 använder vi oss av de bästa prestationerna inom EU-28 från 2015 för alla indikatorer undantaget utsläpp av växthusgaser från den icke-handlande sektorn. För den indikatorn används istället de nationella mål som fastställts i klimatavtalet från Paris. Alla länder tilldelas trafikljus utifrån hur långt de har kvar till målen för 2030. Vår analys visar att insatser på miljöskyddsområdet fortfarande är centralt för att de nordiska länderna ska komma närmare de globala målen till år 2030. Även i de baltiska länderna krävs betydande insatser inom miljöskydd.

Behov av snabbare framsteg på miljöområdet

Hållbarhetsindikatorerna visar att det fortfarande finns mycket kvar att uträtta både i Norden och i Baltikum för att nå miljömålen. Faktum är att de mest påtagliga klimatrelaterade riskerna, men också den största affärspotentialen, påträffas just på miljöområdet.

NORDEN: Framsteg mot FNs globala hållbarhetsmål, % av riktmärke*

	Sverige	Danmark	Finland	Norge
E: Miljöskydd (hållbarhetsmål # 2, 6, 7, 11, 12, 13, 14, 15)	73 ↓	78 ↓	72	70 ↓
S: Social inkludering (hållbarhetsmål # 1, 2, 3, 4, 5, 8, 9, 10)	90	87	88	91
G: Styrning och institutioner (hållbarhetsmål # 9, 16, 17)	97 ↓	95 ↓	94 ↓	96

↓ - Överlag nedåtgående trend under de senaste fem åren

*Riktmärket är den 90/10 percentilen av EU28 år 2015. Totalt 43 indikatorer som representerar alla globala hållbarhetsmål, aggregerade över tre kategorier. Trafikljus: ≥90% för grön, 70-90% för gul.

Källa: Swedbank Analys

¹ Vi fokuserar i denna fördjupning på miljöområdet (E) och återkommer till social inkludering (S) och styrning (G) inom ramen för en Makrofokus som publiceras inom kort.

Danmark leder på miljöområdet, men uppnår fortfarande endast 78 procent av målnivån, och under de senaste fem åren har trenden varit fallande. Landet har för närvarande gult ljus på miljöområdet och om miljömålet till år 2030 ska kunna nås krävs en årlig förbättring på ca 1,5 procent. Övriga nordiska länder släpar efter med nivåer på cirka 70–73 procent av riktvärdet och i både Sverige och Norge har trenden varit fallande de senaste fem åren. Positivt är dock att Finlands resultat i kategorin miljöskydd i genomsnitt har förbättrats något under de senaste fem åren.

De nordiska ländernas förhållandevis goda resultat beror på att energiintensiteten i ländernas ekonomier är relativt låg (utom i Finland) samtidigt som energiförbrukningens utsläppsintensitet är låg, förnybar energi står för en stor andel av bruttoenergiförbrukningen, luftföroreningarna ligger på låga nivåer och stora offentliga investeringar görs i forskning och utveckling på jordbruksområdet (utom i Sverige). Negativt är å andra sidan att de nordiska länderna får rött ljus för exempelvis resursproduktivitet², växthusgasutsläpp per capita (utom Sverige) och andel skyddade land- och havsområden.

När det gäller insatserna för att minska utsläppen av växthusgaser har alla länderna långt kvar till de ambitiösa nationella mål för utsläpp av växthusgaser från den icke-handlande sektorn som fastställs i Paris-avtalet. För vissa av de nordiska länderna ligger dessutom den höga avfallsgenereringen och antalet hotade fiskarter på ganska bekymmersamma nivåer.

Länderna i Baltikum står inför än större utmaningar eftersom de i genomsnitt ligger på endast 65–69 procent av riktmärkena för miljöskydd. Dessutom är det bara i Litauen som trenden är positiv. I både Estland och Lettland är trenden för de senaste fem åren i stället fallande. De faktorer som främst tynger utvecklingen är ekonomiernas höga energiintensiteter, låg resursproduktivitet, svagt offentligt stöd till forskning och utveckling i jordbrukssektorn, låg materialåtervinning (utom i Litauen) och låg andel skyddade land- och havsområden. Positiva faktorer är de relativt låga utsläppen av växthusgaser per förbrukat energienhet, en hög andel förnybar energi samt en låg andel hotade fiskarter.

BALTIKUM: Framsteg mot FNs globala hållbarhetsmål, % av riktmärke*

	Estland	Lettland	Litauen
E: Miljöskydd (hållbarhetsmål # 2, 6, 7, 11, 12, 13, 14, 15)	65 ↓	69 ↓	66
S: Social inkludering (hållbarhetsmål # 1, 2, 3, 4, 5, 8, 9, 10)	72	67	66 ↓
G: Styrning och institutioner (hållbarhetsmål # 9, 16, 17)	57	42	48

↓ - Overlag nedåtgående trend under de senaste fem åren

*Riktmärket är den 90/10 percentilen av EU28 år 2015. Totalt 43 indikatorer som representerar alla globala hållbarhetsmål, aggregerade över tre kategorier. Trafikljus: ≥80% för grön, 60-80% för gul.

Källa: Swedbank Analys

I Baltikum (utom Estland) är utsläppen av växthusgaser per capita relativt låga och när det gäller utsläpp av växthusgaser från den icke-handlande sektorn kan man vara nära målen i Parisavtalet. De baltiska ländernas nationella mål är dock inte särskilt ambitiösa. Den låga resursproduktiviteten och det svaga offentliga stödet till forskning och utveckling i jordbruket är oroande i några av de baltiska länderna. I synnerhet Estland presterar förhållandevis svagt. Exempelvis har mängden avfall som genereras ökat på senare år och ligger på mycket höga nivåer. Estlands utsläpp av växthusgaser per capita ligger också högt, eftersom både el och uppvärmning till stor del kommer från lokalt producerad skifferolja.

Sammantaget visar våra hållbarhetsindikatorer att behovet av gröna åtgärder är stort. En närmare titt på enskilda indikatorer visar var sådana åtgärder kan omvandla risker till möjligheter. För att lyckas med detta behövs en grönare finanspolitik som vi anser kan mer effektivt motverka konjunkturavmattningen och dessutom hjälpa företag och hushåll i att göra bättre val som resulterar i långsiktigt välstånd.

² BNP per inhemsk materialkonsumtion.

Sverige – skulddynamik ger budgetutrymme

För att stabilisera statsskulden på dagens nivå och inte låta den sjunka ytterligare behöver regeringen leverera budgetunderskott på 60–70 miljarder kronor per år framöver. I enlighet med det finanspolitiska ramverket väntas dock regeringen fortsätta att sträva mot överskott i budgeten. Vi bedömer att detta är samhällsekonomiskt olönsamt och att ramverket behöver ses över så snart som möjligt.

Svårt att stabilisera skulden...

I år väntas den offentliga sektorns skuld minska till 35 procent av BNP. Det är inte vilken nivå som helst utan det skuldankare som gäller för det finanspolitiska ramverket från och med i år. Skuldankaret är "ett riktmärke som tydligt uttrycker vad som är en önskvärd skuldnivå" enligt den kommitté som genomförde översynen av det finanspolitiska ramverket 2016.¹

Mycket talar dock för att det blir svårt att stabilisera skulden vid denna nivå – och inte låta den sjunka ytterligare – under de närmsta åren, även om ekonomin går in i en svacka. De låga räntorna, tillsammans med en fortsatt ökning av nominell BNP, kommer att leda till en fortsatt minskning av skulden. För att hålla tillbaka nedgången behöver regeringen gå med förhållandevis stora årliga underskott. För att förstå varför, låt oss ta en titt på statens budgetrestriktion:

$$\Delta s = (r - g) s - bb$$

där s är skulden som andel av BNP, r är ränta, g är nominell tillväxt och bb är det primära offentlig-finansiella sparandet (budgetbalansen). Förändringen i skulden styrs alltså inte bara av budgetbalansen utan även av räntan, tillväxten och skulden i föregående period. Budgetrestriktionen innebär att när räntan är lägre än den nominella tillväxten i ekonomin så sjunker skulden när budgeten är i balans. Det innebär i sin tur att en skattesänkning eller utgiftshöjning i dag inte behöver finansieras med högre skatter eller lägre utgifter i framtiden.

... utan att tillåta stora budgetunderskott

För att stabilisera den offentliga skulden vid 35 procent behöver regeringen leverera budgetunderskott på 1,2 procent av BNP, motsvarande 60–70 miljarder kronor, per år framöver. Kalkylen beror på ränte- och tillväxtantaganden.² Om vi i stället antar att räntorna stiger med 1 procentenhet från dagens nivå, men att tillväxten är oförändrad, kommer budgetunderskottet likväl att uppgå till nära 1,0 procent av BNP, det vill säga ungefär 50 miljarder kronor per år. Om vi antar att vi går in i en djup svacka där real BNP stagnerar, men att räntorna trots detta inte sjunker ytterligare kan staten fortfarande gå mot ett underskott motsvarande 0,7 procent av BNP, motsvarande 35 miljarder kronor.

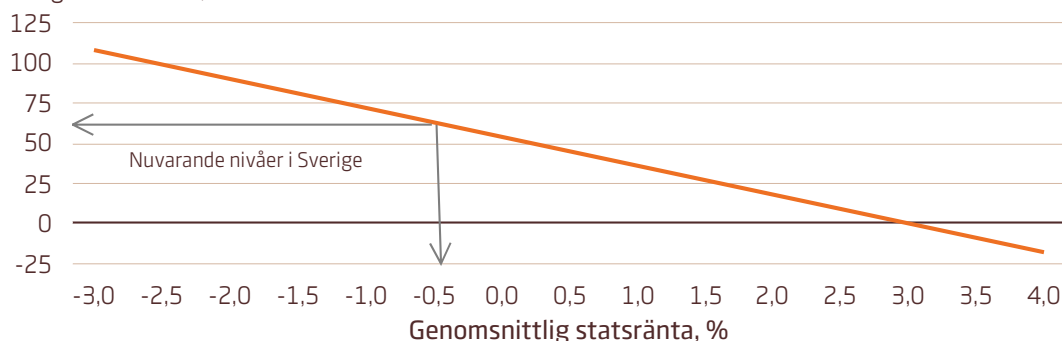
Med rimliga tillväxt- och ränteantaganden blir slutsatsen att staten kan gå med stora budgetunderskott utan att skulden ökar som andel av BNP. Varför gör då inte regeringen detta? Enligt det finanspolitiska ramverket är regeringens operativa mål inte skuldankaret utan överskottsmålet, det vill säga att det offentlig-finansiella sparandet ska uppgå till en tredjedels procent av BNP över en konjunkturcykel. Om regeringen uppfyller överskottsmålet, samtidigt som dagens nivåer på tillväxt och ränta ungefär består, väntas statsskulden sjunka under 30 procent redan 2023. Det tycks alltså ha uppstått en inkonsekvens i själva ramverket där överskottsmålet och skuldankaret är oförenliga.

¹ Betänkande av Överskottsmålskommittén (SOU 2016:67) refererat till i texten som kommittén.

² Beräkning antar att nominell BNP ökar med 3,0 procent per år. Den genomsnittliga tillväxten under de senaste 10 åren är 3,5 procent och under det senaste halvsekleet drygt 7 procent. Statsskuld räntan antas till -0,5 procent vilket motsvarar genomsnittlig nyupplåningsränta på olika löptider i dag.

Sverige, budgetunderskott konsistent med oförändrad offentlig skuld

Budgetunderskott, mdkr



Anm.: Beräkningen visar hur stort budgetunderskottet kan vara givet olika räntenivåer (genomsnittliga statsräntor) utan att statsskulden som andel av BNP ökar. Beräkningen antar att nominell BNP ökar med 3% per år.

Källor: Swedbank Analys & Macrobond

Det finanspolitiska ramverket behöver ses över

Nästa översyn av överskottsmålet är planlagd till slutet av nästa mandatperiod, vilket innebär att ett eventuellt reviderat överskottsmål är aktuellt först 2027. Men en översyn av ramverket tidigare än så behövs göras eftersom förutsättningarna för finanspolitiken har ändrats. Det finns alltmer stöd i forskningen för att de låga räntorna är här för att stanna. Kommittén noterade faktiskt redan 2016 att "vid en framtida översyn av överskottsmålets nivå skulle det kunna vara naturligt att effekten av en eventuellt mer permanent förändring av statslåneräntan analyseras".

Det låga ränteläget, tillsammans med det stundande kostnadstrycket till följd av demografin, bör rimligen också göra att både överskottsmålet och nivån på skulden återigen prövas. Kommittén bedömde vid tillfället att 35 procent utgjorde en tillräcklig buffert mot EU:s krav (max 60 procent av BNP) men noterade samtidigt att flera studier snarast pekar ut en lämplig nivå som är högre (50–75 procent av BNP).

Kostnaden för låg skuld

Det finns en samhällskostnad med högre offentlig skuld då det genom stigande räntor skulle kunna tränga undan privata investeringar och därmed leda till lägre tillväxt i framtiden. Denna kostnad måste dock vägas mot värdet av den injektion som ekonomin får av den mer expansiva finanspolitiken. Vid dagens mycket låga ränteläge överväger rimligen fördelen med en mer expansiv finanspolitik. Samtidigt är inriktningen på finanspolitiken viktig. Finanspolitiken bör vara sådan att den inte bara leder till en kortsiktig efterfrågestimulans utan även rustar Sverige för framtiden, exempelvis genom att investera i utbildning eller stötta klimatomställningen. Alternativkostnaden för att fortsätta att föra en åtstramande finanspolitik, och låta skulden sjunka, bedöms alltså vara förhållandevis hög.

Inspirationen till analysen ovan kom ifrån Blanchard och Tashiro (2019) som studerat förutsättningarna för finanspolitiken i Japan.³ Författarna argumenterar för att Japan, trots världens högsta statsskuld på 240 procent av BNP, bör fortsätta med budgetunderskott, och kanske till och med öka dem och driva upp statsskulden ytterligare, då "kostnader och risker med höga skulder är låga".

³ Blanchard och Tashiro (2019), Fiscal Policy Options for Japan, PIIE Policy brief 19-7, May 2019.

Bilaga

SVERIGE: Makroekonomiska nyckeltal, 2018-2021

Årlig förändring i % om inte annat anges	2018	2019P	2020P	2021P
Real BNP (kalenderkorrigerad)	2,5	1,4 (1,4)	1,0 (1,5)	1,4
Real BNP	2,4	1,3 (1,4)	1,2 (1,7)	1,5
Hushållens konsumtionsutgifter	1,2	1,2 (1,7)	1,8 (2,0)	1,4
Offentliga konsumtionsutgifter	0,9	0,7 (0,8)	1,2 (1,1)	1,2
Fasta bruttoinvesteringar	4,0	-0,7 (-0,2)	-1,5 (1,0)	1,2
Lagerinvesteringar, bidrag till BNP-tillväxten	0,3	-0,2 (-0,3)	-0,1 (0,0)	0,0
Export av varor och tjänster	3,9	3,2 (3,6)	2,5 (3,3)	3,2
Import av varor och tjänster	3,8	1,2 (2,0)	1,3 (2,9)	2,7
KPI (årsgenomsnitt)	2,0	1,8 (1,6)	1,9 (2,2)	2,0
KPI (dec-dec)	2,0	1,8 (1,8)	2,0 (2,3)	1,9
KPIF (KPI med fast bostadsränta, årsgenomsnitt)	2,1	1,7 (1,5)	1,8 (1,9)	1,8
KPIF (KPI med fast bostadsränta, dec-dec)	2,2	1,7 (1,4)	1,8 (2,0)	1,7
Riksbankens reporänta (dec)	-0,25	-0,25 (0,00)	-0,25 (0,00)	-0,25
Arbetslöshet (% av arbetskraften, 15-74)	6,3	6,4 (6,2)	6,5 (6,2)	6,6
Arbetskraften (15-74)	1,4	0,9 (1,2)	0,6 (0,7)	0,7
Antalet sysselsatta (15-74)	1,8	0,7 (1,3)	0,5 (0,7)	0,6
Arbetade timmar (kalenderkorrigerad)	2,4	0,8 (1,1)	0,4 (0,5)	0,4
Nominella timlöner (KL), totalt	2,6	2,5 (2,8)	2,6 (3,1)	2,7
Real disponibelinkomst	1,7	1,7 (3,2)	1,1 (1,4)	0,9
Nominell disponibelinkomst	4,2	3,4 (4,7)	2,9 (3,8)	2,6
Hushållens sparkvot, % av disponibelinkomsten	16,2	16,5 (17,4)	16,0 (17,1)	15,2
Finansiellt sparande i offentlig sektor, % av BNP	0,9	0,2 (0,1)	-0,1 (-0,1)	-0,2
Offentliga sektorns skuld (Maastricht), % av BNP	38,8	35,1 (34,6)	34,9 (34,8)	34,4

Föregående prognos i parentes

Källor: SCB och Swedbank Analys

ESTLAND: Makroekonomiska nyckeltal, 2018-2021

Årlig förändring i % om inte annat anges	2018	2019P	2020P	2021P
Real BNP	3,9	3,3 (3,0)	2,3 (2,7)	2,5
Hushållens konsumtionsutgifter	4,8	3,5 (3,8)	3,1 (3,2)	2,9
Offentliga konsumtionsutgifter	0,3	2,5 (1,5)	1,5 (1,5)	1,5
Fasta bruttoinvesteringar	3,3	6,5 (5,0)	3,0 (4,0)	5,0
Export av varor och tjänster	4,6	3,0 (3,0)	2,5 (3,0)	3,0
Import av varor och tjänster	6,2	3,5 (4,0)	3,0 (3,5)	3,5
KPI (årsgenomsnitt)	3,4	2,3 (2,4)	2,3 (2,4)	2,2
Arbetslöshet (% av arbetskraften)	5,4	4,9 (5,1)	5,1 (5,3)	5,4
Antalet sysselsatta	0,9	0,3 (0,4)	0,0 (0,0)	-0,2
Brutto månadslön	7,3	8,1 (6,7)	6,5 (5,8)	5,5
Nominell BNP, miljarder euro	25,7	27,5 (27,3)	29,1 (29,0)	30,7
Export av varor och tjänster (nominell)	7,1	4,1 (5,2)	4,0 (5,1)	5,0
Import av varor och tjänster (nominell)	8,3	4,5 (6,2)	4,5 (5,5)	5,6
Handelsbalans, varor och tjänster, % av BNP	3,6	3,2 (2,7)	2,8 (2,4)	2,4
Bytesbalans, % av BNP	1,9	1,4 (1,1)	1,0 (0,7)	0,6
Bytes- och betalningsbalansen, % av BNP	3,2	2,6 (2,2)	2,2 (1,9)	1,8
Utländska direktinvesteringar, inflöde, % av BNP	3,9	5,5 (3,3)	3,3 (3,3)	3,3
Finansiellt sparande i offentlig sektor, % av BNP	-0,5	-0,4 (-0,1)	-0,2 (0,2)	0,2
Offentliga sektorns skuld (Maastricht), % av BNP	7,9	8,2 (8,1)	7,9 (7,8)	7,3

Föregående prognos i parentes

Källor: Statistics Estonia och Swedbank Analys

LETTLAND: Makroekonomiska nyckeltal, 2018-2021

Årlig förändring i % om inte annat anges	2018	2019P	2020P	2021P
Real BNP	4,8	2,8 (3,3)	2,0 (2,5)	2,5
Hushållens konsumtionsutgifter	4,5	3,0 (4,0)	2,5 (3,2)	2,4
Offentliga konsumtionsutgifter	4,0	2,8 (2,8)	2,8 (2,8)	2,8
Fasta bruttoinvesteringar	16,4	8,0 (8,0)	4,5 (5,0)	5,0
Export av varor och tjänster	1,8	2,5 (2,0)	2,0 (2,0)	2,5
Import av varor och tjänster	5,1	4,0 (3,7)	2,5 (2,7)	3,0
KPI (årsgenomsnitt)	2,5	2,9 (2,5)	2,4 (2,3)	2,4
Arbetslöshet (% av arbetskraften)	7,4	6,5 (6,7)	6,6 (6,6)	6,6
Antalet sysselsatta	1,6	-0,5 (0,4)	-1,3 (-0,8)	-0,6
Brutto månadslön	8,4	7,3 (7,0)	5,5 (5,5)	5,5
Nominell BNP, miljarder euro	29,5	31,4 (31,4)	33,0 (33,2)	34,7
Export av varor och tjänster (nominell)	5,2	3,7 (4,0)	3,1 (4,0)	3,6
Import av varor och tjänster (nominell)	6,5	4,5 (4,7)	3,3 (3,9)	3,8
Handelsbalans, varor och tjänster, % av BNP	-0,6	-1,0 (-1,0)	-1,1 (-0,9)	-1,2
Bytesbalans, % av BNP	-1,0	-0,8 (-0,7)	-0,9 (-0,7)	-1,0
Bytes- och betalningsbalansen, % av BNP	0,8	1,3 (1,0)	1,1 (1,1)	0,9
Utländska direktinvesteringar, inflöde, % av BNP	2,5	2,4 (2,4)	2,3 (2,3)	2,3
Finansiellt sparande i offentlig sektor, % av BNP	-1,0	-0,5 (-0,5)	-0,4 (-0,4)	-0,4
Offentliga sektorns skuld (Maastricht), % av BNP	35,9	35,1 (37,2)	36,1 (37,9)	32,4

Föregående prognos i parentes

Källor: Statistics Latvia och Swedbank Analys

LITAUEN: Makroekonomiska nyckeltal, 2018-2021

Årlig förändring i % om inte annat anges	2018	2019P	2020P	2021P
Real BNP	3,5	3,7 (3,0)	2,0 (2,0)	2,5
Hushållens konsumtionsutgifter	3,9	4,0 (4,2)	3,0 (3,0)	2,5
Offentliga konsumtionsutgifter	0,8	0,5 (0,5)	1,0 (1,0)	1,5
Fasta bruttoinvesteringar	6,5	8,0 (7,0)	5,0 (5,0)	5,0
Export av varor och tjänster	5,1	4,5 (3,5)	2,0 (2,0)	2,5
Import av varor och tjänster	4,3	4,5 (4,5)	3,0 (3,0)	3,0
KPI (årsgenomsnitt)	2,7	2,5 (2,5)	2,5 (2,5)	2,5
Arbetslöshet (% av arbetskraften)	6,2	5,7 (6,2)	6,0 (6,3)	6,0
Antalet sysselsatta	1,5	0,5 (0,4)	-0,1 (0,0)	-0,2
Brutto månadslön	9,7	8,6 (8,5)	5,0 (5,0)	5,0
Nominell BNP, miljarder euro	45,1	48,0 (47,7)	50,2 (49,8)	52,7
Export av varor och tjänster (nominell)	9,3	6,0 (5,0)	3,0 (3,0)	4,0
Import av varor och tjänster (nominell)	9,0	6,0 (6,5)	4,0 (4,0)	4,5
Handelsbalans, varor och tjänster, % av BNP	3,1	3,0 (1,9)	2,2 (1,1)	1,8
Bytesbalans, % av BNP	1,6	2,1 (0,4)	1,2 (-0,3)	1,3
Bytes- och betalningsbalansen, % av BNP	3,1	3,8 (1,9)	2,8 (1,1)	2,8
Utländska direktinvesteringar, inflöde, % av BNP	1,6	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0
Finansiellt sparande i offentlig sektor, % av BNP	0,7	0,4 (0,3)	-0,1 (0,1)	0,0
Offentliga sektorns skuld (Maastricht), % av BNP	34,2	37,0 (37,5)	36,5 (37,2)	35,8

Föregående prognos i parentes

Källor: Statistics Lithuania och Swedbank Analys

Viktig information

Detta dokument har sammanställts av analytiker på Swedbank Large Corporates & Institutions (LC&I) Makro Research. Makro Research består av research-avdelningar i Estland, Lettland, Litauen, Norge och Sverige, och de är ansvariga för att förbereda rapporter om den ekonomiska utvecklingen på globala och hemmamarknader.

Vad vår research är baserad på

Swedbank Makroanalys grundar sin analys på mångsidig information och olika aspekter. Till exempel: grundläggande analys av cyklisk och strukturell ekonomisk utveckling, aktuellt eller förväntat marknadssentiment, förväntade eller faktiska ändringar i kreditvärdighet, samt interna eller externa förhållanden som påverkar priserna på utvalda valuta- och ränteinstrument. Beroende på typen av investeringsrekommendation kan tidshorisonten variera mellan kort sikt och upp till 12 månader.

Rekommendationsstruktur

Rekommendationer i valuta- och ränteinstrument görs både på spotmarknaden och i derivatinstrument. Rekommendationer kan uttryckas i absoluta termer, till exempel attraktiva pris-, ränte- eller volatilitetsnivåer. De kan också uttryckas i relevanta termer, till exempel långa positioner kontra korta positioner.

När det gäller spotmarknaden, innehåller våra rekommendationer en inträdesnivå, medan rekommendationsuppdateringar inkluderar vinst samt oftast, men inte alltid, en föreslagen utträdesnivå. När det gäller rekommendationer i derivatinstrument, innehåller våra rekommendationer föreslagen inträdeskostnad, lösenpris och löptid. I rekommendationer gällande valutamarknaden använder vi optioner endast som för att ta ställning till marknadsutvecklingens riktning och volatilitet, med begränsningen att vi inte rekommenderar nettoförsäljning av optioner. Detta innebär att vi endast rekommenderar strukturer som en fastslagen maximal förlust.

Analytikerns intyg

Analytikern(a) som är ansvarig(a) för innehållet i detta dokument intyggar att det reflekterar deras personliga åsikt/er om de företag och värdepapper som de täcker. Detta oavsett om det kan finnas sådana intressekonflikter som det refereras till nedan.

Analyserna är självständiga och baseras endast på publik tillgänglig information.

Utgivare, distribution och mottagare

Detta dokument har sammanställts av Makro Research analytiker på LC&I och ges ut av affärsområdet Swedbank LC&I inom Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank AB står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige.

Distributörerna har inte rätt att göra några ändringar i dokumentet innan distribution.

I Finland distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands finansiella tillsynsmyndighet (Finantsinspektsioon).

I Litauen distribueras dokumentet av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republiken Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

I Lettland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I USA distribueras dokumentet av Swedbank AB (publ) och i vissa fall av Swedbank Securities U.S. LLC ("Swedbank LLC") som ikläder sig ansvar för innehållet. Dokumentet får endast distribueras till institutionella investerare. Om du inte är en institutionell investerare får du ej agera utifrån, reproducera eller lita på detta dokument. Institutionella investerare i USA som får detta dokument, och som önskar genomföra en transaktion i något av de värdepapper som nämns i dokumentet, ska endast göra detta via Swedbank LLC. Swedbank LLC är en

USA-baserad broker-dealer, registrerad hos "the Securities and Exchange Commission", och medlem i "the Financial Industry Regulatory Authority" samt "the Securities Investor Protection Corporation". Swedbank LLC är en del av Swedbank.

För viktiga upplysningar i USA, hänvisas till:

<http://www.swedbanksecuritiesus.com/disclaimer/index.htm>

I Storbritannien får detta dokument endast distribueras till "relevanta personer". De som ej är "relevanta personer" får ej agera utifrån eller lita på detta dokument. Endast "relevanta personer" får ges tillgång till och delta i de investeringar eller investerings-aktiviteter som nämns i detta dokument.

Med "relevanta personer", avses personer som:

- Har yrkeserfarenhet av den typ av investeringar som avses i artikel 19(5) i the Financial Promotions Order.
- Är personer som avses i artikel 49(2)(a) till (d) i the Financial Promotion Order ("high net worth companies, unincorporated associations etc").
- Är personer till vilka en inbjudan eller uppmuntran att delta i investeringsaktiviteter (i enlighet med avsnitt 21 i the Financial Services and Markets Act 2000) – i samband med utgivning eller försäljning av värdepapper – annars lagligen kan kommuniceras, direkt eller indirekt.

Ansvarsbegränsningar

All information i detta dokument är sammanställt i god tro från källor som anses vara tillförlitliga. Swedbank påtar sig dock inte något ansvar för dess fullständighet eller riktighet. Du rekommenderas därför att bilda dig din egen uppfattning och inte enbart förlita dig på information från detta dokument.

Observera att analysen kan vara subjektiv. Analytikern baserar sin analys på den information som finns tillgänglig just nu och att analytikern kan ändra åsikt om förutsättningarna förändras. Om analytikern ändrar åsikt eller om en ny analytiker med en annan åsikt blir ansvarig för att täcka ett företag, strävar vi efter att informera om detta så snart det är möjligt med tanke på eventuella regleringar, lagar, interna procedurer eller andra omständigheter.

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning till behöriga mottagare och är inte avsett att vara rådgivande. Dokumentet utgör inte ett erbjudande om att köpa eller sälja finansiella instrument.

Swedbank påtar sig inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det än må vara, som grundar sig på användande av detta dokument.

Intressekonflikter

På Swedbank LC&I har interna riktlinjer implementerats för att säkerställa integriteten och oberoendet av analytikerna.

Riktlinjerna innehåller regler för, men inte begränsat till: kontakter med de företag som bevakas; personligt engagemang i de bolag som bevakas; deltagande i investment banking verksamhet och tillsyn och granskning av research produkter. Till exempel:

- Research produkter baseras enbart på publik information.
- Analytikerna tillåts i allmänhet inte ha några innehav eller positioner (långa eller korta, direkt eller via derivat) avseende aktier eller aktierelaterade instrument i företag de analyserar.
- Ersättningen till personalen inom Makro Research kan innefatta diskretionära utmärkelser baserade på företagets totala intäkter, inklusive intäkter för investment banking. Dock ska ingen sådan personal få ersättning baserat på specifika investment banking transaktioner.

Mångfaldigande och spridning

Materialet får inte mångfaldigas utan Swedbank LC&I:s medgivande. Dokumentet 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.

Mångfaldigad av Swedbank Large Corporates & Institutions, Stockholm 2014.

Adress

Swedbank LC&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm
Besöksadress: Malmskillnadsgatan 23, 111 57 Stockholm

