



Marknadsbrev

**Fortfarande hög sannolikhet för
lågkonjunktur i Sverige**

13 mars 2019

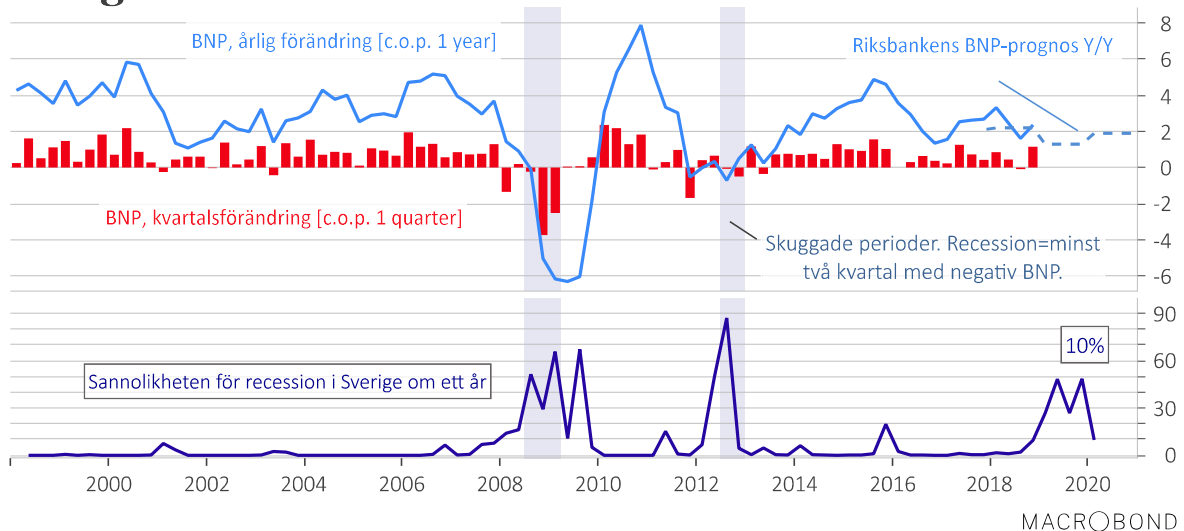
Sannolikheten är fortfarande hög för att Sveriges ekonomi befinner sig i en lågkonjunktur om ett år, enligt våra analyser. Ett flertal faktorer pekar på att sämre tider är på väg som exempelvis flackare avkastningskurva och en rekordhög skuldsättning bland hushåll och företag. Givet att de flesta prognosmakare, inklusive Riksbanken, verkar tro på en återhämtning nästa år, från en svag avmattning i år, borde det finnas utrymme för ytterligare lägre räntor om tillväxten i Sverige bromsar in, och Riksbanken tvingas på reträtt liksom sina kollegor i bland annat Frankfurt.

Lägre recessionsrisk, men fortfarande hög sannolikhet för lågkonjunktur om ett år

För ett knappt halvår sedan publicerade vi en analys som visade på en relativt hög sannolikhet (27%) för att Sverige skulle befinna sig i en recession i slutet av 2019, men framför allt var sannolikheten hög för en lågkonjunktur (80%). (se <https://www.reconpatrol.com/wp-content/uploads/2019/01/Recession-Probability.pdf>). Sedan dess har det hänt en del. Statistik för tredje kvartalet visade en krympande BNP, vilket fick bedömare och experter att bli pessimistiska om den framtida konjunkturen. Riksbanken har reviderat ned sin prognos för BNP-tillväxten för 2019 från 2,0% i september till 1,3% i den senaste rapporten från februari. Samtidigt har bankens bedömning för 2020 varit i stort sett oförändrad, från 2,1% i september till 1,9% i februari. Det globala aktieraset under fjärde kvartalet förstärkte pessimismen ytterligare. Därefter skedde en viss tillnyktring efter börsuppgången under början av 2019 och den överraskande starka BNP-statistiken för fjärde kvartalet som publicerades för några veckor sedan. Berg- och dalbanan fullbordades av ECB som drog ner sin BNP-prognos rejält och utlovade mer penningpolitisk stimulans vid sitt möte i början av mars (se vidare <https://www.faforecasting.com/sv/lagkonjunktur-eu/> för vår BNP-analys för euroområdet).

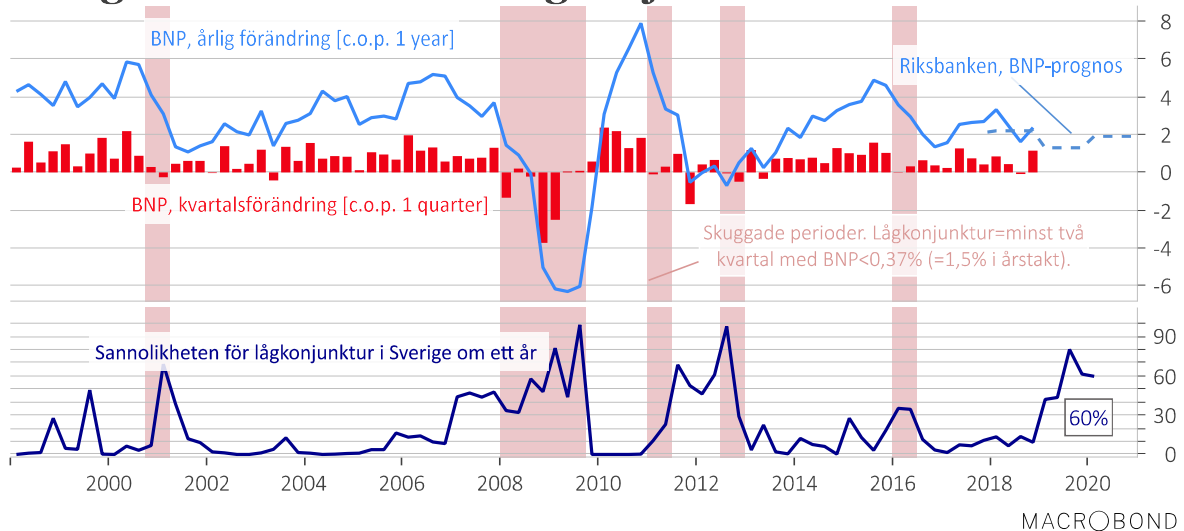
Vad säger då vår känslomässigt neutrala modell om utsikterna för Sverige. Vi har gjort en uppdatering med nya data från det senaste halvåret för att se om det påverkat den statistiska sannolikheten för att svensk ekonomi befinner sig i recession eller lågkonjunktur om ett år. Modellen som i oktober signalerade en sannolikhet för en recession ett år framåt i tiden på 27%, visar nu på en minskad sannolikhet, till ca 10% för att Sverige befinner sig i en recession i början av 2020 (se figuren nedan). Det är de minskade kreditspreadarna i både USA och Sverige som starkast bidragit till den minskade sannolikheten, trots att den svenska avkastningskurvan fortsatt att flacka.

Sverige - sannolikhet för recession



Vi har också analyserat sannolikheten för en lågkonjunktur i Sverige om ett år, vilket definieras som minst två på varandra följande kvartal med en tillväxt på mindre än 0,37%, vilket motsvarar en årlig tillväxttakt på 1,5%. Även här har sannolikheten minskat, från över 80% till 60%, men är fortfarande relativt hög historiskt sett (se figuren nedan). Det var även i detta fall lägre kreditspreadar som gjorde att sannolikheten minskade. Riksbankens räntehöjning i december och en något flackare avkastningskurva bidrog till att sannolikheten inte föll ännu mer.

Sverige - sannolikhet för lågkonjunktur



Sammantaget pekar således ett flertal faktorer, som historiskt varit tillförlitliga, på att sämre tider är på väg. Dessa faktorer är exempelvis flack avkastningskurva, rekordhög skuldsättning bland hushåll och företag, samt en överdriven optimism hos företagen. Sannolikheten är därmed fortfarande hög för att Sveriges ekonomi befinner sig i en lågkonjunktur om ett år.

Så här gjorde vi:

Vi har använt statistiska metoder (sk. probitmodeller) för att beräkna sannolikheten för en recession resp. en lågkonjunktur (flera Fed-distrikt gör liknande modeller, se exempelvis https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/capital_markets/Prob_Rec.pdf och <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/predicting-recession-probabilities-using-the-slope-of-the-yield-curve-20180301.htm>). Vi har gått igenom ett antal variabler för att se vilka som innehåller information om den framtida tillväxten i Sverige. Förutom den svenska avkastningskurvan har vi använt såväl finansiella variabler, framför allt styrräntor och räntedifferenser på kreditobligationer, som makroekonomiska variabler och mått på skuldsättning. Vi har definierat en recession på traditionellt sett, som minst två på varandra följande kvartal med negativ tillväxt. En lågkonjunktur definierar vi som minst två på varandra följande kvartal med en tillväxt på mindre än 0,37%, dvs. en årstakt på 1,5%.

Kan obligationsräntorna falla mer?

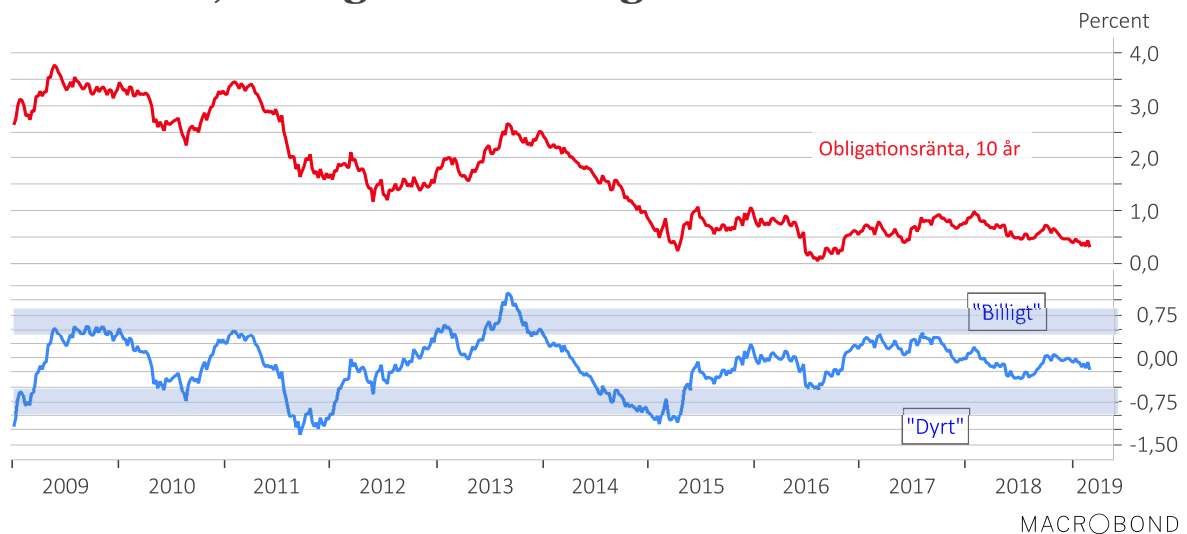
Medianen är en BNP-tillväxt på 1,8% för år 2020 för de prognoser som Konjunkturinstitutet sammanställer och som är publicerade i år. (Ingen tror på en tillväxt lägre än 1,5%).

(<https://www.konj.se/download/18.5de6717816077529bc3fa0f/1550677856777/Progtab.pdf>)

Medianprognosen för 2019 är 1,5%. Den sammantagna bedömningen av landets prognosmakare är således att konjunkturen efter en mindre svacka i år ska återhämta sig nästa år och att Sverige klarar sig från en lågkonjunktur. Finns det då möjlighet att de låga obligationsräntorna kan bli ännu lägre om allt fler tecken pekar mot en större försvagning av konjunkturen än väntat? Det är inte otänkbart.

I slutet av januari skrev vi om värderingen av amerikanska och svenska obligationsräntor och konstaterade att amerikanska räntor får betraktas som dyra, medan de svenska befann sig i neutralt territorium (se <https://www.reconpatrol.com/wp-content/uploads/2019/03/US10Y-NOK.pdf>). Samtidigt varnade vi för att det under första kvartalet fanns en risk för en ränterekyl efter fjärde kvartalets oro om aktiemarknaderna skulle återhämta sig. Det senare har ännu inte infriats, och det förefaller som om den duvaktiga omsvängningen från flera av världens stora centralbanker, med Fed i spetsen, återigen bidragit till att påverka avkastningen på flertalet finansiella tillgångar gynnsamt, således även statsobligationer. Svenska obligationsräntor är fortfarande neutralt värderade, enligt vår värderingsmodell, trots nedgången under senare tid (se figuren nedan).

Fair Value, Sverige 10-års obligationer



Givet att de flesta prognosmakare, inklusive Riksbanken, verkar tro på en återhämtning 2020 från en svag avmattning i år, borde det finnas utrymme för ytterligare lägre räntor om tillväxten i Sverige bromsar in, som vår modell antyder, och Riksbanken tvingas på reträtt liksom sina kollegor i bland annat Frankfurt.

Recon Patrol

Macro and Financial Research for Professional Investors

Disclaimer

The information contained in this website is intended solely to provide general guidance on matters of interest for the personal use of the reader, who accepts full responsibility for its use. The application and impact of laws can vary widely based on the specific facts involved. Given the changing nature of laws, rules and regulations, and the inherent hazards of electronic communication, there may be delays, omissions or inaccuracies in information contained in this publication. The information is produced by the website and the opinions expressed are as of the date of writing and are subject to change. It does not constitute an offer or an invitation by or on behalf of Recon Patrol to any person to buy or sell any security or investment product. Any reference to past performance is not necessarily a guide to the future. The information and analysis contained in this publication have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable but Recon Patrol does not make any representation as to their accuracy or completeness and does not accept liability for any loss arising from the use hereof. All information in this website is provided "as is", with no guarantee of completeness, accuracy, timeliness or of the results obtained from the use of this information, and without warranty of any kind, express or implied, including, but not limited to warranties of performance, merchantability and fitness for a particular purpose. Nothing herein shall to any extent substitute for the independent investigations and the sound technical and business judgment of the reader. In no event will the author be liable to you or anyone else for any decision made or action taken in reliance on the information in this publication or for any consequential, special or similar damages, even if advised of the possibility of such damages. This document may not be reproduced either in whole, or in part, without the written permission of the author.