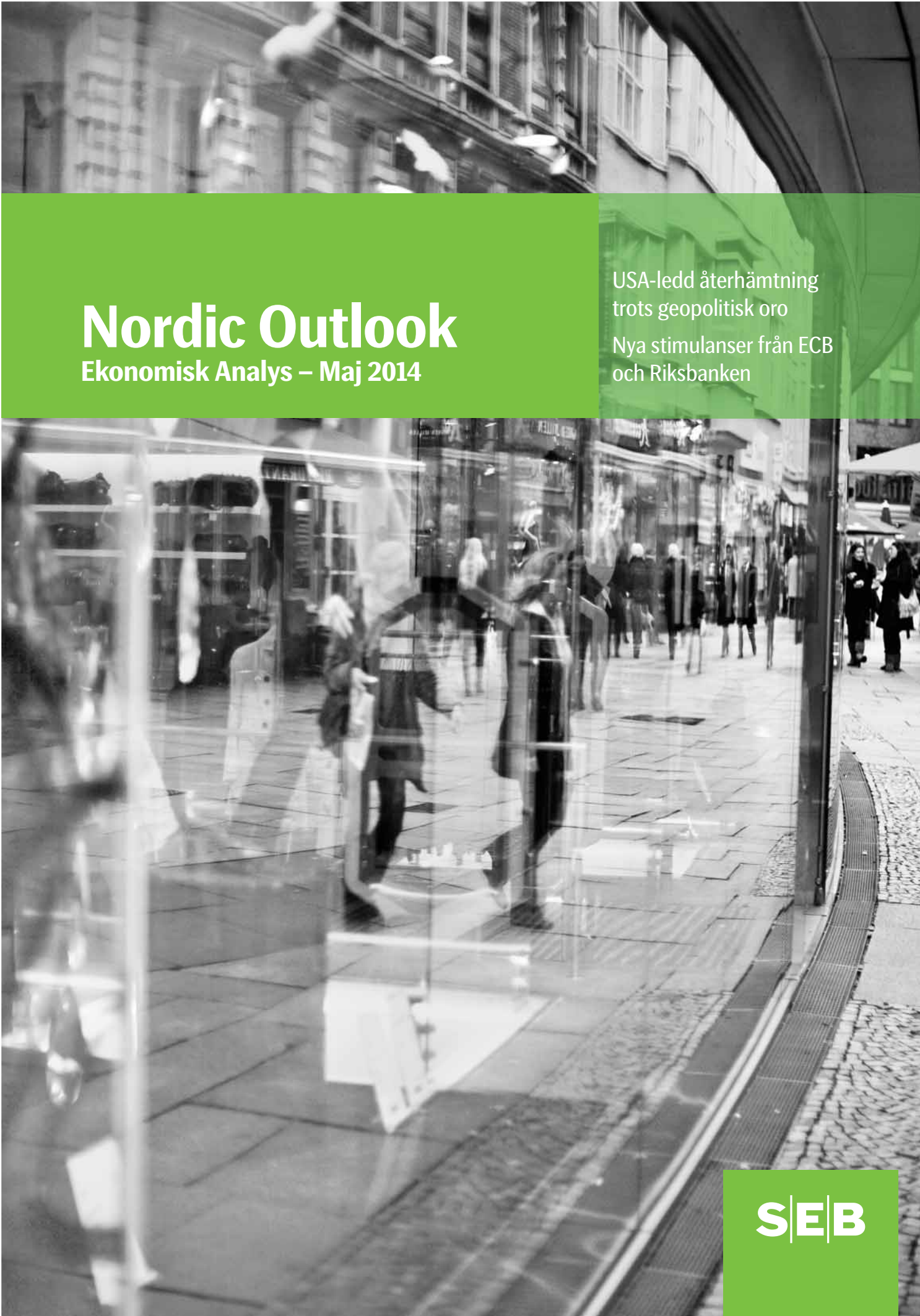




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Maj 2014

USA-ledd återhämtning
trots geopolitisk oro

Nya stimulanser från ECB
och Riksbanken

S|E|B

Internationell översikt	5
USA	12
Tema: Hur stram är amerikansk arbetsmarknad?	16
Japan	17
Asien	18
Eurozonen	21
Tema: Mot stabilare banksystem i Europa	25
Storbritannien	26
Östeuropa	27
Baltikum	29
Sverige	30
Tema: Svensk varuexport halkar efter Tyskland	35
Danmark	36
Norge	38
Finland	41
Nyckeldata	43

Fördjupningsrutor

Internationell översikt: Ukrainakrisen – ny säkerhetspolitisk spelplan	6
Internationell översikt: Skattepolitiken – nyckeln till tillväxtlåset?	9
USA: Skifferrevolutionen ger fördel USA	14
Sverige: Nytt politiskt landskap efter riksdagsvalet	34
Danmark: Risker kopplade till amorteringsfria lån	37

Denna rapport publicerades den 13 maj 2014.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 8 maj 2014.

Robert Bergqvist
Chefekononom
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
Sverige
+ 46 8 763 80 67

Mattias Bruér
Ekonom
USA & Storbritannien
+ 46 8 763 85 06

Mikael Johansson
Ekonom
Baltikum, Polen & Östeuropa
+ 46 8 763 80 93

Elisabet Kopelman
Chef för Ekonomisk Analys
Japan
+ 46 8 763 80 46

Daniel Bergvall
Ekonom
Eurozonen & Finland
+46 8 763 85 94

Ann Enshagen Lavebrink
Redaktionsassistent
+ 46 8 763 80 77

Andreas Johnson
Ekonom
Kina, Indien, Ukraina & Ryssland
+46 8 763 80 32

Frederik Engholm-Hansen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1469

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1008

Olle Holmgren
Trading Strategy Stockholm
Sverige
+46 8 763 80 79

Erica Blomgren
SEB Oslo
Norge
+ 47 2282 7277

Stein Bruun
SEB Oslo
Norge
+47 2100 8534

Olika inflationstrender ger penningpolitisk divergens

- **USA-uppgång efter vintersvacka**
- **EM: Motståndskraft mot geopolitisk oro**
- **Deflationsrisk får ECB att genomföra QE**
- **Riksbanken sänker till 0,25 procent**
- **Lätt penningpolitik ger lyftkraft för börsen**
- **Dollarn stärks med fördröjning**

Den globala ekonomin tar sig gradvis upp på fastare mark, men utvecklingen präglas av temporära bakslag och regionala olikheter. Återhämtningen i **USA** tappade fart första kvartalet när extrema väderförhållanden hämmade den ekonomiska aktiviteten. Med stöd av starka indikatorer under våren räknar vi med en tydlig rekyll uppåt andra kvartalet, men BNP-tillväxten för helåret 2014 har ändå justerats ned från 3,3 procent i *NO Februari 2014* till 2,6 procent. I **Japan** ställs nu det ekonomiska reformprogrammet inför större utmaningar när det gäller att permanent bryta deflationen och genomföra strukturreformer. I **Storbritannien** har ekonomin överraskat positivt samtidigt som inflationen kommit ned snabbare än väntat. I **Eurozonen** är recessionen över och den finansiella oron har gradvis minskat. Arbetslöshet och statsskuld har också stabiliserats, men på oroande höga nivåer.

Flera snabbväxande ekonomier (EM, Emerging Markets) hämmas av regleringar och strukturella svagheter. Generellt har dock de flesta länder visat motståndskraft under rådande geopolitiska turbulens. Detta kontrasterar från mönstret i slutet av 2013 och början på 2014 då börser och valutor försvagades kraftigt i spåren av ökad osäkerhet kring Federal Reserves (Feds) penningpolitik. Utvecklingen har bekräftat vår syn att vi inte är på väg in i någon bredare kris av den typ som drabbade asiatiska ekonomier i slutet på 1990-talet.

Sammantaget förutser vi en uppgång i OECD-områdets BNP-tillväxt från 1,2 procent 2013 till 2,1 respektive 2,7 procent 2014 och 2015. För 2014 innebär detta en nedrevidering med 0,3 procentenheter. Även prognosen för EM-ekonomierna är nedjusterad, bl a beroende på att vi tror att de kinesiska myndigheterna accepterar en tillväxt på 7,2 procent; något under det formella målet på 7,5 procent. Totalt växlar den globala tillväxten upp från 3,2 procent 2013 **till 3,6 respektive 3,9 procent 2014 och 2015**; en viss nedrevidering sedan förra NO för både 2014 och 2015.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
USA	2,8	1,9	2,6	3,7
Japan	1,4	1,5	1,0	1,3
Tyskland	0,7	0,4	1,8	2,1
Kina	7,7	7,7	7,2	7,0
Storbritannien	0,3	1,7	3,0	2,6
Eurozonen	-0,7	-0,4	1,0	1,6
Norden	1,0	0,6	1,9	2,4
Baltikum	4,2	3,0	2,1	3,3
OECD	1,3	1,2	2,1	2,7
EM-ekonomier	4,9	4,7	4,6	5,0
Världen, PPP	3,3	3,2	3,6	3,9

Källa: OECD, SEB

Penningpolitiken förblir kraftigt expansiv i de utvecklade länderna de närmaste åren. Detta bidrar till att **långräntorna rör sig bara långsamt uppåt och att börserna stiger ytterligare en bit**. Skillnaderna när det gäller inflation och resursutnyttjande mellan USA å ena sidan och eurozonen och Japan å den andra har dock förstärkts den senaste tiden. Arbetslösheten i USA har t ex sjunkit och närmar sig jämvikt samtidigt som inflationen sjunker i euroländerna. Detta sätter avtryck i våra penningpolitiska prognoser. Vi räknar med att Fed avslutar sina värdepappersköp i oktober 2014 och att räntehöjningar påbörjas i mitten av 2015. Även Bank of England (BoE) höjer styrräntan under 2015. ECB går i motsatt riktning och nya stimulansåtgärder kommer att krävas för att stärka kreditgivning och motverka risker för deflation och stagnation. **Vår prognos är att BNP-viktade kvantitativa lättnader (QE, Quantitative Easing) sjösätts i juni**. Skillnaderna i penningpolitik bidrar till att differensen mellan amerikanska och tyska obligationsräntor ligger kvar på en relativt hög nivå. Vi tror också att euron så småningom kommer att försvagas mot US-dollar i denna miljö, men ökad riskapitet i spåren av ECB:s åtgärder kommer på kort sikt att leda till valutaflöden som stöttar euron.

En återhämtning på fastare mark ger ökat fokus på de långsiktiga konsekvenserna av den förda krispolitiken. Behoven av att reparera balansräkningar har lett till att tillgångspriserna åter pumpats upp. **Följderna av stigande inkomst- och förmögenhetsskillnader har fått ökat utrymme i debatten**, inte minst för att ökade klyftor försvagar penningpolitikens möjligheter att lyfta tillväxten. I *NO Februari 2014* diskuterade vi dessa problem i en temaartikel om "Sekulär stagnation". Nu riktas i ökad omfattning blickarna mot finans- och skattepoliti-

kens möjligheter att förstärka penningpolitikens verkningsgrad (se fördjupningsruta "Skattepolitiken: Nyckeln till tillväxtlåset?")

Ukrainakrisen: Ny säkerhetspolitisk spelplan

Krisen i Ukraina har eskalerat de senaste månaderna och landet står nu på randen till ett inbördeskrig. Samtidigt har spänningen mellan Ryssland och tongivande västländer stegrats. Det skärpta säkerhetsläget ser ut att bli utdraget och Rysslands redan sedan tidigare ansträngda relationer med EU och USA har försämrats radikalt.

Vi har under våren justerat ned de ekonomiska prognoserna för regionen (se *Eastern European Outlook Mars 2014*). Ukraina går nu in i en djup recession medan den ryska ekonomin stagnerar i år. Den politiska krisen förvärrar ett redan svagt ekonomiskt läge som i hög grad orsakats av strukturella problem. Länder i närområdet med stor handel med Ryssland som t ex Finland och länderna i Baltikum påverkas tydligt.

Vårt globala huvudscenariot grundar sig på antagandet att ett omfattande handelskrig mellan Ryssland och EU/USA kan undvikas och att inga allvarliga störningar uppkommer i de ryska energileveranserna till Västeuropa. Därmed blir de generella effekterna på världsekonomin relativt små och vi behåller t ex prognosen att återhämtningen i Centraleuropa fortskrider. Ett begränsat inbördeskrig i Ukraina ändrar inte detta ekonomiska huvudscenariot. Kostnaderna för en kraftig upptrappning av de ekonomiska sanktionerna skulle dock kunna bli stora, inte minst för Västeuropas del. Förutom breda handelsstörningar och allvarliga konsekvenser på energisidan finns viktiga finansiella kopplingar.

Vår oljeprisprognos antar fortsatt relativt stabila priser 2014-2015 då Opec kan styra balansen i marknaden genom att öka eller minska produktionen. Konflikten mellan Ryssland och Ukraina utgör dock en uppträsk om oljeleveranserna från Svarta Havet stoppas.

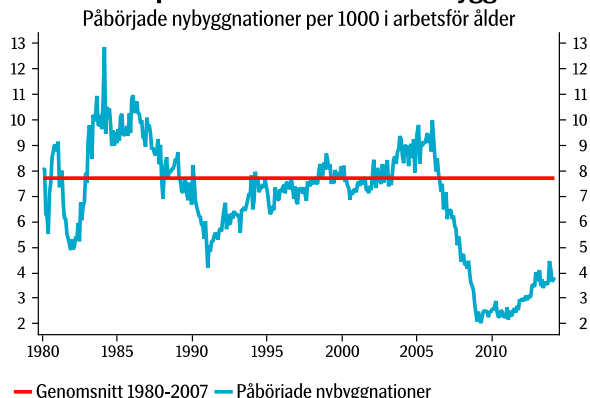
Även om vi inte tror att Ukrainakrisen påverkar den globala konjunkturen mer än marginellt kan mer långsiktiga förändringar vara på väg. Den svaga utvecklingen för den ryska ekonomin de senaste åren behöver motverkas genom ett omfattande reformarbete. Reformarbetet riskerar dock att försvåras om konflikten med Ukraina resulterar i att Ryssland går mot en högre grad av politisk och ekonomisk isolering. I förlängningen finns också en risk att andra geopolitiska oroshärder kan blossa upp, t ex när det gäller Kinas relationer med grannländerna.

USA leder global återhämtning

Trots att återhämtningen sakta vinner terräng har den en längre tid varit ganska svag och sårbar. Företagen har varit försiktiga med nyinvesteringar i ett läge då kapacitetutnyttjandet fortfarande är relativt lågt. Osäkerhet avseende ordersituation och möjligheter att genomföra prishöjningar har hämmat investeringslusten. Hushållens konsumtion har inte heller riktigt tagit fart i en miljö med låga löneökningar och återhållsam finanspolitik. Stimulans-effekten via stigande bostads- och aktiepriser dämpas av att den i ganska hög utsträckning gynnar hushåll med relativt låg marginell konsumtionsbenägenhet.

Det svaga första kvartalet i USA befäste bilden av världskonjunktur utan tydlig riktning.

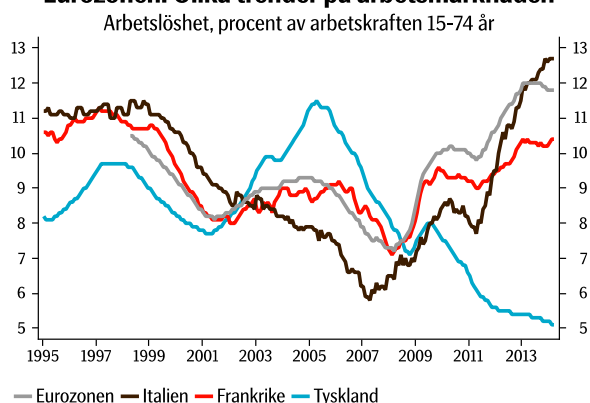
USA: Stor potential för ökat bostadsbyggande



Källa: Conference Board, BLS

Vi tror dock att världsekonomin nu är på väg in i ett skede med bättre fart. Indikatorer tyder på en tydlig rekyl uppåt i USA under andra kvartalet. **Vi står därför fast vid vår syn att tillväxten i USA är på väg att växla upp ganska kraftigt de närmaste åren.** Nedpressade produktionsnivåer i cykliskt känsliga branscher, t ex bostadsbyggande, ger potential för varaktig uppgång. Samtidigt har den finanspolitiska spelplanen klarnat och en åtstramande effekt på 1,7 procent av BNP 2013 slår om till en i stort sett neutral politik 2014 och 2015. Hushållens skuldanpassning är förmodligen avslutad och i en miljö med förbättrad arbetsmarknad räknar vi med att minskat sparande driver på konsumtionsuppgången. Gradvis stigande kapacitetsutnyttjande samt lättare kreditförhållanden, som framför allt gynnar små och medelstora företag, bidrar till att investeringskonjunkturen sent omsider stärks. Amerikanska företag gynnas också av låga energipriser genom skifferproduktion av olja och gas.

Eurozonen: Olika trender på arbetsmarknaden



Källa: Eurostat

I Västeuropa är bilden mer blandad. **Den brittiska ekonomin har överraskat positivt** med expansiva tongångar i industrin, samtidigt som stigande huspriser än en gång blir en drivkraft för den inhemska efterfrågan. I **eurozonen** fortsätter den **divergerande trenden mellan olika ekonomier**. **Den tyska exportindustrin uppvisar exceptionell styrka**, men exporten ökar även i Sydeuropa när konkurrenskraft sakta återvinns.

Den inhemska efterfrågan är generellt sett fortfarande svag. I Tyskland ser vi en försiktig konsumtionsuppgång, driven av stark arbetsmarknad, men i de flesta andra länder pressas hushållen av hög arbetslöshet, låga löneökningar och i vissa fall fortsatt stram finanspolitik. Arbetslösheten i eurozonen som helhet tycks nu ha stabiliserats **men i Frankrike och Italien är trenden oroväckande och behovet av reformer blir allt tydligare**. Sammantaget räknar vi med en mycket långsam återhämtning i eurozonen där problemen med hög arbetslöshet och skuldsättning består samtidigt som den politiska integrationsprocessen står och stampar. **Allt större börda läggs därför på ECB:s stimulanser samt på arbetet med att reformera banksystemet.**

EM-ekonomierna går igenom en fas där förväntningar på tillväxten gradvis omprövas efter förra decenniets snabba expansion. Vi räknar med att BNP-tillväxten i EM-området som helhet ligger kvar på knappt 5 procent både 2014 och 2015. Generellt har utvecklingen den senaste tiden gett stöd för vår prognos att någon generell EM-kris inte är under uppseglande. Motståndskraften är betydligt bättre än t ex under Asienkrisen på 1990-talet genom **lägre offentlig skuldsättning, starkare externbalanser och robustare växelkurspolitik** med rörliga valutor. Länderna står dock inför olika politiska och strukturella utmaningar. I Kina fortsätter inbromsningen och regeringen tycks de facto acceptera en lite lägre tillväxt. Om nedgången skulle bli kraftigare och tydligt påverka arbetsmarknaden finns utrymme för ekonomisk-politiska motåtgärder. Indien och Indonesien är mer sårbara på grund av svag externbalans; Indonesien pressas därtill av att den kinesiska avmatningen dämpar råvarupriserna. I Indien ställs nu förhoppningar till att pågående parlamentsval ska leda till ett regeringsskifte som påskyndar reformarbetet. Vi tror dock att dessa förhoppningar kan vara överdrivna. Den ryska ekonomin stagnerar helt när effekterna av den akuta krisen i Ukraina adderas till underliggande problem.

Alternativscenarier

Årlig procentuell BNP-förändring

	2014	2015
A. Större globala effekter från USA-uppgång (20%)		
USA	3,0	4,2
Eurozonen	1,3	2,5
OECD	2,3	3,4
EM-ekonomier	5,5	6,4
B. Oro kopplad till geopolitik eller Feds politik (25%)		
USA	2,4	2,5
Eurozonen	0,5	0,5
OECD	1,0	1,0
EM-ekonomier	4,0	3,5

Källa: SEB

Nedåtrisker överväger något

Risken för att Ukrainakonflikten ska eskalera till en kris som får globala konsekvenser är relativt liten. Ändå bidrar den till att vi nu ser något större risker på nedsidan än tidigare. **Vi har där-**

för höjt sannolikheten för vårt lågtillväxtscenario till 25 procent från tidigare 20 i *Nordic Outlook Februari 2014*.

Huvudrisken på nedsidan utgörs fortfarande av att en stramare amerikansk penningpolitik får större negativa globala konsekvenser än i huvudscenariot.

Sannolikheten för ett scenario med snabbare tillväxt bedömer vi, liksom i senaste NO, till 20 procent. En positiv potential ligger i att spridningseffekterna från den amerikanska uppgången till omvärlden blir tydligare och mer i linje med det historiskt normala.

Norden fortsätter att spreta

Tillväxtmässigt fortsätter de nordiska länderna att till viss del gå olika vägar. För **svensk** del är konjunktursignalerna blandade. Tillväxten drivs framför allt av bostadsbyggande samt hushållens konsumtion som stimuleras av goda realinkomstökningar. Exportåterhämtningen blir däremot svag. BNP ökar med 2,7 respektive 3,1 procent 2014-2015. Även **norsk** ekonomi präglas av att krafter drar i olika riktningar. Motvinden kommer från dämpade investeringar inom olja och gas samt svaga bostadsinvesteringar. Å andra sidan har arbetsmarknaden stabiliserats och goda realinkomstökningar och stabilisering på bostadsmarknaden talar för att konsumtionen kommer igång. BNP växer med 1,9 procent både 2014 och 2015.

I **Danmark** har den senaste tidens utveckling bekräftat prognosen om att återhämtningen tar fart. Bostadspriserna stiger, arbetslösheten faller, sysselsättningen ökar och konsumentförtroendet ligger nära toppnivåer innan krisen. Samtidigt går exporten bra och överskotten i bytesbalansen är rekordstora. BNP växer med 2,0 procent 2014 och 2,5 procent 2015. Den **finska** utvecklingen halkar efter övriga nordiska länder ytterligare. Kombinationen av strukturella problem i skogs- och IKT-sektorn och relativt stor exponering mot Ryssland hämmar tillväxten. Ekonomin gick in i en recession runt årsskiftet 2013-2014 och BNP-tillväxten blir mycket svag; -0,3 procent 2014 och 0,8 procent 2015.

Norden och Baltikum, BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
Sverige	0,9	1,5	2,7	3,1
Norge	2,9	0,6	1,9	1,9
Danmark	-0,4	0,4	2,0	2,5
Finland	-1,0	-1,4	-0,3	0,8
Estland	3,9	0,8	0,5	2,3
Lettland	5,5	4,1	2,5	3,2
Litauen	3,5	3,3	2,7	3,8

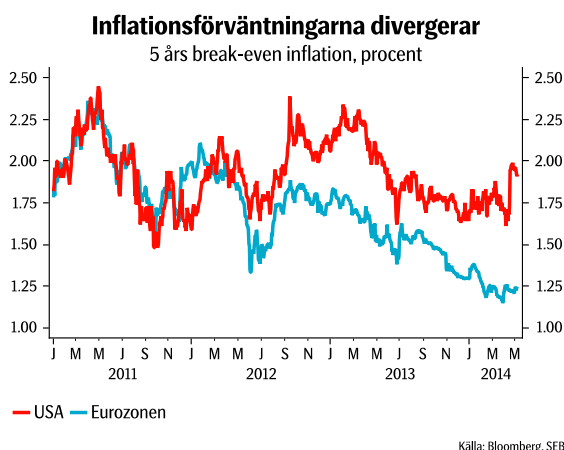
Source: OECD, SEB

Baltikum tyngs av oron i närområdet

Ukraina-krisen och rysk ekonomisk svaghet sätter avtryck i Baltikums ekonomier. Exporten dämpas via stor exponering i handeln med Ryssland. Förhöjd geopolitisk osäkerhet håller tillbaka investeringar bl a genom något stramare kreditförhållanden. Turismen, som är relativt viktig för Baltikum, påverkas i

mindre grad. BNP-prognoserna sänks något jämfört med utsikter i *Eastern European Outlook* i mars. Estlands BNP ökar med 0,5 procent 2014 och 2,3 procent 2015. Lettlands tillväxt hamnar på 2,5 respektive 3,2 procent. Litauens BNP växer med 2,7 respektive 3,8 procent. **Våra prognoser fortsätter att ligga klart under konsensus.**

Samtidigt har Baltikum buffertar som gör att risken för recession är liten. Starka reallöner ger fortsatt stöd åt privat konsumtion. Starka offentliga finanser och små underskott i bytesbalanserna ger finansiell motståndskraft. Därtill försvinner den lilla kvarvarande växelkursrisken **när Litauen i maj-juni väntas få klartecken för euromedlemskap 2015**; i linje med landets plan sedan länge.



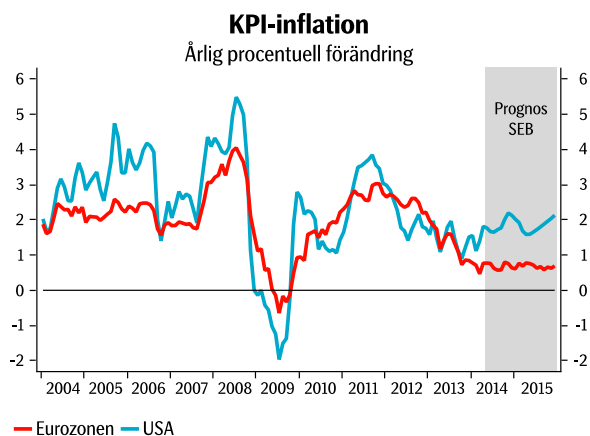
Ökande inflationsskillnader

Inflationstrycket i utvecklade ekonomier fortsätter att vara lågt. Många drivkrafter är gemensamma bl a fortsätter **långt resursutnyttjande att pressa löner och vinstmarginaler**. De senaste månaderna har denna trend bekräftats och inflationen har i huvudsak överraskat på nedsidan. Tydligast gäller det i Väst Europa och där framför allt i Sverige.

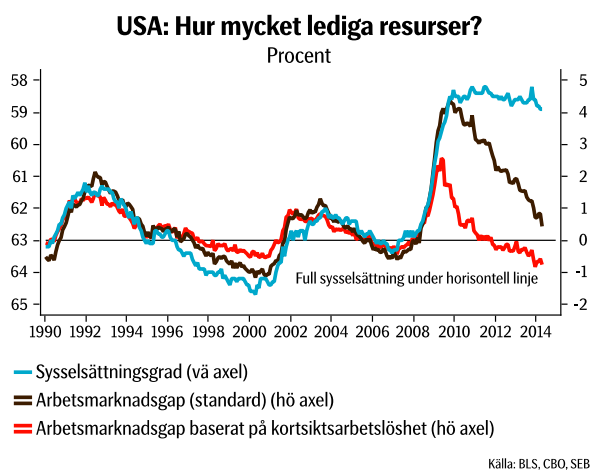
På kort sikt finns faktorer som tenderar att lyfta inflationen något. Stigande matpriser får störst effekt i EM-länder, men kommer också att påverka KPI i utvecklade ekonomier. Även högre bensinpriser kan ge en viss inflationsimpuls liksom skatteförändringar, t ex momshöjningen i Japan. På lite längre sikt kan höjningar av minimilöner i t ex Tyskland och USA ge upphov till mindre inflationsimpulser.

Den underliggande pristrenden kommer dock att domineras av **disinflationistiska krafter även framöver**. Resursutnyttjandet förblir lågt och prispressen på konsumentvaror på världsmarknaden fortsätter. De tendenser till ökade skillnader mellan USA och Väst Europa, som vi lyft fram i de senaste utgåvorna av *Nordic Outlook*, har dock förstärkts. Generellt har deflationsriskerna i eurozonen ökat den senaste tiden: inflationen sjunker i nästan samtliga länder och inflationsförväntningarna har kommit ned på besvärande låga nivåer. Krisländerna befinner sig i eller på gränsen till deflation. När den tyska inflationen ligger så lågt som runt en procent är det knappast möjligt att genomföra **en interndevalvering inom eurozonens ram utan breda deflationstendenser**. Med de nya ECB-åtgärder som beskrivs nedan räknar vi med att regionen som helhet

undviker deflation, men att inflationen de närmaste åren hamnar klart under ECB:s mål. Mätt som årsgenomsnitt blir HIKP-inflationen 0,7 procent 2014 och 0,8 procent 2015.



I USA är trenden delvis annorlunda. Graden av resursutnyttjande är en avgörande fråga för inflation och penningpolitik. Olika mått som sysselsättningsgrad, total arbetslöshet och korttidsarbetslöshet ger helt olika indikationer på resursgapet (se graf). Fed, och inte minst dess chef Janet Yellen, har pekat på att fortsatt låga löneökningar, hög ofrivillig deltidsarbetslöshet och få frivilliga uppsägningar utgör indikationer på att det fortfarande finns ganska mycket lediga resurser. Vår bedömning är mer pessimistisk och vi tycker det finns skäl för att se den totala arbetslösheten som ett ganska representativt mått på resursutnyttjandet.



Den senaste månadssiffran visade en arbetslöshet på 6,3 procent, vilket troligen inte är långt från jämviktsnivån. Flera indikatorer, bl a Feds Beige Book, visar också på arbetskraftsbrist i vissa sektorer och att lönerna börjar röra på sig. I en miljö med stagnerande produktivitet innebär detta stigande enhetsarbetskostnader. Det är inte självklart att företagen kan vältra över detta på konsumentpriserna, men historiskt sett finns ett starkt samband mellan enhetsarbetskostnader och inflation. Inflationsimpulser kan också komma via hyror och hälso- och sjukvårdskostnader. **Våra prognoser pekar på KPI-ökningar på runt 2 procent 2014 och 2015.** Feds favoritmått, deflatorn

för privat konsumtion (PCE), hamnar en bit lägre. Riskerna ligger dock snarast på uppsidan.

Skattepolitiken – Nyckeln till tillväxtlåset?

Den globala krisens framfart – och den förda penningpolitiken – har medverkat till att påtagligt **vidga inkomst- och förmögenhetsskillnader** mellan hushåll och länder. Samtidigt finns en risk för stagnation (se *Nordic Outlook Februari 2014: "Sekulär stagnation – olika risker kräver olika policyrespons"*). Det har fått t ex Internationella valutafonden IMF och G20 att sätta strålkastarljuset på två områden där åtgärder kan bidra till att förbättra såväl den ekonomiska som sociala stabiliteten:

1. Hur kan vi **undvika en lång period med låg tillväxt, stagnation, som utgör ett hot mot arbetsmarknaden?**
2. Hur kan **penningpolitikens verkningsgrad förbättras**, t ex genom höjda skatter?

Den långa perioden med exceptionellt lätt penningpolitik har i hög grad bidragit till **stigande tillgångspriser**. Det har underlättat en reparation av hushålls, företags, och bankers balansräkningar. Men **effekterna på tillväxten har varit oroväckande svaga**.

IMF har stort inflytande på den globala ekonomisk-politiska debatten och har varit ledande i diskussionen om behovet av omprövningar. Det senaste året har IMF publicerat två huvuddokument om ekonomiska ojämligheter och hur en omfördelningspolitik kan utformas för att uppnå en mer rättvis inkomst- och förmögenhetsfördelning till minsta möjliga kostnad för den ekonomiska effektiviteten.

IMF-analyserna och pågående debatter (se t ex IMF:s senaste vårmöten 11-13 april) pekar på att höjda inkomstskatter, med ökad progressivitet i skatteskalorna, i kombination med förmögenhets- och fastighetsskatter kan a) ge en högre och **mer stabil och rättvis tillväxt**; b) minska risken för stagnation genom att förstärka **penningpolitikens påverkan på tillväxt/inflation**; c) minska den offentliga skuldsättningen och/eller frigöra finanspolitiska resurser för infrastruktursatsningar och ökat stöd till hushåll vars konsumtionsbenägenhet är uppenbart högre än de hushåll som i dag dragit störst fördelar av den förda penningpolitiken.

Ytterligare en viktig pusselbit inom skatteområdet är att G20-länderna i dag försöker utveckla samarbetet kring hantering av skatter i en globaliserad miljö. Det handlar t ex om utbyte av information om skatter. Syftet är att minska möjligheten för individer och företag att med kreativ och "geografisk" bokföring undgå att betala skatt.

Sammantaget pekar detta på ett ökat intresse för att använda skattehöjningar för att uppnå högre ekonomisk tillväxt. Samtidigt måste man vara uppmärksam på risken för att skattediskussionen leder till ökad osäkerhet om framtida ekonomisk-politiska spelregler som i sin tur kan hämma konsumtion och investeringar.

Penningpolitiken i ständig förändring

Den globala penningpolitiken är i snabb omdaning och olika experiment avlöser varandra. Försöket att ge framåtblickande

guidning med hjälp av tröskelvärden för t ex arbetslöshet har inte slagit så väl ut och flera ledande centralbanker tvingas nu ta ett steg tillbaka. I samband med IMF:s vårmöten i april behandlades de utmaningar som **penningpolitiken nu brottas med**. Det rör bl a centralbankers mål och medel, i vilken utsträckning politikens verkningsgrad kan höjas genom skattepolitiken (se fördjupningsruta), samspelet mellan olika policyområden samt centralbankers oberoende. Fokus riktades också mot hur inflationens drivkrafter förändras samt på vilken tyngd ekonomiska modeller bör ha i penningpolitiska beslut. Ett IMF-dokument råder t ex centralbanker att i dag fatta sina beslut **"mer på känsla och mindre på vetenskap"**.

Centralbankerna fortsätter att öka den monetära basen under 2014 genom köp av obligationer och interventioner i valutamarknaden. Trots att stödköpen i USA bedöms avslutas i oktober ökar den monetära basen med 20 procent. I Japan sker en uppgång på 35 procent och i eurozonen räknar vi med att ECB:s QE-program bidrar till en uppgång med ca 5 procent. Under 2015 bromsas expansionen av den monetära basen tydligt.

ECB tar deflationsshotet på allvar

Expansion av balansräkningarna har i flera avseenden bidragit till att säkra den finansiella stabiliteten. Därmed ökar utrymmet för att fokusera på inflationen. **Den viktigaste uppgiften i nuläget är att minimera risken för en destruktiv deflationsspiral**. Flera centralbanker har överraskats av den låga inflationen. För några, t ex Bank of England och Bank of Japan, har en valutaförsvagnings gett högre inflation i olika perioder. Andra inflationskanaler kan vara mer tveeggade. Högre internationella råvarupriser eller skattehöjningar ger bara temporära inflationsimpulser och hämmar därtill tillväxten. Stigande löner mildrar deflationsriskerna, men normalt sker detta i ett skede då efterfrågan och inflationen redan kommit igång. Det svaga sambandet mellan penningmängd och inflation begränsar effektiviteten av QE-politiken när det gäller att motverka deflation.

Vi ser nu att flera centralbanker i Europa trappar upp kampen mot deflation. Det gäller framför allt ECB där deflationsrisken är överhängande och skadeverkningarna potentiellt stora mot bakgrund av hög skuldsättning och sköra fastighetsmarknader. Vi tror ECB agerar på bred front med bl a regelrätta QE-program och försök att underlätta företagets finansiering genom banklån och obligationsemissioner.

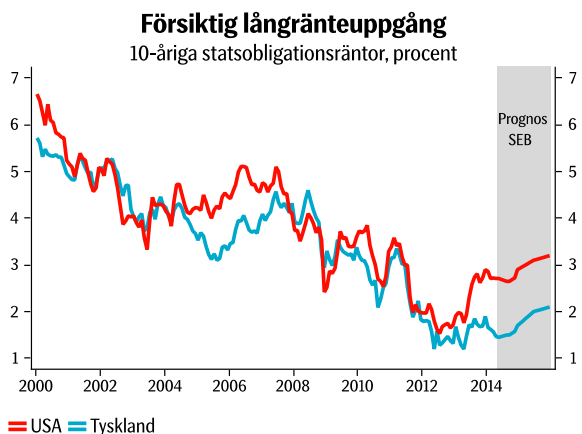
Riksbanken befinner sig i en situation som både har skillnader och likheter med ECB. Deflationsriskerna har ökat, men penningpolitikens transmissionsmekanism har fungerat betydligt bättre i Sverige. Detta är en av flera orsaker till att bopriserna fortsatt uppåt och penningpolitiken har i viss mån utformats som en avvägning mellan att uppfylla inflationsmålet och att dämpa uppgången i bopriser och hushållsupplåning. Men när nu huvudansvaret för makrotillsynen i Sverige ligger på Finansinspektionen räknar vi med att Riksbanken liksom ECB helhjärtat kommer att slåss för att bevara inflationsmålens trovärdighet i en miljö med fallande inflationsförväntningar och faktisk inflation långt från målet. Detta kommer troligen att leda till en

omsvängning i synen på inflationsrisker och leda till en mindre asymmetrisk riskanalys när det gäller t ex växelkurser och lönebildning (se Sverigeavsnitt). **Vi räknar med att Riksbanken sänker reporäntan till 0,50 procent i juli och sedan vidare ned till 0,25 procent i oktober 2014.**

Den internationella höjningscykeln i industriländerna börjar 2015. Vi räknar med att Norges Bank är tidigt ute med en höjning i mitten på året. Fed avslutar stödköpen i oktober 2014 och höjer sedan räntan under tredje kvartalet 2015. **I slutet av året ligger styrräntan på 1,25 procent; något högre än vad marknadsprissättningen indikerar** vilket återspeglar vår lite dystrare syn på resursläget. Bank of England höjer styrräntan under tredje kvartalet 2015 medan Riksbanken väntar till oktober 2015 innan reporäntan höjs i två steg till 0,75 procent. Såväl ECB som BoJ ligger still även under 2015.

Försiktig uppgång i långa räntor

Fortsatt global låginflationsmiljö och tillväxtbesvikelser i början av året har satt press nedåt på långa räntor. Det gäller inte minst i eurozonen där räntenedgången spåtts på av spekulationer om ytterligare lättnader från ECB. Det har avspeglat sig i att spreaden mellan amerikanska och tyska 10-årsräntor vidgats till ca 115 punkter, vilket är den högsta nivån sedan 2006. Nu liksom då drivs räntedifferensen av vidgade skillnader i penningpolitiken mellan Fed och ECB, vilket i sin tur beror på eftersläpningar i den europeiska konjunkturåterhämtningen. **Vi tror att räntedifferensen kan öka ytterligare något framöver**, men historiska erfarenheter talar för att vi ligger nära gränsen för hur mycket tyska och amerikanska långräntor kan koppla isär.



I USA tror vi att långa räntor under hösten gradvis drar sig uppåt när slutpunkten för Feds obligationsköp närmar sig och marknaden börjar diskontera kommande styrräntehöjningar. Långa amerikanska realräntor vänder uppåt från nuvarande nedpressade nivå runt 0,40 procent samtidigt som inflationsförväntningarna troligen kommer att stiga något. **I slutet av 2014 handlar amerikanska 10-åringar på 2,90 procent**, ca 30 punkter över dagens nivåer, och i slutet av 2015 på 3,20 procent. Tyska långa räntor väntas botten ur inför lanseringen av ECB:s kvantitativa lättnader/QE-program i juni följt av en uppgång under hösten till 1,70 procent i slutet av 2014 och 2,10 procent i slutet av 2015. En sådan ränteutveckling följer

mönstret från USA där QE-programmen – framförallt de första två programmen – bidrog till att lyfta inflationsförväntningar och därmed nominella räntor medan långa realräntor pressades ned.

ECB har tydligt markerat att man kommer att agera om smittoeffekter från omvärlden bidrar till en ovälkommen åtstramning även i eurozonen. En försiktig uppgång i långa räntor i Tyskland kombinerat med fortsatt tryck nedåt på räntespreadarna mellan Tyskland och krisländerna innebär dock att en åtstramning av de finansiella förhållandena i de länder som är i störst behov av stimulans kan undvikas. **En ränteuppgång i kärnländer av den storleksordning vi förutser bör därför vara acceptabel för ECB.**

Riksbankens ökade fokus på den låga inflationen med bl a reporäntesänkningen i december 2013 har lett till en viss minskning av långräntespreaden mot Tyskland från toppnoteringarna hösten 2013. 10-års spreaden handlas dock fortfarande på en relativt hög nivå runt 50 punkter. Vår prognos med reporäntesänkningar i två steg till 0,25 procent gör att vi ser utsikter till **en fortsatt krympning av spreaden ned till ca 25 punkter**. Under 2015 stiger spreaden åter då Riksbankens höjningar närmar sig.

Norska obligationsräntor har i huvudsak följt trenden för tyska räntor. Ett stort utbud av obligationer har under inledningen av 2014 hållit uppe räntorna på längre löptider. Obligationsutbudet väntas dock lätta under andra halvan i år. QE från ECB bör samtidigt kunna bidra till en minskad räntespread mot Tyskland för längre löptider i takt med att investerare söker sig in i mer högavkastande räntetillgångar. **Vi väntar oss att 10-årsspreaden mot Tyskland minskar till 80 punkter i slutet av 2014** för att stiga till 95 punkter i slutet av 2015.

Potential för börsen trots trög start på 2014

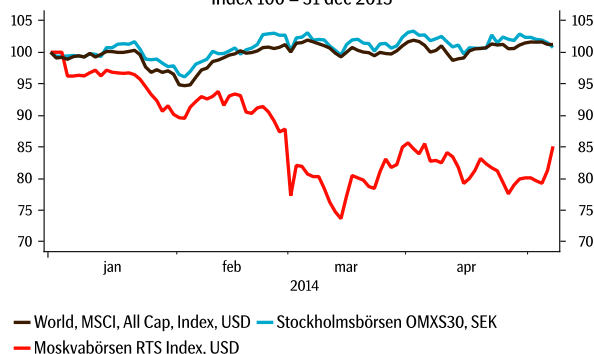
Börsen har i huvudsak gått sidledes hittills i år efter den kraftiga uppgången 2013 då globalt index (MSCI World) steg med 18 procent. **Likväl har börserna uppvisat tydlig motståndskraft mot både en ökad geopolitisk osäkerhet och tillväxtbesvikelser i USA.** Den underliggande riskapiten beror på flera faktorer; fortsatt expansiva monetära förhållanden och förhoppningar om att ECB kan leverera mer stimulans, överlag positiva företagsrapporter med starka balansräkningar, minskad oro för utvecklingen i EM-ekonomierna samt brist på alternativa investeringar.

Utsikterna för aktiemarknaden förblir försiktigt positiva. I ett kortsiktigt perspektiv (närmaste sex månader) hämmas dock utvecklingen av geopolitisk osäkerhet kopplat till Ukrainakrisen samt kvarstående risker för bakslag i den globala konjunkturen. I ett **medelfristigt perspektiv** (6-24 månader) är utsikterna mer positiva. Även om värderingen baserad på förväntade vinster ter sig ansträngd ger andra värderingsnycklar en mer balanserad bild. Om man därtill fullt ut antar att dagens låga räntor består under överskådlig tid kan man hävda att riskpremien på aktier är fortsatt hög. Den globala penningpolitiken fortsätter också att generera enorm likviditet till låg räntekostnad i en gradvis uppåtgående konjunktur. Antalet

företagsaffärer (M&A) verkar nu också öka i antal vilket oftast gynnar aktiemarknaden.

Rysk börsnedgång har inte spridit sig

Index 100 = 31 dec 2013



Källa: Macrobond

I det **långa perspektivet** (bortom 2 år) är utsikterna för aktiemarknaden däremot mer osäkra. Förklaringen ligger i den försiktighet som präglar företagens framtidsutsikter och vilja att investera för långsiktig tillväxt. Försiktigheten är i sin tur kopplad till att världsekonomin fortfarande brottas med överskottskapacitet och att det råder osäkerhet om den långsiktiga tillväxttrenden. Ökad osäkerhet i form av långsiktiga spelregler och affärsklimat kan också påverka bl a kopplade till politiskt intresse för skatter och regleringar.

Euron håller ställningarna ytterligare en tid

Valutamarknaden har hittills i år präglats av jakt på avkastning. Valutorna har stärkts i ekonomier som uppvisar stigande tillväxt och framför allt har en inflation som närmar sig sitt mål. Kombinationen ger stigande förväntningar om att penningpolitiken så småningom ska bli något stramare. **I denna miljö gynnas råvaruvalutorna i t ex Nya Zeeland, Australien och Norge.** Dollarn i Nya Zeeland har varit särskilt stark sedan centralbanken påbörjat en höjningscykel. Bland förlorarna hittar vi svenska kronan där framförallt inflationen överraskat på nedsidan.

Dollarn har haft en oväntat svag utveckling hittills under 2014. Amerikansk makrostatistik har inte övertygat och globala tillgångsförvaltare har visat preferens för att vikta ned USD i portföljerna. Ukraina-krisen har därtill lett till att ryska aktörer minskat sin exponering på grund av riskerna för låsta USD-konton. Minskade ränteskillnader inom eurozonen har samtidigt stärkt euron genom att generera riskvilliga flöden in i euron. Vi har också sett en stark korrelation mellan förändringar i kinesiska valutareserven och USD; den senaste tiden har kinesiska positioneringar verkat i dollarnegativ riktning. Kortsiktigt kan EUR/USD fortsätta klättra innan ECB reagerar med kvantitativa lättnader i juni. Givet vår positiva syn på USA-konjunkturen tror vi dock att USD så småningom stärks och **historiska erfarenheter tyder på att höjd styrränta i USA resulterat i starkare USD.** Sammantaget tror vi att dollarn börjar stärkas något andra halvåret 2014. I slutet av 2014 står EUR/USD i 1,34 och i slutet av 2015 i 1,28. Jämfört med tidigare prognoser innebär detta en svagare USD.

På kort sikt tror vi att den japanska yenen återtar lite förlorad mark när kraften i de spekulativa flödena avtar i avvaktan på nya stimulansåtgärder från BoJ. USD/JPY rör sig då ned mot intervallet 98-100. På sikt väntar vi oss nya lättnadsprogram från centralbanken som svar på besvikelser i den ekonomiska utvecklingen. Samtidigt räknar vi med att placeringsförändringar i den offentliga pensionsförvaltningen öppnar upp för ökande investeringar i utländska tillgångar. **Dessa faktorer bidrar till att USD/JPY åter rör sig uppåt mot en nivå på 104 vid slutet av 2014 och 115 vid slutet av 2015.**

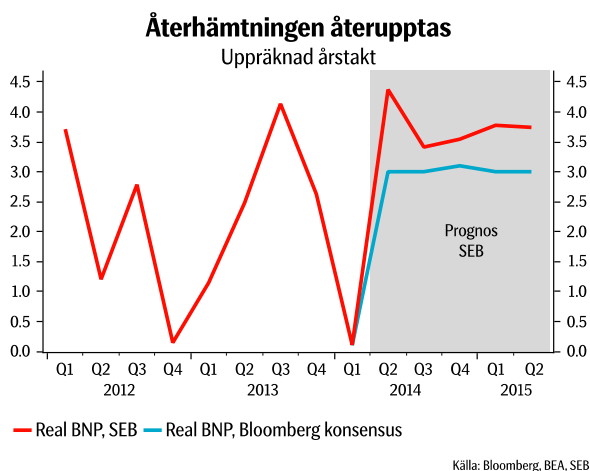
Vår prognos om att Riksbanken sänker räntan kommer att tynga SEK. Liksom tidigare är det finansiella institutioner som kommer att sälja kronor som ett svar på förväntningar om mjukare penningpolitik. **Kronan bottnar någon gång i höst kring 9,25-9,30 mot euron** när Riksbanken är klar med räntesänkningar. På sikt återhämtar kronan mark mot euron eftersom den underliggande flödesbilden är positiv. Dessutom kommer ECB att bedriva en betydligt mer expansiv penningpolitik. Vi räknar därför med att EUR/SEK rör sig ned mot 8,60 i slutet av 2015. Kronan försvagas något mot dollarn och rör sig mot en nivå runt 6,70-6,80.

Norska kronen har stärkts den senaste tiden i takt med minskande farhågor för en lättare penningpolitik. På lite längre sikt får kronen stöd av att Norges Bank ligger tidigt i höjningscykeln. **Uppsidan på valutan begränsas dock av den svaga norska konkurrenskraften.** Vår prognos är därför att EUR/NOK går mot 8,05 i slutet av 2014 och sedan till 8,00 under 2015.

Ekonomi växlar upp efter vadersvacka

- Hushållen draglok, investeringar hakar på
- Arbetslösheten når 6 procent 2014
- Fed höjer till 1,25 procent 2015

Amerikansk ekonomi hackade betänkligt under inledningen av 2014. Betydligt ljusare statistik den senaste tiden – avseende exempelvis sysselsättning, detaljhandel, konsumentförtroende och industriproduktion – pekar dock på att svackan var tillfällig och huvudsakligen väderrelaterad. **Återhämtningen fortsätter därmed planenligt med hushållen som draglok**, men också företagens investeringar lägger i en högre växel efter kräftgången i fjol. **BNP-tillväxten blir 2,6 procent i år respektive 3,7 procent 2015.** Prognosen är förenlig med stigande sysselsättning och fallande arbetslöshet – **arbetslösheten blir 5,9 procent i slutet av 2014 och 5,3 procent i slutet av 2015**; lägre än såväl marknadens som Feds prognoser.

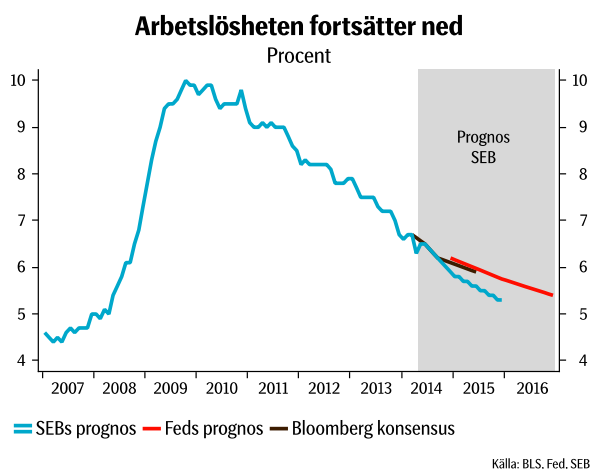


Trots högre inflationsbana jämfört med förra *Nordic Outlook* kvarstår bilden av att inflationen förblir låg kommande år. Det finns dock skäl att höja ett **varningens finger för lönedriven inflation**; gott om historiska exempel visar att Fed tagits på sängen av stigande inflation i liknande konjunkturlägen då arbetslösheten närmar sig jämviktsarbetslösheten med stormsteg. Vi håller därmed fast vid bedömningen att **första styrräntehöjningen kommer i mitten av 2015** och att styrräntan noteras till 1,25 procent vid prognosperiodens slut; ca 50 punkter högre jämfört med nuvarande prissättning. Obligationköpsprogrammet avslutas i samband med centralbankens oktobermöte enligt vår prognos.

Nya trender på arbetsmarknaden

Generellt fortsätter återhämtningen på arbetsmarknaden hyfsat planenligt. Antalet lediga platser ligger på sexårs-högsta och nya arbetssökande noterades nyligen på 300 000; det är sjuårslägst samt en nivå som historiskt varit förenligt med 4 procents real BNP-tillväxt och sysselsättningstillväxt mellan 250 000 och 300 000. Fullt så kraftiga uppgångar ligger inte i prognosen: det är nämligen fortfarande en bit kvar till normal rörlighet på arbetsmarknaden när det gäller nyanställningar och uppsägningar. Samtidigt finns vinterns svacka i backspegeln och **2014 spås sysselsättningen stiga med 200 000 i månaden i snitt.** 2015 ökar takten till 220 000. Därmed fortsätter arbetslösheten raskt ned – inte minst med tanke på att **trendsysselsättningen fallit till 80 000 enligt Chicago Fed.**

För tredje året sedan mätningarna började i slutet av 1940-talet minskade arbetskraften i fjol, med 550 000. Under det första kvartalet 2014 ökade dock arbetskraften med hela 1,3 miljoner och deltagandegraden steg – mycket tack vare att **amerikaner med som mest gymnasiekompetens strömmade in på arbetsmarknaden.** Trots att den här gruppen står för ungefär 40 procent av populationen i arbetsför ålder ställde dubbelt så många lågutbildade som personer med högre utbildning sig till arbetsmarknadens förfogande under årets första månader. Också vad gäller sysselsättning talar de senaste siffrorna till de lågutbildades förmån. Därmed har även arbetslösheten bland lågutbildade fallit betydligt mer än för högre utbildade hittills i år.



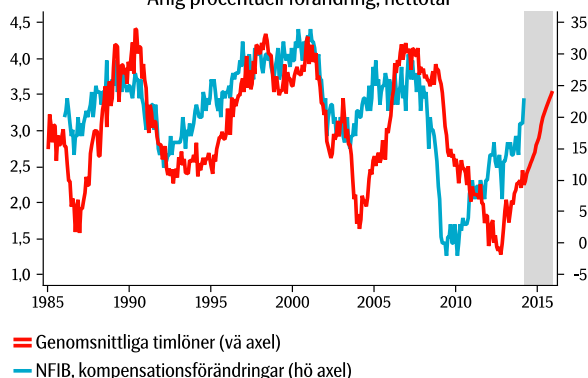
En slutsats är att det högre utbildningssystemet värper ut nyutexaminerade som det för tillfället inte är så hög efterfrågan på. Att ett "tillfälligt" ersättningssystem (Emergency Unemployment Compensation, EUC) som introducerades 2008

stoppades vid årsskiftet påverkar också. Stoppet innebär att de 1,3 miljoner som tidigare fått stöd inte får det längre, vilket **ökar incitamenten att ta sig tillbaka till arbetsmarknaden**. Också efterfrågan på lågutbildade har ökat och arbetsintensiva branscher som bygg, hotell och detaljhandel ligger i anställningstoppen hittills i år. Ett stort inflöde av nya lågutbildade på arbetsmarknaden och i sysselsättning har sannolikt också hållit tillbaka genomsnittliga timlöner på sistone.

Huruvida företagen fortsätter efterfråga lågutbildad arbetskraft i större utsträckning är viktigt ur ett centralbanksperspektiv. **Fed får i så fall vatten på sin kvarn i resursfrågan** (se temaartikel). Om det dessutom visar sig att det är incitamentsstrukturer snarare än matchningen mellan arbetssökande och jobb som är problemet talar detta för lägre strukturell arbetslöshet. Vårt huvudspår är fortfarande att lejonparten av fallet i deltagandegraden de senaste åren förklaras av pensionsavgångar, vilket också analys från såväl regionala Fed-kontor som Bureau of Labor Statistics pekar på. Därmed skulle arbetslösheten, som föll till 6,3 procent i april, vara ett fullvärdigt mått över resursläget på arbetsmarknaden. **Arbetslösheten spås falla till 5,9 procent i slutet av 2014 respektive till 5,3 procent i slutet av 2015**; lite lägre jämfört med vår tidigare bedömning samt ett par snäpp under Feds prognos. Att arbetslösheten närmar sig jämviktsarbetslösheten på knappt 6 procent talar för högre ökningstakter i genomsnittliga timlöner 2014-2015 – genomsnittliga timlöner ökar med 3,5 procent i slutet av 2015 enligt våra prognoser.

Stigande lönetillväxt

Årlig procentuell förändring, netttotal



Källa: BLS, NFIB, SEB

Högre inkomster ger konsumtionslyft

Inte heller avseende privata konsumtionen ser vi skäl att rucka speciellt mycket på tidigare bedömningar. Olika mått över konsumentförtroendet är på väg uppåt och närmar sig historiska snitt. Bilförsäljningen, som tog stryk i vintras, noterades i mars på högsta nivån sedan före krisen.

Släpande förmögenhetseffekter från börs- och huspriser i kombination med starkare inkomstillväxt pekar på högre konsumtionstillväxt 2014-2015 jämfört med tidigare år. Hushållens nettoförmögenheter är numera 12 000 miljarder högre jämfört med toppen innan krisen **samtidigt som belåningsgraden**, mätt som skulden i förhållande till nettoförmögenheten, **fallit till 14-årslägsta**. Liksom i fjol ger förmögenhetsef-

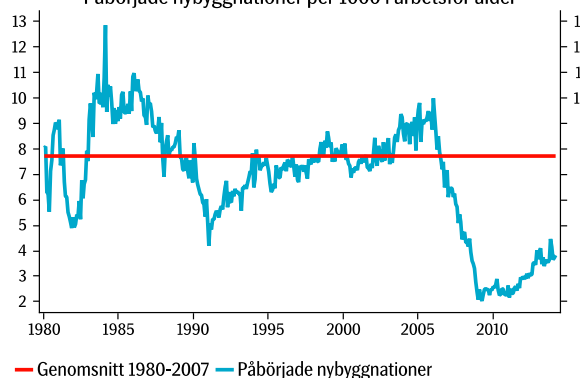
ekten stora konsumtionsbidrag; i år lyfter förmögenhetseffekten konsumtionen med 1,5 procentenheter. Också 2015 bidrar förmögenheten positivt samtidigt som stigande inkomster får mer framträdande roll: genomsnittliga timlöner ökar 3,2 procent 2015 jämfört med 2 procent i fjol. **Sammantaget växlar hushållens konsumtionstillväxt upp till 3,2 procent i år och 2015**. Reala disponibla inkomster ökar snäppet långsammare 2014-2015 och sparkvoten faller till 3,5 procent i slutet av prognosperioden.

Bostadsmarknaden har torrt krut kvar

Bostadsbyggandet samt försäljning och förtroendet i byggsektorn har tappat mark under inledningen av 2014. Vi tror på en tillfällig vådersvacka; trots att bostadsbyggandets bidrag till BNP brukar vara som kraftigast tidigt i återhämtningen finns skäl till **god byggkonjunktur ett par år till**.

Lågt bostadsbyggande

Påbörjade nybyggnationer per 1000 i arbetsför ålder



Källa: Conference Board, BLS, SEB

Ett skäl till optimism är att **förutsättningarna stadigt förbättrats för förstagångsköparna i åldrarna 25-34 år**. Under det första kvartalet ökade sysselsättningen i den här åldersgruppen med över 300 000 efter en liknande uppgång under det fjärde kvartalet i fjol. Det senaste halvårets sysselsättningsutveckling för förstagångsköparna blev därmed den starkaste sedan 2000. En allt starkare arbetsmarknad gynnar också övriga befolkningsgrupper. Därmed finns **utrymme för uppgång i bostadsbyggandet** – inte minst med tanke på att påbörjade nybyggnationer fortfarande är så tillbakapressat. Påbörjade nybyggnationer ligger på 3,7 per 1000 invånare i dag att jämföra med det historiska snittet sedan 1980 på 7,7. En normalisering till historiska snitt kan översättas till **påbörjade nybyggnationer på 1,8 miljoner; nästan dubbelt så högt som dagens nivå**. Ett uppdämt köpbehov kan därtill tala för en ännu högre nivå: sedan 2008 har bostadsbyggandet understigit den demografiska efterfrågan med ungefär en miljon enheter per år.

Trots uppgången på drygt 12 procent i fjol ligger bostadspri- serna enligt Case-Shillers index på samma nivå som för sju år sedan. Nedpressat bostadsutbud talar för fortsatta höga ökningstal men vi håller ändå fast vid prognosen om **långsammare prisökningar på 8 respektive 6 procent 2014-2015**. Uppgången i bostadspri- serna hittills har drivits av institution- ella investerare som omvandlat egnahemsbostäder till hyres-

fastigheter. Andelen förstagångsköpare är fortfarande anmärkningsvärt låg sett ur ett historiskt perspektiv – men blir en viktigare drivkraft framöver enligt våra prognoser.

Hög tid att investera mera

Vi ser flera skäl till starkare företagsinvesteringar framöver. Den genomsnittliga åldern på fabriker och maskiner är 22 år, vilket är den högsta noteringen sedan sent 1950-tal. Dessutom finns för ovanlighetens skull en federal tvåårsbudget på plats som minskar den finanspolitiska osäkerheten samtidigt som efterfrågetrycket i ekonomin blir starkare än på länge. Lägg därtill att kapacitetsutnyttjandet stiger snabbt och noteras på nivåer som historiskt sett varit förenliga med investeringsuppsving på 7 till 10 procent. Att **investeringarna** trycker allt hårdare på företagen att genomföra tillväxtfrämjande investeringar – snarare än satsa på utdelningar och återköp av aktier – kan bli **katalysatorn för investeringsuppgång**. Företagens investeringar växer 8 procent i år och knappt 11 procent 2015 enligt våra prognoser. **Underskottet i bytesbalansen minskade raskt i fjol till 1,9 procent av BNP**; lägsta noteringen sedan 1997.

Låg inflation med risker på uppsidan

Höga uppvärmningskostnader och matpriser bidrar till att inflationsprognosen reviderats upp jämfört med förra *Nordic Outlook*; **våra prognoser pekar på prisökningar på 1,9 procent såväl i år som nästa år**. Även om inflationen förblir låg kommer troligen den kvardröjande deflationsrisk som fortfarande ger Fed huvudbry att prisas ur räntemarknaden.

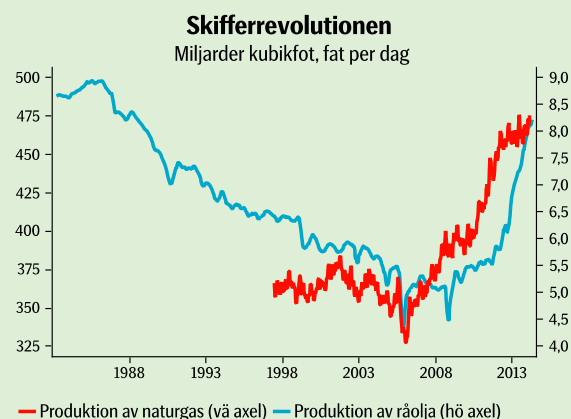
Liksom tidigare ser vi att inflationsriskerna ligger på uppsidan. Främst via löner, men också hyror och hälso- och sjukvårdskostnader, kan driva priserna högre. Enligt NFB:s småföretagarenkät är lönerna stigande och **genomsnittliga timlönerna fortsätter normaliseras enligt våra prognoser**. Effekten på inflationen är osäker: effekten på konsumentpriser beror på huruvida företagen lyckas vältra över kostnaden på konsumenterna. Även måttliga löneökningar kan dock slå igenom i stigande enhetsarbetskostnader när produktivitetstillväxten är så tillbakapressad. Den frivilliga höjning av minimilönen som skett i många delstater ger dock endast svag inflationsimpuls eftersom så få berörs. Den formella höjningen från USD 7,25 till 10,10 som president Obama föreslagit har ringa chanser att röstas igenom i kongressen.

Obamacare är i rullning

Trots en fumlig lansering i oktober i fjol är sjukvårdsreformen igång; att 8 miljoner amerikaner listat sig innebär att administrationens mål avseende 2014 överträffats. Många som tidigare stod utan skydd har numera sjukförsäkring och enligt administrationens prognoser kommer antalet oförsäkrade att minska med 20 miljoner inom ett par år. Därmed tycks **president Obama rott ett projekt i land som gäckat amerikanska politiker i decennier**.

Skifferrevolutionen ger fördel USA

Skifferrevolutionen som startade i USA för tio år sedan lyfter sysselsättning och aktivitet inom olje- och gassektorn och **2009 passerades Ryssland av USA som världens största gasproducent**. De amerikanska företag som använder gasen som insatsvara vinner konkurrenskraft: gaspriset är en tredjedel i USA jämfört med Europa och Japan. Skiffergasen har minskat importbehovet rejält och inom några år är USA sannolikt nettoexportör av gas. Även oljeproduktionen har ökat med 70 procent sedan 2008 och **2020 spås USA vara den största producenten av olja enligt EIA**. En sådan utveckling får sannolikt både ekonomiska och geopolitiska konsekvenser.



Källa: EIA, SEB

Huruvida skiffergas och skifferolja förändrar långsiktiga tillväxtutsikter för USA beror bland annat på hur investeringar i närliggande industrier påverkas. Enligt våra beräkningar **bidrar skiffergasrevolutionen med omkring 2 tiondelar per år till BNP-tillväxten 2013-2015**. Av de befolkningsrikaste delstaterna har Texas klarat recessionen bäst med starkast återhämtning; till skillnad från Kalifornien, New York och Florida ligger sysselsättningsnivån i Texas numera tydligt över toppen före krisen. Stora skiffergas- och skifferoljefyndigheter är sannolikt en viktig förklaring till Texas framgångar.

Skiffergasrevolutionens påverkan på miljön är osäker:

vissa bedömare hävdar att metanläckage från skiffergasen ut i atmosfären är högre jämfört med konventionell gasutvinning men andra hävdar motsatsen. Dessutom kommer sannolikt läckaget att minska i takt med att teknologin utvecklas. Övergången från kol till gas har dock inneburit att koldioxidutsläppen minskat markant de senaste fem-sju åren i USA; **2012 noterades koldioxidutsläppen på 20-årslägst**. När skifferrevolutionen på sikt får fotfäste också i andra länder talar det mesta för att priserna på fossila bränslen pressas: nya producentländer ökar konkurrensen och OPEC-kartellens makt dalar. Ett lägre oljepris lyfter realköpkraft och disponibla inkomster och är positiva nyheter för globala varuproducenter. Förnybara bränslen hamnar på efterkälken; fallande oljepriser ökar dylika energikällors subventionsbehov ytterligare.

Det återstår dock att se hurvida rätt mix av människor listat sig – annars lär premierna skjuta i höjden. Dessutom verkar bara 2-3 miljoner av totalen utgöras av personer utan tidigare skydd varför **antalet oförsäkrade fortfarande beräknas uppgå till 42 miljoner vid årsskiftet 2014** enligt kongressens budgetkontor. Sjukvårdsreformen är fortfarande en het politisk potatis inför mellanårsvalen till kongressen den 4:e november där **vågskålen börjar tippa till republikanernas favör också i senaten**. Detta räcker dock inte för att riva upp sjukvårdsreformen eftersom Obama har vetorätt.

Omslaget i finanspolitiken från motvind på 1,7 procent av BNP i fjol till nära neutral i år och 2015 är ett skäl till vår positiva konjunkturbild. Samtidigt fortsätter budgetunderskottet att minska till 3,9 procent av BNP år 2015 – en kraftig förbättring jämfört med 2009 då underskottet noterades på 12,8 procent.

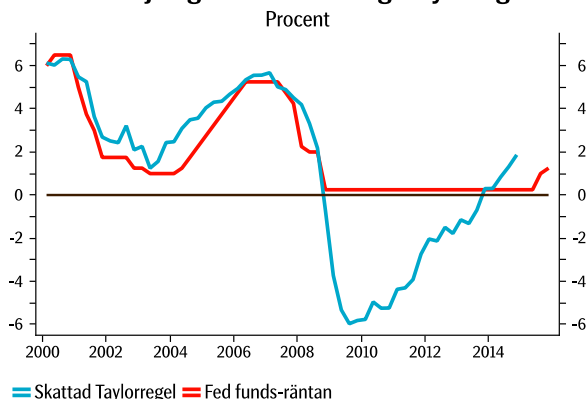
Styrräntan höjs i mitten av 2015

Sett över de senaste 30 åren har varje penningpolitisk lätt-nadscykel skapat sin bubbla; fastigheter på 1980-talet, teknik-aktier på 1990-talet och nu senaste krediter på 2000-talet.

Alltför nedpressade räntor är en bubbelkandidat den här gången; samtidigt som aggressiv centralbankspolitik pressar riskfria statsskuld räntor tvingas investerare, i jakt på avkastning, in i mer riskfyllda räntepapper. Ett scenario är att marknaden börjar prisa in snabbare räntehöjningar från Fed om ekonomin tar fart i enlighet med våra prognoser. Det har inträffat många gånger förr: tidigt 1988, sent 1993, tidigt 1999 och sent 2003.

Liksom för drygt tio år sedan kan inflationen bli räntehöjnings-katalysator. 2003 var kärninflationen lika låg som i dag och deflationsoro präglade Fed. Ett år senare hade kärninflationen stigit med besked och räntehöjningarna kommit en bra bit på väg. Kommunikationen från Fed pekar just nu på trevande räntehöjningar trots att arbetsmarknaden närmar sig fullt resursutnyttjande. Men **penningpolitiken är naturligtvis fortfarande databeroende**: om inflationen blir högre än förväntat kommer centralbankens räntebana att skruvas upp också den här gången.

Räntehöjningar redan i år enligt Taylorregeln



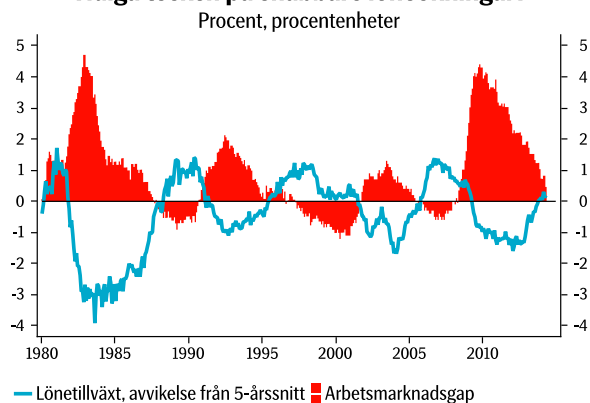
Källa: BLS, Fed, SEB

Sett från 1960-talet har höjningscykeln påbörjats när arbetslöshetsgapet legat på i genomsnitt 0,9 procentenheter. Feds

prognoser pekar just nu på att NAIRU ligger på 5,4 procent samtidigt som andra bedömningar ligger betydligt högre än så. Utifrån Feds syn på jämviktsarbetslöshet och historiska reaktionsfunktion borde därmed första höjningen komma redan nu och med att arbetslösheten nått 6,3 procent. Vår skattade Taylorregel tyder också på tidiga räntehöjningar.

Men med hjälp av publicerade ränteprognoser, tal och guidning har dock centralbanken signalerat att **reaktionsfunktionen är mjukare den här gången**. Signalerna gör gällande att den första räntehöjningen kommer först under andra halvåret 2015, och att räntan därefter höjs i en beskedlig takt jämfört med tidigare cykler. Enligt Feds prognoser ligger medianräntan på 1 procent i slutet av 2015 respektive 2,25 procent i slutet av 2016, trots att inflationen ligger på målet och arbetslösheten under jämviktsarbetslösheten enligt Feds prognoser några år fram i tiden.

Tidiga tecken på snabbare löneökningar?



Källa: BLS, OECD

Feds prognoser vilar på bedömningen att det finns gott om lediga resurser på arbetsmarknaden. Nya centralbankschefen **Janet Yellen har lyft fram följande indikatorer som stödjer den tesen**: sju miljoner ofrivilliga deltidjobbare, låga frivilliga uppsägningar och nyanställningar, samt att arbetslösheten är hög sett till bredare mått. Dessutom säger centralbanken att genomsnittliga timlöneökningar på drygt 2 procent inte är förenligt med ett ansträngt resursläge. Vår bedömning av resursläget är däremot lite mindre optimistiskt (se temaartikel) och vi håller därmed styrränteprognosen oförändrad. Räntehöjningarna inleds i mitten av 2015 och den **viktigaste styrräntan noteras till 1,25 procent i slutet av 2015**, ca 50 punkter över marknadsprissättningen. Obligationsköpen slutförs planenligt i oktober i år.

Tema: Hur stram är amerikansk arbetsmarknad?

- **Korttidsarbetslösheten relevant alternativ som resursindikator**
- **Löneutvecklingen avgör resursfrågan...**
- **...som avgör om Fed måste gå raskare fram**

Trots låg genomsnittlig BNP-tillväxt på 2,2 procent sedan återhämtningen inleddes 2009 har arbetslösheten fallit 3,7 procentenheter sedan toppen 2010. Fallande arbetslöshet innebär att lediga arbetsmarknadsresurser tas i anspråk, och ett ansträngt resursläge brukar i regel avspeglade sig i snabbare löneökningar. Feds huvudspår är att det fortfarande finns gott om lediga arbetsmarknadsresurser och att inflationen förblir låg. Enligt Fed talar detta för långsam räntenormalisering. Vi ser dock **begynnande tecken på att lönerna stiger snabbare** vilket kan förändra centralbankens prognoser.

Lönerna brukar öka snabbare än sin långsiktiga trend när arbetsmarknadsgapet – skillnaden mellan faktisk arbetslöshet och jämviktsarbetslöshet (NAIRU) – är stängt. Trots att arbetslösheten fortfarande ligger en bit över jämviktsarbetslösheten (6 procent enligt kongressens budgetkontor respektive 5,4 procent enligt Fed) ökar lönerna i dag snabbare än sin långsiktiga trend, definierat som ett 5-års glidande medelvärde. En förklaring skulle kunna vara att jämviktsarbetslösheten steg mer än beräknat under krisåren. Analys från San Francisco Fed ger stöd för detta; enligt dem har jämviktsarbetslösheten stigit så högt som till 6,7 procent. Svårigheter att hitta kvalificerad personal är dessutom ett återkommande tema i Beige Book samtidigt som arbetskraftsbristen visar sig i småföretagens enkäter. Om NAIRU-estimatet är för lågt är risken att **Fed har siktet inställt på en arbetslöshetsnivå som inte förenlig med prisstabilitet**.

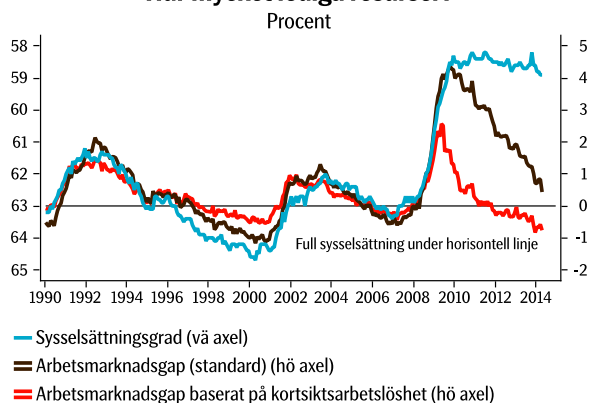
En alternativ förklaring är att det är **korttidsarbetslösheten som förklarar lönetillväxt/inflation bäst**. Argumenten är att långtidsarbetslösa ignoreras av arbetsgivarna och därmed påverkar löneprocessen i mindre grad. Andelen långtidsarbetslösa har toppat strax över 20 procent av den totala arbetslösheten i tidigare cykler men översteg 45 procent 2010 och ligger kvar på höga 35 procent i dag. För varje ytterligare månad i arbetslöshet minskar sannolikheten att få jobb och de flesta långtidsarbetslösa lämnar arbetskraften så småningom. Såväl svenska som kanadensiska erfarenheter visar dock att långtidsarbetslösa kan komma tillbaka i arbetskraft och sysselsättning, men det tar tid och kräver engagemang och politiska krafttag.

Sedan återhämtningen inleddes har korttidsarbetslösheten fallit brant och nått tillbaka till normala nivåer. Med detta mått är **arbetsmarknadsgapet redan stängt** men fortfarande

öppet sett till total arbetslöshet. Väljs istället sysselsättningsgraden som måttstock på lediga arbetsmarknadsresurser – vilket är tveksamt eftersom så många lämnat arbetskraften av demografiska skäl – är arbetsmarknadsgapet vidöppet. Skillnaden är påtaglig jämfört med **tidigare cykler då de olika måtten på resursutnyttjande gav samstämmiga budskap**.

Vår huvudslutsats är att det traditionella arbetslöshetsmättet är den bästa indikatorn, men att korttidsarbetslösheten bättre förklarar vissa skeenden. Ett exempel är den relativt milda lönedämpning som skedde under krisens kulmen 2009-2010. Mängden lediga resurser mätt med bredare mått var då minst lika stort som t ex i början på 1980-talet då lönedämpningen var kraftigare.

Hur mycket lediga resurser?



Källa: BLS, CBO, SEB

Även om korttidsarbetslösheten visar sig vara den mest relevanta löneindikatorn medför detta inte automatiskt tidigare och mer aggressiva räntehöjningar. **Mycket talar för att Fed väljer en bredare tolkning av sysselsättningsmandatet** än vad smala (korttidsarbetslöshet) eller traditionella arbetslöshetsmått (U3) erbjuder. Hög ofrivillig deltidssysselsättning, fortsatt låga löneökningar, få nyanställningar, hög arbetslöshet enligt bredare mått och nedpressade frivilliga uppsägningar är faktorer som Fedchefen Janet Yellen anför som argument för att mängden lediga resurser är ganska stor. **Därmed tror Fed att styrränteanpassningen kan ske långsamt** och att den viktigaste styrräntan med råge understiger neutral nivå 2016 trots att inflationen ligger på målet och arbetslösheten matchar jämviktsarbetslösheten vid den tidpunkten enligt Feds prognoser. Vi ser dock inflationsrisker på sikt och **vårt tips är att räntehöjningar genomförs i en snabbare takt än vad Feds nuvarande prognoser pekar på**.

Långsiktiga tvivel kvarstår kring Abenomics

- **Kortsiktig inbromsning från skattehöjning**
- **Väntan på nya strukturreformer**

Vitamininjektionen från Abenomics – den ekonomiska politik som lanserades av premiärminister Shinzo Abe 2012 – följdes under hösten av en inbromsning när effekterna av tidigare yen-depreciering och finanspolitiska stimulanspaket avtog. Framtidsutsikterna i Bank of Japans (BoJ) kvartalsvisa Tankan-index sjönk från höga nivåer första kvartalet och företagen reviderade ned investeringsutsikterna. Det försämrade sentimentet speglar **ökad osäkerhet i samband med höjningen av konsumtionsskatten** från 5 till 8 procent i april i år. Den finanspolitiska åtstramningen från skattehöjningen motverkas dock av infrastruktursatsningar och skattelättnader för företag motsvarande drygt 1 procent av BNP från tilläggsbudgeten i oktober i fjol. Det innebär å andra sidan att Japan halkar efter tidplanen när det gäller att komma till rätta med underskotten.

Utrikeshandeln förblir en källa till besvikelse. Trots en yen-försvagning med ca 15 procent i handelsvägda termer sedan januari 2013 har exportvolymerna rört sig i stort sett sidledes. Samtidigt har importen skjutit i höjden drivet av ett ökat beroende av utländsk energi i Fukushima-katastrofens spår. Men den svaga exportutvecklingen kan delvis spegla väderrelaterad svaghet i USA första kvartalet. Behovet av att täcka upp för ökad inhemsk efterfrågan inför skattehöjningen kan också ha spelat in. Samtidigt är snabb uppgång i order på investeringsvaror en signal om ökade investeringar framöver.

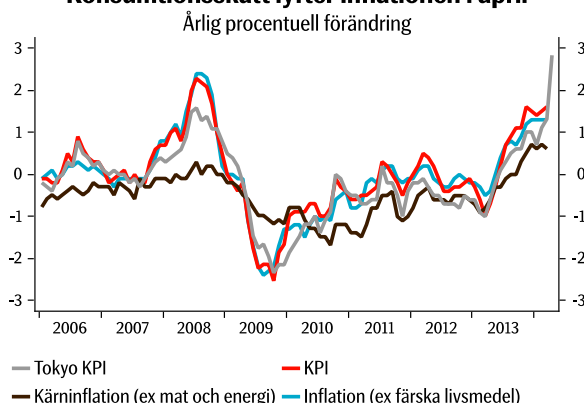
Läget på arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras.

Arbetslösheten låg i februari på 3,6 procent, den lägsta nivån sedan sommaren 2007 och strax över BoJ:s bedömning av en långsiktigt uthållig arbetslöshetsnivå. Sysselsättningskomponenterna i olika företagsundersökningar visar att företagen räknar med att fortsätta att öka antalet anställda. En stramare arbetsmarknad har dock ännu inte satt några större spår i lönerna. Vissa storföretag har hörsammat regeringens krav på höjda löner i årets avtalsrörelse men övriga delar av näringslivet – som inte på samma sätt gynnats av en svagare valuta – fortsätter att hålla emot. Högre löneökningar är en förutsättning för att Japan uthålligt ska ta sig ut ur deflationens grepp men ännu syns inga övertygande tecken på att denna viktiga pusselbit är på väg att falla på plats.

På kort sikt går BoJ:s ansträngningar att få upp inflationen till målet 2 procent enligt plan. Detta sker dock med hjälp av konsumtionsskattehöjningen som innebär en press nedåt på realinkomsterna. Inflationen i Tokyoområdet hoppade i april upp till 2,9 procent. Stabiliseringen av valutan dämpar nu

inflationimpulserna från importen och nationella inflationsmått har rört sig i sidled under de senaste månaderna. Långsiktiga inflationsförväntningar är kvar en bra bit under 2 procent.

Konsumtionsskatt lyfter inflationen i april



Källa: Nationella statistikbyråer

Sammantaget råder en stor osäkerhet kring den underliggande styrkan i japansk ekonomi. I samband med vår makrouppdatering i mars reviderade vi ned tillväxtutsikterna för 2014 från 1,4 till 1,0 procent, under konsensus, i spåren av en oväntat svag avslutning på 2013. Vi höll samtidigt fast vid prognosen om 1,3 procents tillväxt 2015 vilket är i linje med konsensus. Vi ser ingen anledning till ytterligare justering av dessa bedömningar nu. Ökad fart i global återhämtning bör ge stöd för exporten framöver, medan nästa steg i konsumtionsskattehöjningen är en nedåtrisk nästa år. Vi räknar också med att **Bank of Japan annonserar utvidgade stimulanser**, vilket kommer att sätta förnyad press nedåt på yenen. Eftersom centralbanken behöver mer information kring effekterna av skattehöjningen i april tror vi att ett beslut om nya lättnader kan komma tidigast i juli. På kort sikt kan ekonomin i stället få en hjälpande hand från en förändring av den offentliga pensionsfonden GPIF:s (Government Pension Investment Fund) placeringspolicy till förmån för en ökad andel aktier och utländska tillgångar. Ett beslut om detta kan komma i juni och skulle kunna ge nytt stöd till Tokyobörsen med möjliga positiva effekter på hushållens förmögenheter och konsumtionsvilja.

Utsikterna till att **Abenomics uthålligt förmår höja tillväxten hänger alltjämt på strukturreformerna, Abenomics tredje skap**. Dessa övertygar ännu inte. Premiärminister Abe har utlovat nya reformförslag i sommar. De åtgärder som hittills presenterats – bl a ekonomiska zoner - behöver förtydligas och det krävs nya initiativ för att bl a öka arbetskraftsdeltagandet för kvinnor. Misslyckandet att nå ett genombrott i förhandlingarna om ett regionalt frihandelsavtal (TPP) är samtidigt ett bakslag för reformtrycket i jordbruket.

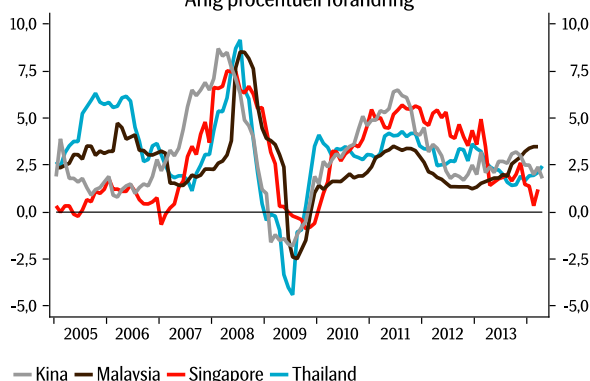
Finansiell motståndskraft mot geopolitisk oro

- **Gradvis tillväxtåterhämtning**
- **Kina: Acceptans för lägre tillväxt**
- **Indien: Överdrivna reformförhoppningar**

De asiatiska utvecklingsekonomierna växer fortfarande snabbare än övriga delar av världsekonomin, men expansionstakten är klart lägre än före den finansiella krisen. Inbromsningen i Kina fortsatte under första kvartalet, vilket hämmar utvecklingen i resten av regionen. Då inbromsningen främst drivs av svagare investeringar är det framför allt råvaruexporterande länder som t ex Indonesien som påverkas. De senaste åren har tillväxten i hög grad drivits av inhemsk efterfrågan som stimulerats av mjuk penningpolitik, snabb kreditstillväxt och starka arbetsmarknader. På flera håll är dock kreditstillväxten ohållbart snabb. I Singapore och Malaysia har utlåningen redan börjat bromsa in, men först 2015 räknar vi med en mer generell penningpolitisk åtstramning i regionen. En dämpning av inhemsk efterfrågan i vissa ekonomier kommer dock att kompenseras av stärkt extern efterfrågan, främst från USA. Sammantaget pekar det mesta på en **fortsatt gradvis tillväxtåterhämtning 2014 och 2015** med undantag för Kina där inbromsningen väntas fortsätta.

Inflationen har accelererat något senaste tiden, drivet av stigande livsmedelspriser. Livsmedlens stora andel av KPI-korgarna i tillväxtekonomier ger ett relativt stort genomslag på inflationen. Även om livsmedelsinflationen fortsätter stiga framöver förändras inte den generella bilden av en miljö med **historiskt låg inflation**; kärninflationen är låg och stabil i de flesta ekonomier.

Fortsatt lågt inflationstryck
Årlig procentuell förändring



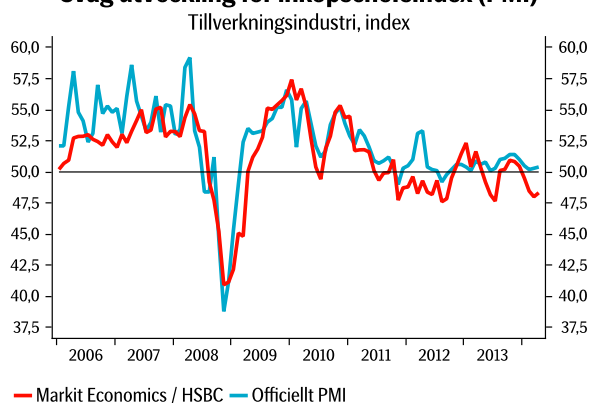
Källa: Nationella statistikbyråer

Den finansiella turbulens som generellt präglade EM-marknader under sommaren 2013 och början av 2014 året har inte återkommit. Då hade oron sitt ursprung i ökad osäkerhet om Feds framtida penningpolitik och fick därigenom global spridning. Oron kring Ukraina-konflikten har däremot i huvudsak haft regionala effekter. Generellt har börser och valutor i Asien stärkts under våren. Två tydliga exempel är Indien och Indonesien, där uppgången drivits av bättre fundamenta samt av förhoppningar om att kommande valresultat ska öka reformtakten i ekonomierna.

Kina: Fortsatt inbromsning

Inbromsningen i slutet av 2013 har fortsatt under början av 2014. **Första kvartalet dämpades BNP-tillväxten till 7,4 procent** i årstakt jämfört med 7,7 procent föregående kvartal. Inköpschefsindex har utvecklats mycket svagt de senaste månaderna. Officiellt PMI ligger strax över tillväxtgränsen på 50 medan Markits index, som innefattar en större andel småföretag, legat under 50 sedan i januari. Ledande indikatorer tyder inte på någon tydlig ökning av tillväxttakten.

Svag utveckling för inköpschefsindex (PMI)

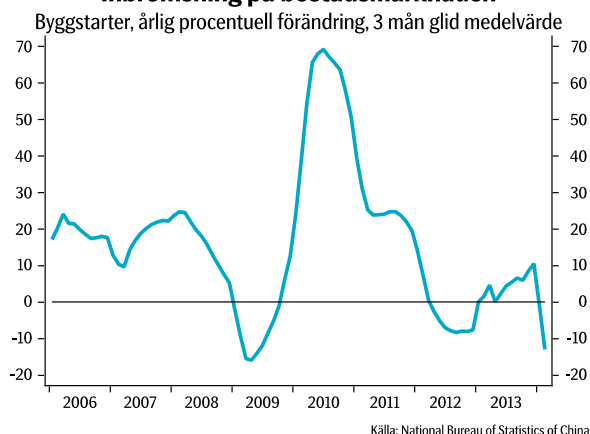


Källa: China Federation of Logistics & Purchasing, Markit

Även **de flesta hårddata har varit svaga under inledningen av 2014** även om det fanns tecken på att inbromsningen för den ekonomiska aktiviteten gick långsammare mot slutet av kvartalet. Tolkningen av export- och importstatistiken försvåras av överfakturering av skattemässiga skäl. Utvecklingen har dock sannolikt inte varit fullt så svag som utfallen visar då de största minskningarna drabbat exporten till Taiwan och Hong Kong, de exportdestinationer där problemen med överfakturering bedöms vara mest omfattande. Industriproduktionen har bromsat in ytterligare senaste månaderna men investeringarna i infrastruktur visar tecken på att stabiliseras; sannolikt drivet av myndigheternas tidigareläggning av redan beslutade projekt. I tillverkningsindustrin fortsätter dock investeringarna att

dämpas. Inbromsningen för kredittillväxten fortsätter; den tydliga ökningen av nya lån i mars följer det vanliga säsongs-mässiga mönstret. Myndigheterna väntas fortsätta bromsa in utlåningen vilket håller tillbaka investeringarna. Fastighetssektorn visar tydliga tecken på inbromsning; den säsongs-mässiga återhämtningen i fastighetsförsäljning har varit mycket svag och antalet försäljningar ligger betydligt lägre än förra året även om dataserien är volatil. Prisökningarna på bostäder har börjat bromsa in och byggbolagen har mött försvagningen genom att dra ned takten på antalet byggstarter.

Inbromsning på bostadsmarknaden



Spekulationer om en formell sänkning av tillväxtmålet för 2014 har inte besannats; målet ligger kvar på 7,5 procent. Däremot har acceptansen för en något lägre tillväxt ökat. Tillväxtmålet har till skillnad från tidigare år satts till "omkring" 7,5 procent. Även annan officiell kommunikation tyder på att en tillväxttakt kring 7,2-7,3 procent skulle vara i överensstämmelse med målet. Utvecklingen på arbetsmarknaden blir avgörande; en tydlig försvagning skulle sannolikt resultera i mer omfattande statliga stimulanser. Det finns dock ännu inga tecken på att tillväxtinbromsningen satt avtryck på arbetsmarknaden och risken för att en försvagad arbetsmarknad skulle ge upphov till mer omfattande social oro bedöms vara liten. Dessutom bidrar den demografiska trenden till minskande arbetskraft, vilket gör att arbetsmarknaden blir stram även framöver. **Kinas BNP-tillväxt väntas hamna på 7,2 procent 2014. 2015 bromsar tillväxten in till 7,0 procent.**

I början av april lanserades vissa mindre stimulansåtgärder bl a tidigare läggning av redan planerade investeringar (järnvägar, bostäder för låginkomsttagare) samt vissa skattelättnader för småföretag. För att mer omfattande stimulanser ska bli aktuella krävs sannolikt att tillväxten bromsar in rejält eller att arbetsmarknaden tydligt börjar försvagas vilket inte ligger i korten. Avsaknaden av mer omfattande stimulanser är ett tecken på att myndigheterna tar tillväxtinbromsningen med ro. Interbankräntorna har fallit tillbaka sedan början av året men verkar nu ha börjat botten ur då centralbanken åter börjat dra in likviditet genom repotransaktioner. Någon kraftigare uppmjukning av penningpolitiken väntas inte framöver; sänkningen av reservkvoten för vissa mindre banker på landsbygden gav en mycket begränsad ökning av likviditeten. Sänkningen verkar ha genomförts för att ge stöd till jordbrukssektorn och

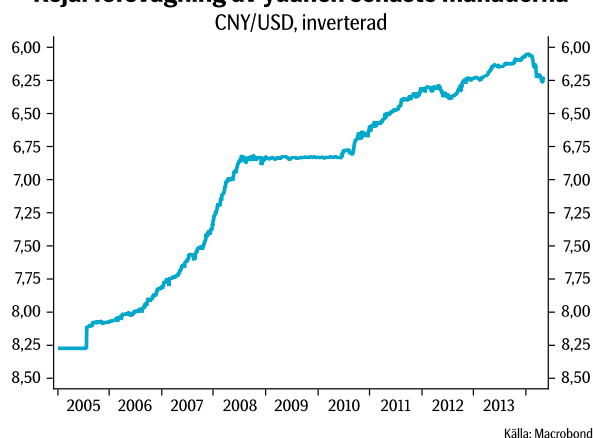
väntas inte följas upp med en sänkning på nationell nivå. Med fortsatt låg inflation och ett budgetunderskott som väntas hamna kring 2 procent av BNP 2014 finns ett underliggande utrymme för stimulanser.

I mars accelererade inflationstakten men dämpades i april till 1,8 procent drivet av fallande livsmedelsinflation. Det finns inga tecken på någon kraftigare ökning av inflationen; kärninflationen håller sig fortsatt under 2 procent och producentpriserna faller alltjämt i årstakt. Dessutom bidrar dämpningen i ekonomisk aktivitet samt kredittillväxt till att det låga inflationstrycket fortsätter. **För helåret 2014 väntas inflationen hamna på 2,8 procent. 2015 bedöms inflationen bli 2,9 procent.**

I början av 2014 har två betalningsinställelser på kinesiska företagsobligationer fått stor uppmärksamhet. Företagsobligationer står dock för mindre än 10 procent av totala stocken av utestående lån i den privata sektorn. Sannolikt kommer det att komma fler betalningsinställelser men myndigheterna har verktyg till hands för att undvika en utveckling där det finansiella systemets stabilitet hotas. Även den stigande andelen dåliga banklån har fått uppmärksamhet. Allt talar för att lånekvaliteten kommer att fortsätta försämrats framöver men från ett utgångsläge med en mycket låg andel dåliga lån jämfört med de flesta andra ekonomier; andelen väntas öka till omkring 1 procent vid slutet av 2014. Bankerna har dessutom tack vare reserver god motståndskraft mot ökande kreditförluster.

Med kinesiska mått mätt har **yuanen försvagats rejält i år**, sedan årsskiftet ligger försvagningen kring 3 procent mot dollarn. Försvagningen har konstruerats av centralbanken; sannolikt med huvudsyftet att motverka kapitalinflöden drivna av förväntningar om en fortsatt yuanappreciering. En valuta-försvagning ger även stimulans till ekonomin genom exporten men huvudsyftet bedöms ändå vara att förbereda marknaden på ökad tvåvägsvolatilitet. I mitten av mars utökades yuanens handelsspann och växelkursen kan nu röra sig med 2 procent kring den referenskurs som dagligen sätts av centralbanken. Den senaste utökningen av bandet gjordes i april 2012 och åtgärderna är steg på vägen mot en fritt flytande valuta.

Rejäl försvagning av yuanen senaste månaderna



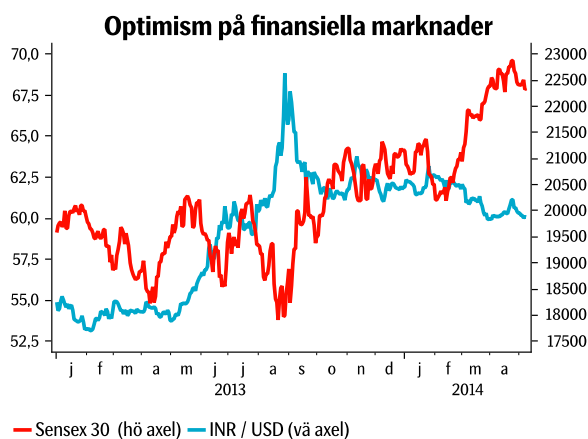
Trots årets försvagning finns de fundamentala faktorerna för en yuanförstärkning fortfarande kvar i form av en snabbare

åtstramning av penningpolitiken relativt USA med stigande interbankräntor och inlåningsräntor. Yuanen får även stöd från överskottet i bytesbalansen samt kapitalinflöden. **USD/CNY väntas stå i 5,90 vid slutet av 2014. Vid slutet av 2015 står USD/CNY i 5,80.**

Indien: Stärkt valuta men svag tillväxt

Under fjolåret fick finansiell turbulens kopplad till Feds nedtrappning av kvantitativa stimulanser stort genomslag i Indien i form av försvagningar av börs och valuta. Utvecklingen under våren har däremot präglats av optimism. Sedan årsskiftet har rupien stärkts något gentemot dollarn och börsen har nått nya rekordnivåer. Den positiva trenden förklaras till stor del av förhoppningar om att parlamentsvalet ska resultera i makt-skifte och omfattande reformer som ger en nytändning av ekonomin. Bättre fundamenta har också haft betydelse. Underskottet i bytesbalansen föll rejält tredje kvartalet i fjol och minskningen fortsatte fjärde kvartalet. Förbättringen berodde till stor del på ökad export, men även på dämpad guldimport i spåren av genomförda restriktioner. Minskat budgetunderskottet har också bidragit till den finansiella stabiliteten.

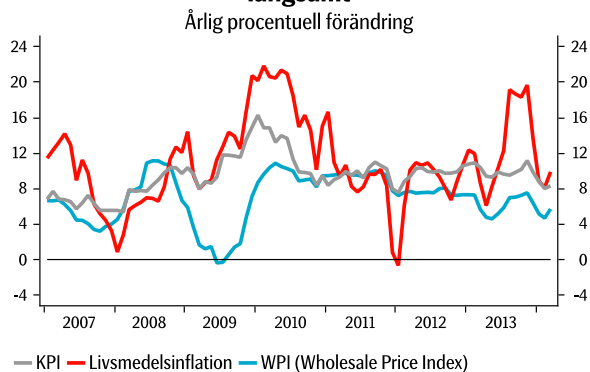
Generellt finns dock få tecken på en BNP-acceleration. Fjärde kvartalet i fjol bromsade tillväxttakten in något till 4,7 procent i årstakt och **BNP-ökningen** för helåret **2013** hamnade därmed på svaga **4,7 procent**. Vare sig indikatorer eller hårddata visar tydliga tecken på ökad ekonomisk aktivitet. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin och tjänstesektorn har visserligen återhämtat sig från bottenivåerna i höstas, men ligger klart under det historiska genomsnittet. Fjolårets valutaförsvagning gav en rejäl skjuts åt exporten, men de senaste månaderna har exportökningen dämpats rejält. Framöver kommer ökad efterfrågan från västvärlden att ge viss draghjälp, men exporten utgör bara en fjärdedel av BNP. Därmed blir den inhemska efterfrågan avgörande för tillväxten och inte heller här finns några tecken på acceleration. Investeringarna utvecklas svagt och industriproduktionen har, mätt i årstakt, minskat fyra månader i rad. Det är inte heller någon fart på hushållens efterfrågan. Personbilsförsäljningen, som utgör en viktig indikator för konsumentefterfrågan, är fortsatt mycket svag. Sammantaget innebär detta en måttlig uppgång i tillväxten. **2014 väntas BNP öka med 5,0 procent och 2015 accelererar tillväxten ytterligare något till 5,4 procent.**



Källa: Bombay Stock Exchange, Macrobond

Trenden med en dämpning av inflationstakten under slutet av 2013 och början av 2014 bröts i mars då KPI-inflationen nådde 8,3 procent. Livsmedel utgör hälften av KPI-korgen och stigande livsmedelspriser får därför stort genomslag och försvårar centralbankens långsiktiga mål att få ned KPI-inflationen till 4 procent. Hushållens inflationsförväntningar ligger dessutom kvar på en mycket hög nivå och det har visat sig vara svårt att få bukt med kärninflationen. Dessutom väntas årets monsun bli svag vilket håller uppe livsmedelsinflationen. Vår bedömning är därför att dämpningen av inflationstrycket kommer att gå långsamt även om centralbanken efter Raghuram Rajans tillträde i höstas visat en vilja att få bukt med inflationen, trots att det på kort sikt hämmar den svaga tillväxten. **2014 väntas KPI-inflationen hamna på 8,0 procent och 2015 på 7,6 procent.**

Dämpningen av inflationstrycket kommer att gå långsamt



Källa: Ministry of Commerce and Industry

Centralbankens fokus på att dämpa inflationen lämnar inget utrymme för en uppmjukning av penningpolitiken och vår bedömning är att styrräntehöjningen i januari följs upp med **ytterligare en höjning under tredje kvartalet** och därmed ligger på **8,25 procent vid slutet av 2014**. Penningpolitiken får lite extra hjälp av att valutaförstärkningen håller tillbaka prisökningarna på importvaror. Sedan bottennoteringen i slutet av augusti 2013 har rupien apprecierat med mer än 10 procent mot USD och även den reala växelkursen har stärkts. **Vid slutet av 2014 och 2015 väntas rupien ligga på 59,0 respektive 55,0 mot USD.**

Parlamentsvalet inleddes i mitten av april och valresultatet presenteras den 16 maj. Även om opinionsundersökningarna är mer osäkra än i de flesta utvecklade länder pekar det mesta mot ett maktskifte där oppositionspartiet **BJP** under ledning av Narendra Modi bildar en koalitionsregering tillsammans med mindre regionala partier. BJP anses vara näringslivsvänligt och den troliga valframgången har skapat **förväntningar om tillväxtstimulerande reformer**. Vår bedömning är dock att optimismen är överdriven; BJP når sannolikt inte egen majoritet i parlamentet och samarbetet med de regionala partierna kommer att försvåra ett mer omfattande reformarbete. Tillväxten riskerar därmed att ligga kvar kring 5-6 procent även bortom prognoshorisonten.

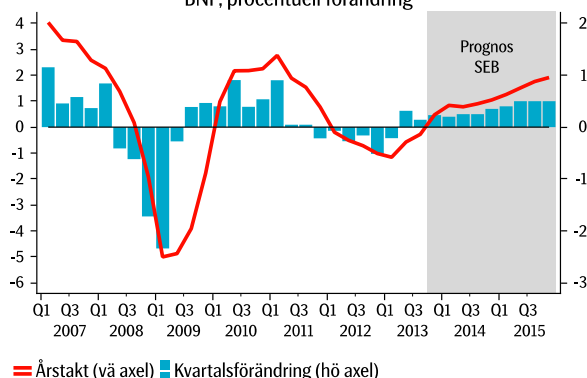
Deflationsrisker kräver aggressiva motmedel

- Indikatorer pekar på fortsatt återhämtning
- Hög arbetslöshet faller endast långsamt
- Neutral finanspolitik 2014
- Inflationen besvärande låg
- ECB under press: QE i juni nästa steg

Den senaste tiden har bilden av **en svagt positiv trend i konjunkturen** bekräftats. I slutet av 2013 växte BNP på årsbasis för första gången på nära två år. Finansiella marknader har huvudsakligen reagerat positivt och räntenivåer och räntespreadar har fortsatt falla i inledningen av 2014. **Indikatorer pekar på en fortsatt förstärkning.** Produktion och export förbättras, bl a via fortsatt tysk styrka men också genom att GIPS-länderna återtagit en del förlorad konkurrenskraft. Hushållens förtroende stärks nu när arbetsmarknaden stabiliserats och den finanspolitiska motvinden avtar. I eurozonen som helhet väntas finanspolitiken i stort sett bli neutral 2014. Vår prognos är att **BNP växer med 1,0 procent 2014 och med 1,6 procent 2015.** En sådan återhämtning är inte tillräckligt stark för att påtagligt mildra obalanserna på arbetsmarknaden och i de offentliga finanserna. Eurozonen fortsätter också att tappa mark mot de flesta andra huvudregioner i världsekonomin, inte minst gentemot USA.

Tillväxttakten ökar långsamt

BNP, procentuell förändring



Källa: Eurostat, SEB

Om krisen mellan Ryssland och Ukraina utvecklas i linje med vårt huvudscenario blir konsekvenserna för eurozonen som helhet relativt små. Länder i östra delen av eurozonen påverkas mest, bl a genom större handelsexponering. Av tysk export går t ex bara 3 procent till Ryssland medan andelen uppgår till 10 procent för Finland och till 19 procent för Lettland.

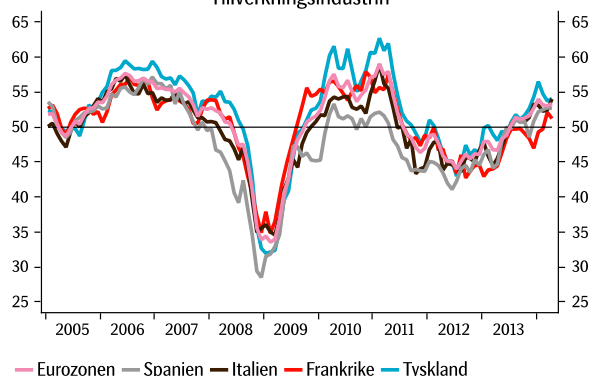
Tilltagande deflationsrisker i kombination med svag tillväxt och fallande bankutlåning gör att **ECB kommer att agera mer kraftfullt och med fler verktyg än tidigare.** Bl a står vi fast vid vår prognos om att ett program med kvantitativa lättnader genomförs. Beslut om detta tas troligen i juni. Vi tror också att processerna kring stresstesterna av banker i slutänden kommer att leda till bättre fungerande kreditmarknad bl a genom rekapitalisering av systemviktiga banker. Sammantaget tror vi dessa åtgärder är tillräckliga för att en regelrätt deflation ska kunna undvikas, även om HIKP-inflationen kommer att ligga klart under 1 procent under prognosperioden. Arbetet med den ekonomisk-politiska integrationen går samtidigt trögt. Osäkerhet inför valet till EU-parlamentet, byte av EU-kommission samt ordförandeländer (Grekland och Italien) med inrikespolitiska problem försvagar kraften i arbetet.

Indikatorbilden har förbättrats

Sentimentsindikatorer har fortsatt att förbättras under våren. Inköpschefsindex (PMI) och EU-kommissionens ESI ger en samstämmig bild av läget. PMI för tillverkningsindustrin har visserligen fallit tillbaka något under inledningen av 2014 men ligger fortfarande klart över 50-nivån. Efter att ha spretat något vid årsskiftet 2013-2014 har PMI för de fyra stora länderna (Tyskland, Frankrike, Spanien och Italien) nu konvergerat på en nivå kring 53. Frankrike ligger sämst till efter en nedgång till 51,2 i april. Av krisländerna ligger Grekland något under de andra länderna men passerade i april 50-nivån.

PMI över 50-nivån på bred front

Tillverkningsindustrin



Källa: Markit

Export och investeringar ökar svagt

Produktionen i tillverkningsindustrin har det senaste halvåret uppvisat positiv tillväxt på årsbasis. Exporten ökade med 1,3 procent fjärde kvartalet 2013 och månadsdata pekar på en fortsatt positiv utveckling. Av krisländerna är utvecklingen starkast i Portugal och svagast i Grekland. En förbättrad kon-

kurrenskraft bidrar till den positiva utvecklingen. Enligt OECD:s mått på enhetsarbetskraftskostnader har konkurrenskraften förbättrats mest i Grekland och Irland, följt av Spanien. Export blir framöver en viktigare drivkraft för tillväxten när den **internationella konjunkturen gradvis förbättras**. Exporten bedöms öka med knappt 4 procent per år 2014 och 2015.

BNP

Årlig procentuell förändring

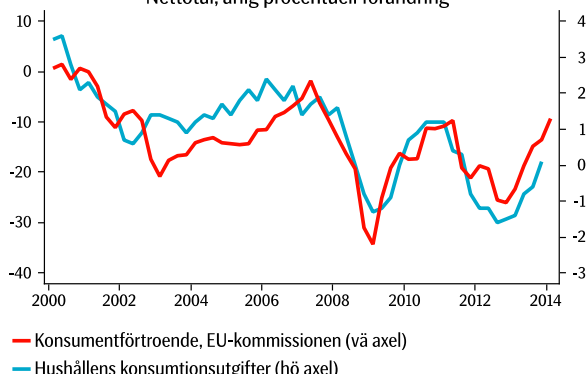
	2012	2013	2014	2015
Tyskland	0,7	0,4	1,8	2,1
Frankrike	0,0	0,3	0,8	1,4
Italien	-2,4	-1,9	0,3	1,0
Spanien	-1,9	-0,1	1,1	1,7
Grekland	-7,0	-3,9	0,1	1,5
Portugal	-3,2	-1,4	1,0	1,3
Irland	0,2	-0,3	1,7	2,2
GIPS	-2,5	-0,7	1,0	1,7
Eurozonen	-0,7	-0,4	1,0	1,6

Källa: Eurostat, SEB

I närtid **hämmas investeringsaktiviteten av att kapacitetsutnyttjandet fortfarande ligger under det historiska genomsnittet**. Fortfarande vill många företag se en starkare återhämtning innan mer omfattande investeringsbeslut tas. Detta bekräftas av att bankutlåningen till icke-finansiella företag fortsätter att falla. Ökad optimism i företagssektorn bör på sikt leda till högre investeringar när produktion och export förbättras. Därtill kommer att företagen även i en utdragen lågkonjunktur behöver komplettera existerande kapitalstock. En viss ljusning kunde skönjas fjärde kvartalet 2013 då investeringarna ökade med 1,1 procent jämfört med året innan. Mätt som årsgenomsnitt räknar vi med att **investeringarna ökar med 1,7 respektive 2,8 procent 2014 och 2015**.

Konsumtionen ökar

Nettotal, årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat

Hushållens förtroende förbättras

Efter långdragen kräftgång steg privata konsumtionen under fjärde kvartalet 2013 för första gången på två år. Detaljhandels försäljning har ökat under inledningen av 2014 och även den mer konjunktorkänsliga bilförsäljningen ökar. Stigande

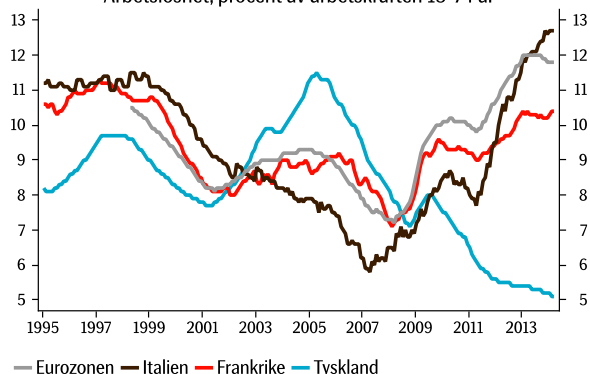
framtidstro, låga räntor, en mjukare finanspolitik och en arbetslöshet som sakta börjat minska talar för att konsumtionen fortsätta stiga långsamt. Efter de två senaste årens fall räknar vi med en uppgång **med 0,8 respektive 1,3 procent 2014 och 2015**. Samtidigt finns viktiga faktorer som begränsar konsumtionsutrymmet framöver. En fortsatt hög arbetslöshet och behov av att förbättra konkurrenskraften talar för att löneökningar kommer att bli låga. **Hushållens reala inkomster**, som fallit de senaste fem åren, kommer därmed att fortsätta att utvecklas svagt.

Neutral finanspolitik, men höga skulder

De kraftiga besparingarnas tid är över och **finanspolitiken blir i stort sett neutral 2014 och 2015**. På sikt kvarstår dock trycket på de offentliga finanserna av en åldrande befolkning, behov av att minska skuldbergen samt kvarstående krisrelaterade åtgärder i vissa länder. Det **offentliga underskottet sjunker från 3,0 procent av BNP 2013 till 2,7 procent 2014 och till 2,3 procent 2015**. Fallande underskott gör att den offentliga skuldkvoten som andel av BNP planar ut på ca 96 procent av BNP 2014. Svag real tillväxt i kombination med mycket låg inflation hämmar dock utvecklingen av nominell BNP, vilket bidrar till skuldkvoten ligger kvar på en hög nivå.

Tysk arbetsmarknad fortsätter att visa styrka

Arbetslöshet, procent av arbetskraften 15-74 år



Källa: Eurostat

Arbetslösheten faller svagt från rekordnivå

Arbetslösheten har sakta börjat falla från en rekordhög nivå och senaste månadssiffran låg på 11,8 procent jämfört med toppnivån 12,0 procent februari-september 2013. I samtliga GIPS-länder har nu arbetslösheten stabiliserats (Grekland på ca 27 procent) eller börjat falla (Irland, Portugal och Spanien). Mer oroande är att arbetslösheten i Italien och Frankrike fortsätter att öka. Italiensk arbetslöshet nådde i mars 2014 12,7 procent (högsta på flera decennier) och den franska 10,4 procent (högsta sedan 1999). Samtidigt fortsätter tysk arbetsmarknad att utvecklas starkt; arbetslösheten har mer än halverats det senaste decenniet och ligger nu just över 5 procent.

Svag tillväxt i flera länder gör att arbetslösheten ligger kvar på oroväckande höga nivåer framöver. I slutet av 2014 ligger arbetslösheten på 11,7 procent. Mätt som årsgenomsnitt blir **arbetslösheten 11,7 respektive 11,5 procent 2014 och 2015**. Jämviktsarbetslösheten har troligtvis ökat de senaste åren och bedöms nu ligga kring 9 procent. Däremot har ar-

betskraftsdeltagandet snarast stigit under krisen; en utveckling som går tvärför från den amerikanska.

Tillväxtskillnader ger politiska utmaningar

Skillnader i tillväxt och allt mer divergerande arbetsmarknads-läge skapar spänningar och olika politiska förutsättningar i de största euroekonomierna. Överskottet i den **tyska** bytesbalansen ligger kvar runt höga 7 procent, vilket i kombination med den låga inflationen ökar trycket från omvärlden på en mer expansiv ekonomisk politik. Med en arbetslöshet på den lägsta nivån på åtskilliga decennier verkar dock det cykliska expansionsutrymmet begränsat. Den relativt höga offentliga skulden på 78 procent av BNP kan också anföras som ett argument mot stora stimulanser, även om budgeten är i balans. Vi förutspår inte heller att koalitionen mellan CDU och SPD genomför några större förändringar av finans- och EU-politiken. Reformen som aviserats kommer att finansieras och ett mindre budgetöverskott växer fram under prognosperioden.

Den **franska** ekonomin tycks ha repat sig något i början av 2014 även om president Hollande pressas av svag ekonomi och brist på reformidéer. Man kan dock se vissa tecken på en **omsvängning** i den ekonomiska politiken. I januari 2014 utlovades minskade offentliga utgifter samt sänkta skatter för hushåll och företag. Regeringen har sedan dess ombildats och en kommitté utsedd av presidenten har kommit med rekommendationer om hur företagsklimatet ska förbättras. Ambitionen är att budgetunderskottet ska minska från 4,3 procent av BNP 2013 till 3 procent 2015. Ett besparingspaket på 50 miljarder euro, bl a genom frysta sociala förmåner, lägre utgifter för hälso- och sjukvård och lägre kommunala utgifter t o m 2017 har annonserats för att till viss del finansiera de föreslagna sänkta skatterna. Hollande tycks således försöka svänga om till en mer pragmatisk politik på samma sätt som president Mitterrand gjorde i början på 1980-talet efter misslyckade experiment under den första tiden i Elyséepalatset. Det är dock tveksamt om Hollande har tillräcklig auktoritet för detta. Presidentens popularitet är rekordlåg och lokalvalen i mars blev ett bakslag för hans socialistparti. Hollande pressas också mellan EU-institutioner i Bryssel som vill se lägre underskott och delar av Socialistpartiet som vill stimulera ekonomin för att få igång tillväxten och på så sätt förbättra opinionsläget.

Italien lämnade i slutet av 2013 recessionen bakom sig efter nio kvartal med negativ BNP-utveckling. Ekonomin återhämtar sig långsamt; PMI ligger över 50 och konsumentförtroendet i april låg på sin högsta nivå sedan januari 2010. Samtidigt är reformbehovet fortsatt stort mot bakgrund av stigande arbetslöshet och hög statsskuld. Det offentliga underskottet ligger strax under 3 procent av BNP och premiärminister Renzi har signalerat att landet inte ska ansöka om lättnader från Bryssel utan att reformarbetet ska ske samtidigt som underskottet minskar. Renzis reformagenda innebär bl a förändrat valsystem, större möjligheter för visstidsanställning, skattesänkningar för hushållen samt effektiviseringar i offentlig sektor. För att den nya regeringen ska kunna behålla sitt stöd i opinionen och parlamentet är det viktigt utvecklingen i landet går åt rätt håll, inte minst ekonomiskt. På kort sikt kan skattesänkningar vara populära medan strukturella förändringar på ar-

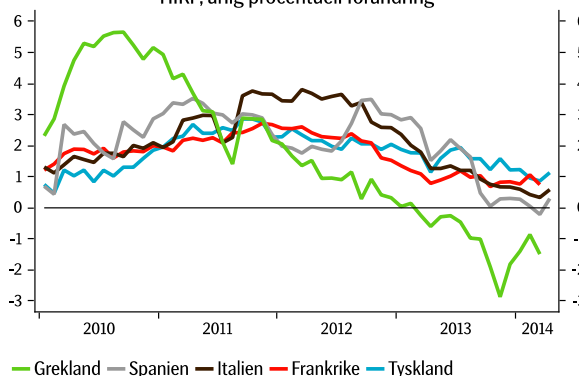
betsmarknaden och nedskärningar i offentlig sektor i närtid kan bidra till att stödet för regeringen kommer under press.

Deflationsrisken har ökat

Inflationen fortsätter att falla på bred front i eurozonen. Deflationstendenser i flera krisländer håller nere genomsnittet, men inflation är även låg och fallande i länder som Tyskland och Frankrike. Detta gör att regionens genomsnitt ligger klart under ECB:s mål. På kort sikt finns en viss uppåtrisk på inflationen genom stigande matpriser, men i övrigt talar de flesta faktorer för fortsatt låg inflation.

Inflationen faller på bred front

HIKP, årlig procentuell förändring

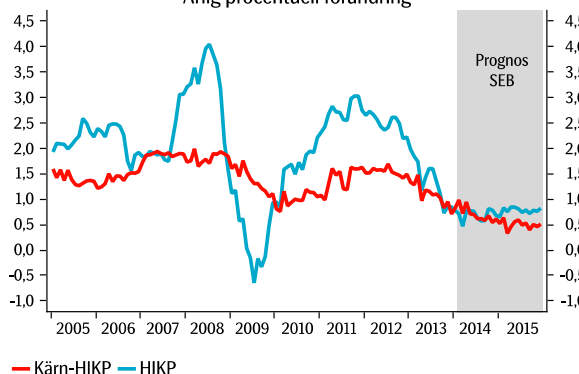


Källa: Eurostat

Generellt har deflationsriskerna ökat den senaste tiden, vilket bl a illustreras av besvärande låga och fallande inflationsförväntningar. Den höga arbetslösheten gör att lönerna ökar långsamt och det finns därtill ytterligare behov att förbättra konkurrensläget i många länder, även om höjda minimilöner i t ex Tyskland drar i motsatt riktning. Det börjar stå alltmer klart att en interdevalvering inom eurozonens ram knappast kan göras utan breda deflationstendenser när den tyska inflationen ligger så lågt som runt 1 procent.

Lågt inflationstryck

Årlig procentuell förändring



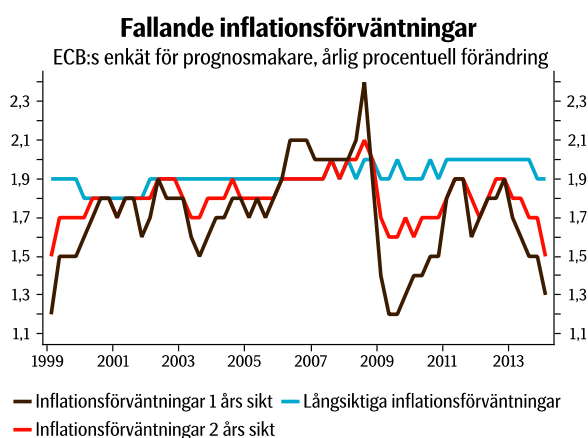
Källa: Eurostat, SEB

ECB verkar äntligen ta detta problem på större allvar och uppmärksammar en rad negativa konsekvenser av deflation. Förutom den depressiva spiral som kan uppstå genom att konsumtion och investeringar skjuts på framtiden, minskar möjligheterna till effektiv resursallokering i ekonomin. Deflationen höjer

också det reala värdet på skulder samtidigt som effekterna av statsfinansiella konsolideringsprogram urholkas genom lägre intäkter. Höga realräntor försämrar därtill utsikterna för en återhämtning på fastighetsmarknaden. Med de nya ECB-åtgärder som beskrivs nedan räknar vi med att regionen som helhet undviker deflation, men att inflationen de närmaste åren hamnar klart under ECB:s mål. Mätt som årsgenomsnitt blir **HIKP-inflationen 0,7 procent 2014 och 0,8 procent 2015**.

ECB tvingas agera ytterligare

Återkommande nedåtövertäckningar för inflationen och sjunkande inflationsförväntningar har ökat pressen på ECB. Räntesänkningen i november har följts av mer prat än verkstad men för att inte tappa i trovärdighet tvingas ECB nu gå från ord till handling.



De utmaningar som ECB står inför kan utifrån det linjetal som ECB-chefen Draghi höll i slutet av april delas upp på tre områden. Förutom grundproblemet om att vidmakthålla förtroendet för inflationsmålet i ett läge med stora outnyttjade resurser och starka disinflationistiska krafter lyfts följande fram:

De finansiella förhållandena i eurozonen riskerar att stramas åt. Sjunkande överskottslikviditet från bankernas återbetalningar av LTRO-lån har satt press uppåt på korta marknadsräntor. Parallellt har euron stärkts. Nettoeffekten är svårbedömd eftersom förstärkningen av euron även speglar en ökad aptit på tillgångar i de forna krisländerna, vilket inneburit en lättning i de finansiella förhållandena (lägre länderspreadar, högre priser på kreditobligationer och aktier).

Ett fragmenterat banksystem hämmar genomslaget av ECB:s räntepolitik. Utlåningen till icke-finansiella företag faller alltjämt. Skillnaderna mellan utlåningsräntor i olika delar av unionen förblir stora och näringslivet domineras av små företag som är beroende av en fungerande bankfinansiering. ECB:s förhoppning är att sänkta upplåningskostnader i kombination med genomlysningen av balansräkningar (AQR) samt stresstester ska bana väg för starkare banker (se temaartikel).

Förekomsten av en bankfinansierad snarare än marknadsfinansierad ekonomi innebär att ECB hittills valt andra vägar än Fed och Bank of England för att stimulera ekonomin. Den

konventionella verktygslådan börjar nu bli uttömd. Enligt Draghi är utrymmet för att agera med räntan begränsat och huvudscenariot är att ECB sänkt färdigt. Ett avslutande steg till 0,1 procent kombinerat med en svagt negativ depositränta kan dock inte uteslutas, t ex för att kortsiktigt motverka en oönskommen förstärkning av valutan och eller på marginalen pressa ned korta marknadsräntor ytterligare något.

Nya likviditetsinjektioner (LTRO:s) är också tänkbara, men det minskade intresset från bankerna innebär att vägen för kraftiga stimulanser via lån till banksektorn sannolikt är stängd. ECB undersöker också åtgärder för att förbättra kreditförsörjningen. En väg är billiga lån till banksektorn kopplade till särskilda typer av krediter (funding for lending). En annan är åtgärder för att stimulera en ökad marknadsfinansiering för företag genom att återskapa en marknad för ABS:er ("asset backed securities").

Det främsta verktyget för att stimulera ekonomin och agera mot sänkta inflationsutsikter är dock enligt Draghi kvantitativa stimulanser i form av osteriliserade tillgångsköp (QE). ECB tycks föredra köp av privata tillgångar (ABS) för att mer direkt påverka finansieringen för företag. Volymerna av dessa är dock för små för att kunna utgöra annat än en marginell del av ett QE-program. Vi tror därför att ECB i första hand väljer att köpa statsobligationer, men att man kan uttrycka en beredskap att köpa ABS:er när en sådan marknad kommit till stånd.

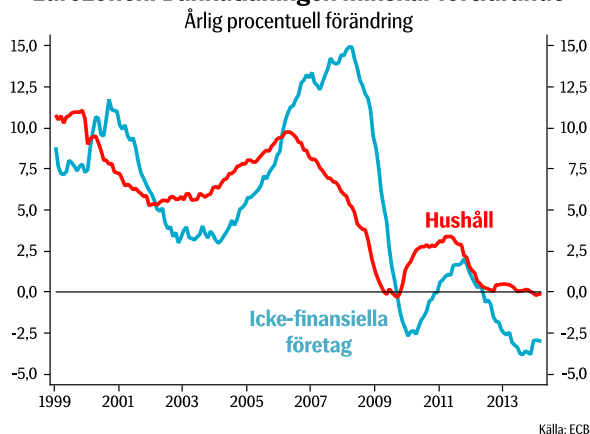
Vi väntar oss att beslut om QE tas i juni i samband med nya inflationsprognoser från ECB-tjänstemännen. Enligt obekräftade uppgifter i tyska media har ECB modellerat effekterna av **tillgångsköp motsvarande 1 000 miljarder euro** och uppskattat att sådana köp skulle kunna **öka inflationen med 0,2-0,8 procentenheter**. Volymen 1 000 miljarder ska ses som ett räkneexempel, men motsvarar nära 10 procent av BNP, eller mindre än hälften av de tillgångsköp som gjorts av Fed och BoE. Det skulle dock räcka för att ta tillbaka ECB:s balansräkning till samma storlek som innan återbetalningarna av LTRO-lån inleddes och återställa tidigare nivåer av överskottslikviditet. Vi tror dock att ECB inledningsvis väljer att gå försiktigare fram och presenterar ett program med månatliga köp på 40 - 50 mdr euro under ett års tid.

För att undvika anklagelser om skuldfinansiering eller risken för att ta bort incitamenten till konsolidering tror vi att ECB kommer att **köpa obligationer enligt vikterna i ECB:s kapital** (BNP-viktat). Det betyder att drygt en fjärdedel av köpen kommer att bestå av tyska obligationer. Även om Tyskland inte är i behov av lägre räntor bör ett minskat utbud av tyska statsobligationer bidra till att sänka räntor och spreadar även på obligationer i periferin och därtill generellt öka efterfrågan på riskfyllda tillgångar. **Effekterna på valutan är svårbedömda**; ECB:s åtgärder kan t ex stärka förtroendet för krisländerna och därmed uppmuntra till ytterligare inflöden i euron via köp av risktillgångar i periferin. Om QE-programmet uppfattas som trovärdigt tror vi att inflationsförväntningar och långa räntor stabiliseras, så småningom följt av en förnyad press upp på tyska långräntor i takt med att inflationsförväntningarna återhämtar sig.

- **Eurozonens kreditykel fortfarande ett stort hinder för ekonomisk återhämtning**
- **ECB:s tillsynsansvar och tester ger förhoppningar om ökad bankstabilitet**

Ett stabilt och väl fungerande banksystem är en **kritisk faktor** för att åstadkomma en uthållig ekonomisk återhämtning i Europa. I dag står bankerna för ca **85-90 procent** av kreditförsörjningen i EU. På sikt väntas denna andel, och därmed även bankberoendet, minska i takt med att företagsobligationsmarknaden utvecklas och fördjupas likviditetsmässigt. Men det är en resa som kommer att ta tid att fullfölja.

Eurozonan: Bankutlåningen minskar fortfarande



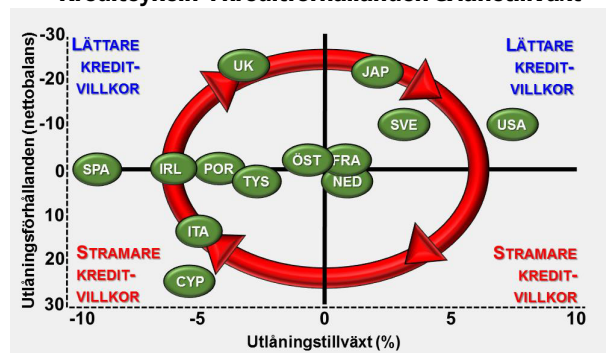
Två faktorer har stått i vägen för att nå stabilitetsmålet för Europas finansiella system och bryta den i krislägen negativa kopplingen mellan bankers och staters balansräkningar: ❶ en bitvis bristfällig, nationell och **divergerande banktillsyn**, och ❷ kapital- och balansräkningsmässigt **svaga banker**.

Den **4 november 2014 övertar ECB** det överordnade ansvaret för att – i samarbete med nationella myndigheter – utöva tillsyn av ett 130-tal banker vars tillgångar väntas motsvara ca 85 procent av alla banktillgångar i eurozonen; exakt antal banker och vilka som berörs ska offentliggöras av ECB/EBA i september. Den nya gemensamma tillsynsmekanismen **SSM, Single Supervisory Mechanism**, har till uppgift att harmonisera nationella regelverk, höja kvaliteten på tillsynen, göra den mer konkurrensneutral samt minska risken för otillbörlig politisk inblandning i frågor kring finansiell stabilitet. Bland annat kommer riskmodeller och riskvikter homogeniseras liksom sättet att hantera osäkra fordringar och avsättningar för eventuella kreditförluster.

Flera av de europeiska banksystemen brottas fortfarande med svagheter och förtroendeproblem även om de minskat något i omfattning. Det illustreras t ex genom en svag eller t o m negativ kredittillväxt (se diagram ovan). Kreditutvecklingen är dels ett uttryck för **en ovilja att låna ut pengar** p g a pågående nödvändiga anpassningar av banksystemets balans-

räkningar till nya regleringar/krav samt svag tillväxtmiljö. Men den återspeglar även **en låg efterfrågan på pengar** från företag och hushåll för investeringar och konsumtion. Kreditykeln är således i flera länder ännu inte i ett skede där den kan understödja återhämtningen och den ekonomiska tillväxten.

"Kreditykeln": kreditförhållanden & lånetillväxt



Sedan början av den finansiella krisen har de **20 största europeiska bankerna ökat sitt kapital med ca 300 miljarder dollar**. Det ökade bankförtroendet har synliggjorts genom stigande aktiekurser och krympande kreditspreadar för banker. Men samtidigt har också stocken osäkra lån fortsatt att stiga. Den bedöms i dag uppgå till **800 miljarder euro** enligt beräkningar av IMF, vilket är en fördubbling jämfört med nivåerna före krisens utbrott. Sannolikheten är hög att dessa osäkra fordringar **fortsätter att öka p g a överskuldssatta företag i flera länder och en svag ekonomisk tillväxt**. Osäkra lån är inte synonymt med kreditförluster men 800 miljarder är en hög siffra i jämförelse med de offentliga finansiella skyddsnät (krisfonden ESM och bankkrisfonden på 55 miljarder euro som ska byggas upp framöver). Det nödvändiggör kapitaltillskott från den privata sektorn, om behov uppstår.

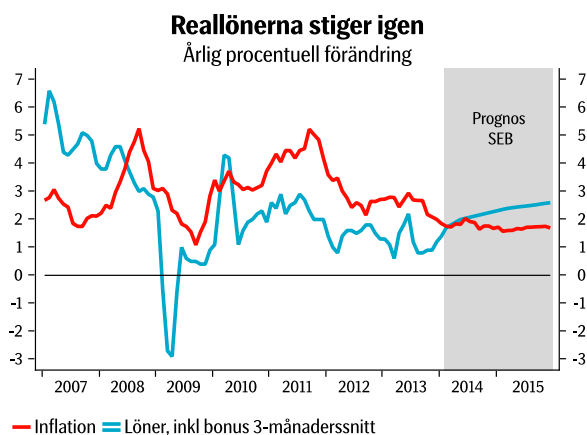
Dilemmat och utmaningen för ECB, för de nationella tillsynsmyndigheterna och de politiska systemen är att försöka påskynda en uppställning av bankers balansräkningar utan att inverka negativt på kreditförsörjningen. Samtidigt måste testerna – som tidigare men i enklare form genomförts två gånger – vara tillräckligt tuffa för att vinna trovärdighet. Även om bankerna redan är inne i en process att förstärka balansräkningarna talar mycket för att **ytterligare åtgärder för att stärka enskilda bankinstituts finansiella situation är nödvändiga**. Detta kommer att visa sig under de närmaste månaderna. Den resa som ECB och det europeiska banksystemet nu **inlett hjälper till att underbygga förtroendet för det finansiella systemet och underlätta den ekonomiska återhämtningen**.

Brittisk ekonomi med vind i seglen

- **Gynnsam kombination: hög tillväxt och lägre inflation**
- **Arbetslöshet ned och löner upp**
- **Bostadspriserna stiger oroväckande snabbt**

Brittisk ekonomi fortsätter framåt på många cylindrar.

Efter ytterligare ett starkt kvartal är BNP drygt 3 procent större jämfört för ett år sedan och tillväxttakten den starkaste sedan 2007. Nivån ligger dock fortfarande 0,6 procent under tidigare topp från 2008, men en ny rekordnivå lär nås innevarande kvartal. **BNP ökar med 3 procent i år och med 2,6 procent 2015**, snäppet över konsensus båda åren. Samtidigt ligger vår inflationsprognos lite under genomsnittsbedomningen. **Inflationen**, som fallit under målet för första gången sedan 2009, fortsätter ned och noteras som årsgenomsnitt till **1,8 procent 2014 och 1,7 procent 2015**. Vi håller fast vid bedömningen att Bank of England skuggar Fed och **räntenormaliseringen startar nästa sommar**; omkring ett halvår senare än vad marknadsprissättningen indikerar. Vid slutet av 2015 ligger styrräntan på 1 procent.



Källa: ONS, SEB

Konsumentförtroendet steg i april till sin högsta nivå på sju år. **Arbetslösheten**, som fallit under centralbankens tröskelvärde på 7 procent, **fortsätter mätt som årsgenomsnitt ned till 6,5 procent 2014 respektive 6,1 procent 2015**. Tack vare fler egenföretagare stiger sysselsättningen raskt; sett över det senaste året har denna grupp svarat för knappt hälften av uppgången och sett sedan 2008 för hela tre-fjärdedelar. Att många egenföretagare är undersysselsatta skulle kunna vara en förklaring till varför produktiviteten är så svag. **Ett stramare resursläge knuffar dock lönerna försiktigt uppåt**. Kombi-

nationen stigande löner och fallande inflation ger positiv real-löneutveckling för första gången sedan 2010. **Konsumtionsuppgången på 2,3 procent i snitt 2014-2015** vilar därmed på starkare fundament.

Också i företagssektorn ser indikatorerna lovande ut. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin steg till 57,3 i april och sniffar på högstannivåer i cykeln. I byggsvängen ser det ännu ljusare ut med PMI på 60,8. Det sammanvägda indexet, där bygg, tjänste och tillverkningsindustrin ingår, noteras på 59,2 vilket i kombination med konsumtionsindikatorer är **förenligt med 4,5 procents BNP-tillväxt i uppräknad årstakt, vilket i sin tur visar på uppsiderisker i prognosen**. Den breda återhämtningen, med såväl konsumtion som investeringar i förarsätet, fortsätter därmed. Efter tappet i fjol **växer investeringarna med knappt 5 procent i snitt** under prognosåren, trots pundförstärkningen. En huvudvärk på längre sikt är underskottet i bytesbalansen som växte till höga 5,5 procent av BNP i slutet av fjol.

Samtidigt som KPI-inflationen dämpas är husprisinflationen hög. På nationell basis noteras huspriserna 11 procent högre jämfört med för ett år sedan – vilket också bidrar till konsumtionslyft via förmögenhetseffekter. Baksidan är **tilltagande oro för ny husprisbubbla**, inte minst i London där priserna är rekordhög och där uppgången är 18 procent i årstakt. Ökande fastighetsrelaterade börsintroduktioner, snabbt stigande bostadslånevolymerna samt att bostadsrelaterade derivat kommit tillbaka är tecken i tiden som ger anledning att höja varningsflagg. Det är dock inte troligt att den heta bomarknaden medför tidigare läggning av räntehöjningar; enligt flera penningpolitiska beslutsfattare är **räntan ett trubbigt redskap när det gäller att hålla huspriserna i schack**. Istället kan olika typer av regleringar bli aktuella om husmarknaden hotar finansiell stabilitet.

En tioårig statsobligationsränta föll till som lägst 1,50 procent 2012. Motsvarande ränta ligger på 2,66 procent i dag och spås fortsätta stiga till 3,20 i slutet av prognosperioden. Därmed ökar också räntekostnaden på **statsskulden som planar ut på strax under 82 procent av BNP 2015**. Budgetunderskottet, som noterades på 5,8 procent i fjol faller till 4,1 procent av BNP 2015. Trots att valet 2015 närmar sig fortsätter därmed budgetkonsolideringen. Avseende folkomröstningen om Skottlands oberoende den 18 september 2014 blåser vindarna i jassidans favör. Anhängarna av ett oberoende Skottland ligger nu omkring 5 procentenheter efter; i fjol var underläget 20 procentenheter. **Huvudspåret är att Nej-sidan till slut går segrande ur striden** men att Skottland ändå kommer att få mer oberoende som plåster på sårerna.

Skärpt rysk-ukrainsk konflikt tynger tillväxt överlag

- **Fortsatt gradvis återhämtning i centrala regionen trots den geopolitiska oron**
- **Ukraina: Stort BNP-ras i år trots stödlånen**
- **Ryssland: Stagnation i år**

De militärpolitiska spänningarna mellan Ryssland och Ukraina/Nato/västländer har ökat dramatiskt sedan Rysslands annektering av Krim i mitten av mars i år. Tendenser till inbördesstrider i Ukraina har tilltagit. Det **skärpta säkerhetsläget ser ut att bli utdraget och risken för ett handelskrig mellan Ryssland och västländer (drivet av EU/USA) har ökat**. Sannolikheten för en rysk militär invasion i Ukraina eller störda energileveranser från Ryssland är dock fortfarande relativt låg. Sanktionerna från EU och USA har hittills varit inriktade på nyckelpersoner i affärs- och politik i Ukraina och Ryssland och gäller reseförbud och frysta tillgångar i banker; i slutet av april ökade USA sanktionerna till att även gälla vissa företag kopplade till nyckelpersoner.

Generellt sett **drar sig nog både västmakterna och Ryssland i det längsta för att starta ett handelskrig**. Eurozonens begynnande återhämtning är ännu underliggande bräcklig och Ryssland balanserar på gränsen till recession. Det finns också ett betydande ömsesidigt beroende av den ryska naturgasen. Runt 30 procent av Rysslands naturgas säljs till Europa varav hälften transporteras genom Ukraina. Tyskland t ex köper ca en tredjedel av sin naturgas från Ryssland; detta specifika beroende av Ryssland (även om naturgas bara står för ca 20 procent av Tysklands energiförsörjning) kan delvis förklara varför Berlin hittills legat relativt lågt i de retoriska hoten om upptrappade sanktioner – USA som har mycket litet direkt affärsutbyte med Ryssland har hållit ett högre tonläge.

Den rysk-ukrainska krisen väntas sätta negativa ekonomiska avtryck brett över Östeuropa. Notabelt är samtidigt att **Ukraina och Ryssland** båda var inne i en **svag utveckling långt innan konflikten eskalerade**. I Ukraina ledde två år med nolltillväxt, parat med strukturellt bytesbalansproblem, till ett akut krisläge i slutet av 2013. Ryssland har brottats med en kraftig och i hög grad strukturellt driven tillväxtinbromsning sedan några år tillbaka. Nu dämpas tillväxten ytterligare av militära spänningar/incidenter som hämmar en del produktion och konsumtion i Ukraina, samt bl a bortfall i utländsk efterfrågan och försvagade investeringar i båda länderna. Men man bör räkna med **negativa smittoeffekter** av den geopolitiska konflikten och försvagad rysk och ukrainsk tillväxt även på övriga Östeuropa, **främst i närområdet Baltikum och delar av sydost**. Det blir en negativ påverkan inte bara via utrikes-

handel utan också via kortsiktiga bakslag i den tidigare stigande framtidsstron samt i en varaktigt svagare investeringsutveckling, särskilt i länder närliggande krishärden. Investeringsutsikterna i Östeuropa var generellt ljumma redan före den rysk-ukrainska konflikten, delvis beroende på ett modest kapacitetsutnyttjande och ännu relativt strama kreditförhållanden i vissa länder.

I vår senaste halvårsvisa konjunkturrapport ***Eastern European Outlook (EEO)*** som publicerades den 26 mars 2014 – åtta dagar efter Rysslands formella beslut om annektering av Krim - **sänkte vi tillväxtprognoserna överlag för Östeuropa 2014-2015, främst för 2014**. För Ukraina, Ryssland och Estland var nedjusteringarna stora. Vi pekade då också på en ökad risk för kortsiktiga bakslag i enskilda länder som en konsekvens av den geopolitiska oron. Prognoserna i EEO byggde på tre centrala antaganden; att den rysk-ukrainska konflikten inte eskalerar militärt, att inte mer omfattande handelssanktioner införs och att inga allvarliga störningar sker i ryska energileveranser till Europa. Den militära upptrappningen har ökat mer än väntat sedan dess, konflikten ser ut att bli mer långvarig och risken för handelskrig är klart förhöjd. Vi **sänker därför tillväxtprognoserna ytterligare något för Ukraina och Ryssland, med mindre återverkningar även på andra länder** via utrikes-handel och en ännu större försiktighet bland utländska företag att investera i konfliktländerna och i det närliggande området.

I EEO argumenterade vi samtidigt för att den rysk-ukrainska konflikten inte stoppar konjunkturuppgången i **främst den centrala delen av Östeuropa men även söderut**. Vi vidhåller denna syn. Den gradvisa ekonomiska återhämtningen i stora delar av Östeuropa, som påbörjades under andra halvåret i fjol, fortsätter. Enskilda länders direkta handelskoppling till konfliktländerna är relativt liten, med undantag för baltstaterna, ett antal forna Sovjetrepubliker i Centralasien samt Bulgarien som har hög rysk importandel. **Fortsatt konjunkturuppgång i Tyskland och Västeuropa kompenserar delvis för exportbortfall** från svag rysk efterfrågan. Östeuropas finansiella motståndskraft har också stärkts av att eurozonens ekonomier och banksystem stabiliserats det senaste året; t ex har de polska bankerna, vilka till lejonparten ägs av västbanker, under de senaste två kvartalen börjat lätta på tidigare relativt strama kreditvillkor. Samtidigt finns **goda förutsättningar för fortsatt växande privat konsumtion**. Hushållen får goda realinkomstökningar, delvis till följd av starkt nedpressad inflation men även via en stabilisering på arbetsmarknaden. Därtill förblir räntorna låga och ett flertal länder lättar på finanspolitiken. BNP-tillväxten under det första kvartalet i år stärktes också i de flesta länder i centrala regionen och flera länder i söder. Mer notabelt var att en gradvis växande inhemsk efterfrågan alltmer börjat haka i den exportledda star-

ten på konjunkturuppgången; det gäller inte minst Polen där fundamenta i gott skick ger stöd.

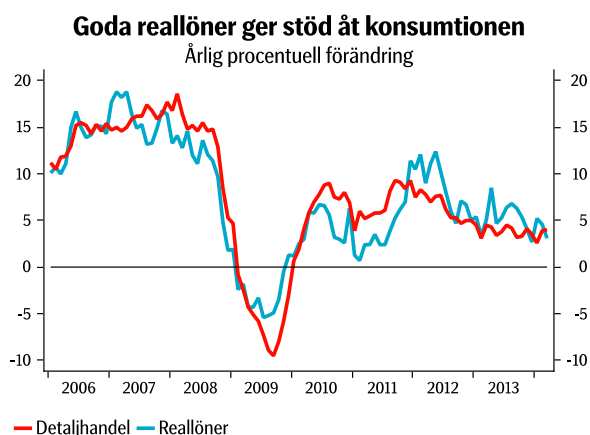
Ukraina har efter två års ekonomisk stagnation och accelererande bytesbalansunderskott (till ohållbara 9 procent av BNP i fjol) hamnat i **akut kris**. Vikande stålpriser och försvagad konkurrenskraft har bidragit till denna obalans som i sin tur urholkat valutareserven. Efter återkommande interventioner under 2013 och i vinter ett tillfälligt försök med kapitalkontroller övergav centralbanken i februari USD-peggen i för att låta valutan flyta/falla fritt; redan under hösten 2013 började en mycket försiktig "devalvering" släppas fram från den tidigare 8,1-kursen mot USD. **Hryvnian har fallit med nära 30 procent** till ca 11,50 mot USD (som mest med 40 procent). Det är något mer än de knappt 25 procent som vi antagit t o m 2015. Vi bedömer nu att valutan stabiliseras just runt 11,50, dock med stor risk för kurskast även efter det viktiga presidentvalet den 25 maj.



Vårens beslut om **internationella stödlån** på ca USD 30 mdr (från främst IMF och EU) **bidrar till att stabilisera valutan och samtidigt undanröja risken för statlig betalningsinställelse**. Samtidigt ställer IMF och EU **tuffa krav på motprestationer** i form av reducerade gassubventioner till hushåll och företag, minskat budgetunderskott och reformer i energi- och finanssektor. Detta dämpar på kort sikt tillväxten men höjer potentialen på sikt. Deprecieringen av hryvnian pressar också på kort sikt hushållen via dyrare import; inflationen har gått från noll i slutet av 2013 till 3,5 procent i årstakt i mars). Därtill påverkas banksystemet; ca 35 procent av privata sektorns lån är i utländsk valuta. Först över tiden ger valutafallet välbehövligt stöd åt exporten och därmed BNP-tillväxten. Någon större uppgång i de viktiga stålpriserna är heller inte i sikte i år. **Det dröjer minst två år innan den ukrainska ekonomin stabiliseras**. Under första kvartalet föll industriproduktionen med 5 procent i årstakt. **BNP väntas sjunka med 6 procent i år och ökar med 2 procent 2015**.

Rysslands tillväxt fortsatte att bromsa in under det första kvartalet i år till 0,8 procent i årstakt och minus 0,5 procent mätt mot fjärde kvartalet i fjol. Men **utvecklingen i olika delar av ekonomin tyder inte på någon förestående tillväxtkollaps**; med viktiga undantag för fortsatt fallande investeringar och accelererande kapitalutflöden (till 60-70 miljarder USD under första kvartalet 2014, lika mycket som under hela 2013).

Industriproduktionens tillväxt bromsade in något jämfört med fjärde kvartalet medan detaljhandelns tillväxt på ca 3,5 procent var oförändrad. Stigande reallöner och en stark arbetsmarknad (arbetslöshet något under jämvikt) ger stöd till privat konsumtion. Framöver väntas dock reallönetillväxten (på 6 procent i mars) dämpas av något stigande inflationstakt i spåren av rubelfallet (på uppemot 10 procent mot USD/EUR-korgen i år). Indikatorer i ekonomin tyder på fortsatt svaghet i ekonomin men inget ras. T ex har industrins inköpschefsindex har legat stabilt på 48, dvs något under expansionsgränsen 50, under perioden januari-april.



Rysslands ekonomi väntas stagnera helt i år och öka med 1,2 procent 2015, väl under potentiell tillväxt på 2-3 procent. **Riskerna är kvar på nedsidan** på grund av Ukraina-konflikten. Fortsatt stora kapitalutflöden och ännu svagare investeringar kan leda till recession i år. Inflationen hamnar på 6,5 procent i år och 6,0 procent 2015, en uppjustering med 0,5 procentenheter per år jämfört med vår EEO-prognos i mars. Tillväxten hämmas på kort sikt av rubel- och börsfallen och på lite längre sikt av bestående svag investeringsutveckling. Rubeln väntas sjunka ytterligare något. **Helt avgörande för vår BNP-prognos är att energipriserna förblir stabila** i linje med vår prognos: Brent-oljan väntas sjunka bara något från ca 106 USD/fat i år till 100 nästa år. Det ger fortsatt stöd åt ekonomin – i förlängningen åt hushållen och privat konsumtion – även om budgeten uppnår balans vid något högre nivå, ca 110 USD/fat. Tre fjärdedelar av export och hälften av skatteintäkter utgörs av energi. Vidare spår vi viss finanspolitisk stimulans, inriktad på infrastrukturinvesteringar.

På kort sikt utgör låg offentlig skuld och stark valutareserv skydd för rysk ekonomi. På ett par års sikt är dock landet på väg mot dubbla underskott (både budget och bytesbalans) till följd av trendmässig press nedåt på energipriser när skiffergas och ökad oljeutvinning globalt slår igenom på priser i råvarumarknaden. Skulle oljepriset sjunka till ned mot 80 USD hamnar Ryssland i ett mycket pressat läge med tydlig recession och ett budgetunderskott på uppemot 5 procent av BNP.

Nedåtpress via flera kanaler från krisen i närområdet

- **Svagare export, transithandel, investeringar**
- **Starka realinkomster ger motståndskraft**
- **Litauen får klartecken för eurointräde 2015**

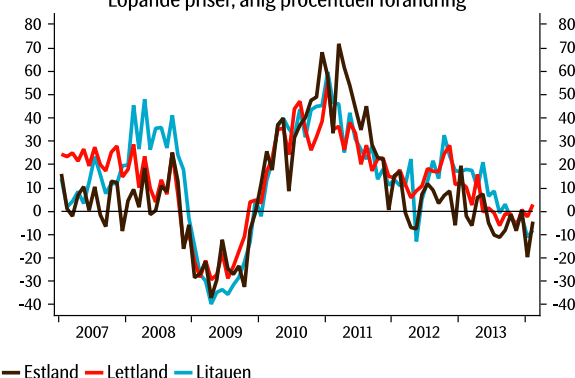
Den **rysk-ukrainska konflikten** – som nu leder oss till viss ytterligare nedjustering av tillväxtutsikterna i Östeuropa (se sid 27) – väntas sätta **tydliga avtryck i Baltikums tillväxt på kort sikt men riskerar även ge mer långvariga negativa effekter** på investeringsutvecklingen. Skälen är stor handel med Ryssland samt förhöjd geopolitisk osäkerhet i regionen. Turismen, som är relativt viktig för Baltikums ekonomier, väntas bara dämpas något.

Vi **sänker BNP-prognoserna** för Litauen och Lettland med 0,3 respektive 0,4 procentenheter för 2014 samt med 0,2 procentenheter 2015 jämfört med *Eastern European Outlook* i mars. Även för Estland – vars ekonomi är högt exportberoende – sänks prognosen för 2015 med 0,2 procentenheter, medan den redan starkt nedpressade prognosen för 2014 lämnas orörd. **Estlands BNP väntas öka med 0,5 procent 2014 och 2,3 procent 2015. Lettlands tillväxt hamnar på 2,5 respektive 3,2 procent. Litauens BNP växer med 2,7 respektive 3,8 procent.** Potentiell tillväxt är ca 3-3,5 procent. Våra prognoser fortsätter att ligga klart under konsensus. Att Litauen bättre håller emot den externa svagheten/osäkerheten beror delvis på att det nu är välpositionerat för en tydligare återhämtning i inhemsk efterfrågan, något som pågått några år i övriga Baltikum. Det förväntade euro-inträdet 2015 antas också ge en viss extra skjuts åt investeringar. Vidare är Litauen på väg att minska handelsbanden med Ryssland; en nybyggd gasterminal kommer från och med 2015 att undanröja det i dag 100-procentiga beroendet av rysk gas.

Baltikum pressas av den rysk-ukrainska konflikten via export- och investeringskanaler. **Exporteffekten kommer både via ländernas direkta export och via omfattande transithandel med Ryssland.** Baltikum sticker ut i region Östeuropa med höga totala exportandelar till Ryssland. För Estland uppgår den till 13 procent och för Lettland och Litauen till 18-19 procent; för de senare är Ryssland enskilt största marknad. Handeln med Ukraina är mycket liten. Estland har dessutom stort handelsutbyte med Finland, som är det västland som har störst rysk exponering. Baltikum uppvisar sedan sommaren 2013 en försvagad exportutveckling. Även om en viss stabilisering sker på kort sikt tack vare uppgång i väst så hämmar svaghet i Ryssland och delar av närområdet en återhämtning i år. Enligt anekdotisk information har flera estniska transitföretag sedan början av året märkt av en klar dämpning av ryska varutrans-

porter, delvis till följd av rubelfallet som fördyrat rysk import. Samtidigt uppges Lettland ha fått extra transitaffärer som tidigare gick genom Ukraina. Baltiska bolag lär på sikt också försöka omorientera en del av sin export, som vid tidigare omvärldskriser.

Export pressad redan innan rysk-ukrainsk konflikt
Löpande priser, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

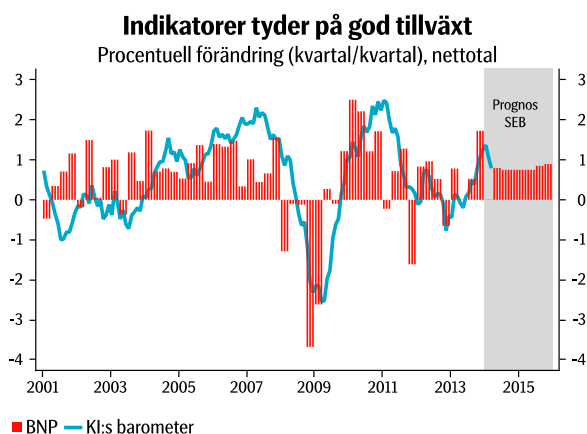
Motvinden gäller även investeringstillväxten – som i Estland redan sedan 2013 är nedtryckt till negativa tal på offentliga sidan p g a lägre EU-stöd. Den geopolitiska krisen hämmar investeringar, troligen även efter den akuta krisen. Kreditvillkor blir därtill sannolikt något stramare som följd av ökad geopolitisk osäkerhet.

Baltikum har samtidigt **buffertar som ger stöd åt BNP-tillväxten** och som gör att **risken för recession är liten. Stark reallönetillväxt** på ca 4 procent i år, samt i Lettland och Litauen fortsatt sjunkande arbetslöshet, ger **stöd åt fortsatt stabilt växande privat konsumtion**. Nominella löneökningar förblir relativt höga och rådande inflationstakter nära noll övergår i svaga prisökningar de närmaste åren. Konsumenternas framtidsstro är på historiskt goda nivåer efter en trendmässig uppgång senaste åren. Notabelt är att konfidensindikatorn stärktes i Estland och Lettland i EU:s aprilmätning trots upptrappad Ukraina-oro. Därtill finns styrkefaktorer som ger **finansiell motståndskraft**. Bytesbalanser och offentliga budgetar visar små underskott, den offentliga skulden är mycket låg i Estland och måttlig i Lettland-Litauen. Estlands nybildade koalitionsregering har slagit in på en expansiv finanspolitik som stödjer konsumtion 2014-2015. Växelkursrisken i **icke-eurolandet Litauen** är också på väg att definitivt försvinna genom att det sannolikt **går med i eurozonen 2015**, enligt plan. Landet väntas med god marginal klara konvergenskraven i EU/ECB:s stundande utvärderingsrapporter. Formellt klartecken från EU om euromedlemskap kommer sedan i sommar.

Låg inflation pressar Riksbanken

- Gradvis starkare tillväxt
- Svag exportåterhämtning
- Bestående lågt resursutnyttjande
- Inflation långt under målet
- Riksbanken sänker till 0,25 procent

Konjunktursignalerna har den senaste tiden varit blandade. BNP-siffran för fjärde kvartalet var oväntat stark, men samtidigt har framtidstron fallit tillbaka bland såväl företag som hushåll. Nivåerna på indikatorsidan tyder på att återhämtningen fortsätter, men att uppgången fjärde kvartalet 2013 överdrev den underliggande trenden. Vi räknar med att **BNP växer med 2,7 procent 2014 och 3,1 procent 2015**; i stort sett oförändrat sedan *Nordic Outlook Februari 2014*. Tillväxten drivs framför allt av stigande konsumtion och bostadsbyggande medan utsikterna för exporten är mer blandade.



Källa: SCB, SEB

Trots att sysselsättningen stiger relativt snabbt har **ökat arbetsutbud bidragit till att arbetslösheten varit oväntat hög** de senaste månaderna. Framöver tyder indikatorer på en fortsatt stigande sysselsättning samtidigt som arbetskraftsdeltagandet troligen planar ut. Arbetslösheten faller då gradvis från dagens nivå runt **8 procent ned till lite över 7 procent i slutet av 2015**. Resursutnyttjandet förblir lågt, vilket i kombination med svagt internationellt pristryck ger en mycket låg inflation. KPIF ligger långt under två procent såväl i år som 2015.

Riksbanken har tydligt signalerat att **inflationsutvecklingen blir allt viktigare för penningpolitiken** när deflationsriskerna

ökat och huvudansvaret för makrotillsynen nu ligger hos Finansinspektionen. Vi räknar med att **reporäntan sänks till 0,5 procent i juli** som en följd av nedjusterade inflationsprognoser. Fallande inflationsförväntningar kommer troligen att framtvinga omprövningar också av de mer långsiktiga inflationsutsikterna samtidigt som ECB:s kvantitativa lättnader börjar få genomslag. Trycket på Riksbanken kommer därför att finnas kvar och vi tror att **ytterligare en räntesänkning till 0,25 procent genomförs i oktober i år**.

Opinionsläget talar för regeringsskifte efter riksdagsvalet i september. I nuläget ser de tre rödgröna partierna ut att få majoritet i riksdagen, även om det fortfarande är mycket osäkert huruvida Sverigedemokraterna får en vågmästarroll. Vår bedömning är att en koalitionsregering mellan Socialdemokrater och Miljöpartiet är det troligaste alternativet. Starka statsfinanser och stor uppslutning kring det finanspolitiska ramverket har bidragit till att politiska förändringar i Sverige sällan får något större genomslag på finansiella marknader. Vid höstens val bedömer vi dock osäkerhetsrisken som något större än vanligt då ovanligt många förändringar är tänkbara, förutom en ny regering, bland annat oprövad regeringskonstellation, uppbruten blockpolitik, vågmästarpartier och sakpolitiska skillnader (se Tema: Nytt politiskt landskap efter riksdagsvalet).

Svag exportåterhämtning

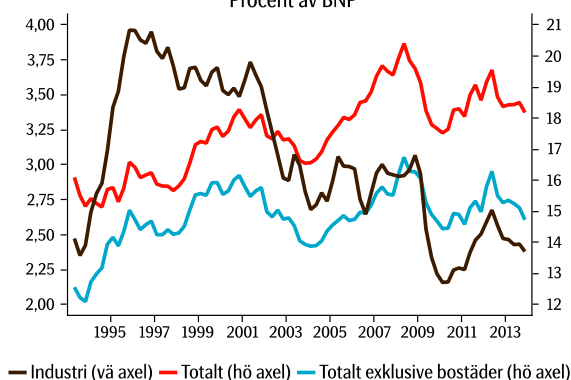
Återhämtningstakten inom industrin har den senaste tiden åter utgjort en besvikelse. En svag uppgång i produktions- och exportdata kan dock skönjas i början av året och framåtblickande indikatorer talar för att uppgången gradvis stärks. Något svagare krona och relativt stark efterfrågan på viktiga exportmarknader som Danmark, Norge och Tyskland ger stöd framöver. Den svaga återhämtningen i världsekonomin gör dock att **exporttillväxten stannar vid 3,7 procent**; klart lägre än det historiskt normala vid återhämtningar. Ukrainakrisen utgör en riskfaktor. Den svenska exportandelen till Ryssland understiger visserligen 2 procent, men indirekta effekter via svagare efterfrågan på viktiga exportmarknader som Tyskland och Finland kan förvärra situationen.

Att industriåterhämtningen vilar på skakig grund bekräftas av att många företag är försiktiga på investeringssidan. Vi räknar med en **svag uppgång för industrins investeringar** i år även om enkätsvar snarast tyder på en oförändrad nivå. I ett längre perspektiv har industriinvesteringarna visat en vikande trend relativt BNP. Nivån har fallit i lågkonjunkturer och detta har sedan bara partiellt återhämtats i starkare konjunkturfaser. Industriinvesteringarna uppvisar således samma strukturella nedgångstrend som industrisysselsättningen de senaste 20 åren (se temaartikel).

De totala investeringarnas andel av BNP ligger dock på en relativt hög nivå jämfört med genomsnittet de senaste 20 åren. Detta beror till viss del på stigande bostadsbyggande de senaste åren. Nybyggandet av bostäder har visserligen en längre tid varit lågt i ett internationellt perspektiv och nivån är långt ifrån tillräcklig för att kunna möta den stigande efterfrågan. De politiska utmaningarna i bostadspolitiken är därför stora. Men dagens byggande är ändå ganska omfattande i relation till den extremt nedpressade nivå som generellt sett gällt sedan krisen i början på 1990-talet. Antalet påbörjade bostäder talar för att investeringarna volymmässigt växer med 15-20 procent i år. Förutom ökat nybyggande har aktiviteten inom reparationer och ombyggnader skiftat uppåt bl a som en följd av att ROT-avdraget utvidgades för några år sedan.

Bostäder håller upp totala investeringar

Procent av BNP



Källa: SCB

Bäddat för konsumtionsuppgång

Hushållens konsumtion har hållits upp relativt väl under de senaste åren och flera faktorer talar för att **en acceleration nu är på väg**. Goda reala inkomstökningar drivna av låg inflation och skattesänkningar, stigande sysselsättning samt högre förmögenheter i spåren av uppgången i bostads- och aktiepri- ser ger stöd. Vi räknar med att **konsumtionsökningen grad- vis stiger från 2,0 procent 2013 till 2,7 respektive 3,0 procent 2014 och 2015**. Vissa tendenser till ökad konsumtion kan redan skönjas i månadsvisa konsumtionsdata bl a nybilsregi- streringen. De senaste månadernas sättning i konsumentför- troendet antyder dock att hushållen fortfarande inte är överty- gade om styrkan i uppgången. Vi tror därför att fortsatt osä- kerhet om den internationella konjunkturen bidrar till att hus- hållen håller upp sitt sparande också framöver.

Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

	2012	2013	2014	2015
Konsumtion	1,6	2,0	2,7	3,0
Inkomster	3,5	2,8	3,4	1,9
Sparkvot, nivå	12,2	12,2	12,6	11,6

Källa: SCB, SEB

Huspriserna ökade med knappt fem procent 2013 och upp- gången har enligt vissa prisindex visat tecken på att **accele- rera i början av året**. Prisökningarna på bostadsrätter i stor-

städerna visar t ex uppgångar på mer än tio procent. SEB:s boprisindikator tyder också på att prisökningarna fortsätter. Vår bedömning är att priserna ökar med ca 5 procent i år för att sedan plana ut 2015. Tendenserna de senaste månaderna tyder på att riskerna ligger på uppsidan.

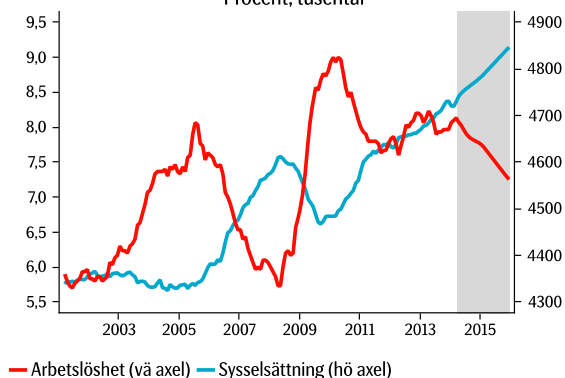
Trots stigande huspriser och ökat byggande har **utlåningen till hushåll ökat långsammare än väntat**; årstakten har bara stigit från 4,5 procent i mitten av 2013 till 5,1 procent i nuläget. Sambandet mellan utlåningen å ena sidan och bopriser och byggvolymerna å den andra tycks således ha förändrats jämfört med situationen före krisen. Införandet av bolånetak och andra regelförändringar, samt en kraftig nedgång av antalet hyresrät- ter som ombildas till bostadsrätter, är antagligen viktiga förkla- ringar till denna utveckling.

Trög arbetslöshet vänder ned

Arbetslösheten har fortsatt att överraska på uppsidan och tidpunkten för en vändning nedåt får återigen skjutas på fram- tiden. **Sysselsättningen försätter dock att öka i god takt**, vilket innebär att arbetslösheten hålls uppe av ett **betydande inflöde till arbetskraften**. Mycket tyder på att sysselsättning- en kommer att öka ännu något snabbare framöver samtidigt som uppgången i arbetsutbudet mattas. Invandringen förblir hög, men nedgången i antalet långtidssjukskrivna och förtids- pensionärer är på väg att plana ut. Förändringarna i trenderna för sysselsättning och arbetsutbud gör att vi tror att arbetslös- heten snart kommer att börja falla tillbaka. Prognosen stöds också av att arbetslösheten enligt Arbetsförmedlingens sta- tistik började visa en fallande tendens redan i slutet av 2013. **Mot slutet av 2015 tror vi arbetslösheten ligger på 7,2 procent**; en viss upprevidering jämfört med tidigare prognoser beroende på större arbetsutbud.

Arbetsmarknaden förbättras

Procent, tusental



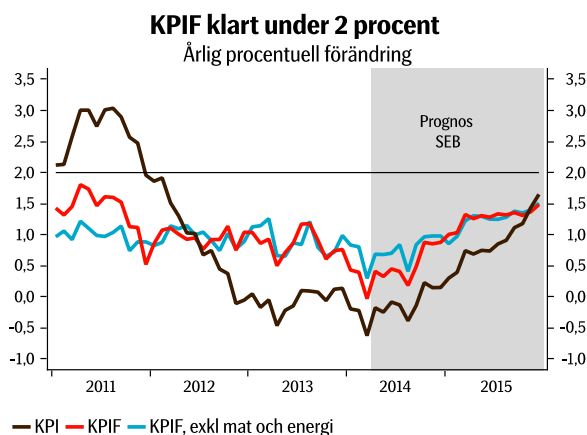
Källa: SCB, SEB

Arbetslösheten förblir därmed hög under hela prognospe- rioden. Att bedöma hur långt arbetslösheten kan falla utan att flaskhalsar och inflationstryck uppstår är inte lätt. Riksbanken visar t ex en viss uppgivenhet i frågan genom att ange ett mycket stort osäkerhetsintervall för denna jämviktsnivå. En betydande del av de arbetslösa har svag anknytning till ar- betsmarknaden t ex invandrare med dåliga språkkunskaper, ungdomar utan gymnasiekompetens samt tidigare långtids- sjukskrivna. Detta kan bidra till att **jämviktsarbetslösheten**

ökat något. I nuläget finns dock inga tecken på flaskhalsar eller arbetskraftsbrist utan det mesta talar för att resursläget ligger långt under det normala. Arbetslinjens ambitioner att öka skillnaden mellan arbetsinkomster och ersättning från trygghetssystemen indikerar också att jämviktsarbetslösheten kan ha sjunkit. En rörligare arbetsmarknad i Europa talar också emot tidiga tecken på flaskhalsproblem, speciellt mot bakgrund av den generellt höga arbetslösheten i eurozonen. Att t ex Norge (som inte ens är med i EU) har kunnat öka sin sysselsättning under en mycket lång period med en arbetslöshet runt tre procent utan några stora problem med resursutnyttjande eller inflation visar betydelsen av denna faktor.

Inflation långt under målet

KPIF-inflationen föll i mars till noll procent och **kärninflationen** (KPIF exklusive energi och livsmedel) till 0,2 procent; båda observationerna är i paritet med **historiska lägstanivåer**. Siffran befäste **en längre trend med överraskningar på nedsidan**, även om man också kan peka på tillfälliga faktorer som pressade ned nivån extra mycket i mars.



Inflationsnedgången är bred och **framför allt hänförlig till inhemska varor och tjänster**. Nedåtryck från internationella priser på livsmedel och energi bidrar också till den låga inflationen, men prisfallet på importerade varor ligger generellt i stort sett i linje med det historiska snittet. Det finns anledning att tro att inflationen nu har bottnat, även om vi räknar med ett fortsatt mycket lågt inflationstryck både i år och nästa år. Tillfälligt nedpressade priser på turisttjänster kommer antagligen att lyfta inflationen i april med ett par tiondelar, även om säsongsmönstret är svårbedömt. Dessutom har bensinpriset höjts, delvis på grund av en svagare krona.

Även den underliggande inflationen har troligen bottnat, men tidpunkten för en vändning uppåt är svårbedömd. I närtid är impulser från valutaförändringar den viktigaste drivkraften när effekter från de senaste 12 månadernas försvagning alltmer tar över efter tidigare förstärkning. Växelkursen bedöms öka inflationen med 0,3-0,4 procentenheter i år.

Utsikterna för den lönedrivna inflationen är mer splittrade. Löneökningarna bedöms gradvis tillta något, men en återhämtning för produktiviteten verkar i motsatt riktning. Utsikterna för de internationella priserna är också blandade. Priser-

na på livsmedelsråvaror har ökat de senaste månaderna, vilket bedöms slå igenom i KPI-inflationen mot slutet av 2014. Internationell inflation på mer bearbetade varor visar fortfarande en fallande trend. Sammantaget bedöms KPIF-inflationen gradvis öka till knappt 1,5 procent i slutet av 2015. Med underliggande trender för resursutnyttjande, löner, produktivitet och inflationsförväntningar är det **svårt att se några starka skäl att KPIF-inflationen ska nå upp till Riksbankens 2-procentsmål under överskådlig tid**. Genom att Riksbanken förväntas fortsätta sänka räntan kommer nedåtrycket på boräntor att pressa KPI-inflationen i något högre grad än vi tidigare räknat med.

En uppåtrisk ligger i att den internationella konjunkturuppgången kan leda till högre priser för energi och andra råvaror. Riskbilden är dock symmetrisk på detta område, bl a ligger forwardpriserna för energi för närvarande något lägre än vad som antas i vår prognos. En **inhemsk uppåtrisk för KPI** är Socialdemokraternas ambitioner att återställa **restaurangmomsen och möjligtvis också begränsa RUT- och ROT avdragen**. Totalt skulle dessa skattehöjningar öka KPI-inflationen med drygt en halv procent. Osäkerheten om och när förslagen genomförs gör att vi valt att tillsvidare inte lägga in dessa förändringar i KPI-prognosen.

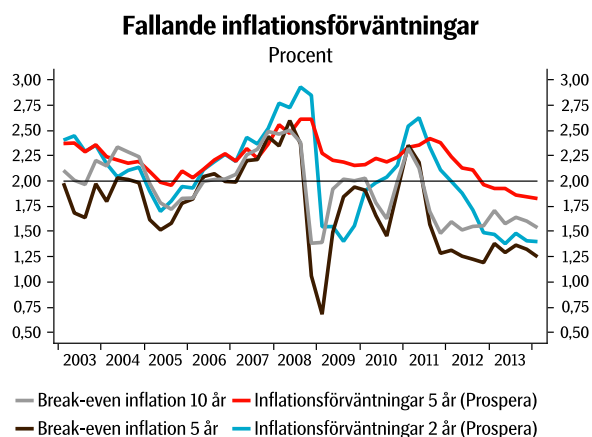
Inflationen allt viktigare för reporäntan

Inflationsutvecklingen har fått allt större vikt för penningpolitiken. Till en del är detta **en logisk följd av att huvudansvaret för makrotillsynen nu ligger hos Finansinspektionen**. Riksbanken är bara en av flera aktörer i det nya Stabilitetsråd som håller sitt första egentliga möte i maj. Riksbankens ansvar för den finansiella stabiliteten kan även framöver ha en viss påverkan på räntepolitiken, men i den nya situationen verkar Riksbanken ha svårt att klargöra på vilket sätt. Den känslighetskyl som presenterades i Penningpolitisk rapport visade t ex att **förändringar i reporäntan endast har marginella effekter på hushållens upplåning**. Även om tillförlitligheten debatterats inom direktionen försvagar analysen möjligheterna att motivera en försiktigare räntepolitik av omsorg om utlåningen. Ett annat sätt att föra samman inflationsmålet med finansiell stabilitet har varit att redovisa riskscenarier där en snabb inflationsrörelse upp till målet kan skapa överhettingsproblem och hota den finansiella stabiliteten på ett sätt som i ett senare skede kan skapa deflation. Vår syn är att denna typ av scenarier är lite för spekulativa och har för lite stöd i empiriska erfarenheter av deflationsspiraler i andra länder för att kunna fylla någon roll i motiveringen av räntepolitiken.

Den allt lägre inflationen och återkommande behov av nedrevideringar av inflationsbanan har naturligtvis också bidragit till ett ökat inflationsfokus. Protokollet från det penningpolitiska mötet i april visar tydligt att **den långvarigt låga inflationen hamnat överst på de flesta direktionens ledamöters problemlista**. Det låga KPI-utfallet i mars gör att **reporäntan med all sannolikhet sänks till 0,50 procent i juli**.

Vi tror dock inte att man stannar där. Kritiken mot Riksbanken när det gäller oviljan att sänka räntan och bekämpa arbetslöshet och deflationsrisker har i flera avseenden varit orättvis och präglats av övertoner. Ändå är vi sannolikt på väg in i en

miljö där större omprövningar av inflationsprognoser och riskbedömningar kommer att ske. Att ECB genomför okonventionella åtgärder kommer sätta press på Riksbanken och **oron för en farligt låg inflation kommer inte att kunna avfärdas i Sverige** heller. Med en KPIF-inflation som fortsätter ligga under en procent och en gradvis nedgång för långsiktiga inflationsförväntningarna kommer **pressen på ytterligare räntesänkningar att finnas kvar**.



Riksbankens inflationsprognoser på några års sikt kommer i allt högre grad att **ifrågasättas** och ställas mot andra prognosmakares inflationsbanor. Tidigare kunde Riksbanken hävda att stabila inflationsförväntningar gav en solid grund för prognoser om att inflationsmålet skulle uppfyllas på 2-3 års sikt. Men med fallande inflationsförväntningar undermineras detta argument. Att Riksbankens inflationsuppgång ganska ensidigt bygger på att företagen ska kunna höja sina marginaler i ett starkare konjunkturläge och därmed kunna kompensera sig för tidigare kostnadsökningar implicerar betydande nedåtrisker i prognosen. Denna bias kommer troligen allt tydligare att framhållas av direktionens duvor och övriga medlemmar får svårt att värja sig. För att bevara förtroendet för inflationsmålet kommer Riksbanken troligen att behöva anlägga en mer symmetrisk syn på lönebildningen och växelkursens roll i inflationsprocessen.

Sammantaget tror vi att detta är **tillräckligt för att Riksbanken ska genomföra ytterligare en räntesänkning till 0,25 procent i oktober 2014**. Om konjunkturen skulle överraska på nedsidan kan det till och med bli aktuellt med okonventionella åtgärder. Dessa skulle då utformas lite annorlunda jämfört med hur de stora centralbankerna genomfört eller väntas genomföra åtgärderna. Riksbanken ligger därefter still i ett år innan en försiktig räntehöjningscykel påbörjas; **i oktober 2015 höjs räntan med 25 punkter**. Vi väntar oss därefter ytterligare en höjning med 25 punkter i december och att reporäntan vid slutet av 2015 ligger på 0,75 procent.

Krympande ränteskillnad mot Tyskland

Differensen mellan de svenska och tyska obligationsräntorna har minskat sedan slutet av förra året. Riksbankens räntesänkning i december i kombination med förväntningar om ytterligare räntesänkningar har varit den dominerande drivkraften. En

räntesänkning i juli kommer troligen att bidra till att spreaden till Tyskland fortsätter minska de närmaste månaderna och om vår prognos att Riksbanken sänker igen i oktober slår in kommer nedåtrycket att bestå under andra halvåret. Under 2015 stiger de svenska räntorna mer än de tyska då förväntningar om att Riksbanken höjer före ECB får större genomslag. Relativt tidigare bedömning har prognosen dock justerats ned även på denna horisont.

EUR/SEK upp till 9,25-9,30 innan vändning

Det senaste året har oväntat låg inflation gradvis lett till en mjukare penningpolitik som bidragit till att kronan försvagats mot de flesta andra valutor. Mycket talar för att räntepolitiken fortsätter att vara den viktigaste drivkraften under det närmaste halvåret. Vår prognos om att sannolikheten överväger för att Riksbanken ska genomföra ytterligare en räntesänkning, utöver den redan inprisade julisänkningen, kommer att pressa kronan ytterligare genom att internationella aktörer sannolikt fortsätter att vara nettosäljare av SEK. Våra modeller för kort-siktig jämviktskurs tyder på att kronan försvagas till en nivå på 9,25-9,30 gentemot euron.

Den underliggande flödesbilden är dock i grunden ganska positiv då svenska exportörer väntas öka sina kronköp i takt med att konjunkturen stärks. Därtill kommer att utländska investerares nettoförsäljning av kronor den närmaste tiden styrs av ett kortsiktigt positionstagande och inte speglar underliggande behov av att dra ned kronandelen i valutaportföljerna. Detta bidrar till att vi tror att kronan bottnar ur under det tredje kvartalet då också riksdagsvalet är genomfört. Under fjärde kvartalet påbörjas en återhämtning och i slutet av 2014 står EUR/SEK i 9,00. Under 2015 fortsätter kronan att stötts av en starkare konjunktur. Relativ penningpolitik bidrar så småningom också till en starkare krona genom ECB:s kvantitativa lättnader och förväntningar om att Riksbanken kommer att påbörja räntehöjningar betydligt tidigare än ECB. Vi har dock reviderat upp våra långsiktiga estimat något och räknar med EUR/SEK på 8,60 i slutet av 2015. Mot dollarn ligger kronan runt 6,70 i slutet av 2014 och 2015. I KIX termer ligger kronan på 101,6 i slutet av 2015.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2012	2013	2014	2015
Finansiellt sparande	0,2	-1,4	-1,5	-0,5
Offentlig skuld	38,2	41,5	41,7	40,6
Statsskuld (okonsoliderad)	32,3	35,3	35,9	34,7
Exkl. vidareutlåning	29,0	29,3	30,0	29,1
Statens lånebehov, mdr	25	131	65	20

Källa: SCB, SEB

Stabil skuldkvot trots underskott

Den offentliga sektorns underskott uppgick 2013 till 1,4 procent av BNP, i huvudsak hänförligt till den statliga sektorn. Underskottet förblir oförändrat i år då en svagt expansiv fi-

nanspolitik, med bl a sänkt skatt för hushållen med drygt 15 miljarder, motvägs av en starkare konjunktur. **Underskottet sjunker till 0,5 procent av BNP 2015** när konjunkturen stärks ytterligare.

Osäkerhet om vilken politik som kommer att föras efter valet gör att det finns vissa risker för statsfinanserna på längre sikt. Samtidigt är det **lätt att underskatta effekten från en starkare konjunktur på de offentliga finanserna**. Vår prognos innebär att **statskulden**, rensat för tillfälliga lån till Riksbankens valutareserv på knappt 200 miljarder, ligger **stabilt på en nivå något runt 30 procent av BNP i år och nästa år**.

Nytt politiskt landskap efter riksdagsvalet

De senaste 15 åren har den politiska utvecklingen i Sverige inte varit någon stor fråga för finansiella marknader. Immunförsvaret mot politisk osäkerhet har gradvis stärkts genom stabil inflation, starka statsfinanser och betydande bytesbalansöverskott. Den stora uppslutningen kring det ekonomisk-politiska ramverket, med bl a utgiftstak och överskottsmål, har varit en garanti mot vidlyftiga reformer. **Mycket talar för att denna stabilitet kommer att bestå men det politiska systemet kommer ändå att sättas på hårdare prov det närmaste året.** Inför riksdagsvalet 2014 är ovanligt många förändringar tänkbara; regeringsskifte, oprövad regeringskonstellation, partiledarbyten, uppbruten blockpolitik, partier som lämnar eller kommer in i riksdagen, ett vågmästarparti som ingen vill samarbeta med etc.

Sakpolitiskt finns också en rad betydande utmaningar. Alliansregeringens arbetslinje har varit framgångsrik när det gäller att öka arbetsutbud och sysselsättning, men den höga arbetslösheten lär bli valrörelsens viktigaste fråga. En rad andra frågor har en tid skjutits på framtiden eller fått förnyad aktualitet den senaste tiden. Det gäller t ex politikområden **som privata aktörer i välfärden, skatter, bostäder, integration, skola, försvar och energiförsörjning**. Partierna har hittills varit obenäga att redovisa långsiktiga planer på flera områden. Enskilda detaljer i politiken eller sifferexercis avseende statsfinanserna har fått betydande utrymme i debatten. Detta kan försvåra möjligheterna att nå politiska genombrott i svåra frågor efter valet. Å andra sidan har ju valrörelsen bara börjat och det återstår fyra månader till valet.

Regeringsalternativ efter valet 2014

	S+MP	S+MP +V	S+MP +FP	Allians +MP	S+M
Andel, %	43,3	51,9	49,1	40,5	57,2

Sannolikhet, % Hög Hög Medel Låg Låg

Källa: Svensk väljaropinion, SEB

Opinionsmätningarna pekar tydligt på ett regeringsskifte. I nuläget tyder därtill de flesta undersökningar på att de rödgröna partierna (Socialdemokraterna, Miljöpartiet och Vänsterpartiet) får majoritet i riksdagen. Normalt brukar dock skillnaderna mellan blocken tendera att jämnas ut när valet närmar sig. Huruvida Sverigedemokraterna får en vågmästarroll hänger bl a på om Centern och/eller Kristde-

mokraterna lyckas klara sig kvar i riksdagen. I nuläget **bedömer vi en koalition mellan Socialdemokrater och Miljöpartiet som den mest sannolika regeringsformationen**, även om en trepartiregering inkluderande Vänsterpartiet inte kommer långt efter.

En socialdemokratiskt ledd regering skulle ställas inför nya politiska utmaningar. Partiledarduon Stefan Löfven och Magdalena Andersson har vare sig suttit i regering eller riksdag; en erfarenhetsbrist som kan påverka regeringsarbetet, åtminstone i början. Samregering med partier på vänsterkanten är också en ny erfarenhet. Om en rödgrön regering skulle få interna problem eller få svårt att verka i en parlamentarisk situation med Sverigedemokraterna som vågmästare kan andra kombinationer bli aktuella. Närmast till hands ligger en regering där Folkpartiet och Socialdemokraterna ingår. **En stor koalition med både Socialdemokraterna och Moderaterna eller regeringssamverkan mellan Allianspartierna och Miljöpartiet kan också bli aktuella**, men troligen först efter ett eventuellt nyval.

Socialdemokraterna och Miljöpartiet har presenterat en politik som, i jämförelse med Alliansen, innebär mer pengar till den offentliga välfärden samt till större satsningar på infrastruktur och arbetsmarknad. Därtill ska a-kassa och sjukförsäkring stärkas. Dessa reformer ska finansieras bl a genom högre inkomst- och punktskatter, borttagande av rabatt på arbetsgivaravgift för unga och höjd krogmoms. **Även om man beaktar Alliansens politik tycks vi ha nått vägs ände vad gäller nya skattesänkningar inom över-skådlig tid.** Den rödgröna politiken kan ge en högre verk- ningsgrad på tillväxten kortsiktigt. Alliansens politik har däremot hittills visat sig ha goda effekter på ekonomins utbudssida och därmed långsiktig tillväxtförmåga.

Den breda uppslutningen bakom starka statsfinanser kommer även framöver att verka stabiliserande för svensk ekonomi. Det gäller t ex överskottsmålet för offentliga finanser (1 procent över konjunkturcykeln). **Det är dock rimligt tro att en diskussion om överskottsmålet initieras efter valet mot bakgrund av en låg statsskuld.** Oavsett hur diskussionen landar är det viktigt att politiken framöver utformas på ett sätt som ger förutsägbarhet och brett parlamentariskt stöd kring framtida ekonomisk-politiska spelregler.

Tema: Svensk varuexport halkar efter Tyskland

- **Trendmässigt lägre industrisysselsättning**
- **Svårt konkurrera med tysk bilproduktion**
- **Kraftigt stigande svensk tjänsteexport**
- **Fortsatt stora överskott i utrikeshandeln**

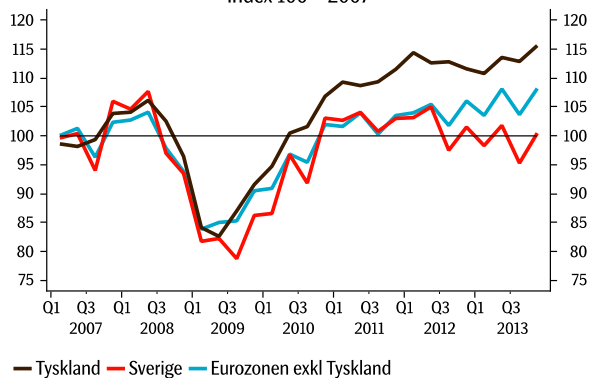
Efter en snabb återhämtning efter fallet under finanskrisen har svensk exportindustri kämpat i motvind de senaste 2-3 åren. **Skillnaden gentemot Tyskland**, där varuexporten fortsatt att växa de senaste åren, **är påfallande**. Detta återspeglas också i **industrisysselsättningen**, som de senaste fem åren bara minskat svagt i Tyskland, medan den har fallit med mer än 15 procent i Sverige. Svensk industrisysselsättning och varuexport har istället utvecklats ungefär i linje med övriga euroländer. **Delvis kompenseras den svaga varuexporten av att tjänsteexporten ökat med 15 procent sedan 2007**. Detta är visserligen procentuellt sett mindre än hälften av uppgången för Tyskland, men eftersom den svenska tjänsteexporten utgör dubbelt så stor andel av ekonomin, blir bidraget till BNP-tillväxten av samma storleksordning i de båda länderna.

Industrisysselsättning faller trendmässigt

Mönstret att industrisysselsättningen faller kraftigt under en akut kris och sedan inte förmår återhämta förlorad mark präglade också början av 1990-talet och IT-kraschen i början av 2000-talet. Vid dessa tillfällen var dock den tyska utvecklingen i linje med den svenska. Att Tyskland denna gång klarat sig bättre än Sverige beror i stor utsträckning på att den tyska bilindustrin fortsatt att expandera trots att nästan all annan europeisk bilindustri gått på knäna. En stark svensk valuta har troligen också haft betydelse, men i så fall borde den senaste tidens kronförsvagning skapa möjligheter för att krympa gapet till Tyskland.

Svensk varuexport halkar efter

Index 100 = 2007



Källa: Eurostat

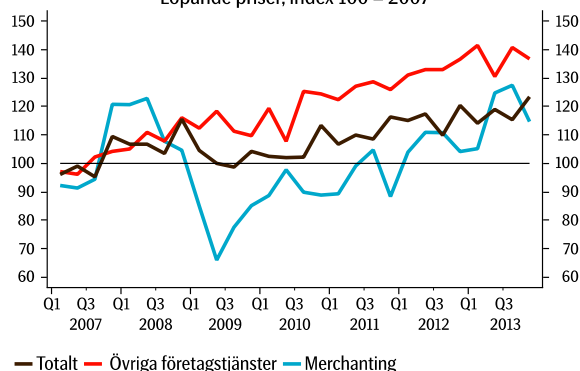
Trots den minskande industrisysselsättningen verkar **Sverige ha lyckats bevara sin konkurrenskraft relativt väl**. Att varuexport och industrisysselsättning utvecklas i linje med eurozonen exklusive Tyskland är inte så negativt som det verkar. Den svaga BNP-utvecklingen i dessa länder beror främst på vikande inhemsk efterfrågan. Varuexporten i Sverige och eurozonen exklusive Tyskland ligger nu på samma nivå som 2007. En stadig uppgång för tjänsteexporten gör att den totala exporten i Sverige nu är drygt fem procent högre än den var 2007.

Fortsatt stora handelsöverskottet

Mycket tack vare ökad tjänsteexport fortsätter **Sverige att uppvisa överskott i handeln med utlandet på mellan 5-6 procent av BNP**. Överskottet är lite lägre än det var i mitten av förra decenniet, men ligger ändå högt internationellt sett. Först i början på 2013 började Tyskland uppvisa större överskott som andel av BNP.

Tjänsteexporten ökar

Löpande priser, index 100 = 2007



Källa: SCB, SEB

Den ökade tjänsteexporten drivs i hög grad av

företagstjänster där merchanting (det vill säga handel med varor som inte passerar Sveriges gräns) och andra företagstjänster ökat betydligt. Många industriföretag med produktion runt om i världen har huvudkontor i Sverige som står för tjänsteproduktion i form av forskning, utveckling, administration och marknadsföring. Att en ökande andel av export och handelsöverskott består av denna typ av tjänster skapar frågetecken då det är osäkert i vilken utsträckning de genererar arbetstillfällen och skatteintäkter i Sverige. De kan också lätt flyttas till utlandet om de ekonomiska villkoren i Sverige bedöms som ogynnsamma. Den finns dock knappast några skäl till att situationen skulle vara tryggare om en större andel av överskotten låg kvar i varuexporten. Erfarenheterna visar att även produktion snabbt kan flytta mellan olika länder. Sammanfattningsvis kan man känna en viss oro för att svensk industri tappar mark mot Tyskland men den övergripande bilden är ändå att **Sverige varken lider av konkurrenskraftsproblem eller strukturella problem i den totala exportsektorn**.

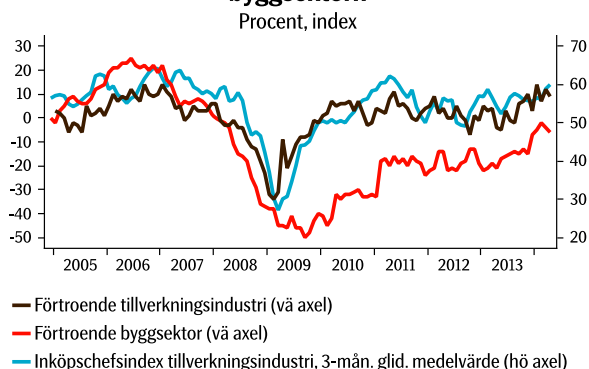
Fortsatt återhämtning

- Svagt fjärde kvartal ändrar inte prognosen
- Centralbanken reagerar på valutasvagheter
- Utlöpande amorteringsfria lån ingen stor risk

Trots att både BNP som helhet och privat konsumtion överraskade klart negativt fjärde kvartalet i fjol håller vi fast vid prognosen i *Nordic Outlook Februari* där **BNP väntas växa med 2 procent 2014**. Huvuddelen av svagheten under fjärde kvartalet kan förklaras genom effekter av kraftiga höststormar och hur de resulterande försäkringsutbetalningarna hanteras i nationalräkenskaperna. BNP-prognosen för **2015 på 2,5 procent** lämnas oreviderad. Det finns i övrigt få risker mot tillväxtprognoserna.

Den senaste utvecklingen stödjer förväntningarna om att återhämtningen skjuter fart. Konsumentförtroendet ligger nära toppnivåerna innan krisen och får stöd av fallande arbetslöshet och gradvis ökande sysselsättning. Anekdotisk information från fastighetssektorn pekar på stigande aktivitet kring påsk, vilket ger stöd åt prognoserna om en fortsatt återhämtning för bostadspriserna. I både tillverknings- och byggsektorn har förtroendet förbättrats 2014. Sammantaget är indikatorbilden starkare än på länge.

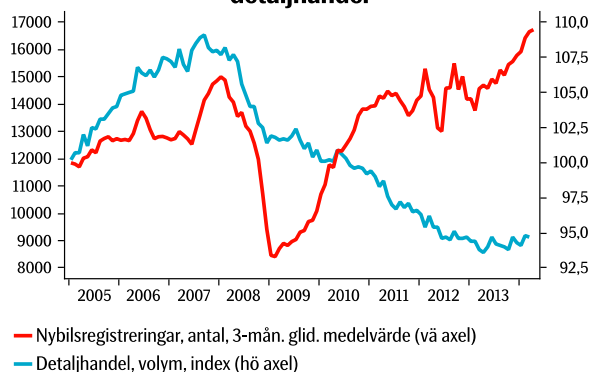
Stigande förtroende i tillverkningsindustrin och byggsektorn



Medan det sker en tydlig förbättring i tillverkningssektorn är tendenserna inom handeln blandade. En uppgång för antalet bilregistreringar utgör en positiv faktor som andas optimism men detaljhandelsförsäljningen går fortsatt trögt trots relativt

positiv framtidsstro. Här behövs en förbättring framöver om våra prognoser ska infrias.

Uppgång för bilregistreringarna men trög detaljhandel



Inflationen nära rekordlåg nivå

Inflationen är i likhet med eurozonens rejält nedpressad. KPI-inflationen rör sig mot noll och var 0,4 procent i mars efter att ha legat på 1 procent i december 2013. Kärninflationen uppvisar samma trend fast på en något högre nivå. Bedömningen är fortsatt att inflationen kommer att stiga något under andra halvåret, men **mätt över helåret 2014 väntas inflationen ändå hålla sig under 1 procent**. 2015 bedöms inflationen accelerera något till **1,3 procent** drivet av starkare globala fundamenta och en stabilisering på arbetsmarknaden.

Om inflationen inte skjuter fart och deflationstendenserna spiller över på en redan svag löneutveckling utgör detta en risk för de högt skuldsatta hushållen (se analys nedan). Vår bedömning är dock att riskerna för en negativ skuldspiral är större i eurozonen än i Danmark på grund av den betydligt svagare arbetsmarknaden. ECB skulle därmed tvingas till aggressiva motåtgärder, vilket skulle skapa manöverutrymme för den danska centralbanken.

Överdriven oro för hushållens skuldsättning

Tillståndet för de danska hushållen debatteras ofta. I april 2014 skrev t ex *The Economist* en artikel med relativt ensidigt fokus på riskerna med att ha världens mest skuldsatta konsumenter (danska hushåll har högst skulder i förhållande till disponibel inkomsten i världen). En hög skuldsättning är självfallet en risk om hushållen utsätts för en stor chock eller om räntorna stiger rejält.

Bakgrunden till den höga skuldsättningen är dock viktig och de danska konsumenterna är just nu inte involverade i någon

köpfest. Som grafen ovan visar ligger konsumtionen klart under nivån för sju år sedan. Några faktorer kopplade till hushållens skuldsättning är värda att notera. För det första speglas de stora skulderna av ännu större tillgångar, vilket innebär att danska hushåll vid en internationell jämförelse har höga nettotillgångar trots att bostadspriserna sjunkit med 25 procent. En uppblåst balansräkning innebär visserligen en risk men tillgångssidan kan inte heller ignoreras. Dessutom finansieras större delen av skulderna genom danska bostadsobligationer som under 200 år aldrig gett upphov till några förluster. Systemet är mycket effektivt och tillhandahåller billiga bostadslån åt hushållen samtidigt som det inte finns något *sub-prime* segment.

Nya rekordöverskott för bytesbalansen

Bytesbalansen uppvisar nya rekord mätt som uppräknad årstakt för rullande 12-månaders utfall. I februari var överskottet nästan 140 miljarder DKK. Som vi påpekat tidigare ignoreras ofta detta förhållande när dansk konkurrenskraft diskuteras.

Såväl varor som tjänster bidrar till överskottet. Inkomstdelen blir allt viktigare efter några år med stabilisering av de externa överskotten. Inkomstdelen är också den mest stabila.

Svag valuta driver fram räntehöjning

Våra förväntningar i den Macro Update som publicerades i mars 2014 om att centralbanken skulle tvingas höja inlåningsräntan till positivt territorium i april (med 15 baspunkter) infriades. Argumenten för en höjning var måttliga kapitalutflöden men framförallt en svagare krone som handlades nära övre gränsen för korridoren gentemot EUR. Vi förväntar oss att ECB ska mjuka upp penningpolitiken under kommande månader. Kronen stärktes något efter räntehöjningen men ligger fortfarande i den svaga delen av intervallet. Vårt huvudscenario är därför att Danmarks centralbank inte kommer att behöva följa med ECB om fler åtgärder vidtas. Om ECB däremot inte agerar är en ytterligare dansk räntehöjning trolig om kronen ligger kvar på nuvarande nivåer.

Risker kopplade till amorteringsfria lån

Att den amorteringsfria perioden för många danska bolån löper ut har resulterat i oro som behöver bemötas. Sett i backspegeln var lansering av amorteringsfria lån i Danmark 2003 en dålig idé. Det fick en redan stark bostadsmarknad att skjuta fart ytterligare och drev upp bostadspriserna till bubbelnivåer. De amorteringsfria bostadslånen löper vanligtvis över 30 år med en inledande amorteringsfri 10-års period. Åren innan kraschen 2007-2008 utfärdades många lån och under 2013 startade amorteringen på de första amorteringsfria lånen. En låntagare kan bara återfinansiera ett bolån fullt ut om lånet i förhållande till köpeskillingen ligger under 80 procent. En stor andel av de lån som utfärdades åren innan bostadspriserna toppade hade låneandelar på över 80 procent och kan därmed inte återfinansieras till fullo. Detta har skapat oro då det potentiellt skulle kunna skapa stress på bostads- och bolånemarknaden.

Dansk bolånemarknad (uppskattningar)

Värde kvartal 3/4 2013

	Miljarder DKK	% av BNP
Totala bolån	2 700	145
Am.fria lån, löper ut 2013-2018	340	18
Am.fria lån, löper ut 2013-2018, belån.grad	106	6
Årlig amorteringskostnad (efter infasning, 2018)		
Alla am.fria lån som löper ut 2013-	9,2	0,5
Am.fria lån med belån.grad >80%	2,9	0,2

Källa: Realkredit Danmark, Nykredit, estimeringar från SEB Fixed Income

En extrapolering av tillgängliga siffror från de två största bolåneinstituten (Nykredit och Realkredit DK med 70 procent av den totala markanden) ger en grov uppskattning av storleken på problemet. Framför allt ger det en estimering av det totala värdet på de bolån där belåningsgraden överstiger 80 procent och som löper ut under perioden 2013 till 2018. Beloppet uppgår till 105 miljarder DKK, vilket motsvarar 6 procent av BNP och omkring 4 procent av den totala bolånemarknaden. Tabellen visar en beräkning av amorteringskostnaden för lånen. Kostnaden skapar en negativ effekt på inkomster och potentiell konsumtion som ligger något under 0,2 procent per år: mindre under de första åren och den fulla effekten nås först 2018. Effekten är för liten för att påverka våra prognoser.

I ett mer pessimistiskt scenario skulle inga av de amorteringsfria lånen återfinansieras med nya amorteringsfria perioder. I ett sådant scenario skulle den negativa effekten på konsumtionen motsvara 0,5 procent av BNP per år. Ett mer sannolikt scenario är dock att en viss andel av de låntagare som har möjlighet bestämmer sig för att börja amortera (och en del av de som börjar amortera kan minska sparandet eller sluta betala av på dyrare lån). I vilket fall som helst är vår bedömning att ett sådant riskscenario i första hand är en nedsidesrisk för tillväxtprognosen snarare än en systemrisk för bolåne- och bostadsmarknaden.

De senaste veckorna har en diskussion i media om att införa begränsningar av tillgången till amorteringsfria lån för att förbättra bostadsmarknadens motståndskraft på lång sikt dragit igång. Det är osäkert vad debatten kommer att mynna ut i men en möjlighet är lägre lån i förhållande till köpeskillingen. Det skulle utgöra en måttlig nedsidesrisk.

Återfår en del tappad fart

- **Starkare men ännu under trendtillväxt**
- **Avstannande oljeinvesteringar hämmar, men bättre konsumtion och icke-oljeexport**
- **Kärninflation vid målet, men modereras framöver**
- **Norges Bank börjar höja försiktigt i mitten av 2015**

Utsikterna för den norska ekonomin präglas av starka motstridiga krafter. Motvinden kommer från investeringar inom olje- och gasutvinning där tillväxten, enligt vår prognos, vänder ned från 18 procent 2013 till 2,5 procent 2014. Efterfrågeimpulser till resten av ekonomin kommer sålunda att bli mycket moderata. Dessutom räknar vi med svagare bostadsinvesteringar.

Privat konsumtion förstärks dock, vilket redan kan ses i ett solitt momentum i hushållens inhemska varukonsumtion. Vidare kommer en fortsatt återhämtning i omvärlden att ge medvind för accelererande export av icke-oljevaror; enkätbaserade indikatorer visar sålunda en skarp uppgång i utländska order.

Tillväxten i fastlands-BNP – där olja, gas och sjöfart exkluderas – har repat sig sedan mitten av 2013 och momentum har i huvuddrag stabiliserats i början av 2014. Vår prognos är att **tillväxten i fastlands-BNP ökar något till 2,1 procent för helåret 2014 och får ytterligare fart till 2,4 procent 2015** (en mindre nedrevidering jämfört med NO i februari).

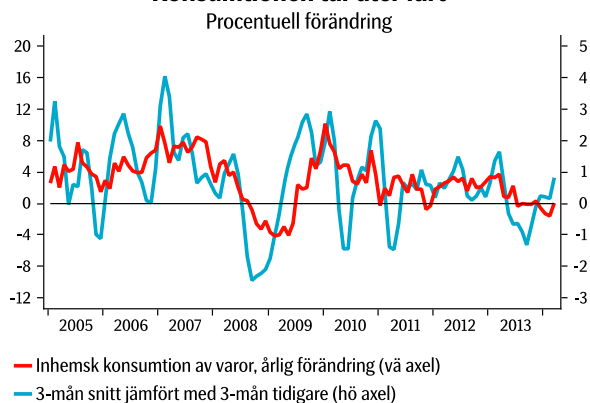
Tillväxten i totala BNP väntas växla upp från tröga 0,6 procent 2013 till 1,9 procent i år och även nästa år. En så tydlig acceleration verkar inte rimma med en kraftigt dämpad investeringstillväxt i oljesektorn, men noterbart är att importinnehållet i sådana investeringar är ganska högt. Dessutom väntas den negativa effekten på BNP-tillväxten från oljeinvesteringar mer än kompenseras av en stabilisering av oljeexporten efter fallet 2013.

Konsumtion tar fart igen

Hushållens reala disponibla inkomst fortsatte att öka i solid takt även under 2013. Ändå tappade privat konsumtion markant fart och den 1,5-procentiga uppgången i årstakt det fjärde kvartalet var den långsammaste på över fyra år. Faktum är att konsumtionstillväxten släpade efter realinkomsterna med 5 procentenheter sedan början av 2010. Det finns vissa strukturella skäl för den kraftiga ökningen av sparkvoten under de senaste åren, men framöver väntas konsumtionen gå mer i takt

med tillväxten i real disponibel inkomst. Utvecklingen under första kvartalet visade tecken på en återhämtning i konsumtionen, drivet av att tillväxten i hushållens inhemska varukonsumtion tog fart. Den underliggande trenden var dock ännu starkare då uppgången hölls tillbaka av en väderrelaterad nedgång i konsumtionen av el. **Tillväxten i privat konsumtion väntas accelerera från förra årets 2,1 procent till 2,5 procent 2014 och 3,2 procent 2015.** Uppgången följer den reala köpkraftstillväxten i år, men slirar något 2015.

Konsumtionen tar åter fart

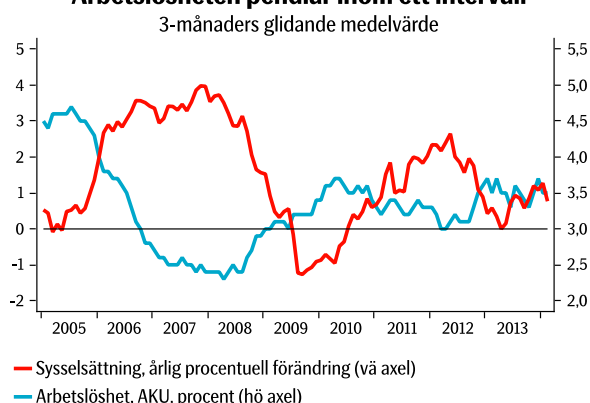


Källa: Statistics Norway

Arbetslösheten har stabiliserats

Accelererande konsumtionstillväxt är förenlig med stärkta fundamenta bl a på arbetsmarknaden.

Arbetslösheten pendlar inom ett intervall



Källa: Statistics Norway

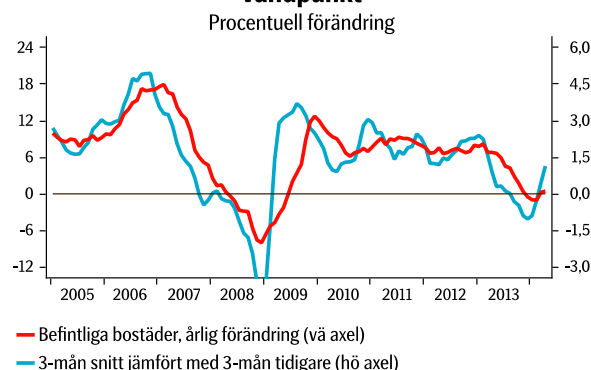
Den registrerade arbetslösheten ökade ganska markant under 2013 ackompanjerat av försvagningen i ekonomin men har sedan dess minskat något. Samtidigt har arbetskraftsundersökningen, AKU, uppvisat blandade månatliga variationer. Den

3,5-procentiga arbetslöshetsnivån under det första kvartalet 2014 var dock densamma som noteringen de senaste fem kvartalen. Stabiliseringen skymmer en nedgång i arbetskraften med 0,5 procentenheter under det senaste året till 70,8 procent, den lägsta nivån på många år. Nedgången kan hänföras till personer i åldern 15-24 år där färre arbetar deltid i samband med studier. Lägre arbetsutbud speglar ett svagare momentum i sysselsättningen, vilken med AKU-mått minskade en aning under det första kvartalet, den första nedgången sedan slutet av 2012. Nedgången kommer troligen att visa sig vara temporär. Den 0,8-procentiga uppgången i årstakten är mer representativ för den underliggande trenden och vi räknar med att det bredare måttet i nationalräkenskaperna kommer att hållas upp bättre. Men eftersom tillväxten i arbetskraften samtidigt ökar något så väntas **AKU-arbetslösheten hamna på i genomsnitt 3,6 procent både 2014 och 2015.**

Bopriser repar sig snabbt

Den senaste tidens stabila priser på befintliga bostäder bör vara en positiv faktor för framtidstro och konsumtion framgent. Bopriserna började vända nedåt för ett år sedan. Nedgången som pågick till i höstas gav bränsle åt en oro för ett djupt ras med bredare återverkningar. Intressant att notera var att den främsta orsaken bakom de lägre priserna inte var en plötslig nedgång i efterfrågan som faktiskt höll uppe ganska väl. I stället registrerades en kraftig ökning av utbudet av bostäder till salu, antagligen för att potentiella köpare ville sälja först på grund av förväntningarna om ett skarpt prisfall.

Priser på befintliga bostäder har passerat en vändpunkt



Källa: Eiendom Norge

Under de första månaderna 2014 har priserna på befintliga bostäder återtagit mer än hela nedgången 2013. Samtidigt är försäljningen bara marginellt lägre mätt i årstakt. Efterfrågan har fått stöd av att banker lättat på kreditvillkor efter tidigare åtstramning, samtidigt som boräntor fallit något. Den senaste utlåningsenkäten visade också att banker rapporterade om en påtaglig vändning i hushållens kreditefterfrågan under första kvartalet och att de förutsåg en ytterligare uppgång i innevarande kvartal. Dynamiken på utbudssidan har också slagit om och blivit gynnsam. Efter en uppstuds i färdigställda bostäder med nästan en tredjedel 2012 och en ytterligare ökning 2013 så har försäljningen av nya hem fallit. Ej överraskande är antalet godkända påbörjade bostadsbyggen klart lägre och färdigställandet väntas avta med en viss eftersläpning. Ett lägre

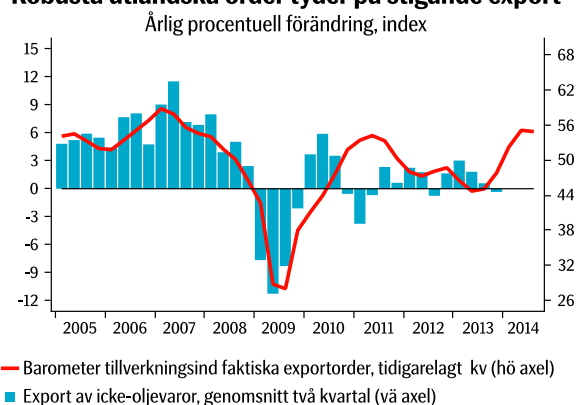
utbud av nya bostäder kommer även att påverka andrahandsmarknaden.

Goda fundamenta förklarar huvuddelen av senaste årens prisökning på bostäder, men vi bedömer fortfarande att prisnivån är något uppdriven relativt den historiska trenden. Med tanke på att **bostadsprisnivån** under januari-april var marginellt 0,1 procent lägre än helårssnittet för 2013 framstår **vår tidigare prognos om en 3-4 procents nedgång 2014 som alltför pessimistisk; priserna kan i stället komma att stiga något.**

Exporten är på väg att vakna till liv igen

Exporten av icke-oljevaror verkar vara positionerad för en acceleration under 2014, pådriven av den allmänna återhämtningen på huvudmarknaderna i Europa och från den påtagliga deprecieringen av norska kronen under 2013.

Robusta utländska order tyder på stigande export



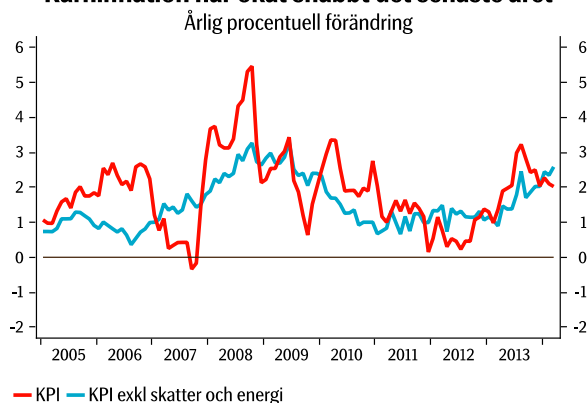
Källa: Statistics Norway

Enligt den nyligen publicerade konjunkturbarometern (Business Tendency Survey) rapporterade tillverkningsindustrin om en ytterligare ökning i exportorder i början av året, grovt sett i samma takt som under sista kvartalet 2013 (och sålunda den starkaste takten på sju år mätt enligt denna barometer). Dessutom väntas utländsk efterfrågan visa en fortsatt tillväxt den närmaste tiden. Även om korrelationen långt ifrån är perfekt, och dessutom försvagats på senare år, pekar trenden starkt på att tillverkningsindustrin står inför en solid acceleration av exporten av icke-oljevaror.

Investeringar inom olje- och gasutvinning har vuxit i häftig takt under de senaste tre åren, men väntas skifta ned rejält från 18 procents volymtillväxt 2013 till modesta 2,5 procent 2014. Nästa år kan en marginell nedgång ske. Prognosen ligger något under statistikbyråns senaste undersökning (färdigställd i mitten av februari) som visade att respondenterna förväntade sig att de nominella investeringarna skulle öka med 7 procent jämfört med 2013 och därmed nå en ny rekordnivå. I vilket fall som helst kommer dämpningen att leda till svagare efterfrågeimpuls till resten av ekonomin 2014. Samtidigt ska man inte överdriva den negativa effekten; ekonomin genomgick ett liknande nedåtskift mellan 2005 och 2006 utan allvarliga konsekvenser (även om momentum då var mycket starkare).

Den årliga ökningstakten i kärn-konsumentpriser (KPI-JAE, dvs KPI exklusive skatter och energi) har vänt uppåt med kraftiga 1,5 procentenheter sedan det första kvartalet 2013 till i genomsnitt 2,5 procent i januari-april 2014. Därmed låg kärninflationen på det medelfristiga målet för första gången sedan mitten av 2009. Samtidigt kulminerade totala KPI-inflationen på strax över 3 procent i slutet av förra sommaren och har sedan dess dämpats med mer än en hel procentenhet till följd av elprisutvecklingen.

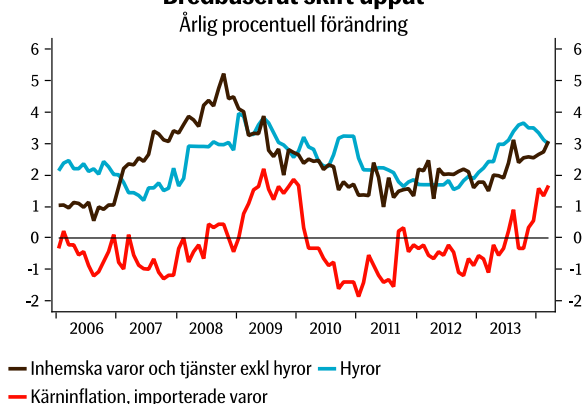
Kärninflation har ökat snabbt det senaste året



Källa: Statistics Norway

Uppgången i kärninflation var till en början "hemmatillverkad" då hyror (som utgör ca en femtedel av kärn-KPI-korgen) började stiga i slutet av 2012, samtidigt som priser på inhemskt producerade varor hakade i uppgången. Sammantaget ledde detta till att inhemsk kärninflation uppgick till nära 3 procent under det första kvartalet. Uppgången i inhemsk inflation har dock mildrats av att prisutvecklingen på tjänstesidan generellt sett varit stabil det senaste året. Samtidigt har en svagare NOK sedan slutet av förra våren höjt importerad inflation, med en normal viss fördröjning. Priser på importerade varor steg med 1,5 procent i årstakt under det första kvartalet, vilket kan jämföras med tidigare prisnedgång på helåret nio av de senaste tio åren.

Bredbaserat skift uppåt



Källa: Statistics Norway

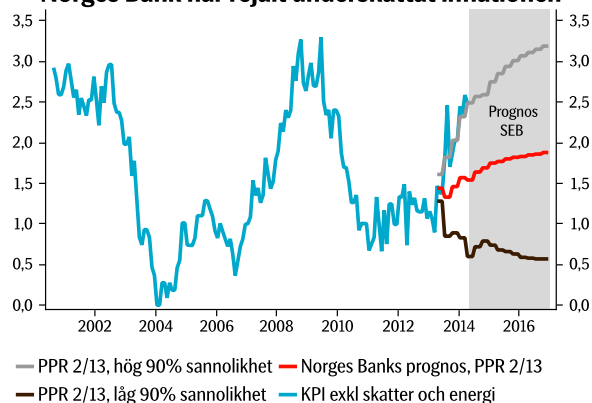
Effekten från växelkursen kan fortfarande komma att ge ett visst uppåtttryck i närtid, men bör avta i slutet av sommaren. Samtidigt har trenden i hyror redan lättat och viss korrigering är trolig för inhemskt producerade varor, vilka har visat den

skarpaste uppgången. En viss moderering är sålunda sannolik framöver, och **kärninflationen väntas hamna på i genomsnitt 2,2 procent 2014 och 2,1 procent 2015.**

Norges Bank skiljer sig mot jämförbara

Norges Bank har kraftigt underskattat uppgången i kärninflation sedan mitten av 2013. Detta understryker att Norges Banks försiktiga hållning till räntan fortfarande bygger på ett svagt, om än stabiliserande, momentum i den inhemska ekonomin. Följaktligen är en förbättring i den reala ekonomin nödvändig för att Norges Bank ska börja fundera över att höja räntor.

Norges Bank har rejält underskattat inflationen



Källa: Statistic Norway, Norges Bank

I den penningpolitiska rapporten (PPR) i mars överraskade Norges Bank oss med att sänka sin prognos för fastlands-BNP-tillväxten för 2014 till 1¼ procent. Data sedan dess har varit lugnande och indikerar att momentum i ekonomin har stabiliserats eller till och med stärkts något i inledningen av 2014. Norges Banks kommunikation är ändå fortfarande duvaktig eftersom den fortsätter att lägga tonvikt vid penningpolitik utomlands. All uppmjukning av penningpolitik från ECB och Riksbanken kommer sålunda först och främst att påverka tidpunkten för en första räntehöjning på hemmaplan. Vår prognos för globala centralbanker säger att ränteförväntningar utomlands kommer att sjunka i närtid, vilket i sin tur neutraliserar effekten från vår tro om att Norges Bank kommer att revidera upp sin prognos för fastlands-BNP 2014. Konsekvensen av allt detta blir att vi nu räknar med **att räntehöjningscykeln startar i mitten av 2015**, något senare än vad vi tidigare antagit. Eftersom både Fed och Bank of England väntas leverera höjningar under andra halvåret nästa år, och den inhemska ekonomin då växer nära trend, så behåller vi prognosen om totalt 50 punkters höjda norska räntor fram till slutet av 2015.

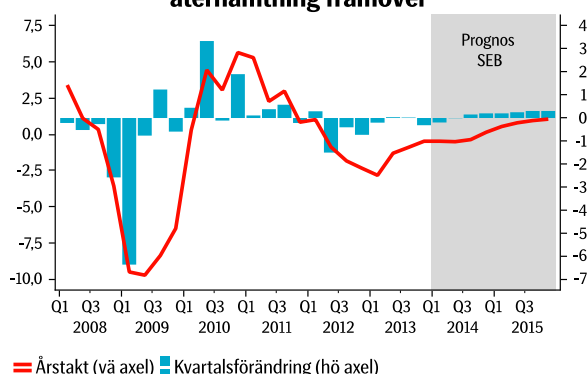
Utsikten för kronen har förbättrats och vi räknar med en gradvis appreciering mot euron under loppet av detta år. Spekulative investerar har blivit mer komfortabla att hålla långa NOK-positioner efter att oro för duvaktiga penningpolitiska överraskningar minskat kraftigt. Den långsiktiga flödesutsikten är också positiv, men svag konkurrenskraft väntas ännu hindra en alltför snabb appreciering av kronen. Vi förutsår EUR/NOK på 8,05 i slutet av 2014. Den 10-åriga statsobligationen bör utvecklas bättre än Tyskland mot slutet av året när utbudshinder minskar. Vi spår en 10-årsspread på 80 räntepunkter mot Tyskland i december 2014.

Knappt styrfart och ingen ljusning i sikte

- Strukturella och konjunkturella problem
- Recession inledd 2014, svag återhämtning
- Arbetslösheten nära toppnivån 2009-2010
- Fortsatta offentligfinansiella åtstramningar

Strukturella och konjunkturella problem fortsätter att skapa en svag tillväxtmiljö. Finsk ekonomi har den senaste tiden genomlidit en ny recession; den tredje sedan 2008. Även om BNP nu slutat falla är utsikterna framöver svaga. I stort sett samtliga delar av ekonomin går svagt och mätt som årsgenomsnitt faller BNP även 2014. Problemen inom skogsindustrin och telekomsektorn har försämrat tillväxtförutsättningarna och nu tillkommer effekterna av relativt stora handelskopplingar med Ryssland. Mot denna bakgrund sänkte ratinginstitutet S&P utsikterna till negativa tidigare i vår, vilket innebär att det finns en risk att AAA-ratingen sänks inom två år. Ledig kapacitet och svag export, bl a som en konsekvens av en stark euro och inbromsningen i Ryssland dit ca 10 procent av finska exporten går, gör att företag tvekar att investera. Hushållen är samtidigt pressade av stigande arbetslöshet och en åtstramning av finanspolitiken. **Sammantaget faller BNP med 0,3 procent 2014 och ökar 2015 med 0,8 procent;** i en nordisk jämförelse tappar ekonomin därmed ytterligare mark.

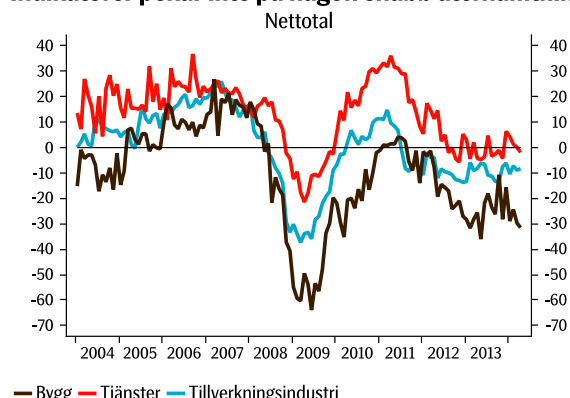
Ny recession kring årsskiftet 2013-2014, svag återhämtning framöver



Källa: Eurostat, SEB

Indikatorer ger inga signaler om en snar vändning. EU-kommissionens indikator föll i april för tjänste- och byggsektörerna; tillverkningsindustrin noterade en viss förbättring men nivån är fortfarande låg.

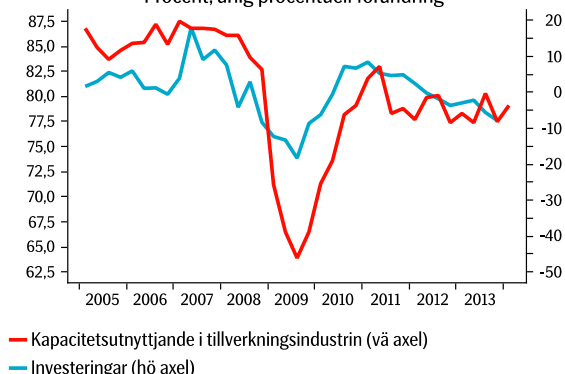
Indikatorer pekar inte på någon snabb återhämtning



Källa: EU-kommissionen

Exporten noterade ett uppsving under slutet av 2013 med tydligt stigande framtidsförhoppningar bland företagen. Dessa har nu snabbt försämrats och **hittills i år har både produktion och export fallit mätt i årstakt.** Nedgången i IKT-sektorn bidrog till att exportkvoten fallit med nära 10 procentenheter jämfört med 2008. Produktionen i branschen tycks nu ha planat ut, men kommer knappast att bidra till återhämtningen de närmaste åren. Den kraftigt försämrade bytesbalansen tyder på att den starka euron för med sig en del problem. Konkurrenskraften, mätt som real effektiv växelkurs, har dock inte försämrats speciellt mycket det senaste decenniet. Ogynnsamma pristrender på världsmarknaden när det gäller finsk export och import har troligen spelat en större roll.

Ledig kapacitet hämmar investeringar



Källa: OECD, Finlands Statistik

Sammantaget räknar vi med att exporten stiger med 1,5 procent 2014 och med 3 procent 2015, vilket innebär fortsatta andelsförluster på världsmarknaden. Svag inhemsk efterfrågan gör att även importen utvecklas svagt. Bytesbalansen förbät-

rades något 2013 till -1,1 procent av BNP och väntas ligga kvar på ungefär samma nivå 2014 och 2015.

Kapacitetsutnyttjandet i industrin ligger fortfarande lågt trots att investeringarna fallit två år i rad. En skakig bostadsmarknad har resulterat i svag utveckling av antal byggnadstillstånd. Detta tyder på att bostadsinvesteringarna förblir låga i alla fall 2014. Sammantaget faller investeringarna med 1,2 procent 2014 och stiger svagt 2015.

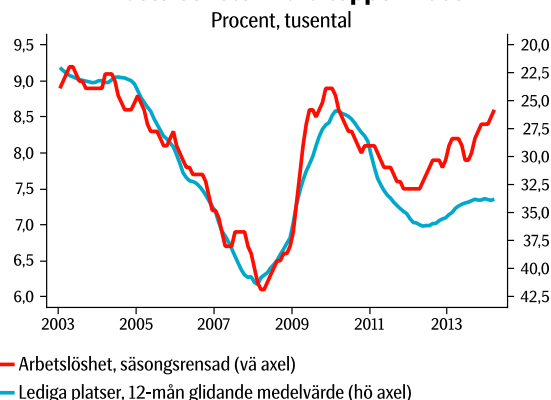
Hushållen pressade från flera håll

Också konsumentförtroendet har fallit tillbaka under inledningen av 2014 i spåren av stigande arbetslöshet, stram finanspolitik, låga löneökningar och vacklande arbetsmarknad. Osäkerheten bidrar till att hushållen drar upp sitt sparande. Fallande inflation som gynnar realinkomsterna och bestående låg räntenivå utgör positiva motkrafter. **Konsumtionen fortsätter att falla 2014 (-0,4 procent) och ökar därefter svagt 2015 (0,5 procent).** Huvudprognosen är att nedgången i bopriserna blir mycket måttlig. I en nordisk jämförelse (se *Nordic Outlook Februari 2014*) finns vissa faktorer som talar mot ett större prisfall, bl a en svagare prisutveckling sedan 2006, en stabil prisnivå i relation till inkomster och skuldsättningsgraden. Om den ekonomiska utvecklingen skulle utvecklas sämre än väntat finns det en **risk för ett större boprisfall** vilket skulle kunna utlösa ytterligare en våg av fallande efterfrågan i ekonomin.

Arbetslösheten nära rekordnivåer

Den svaga tillväxten sätter spår på arbetsmarknaden och arbetslösheten steg till 8,6 procent i mars 2014. Samtidigt har antalet lediga platser legat kvar på en ganska hög nivå. Att den starka korrelationen mellan arbetslöshet och lediga platser brutits (se diagram) kan ses som ett tecken på att strukturovandlingen skapar ökande matchningsproblem.

Arbetslösheten nära toppen 2009



Källa: Finlands Statistik

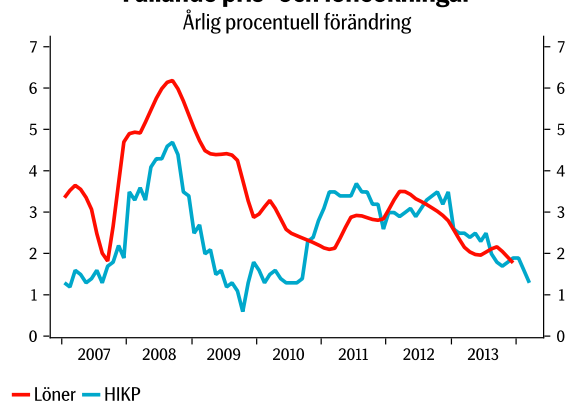
Arbetskraftsdeltagandet faller och ligger klart lägre än i andra nordiska länder. Till stor del drivs nedgången av demografiska faktorer men svag ekonomi och hög arbetslöshet påverkar också. Regeringen har signalerat att man vill förlänga arbetslivet, men hittills har pensionsåldern inte höjts. Ett ljus i mörkret är att sysselsättningen, mätt enligt AKU, har slutat falla vilket är lite motsägelsefullt givet att arbetskraftsdeltagandet faller och arbetslösheten stiger. Den låga tillväxten gör att arbetslöshet-

en stiger upp till 9 procent mot slutet av sommaren innan den planar ut och därefter faller långsamt. Mätt som årsgenomsnitt bli **arbetslösheten 8,8 respektive 8,6 procent 2014 och 2015.**

Svaga pris- och löneökningar

Löneökningstakten har växlat ner i och med de avtal som slöts 2013. Det bidrar å ena sidan till att hushållens situation pressas men är å andra sidan positivt för konkurrenskraften. Lönerna ökar med ca 2 procent per år 2014-2015; en låg inflation gör att reallönerna trots allt stiger. Inflationen (HIKP) föll till 1,3 procent i april och ligger kvar på en låg nivå framöver trots skatteinflator. I den rådande miljön med låg efterfrågan och pressade inkomster har företagen svårt att höja priserna. **HIKP ökar med 1,5 respektive 1,7 procent 2014 och 2015.**

Fallande pris- och löneökningar



Källa: Finlands Statistik

Svag ekonomi skapar besparingsbehov

Offentliga finanser är i bra skick jämfört med de flesta andra länderna i eurozonen. Trots konsolideringsprogram låg det offentliga underskottet 2013 kvar på 2,5 procent av BNP eftersom en kontinuerlig nedskrivning av de ekonomiska utsiktarna pressat budgetläget. **Finanspolitiken** kommer fortsatt fokusera på att få ner underskottet och förblir **åtstramande både 2014 och 2015.** Den svaga tillväxten gör dock att underskottet biter sig fast och ligger runt 2 procent av BNP 2015. Den offentliga skulden stabiliseras på 60 procent av BNP 2014-2015, klart under genomsnittet i eurozonen på 95 procent av BNP.

Den svaga efterfrågan och låga räntorna skulle kunna tala för en något lättare finanspolitik. Regeringen har dock investerat politisk prestige i att få ner underskottet. Det var därför en kalldusch när S&P gav landets AAA-betyg en negativ utsikt tidigare i vår. Att statsminister Katainen har annonserat sin avgång och siktar på nytt jobb inom EU skapar därtill en viss oro över regeringskoalitionens framtid.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
BNP OECD	1,3	1,2	2,1	2,7
BNP världen (PPP)	3,3	3,2	3,6	3,9
KPI OECD	2,3	1,6	1,8	1,7
Exportmarknad OECD	2,5	3,7	5,7	6,8
Oljepris Brent (USD/fat)	111,7	108,7	106,0	100,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, Mdr USD	2012	2013	2014	2015
BNP	17 090	2,8	1,9	2,6	3,7
Privat konsumtion	11 662	2,2	2,0	3,2	3,2
Offentlig konsumtion	3 118	-1,0	-2,2	-1,5	-0,4
Bruttoinvesteringar	2 386	8,3	4,5	4,7	10,7
Lagerinvesteringar		0,2	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	2 321	3,5	2,7	2,7	6,0
Import	2 778	2,2	1,4	2,8	5,7
Arbetslöshet (%)		8,1	7,4	6,3	5,5
KPI		2,1	1,5	1,9	1,9
Hushållens sparkvot (%)		5,6	4,5	4,0	3,6

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013 Mdr EUR	2012	2013	2014	2015
BNP	9 577	-0,7	-0,4	1,0	1,6
Privat konsumtion	5 480	-1,4	-0,7	0,8	1,3
Offentlig konsumtion	2 061	-0,6	0,1	0,1	0,8
Bruttoinvesteringar	1 691	-4,0	-3,1	1,7	2,8
Lagerinvesteringar		-0,6	-0,1	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	4 392	2,5	1,3	3,8	4,0
Import	4 050	-0,9	-0,1	3,8	3,9
Arbetslöshet (%)		11,3	12,0	11,7	11,5
KPI		2,5	1,4	0,7	0,8
Hushållens sparkvot (%)		7,6	7,9	7,9	7,8

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
BNP				
Storbritannien	0,3	1,7	3,0	2,6
Japan	1,4	1,5	1,0	1,3
Tyskland	0,7	0,4	1,8	2,1
Frankrike	0,0	0,3	0,8	1,4
Italien	-2,4	-1,9	0,3	1,0
Kina	7,7	7,7	7,2	7,0
Indien	5,1	4,7	5,0	5,4

Inflation

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

Arbetslöshet, (%)

Storbritannien	8,0	7,6	6,5	6,1
Japan	4,4	4,0	3,6	3,6
Tyskland	5,5	5,5	5,5	5,4
Frankrike	10,3	10,2	11,0	10,8
Italien	10,7	12,2	12,0	12,0

ÖSTEUROPA

	2012	2013	2014	2015
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	3,9	0,8	0,5	2,3
Lettland	5,5	4,1	2,5	3,2
Litauen	3,5	3,3	2,7	3,8
Polen	1,9	1,6	2,9	3,3
Ryssland	3,4	1,3	0,0	1,2
Ukraina	0,2	0,0	-6,0	2,0

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	3,9	3,2	0,6	2,6
Lettland	2,3	0,0	1,4	3,3
Litauen	3,2	1,2	0,8	1,2
Polen	3,7	0,8	1,4	2,4
Ryssland	5,1	6,7	6,5	5,8
Ukraina	0,6	-0,3	6,0	6,0

FINANSIELLA PROGNOSE

		07-maj	sep-14	dec-14	jun-15	dec-15
Officiella räntor						
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	1,25
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Eurozonen	Refiränta	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Obligationsräntor						
USA	10 år	2,59	2,65	2,90	3,10	3,20
Japan	10 år	0,59	0,70	0,90	1,10	1,20
Tyskland	10 år	1,47	1,50	1,70	2,00	2,10
Storbritannien	10 år	2,66	2,80	3,00	3,10	3,20
Växelkurser						
USD/JPY		102	101	104	109	115
EUR/USD		1,39	1,36	1,34	1,31	1,28
EUR/JPY		142	137	139	143	147
GBP/USD		1,70	1,66	1,65	1,64	1,62
EUR/GBP		0,82	0,82	0,81	0,80	0,79

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013				
	Mdr SEK	2012	2013	2014	2015
BNP	3 634	0,9	1,5	2,7	3,1
BNP, dagkorrigerat		1,3	1,5	2,7	2,9
Privat konsumtion	1 764	1,6	2,0	2,7	3,0
Offentlig konsumtion	998	0,3	2,0	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	667	3,3	-1,3	3,0	5,5
Lagerinvesteringar	2	-1,3	0,2	0,3	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 659	0,7	-0,9	3,7	6,2
Import	1 455	-0,6	-1,2	3,5	6,1
Arbetslöshet (%)		8,0	8,0	7,9	7,5
Sysselsättning		0,6	1,1	1,1	1,3
Industriproduktion		-4,3	-3,5	2,5	4,5
KPI		0,9	0,0	-0,1	0,9
KPIF		1,0	0,9	0,5	1,3
Timlöneökningar		3,0	2,5	2,7	2,8
Hushållens sparkvot (%)		12,2	12,2	12,6	11,6
Real disponibel inkomst		3,5	2,8	3,4	1,9
Handelsbalans, % av BNP		2,4	2,2	2,5	2,7
Bytesbalans, % av BNP		6,5	6,6	6,2	6,0
Statligt lånebehov, mdr SEK		25	131	65	20
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,2	-1,4	-1,5	-0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38,2	41,5	41,7	40,6

FINANSIELLA PROGNOSE	07-maj	sep-14	dec-14	jun-15	dec-15
Reporänta	0,75	0,50	0,25	0,25	0,75
3-månaders ränta, STIBOR	0,91	0,65	0,45	0,50	1,05
10-års ränta	1,93	1,90	2,05	2,25	2,55
10-års räntedifferens mot Tyskland	46	40	35	25	45
USD/SEK	6,49	6,80	6,72	6,72	6,72
EUR/SEK	9,04	9,25	9,00	8,80	8,60
TCW	121,7	125,3	122,2	119,9	117,5
KIX	105,3	108,3	105,6	103,7	101,6

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013				
	Mdr NOK	2012	2013	2014	2015
BNP	2 848	2,9	0,6	1,9	1,9
BNP (Fastlandet)	2 188	3,4	2,0	2,1	2,4
Privat konsumtion	1 188	3,0	2,1	2,5	3,2
Offentlig konsumtion	612	1,8	1,6	2,1	2,3
Bruttoinvesteringar	635	8,3	8,7	1,7	1,9
Lagerinvesteringar		-0,1	0,0	-0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 121	1,1	-3,9	1,8	1,9
Import	816	2,3	2,5	2,2	3,5
Arbetslöshet (%)		3,2	3,5	3,6	3,6
KPI		0,8	2,1	2,0	2,2
KPI-JAE		1,2	1,6	2,2	2,1
Årslöneökningar		4,3	3,5	3,6	3,6

FINANSIELLA PROGNOSE

	07-maj	dec-13	sep-14	dec-14	jun-15	dec-15
Folioränta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00
10-års ränta	2,64	2,55	2,40	2,50	2,90	3,05
10-års räntedifferens mot Tyskland	117	100	90	80	90	95
USD/NOK	5,91	6,16	5,96	6,01	6,11	6,25
EUR/NOK	8,22	8,25	8,10	8,05	8,00	8,00

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013				
	Mdr DKK	2012	2013	2014	2015
BNP	1 858	-0,4	0,4	2,0	2,5
Privat konsumtion	905	-0,1	0,0	1,2	2,4
Offentlig konsumtion	525	0,4	0,9	2,1	0,6
Bruttoinvesteringar	322	0,8	0,8	2,4	5,6
Lagerinvesteringar		-0,2	0,2	0,1	-0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 021	0,4	1,0	3,8	4,9
Import	916	0,9	1,5	3,6	5,1
Arbetslöshet (%)		4,6	4,3	4,1	3,8
KPI, harmoniserat		2,4	0,7	0,9	1,3
Timplöneökningar		1,5	1,3	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		6,0	6,8	7,0	6,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-4,1	-0,8	0,0	-0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		45,5	44,5	43,5	42,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	07-maj	dec-13	sep-14	dec-14	jun-15	dec-15
Utlåningsränta	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
10-års ränta	1,52	1,60	1,60	1,80	2,15	2,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	5	5	10	10	15	15
USD/DKK	5,36	5,57	5,49	5,57	5,69	5,83
EUR/DKK	7,47	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013				
	Mdr EUR	2012	2013	2014	2015
BNP	193	-1,0	-1,4	-0,3	0,8
Privat konsumtion	109	0,3	-0,8	-0,4	0,5
Offentlig konsumtion	50	0,5	0,8	0,4	0,5
Bruttoinvesteringar	37	-0,8	-4,6	-1,2	1,4
Lagerinvesteringar		-1,3	-1,1	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	78	-0,2	0,3	1,5	3,2
Import	78	-0,7	-1,8	1,5	3,2
Arbetslöshet (%)		7,7	8,2	8,8	8,6
KPI, harmoniserat		3,2	2,2	1,5	1,7
Timlöneökningar		3,2	2,1	2,0	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,4	-1,1	-1,4	-1,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,2	-2,3	-2,5	-2,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		53,6	57,0	60,0	60,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

Nordic Outlook finns också tillgänglig på Internet: www.seb.se under Ekonomi, Nyheter & rapporter och Ekonomiska rapporter.

För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder gå in på www.seb.se/research. Här krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

Om Ni önskar tillgång till denna sida, kontakta Merchant Bankings kundansvariga för att få lösenordet.

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



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge, och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 31 mars 2014 uppgick koncernens balansomslutning till 2 651 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 504 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 000 medarbetare. Läs mer om SEB på www.sebgroup.com.

Med kapital, kunskap och erfarenhet skapar vi värden åt våra kunder – ett arbete där vi har stor nytta av vår analysverksamhet.

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

En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige. I Eastern European Outlook behandlas Baltikum, Polen, Ryssland och Ukraina. Den utkommer en gång i halvåret.