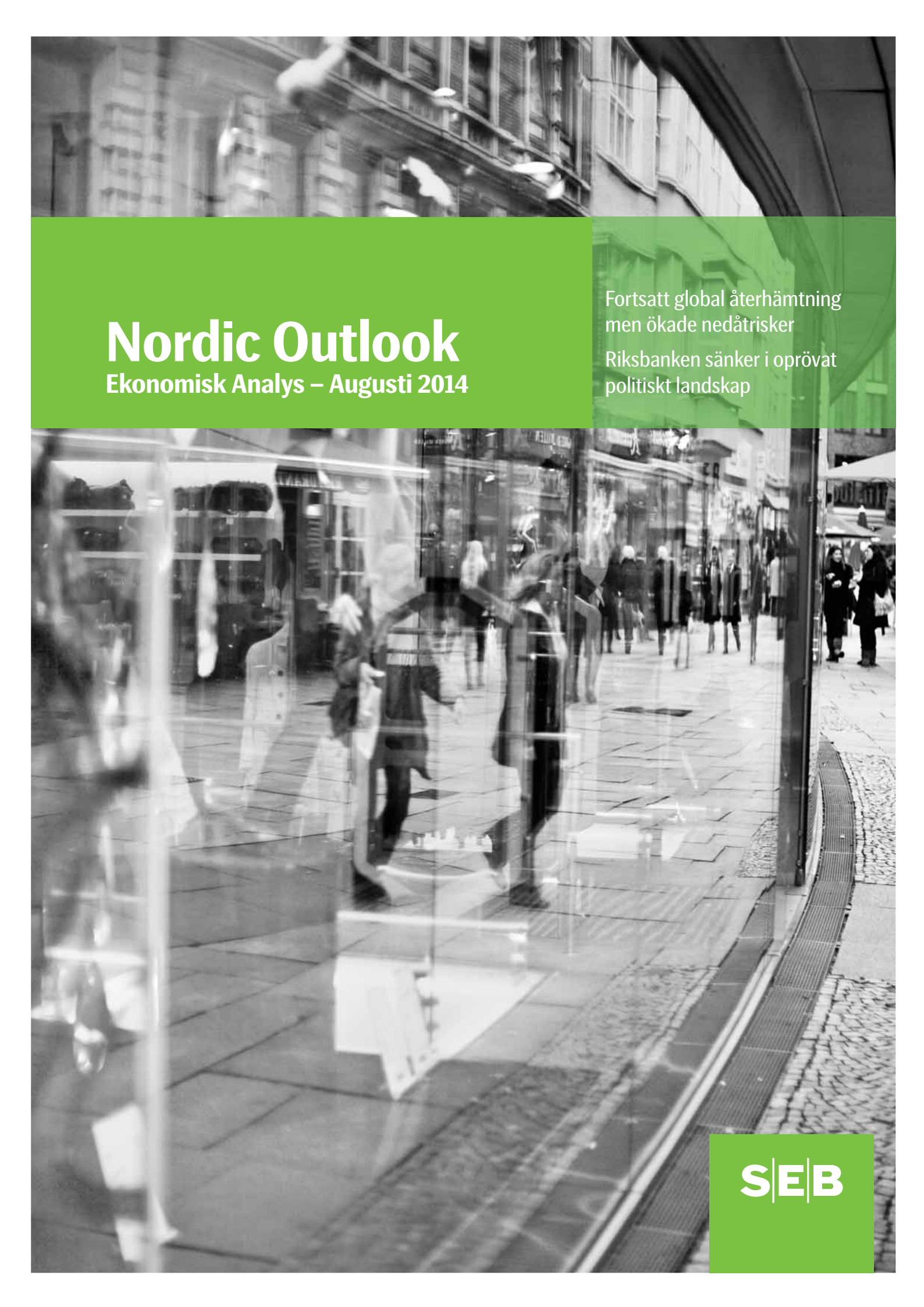




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Augusti 2014

Fortsatt global återhämtning
men ökade nedåtrisker

Riksbanken sänker i oprövat
politiskt landskap

SEB

Internationell översikt	5
Tema: Vad ska centralbankerna sikta mot?	13
USA	15
Tema: Låg potentiell BNP-tillväxt i USA – här för att stanna?	19
Japan	20
Asien	21
Eurozonen	24
Tema: Offentliga skuldproblemen i eurozonen består	28
Storbritannien	29
Östeuropa	30
Baltikum	32
Sverige	33
Tema: Nytt politiskt landskap efter riksdagsvalet	38
Danmark	40
Norge	42
Finland	45
Nyckeldata	47

Fördjupningsrutor

Internationell översikt: Permanent högre geopolitisk risknivå	7
Internationell översikt: Finanspolitiken söker nya vägar	10
Internationell översikt: Hur länge varar återhämtningen?	12
USA: Tillfälliga faktorer sänker BNP 2014	15
USA: Färre hushåll flyttar på sig	16
USA: Den neutrala räntan är lägre i dag	18
Eurozonen: Rotation inom ECB, protokoll och färre möten	27
Sverige: Låga löneökningar hot mot inflationsmålet?	35
Danmark: Håller Danmark på att överhettas?	41

Denna rapport publicerades den 26 augusti 2014.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 21 augusti 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

Fortsatt återhämtning men nedåtriskerna har ökat

- **Centralbanksstöd och lediga resurser ger fortsatt återhämtning**
- **USA-tillväxt över 3 procent 2015 och 2016**
- **EM: Högre tillväxt trots strukturproblem**
- **Eurozonen: Förstärkta deflationsrisker**
- **ECB sjösätter QE i mars, Fed höjer i april**
- **Långräntor sakta upp; ökad spread US-Ty**
- **Dollarn gradvis starkare mot euron**

Världsekonomin fortsätter att präglas av en skör återhämtning med varierande styrka. I **USA** har flera frågetecken rätats ut efter nedgången i början på året. BNP-tillväxten vände upp kraftigt andra kvartalet och arbetsmarknaden visar en tilltalande förbättring. Den **brittiska** ekonomin har också visat styrka. I **Kina** blev tillväxten första halvåret högre än väntat trots en nedgång på fastighetsmarknaden. I **Japan** har förhoppningar om en tydlig exportuppgång däremot kommit på skam. De negativa signalerna dominerar i än högre grad när det gäller **eurozonen**. BNP stagnerade helt under andra kvartalet. Svagheten gäller även **Tyskland** där industriproduktion och framtidstro har sjunkit. Till en mindre del har troligen handelskonflikten med Ryssland spelat in, åtminstone psykologiskt.

Framöver ser vi en fortsatt dragkamp mellan olika krafter. **Penningpolitiken fortsätter att vara mycket expansiv**. Vi räknar med ytterligare stimulanser från en rad centralbanker, främst Europeiska centralbanken (ECB) och Bank of Japan (BoJ), men också från Riksbanken. I USA och Storbritannien påbörjas en normalisering av räntenivåerna våren 2015. Men höjningarna genomförs sannolikt med stor försiktighet. Generellt kvarstår en **grundläggande osäkerhet om penningpolitikens verkningsgrad** i en miljö då behoven av att reparera balansräkningarna fortfarande är stora. **Finanspolitiken är nu på väg in i en ganska neutral fas efter tidigare åtstramningar**. Hög skuldsättning gör att utrymmet för stimulanser är mycket begränsat. **Istället riktas fokus mot åtgärder som inte innebär så stor budgetbelastning**. Det gäller t ex skatteomläggningar som gynnar hushåll med lägre inkomster och möjligheter att få igång investeringar genom olika metoder att initiera samarbete mellan offentliga institutioner och näringslivet. **Den geopolitiska osäkerheten kommer troligen att bestå** under överskådlig tid med en rad pågående regionala konflikter. Effekterna på oljepriset verkar inte bli stora, men

handelsstörningar och ett mer avvaktande investeringsbeteende lär dämpa tillväxten något också framöver.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2013	2014	2015	2016
USA	2,2	2,2	3,4	3,1
Japan	1,5	1,1	1,2	0,8
Tyskland	0,1	1,2	1,4	1,8
Kina	7,7	7,5	7,3	6,9
Storbritannien	1,7	3,1	2,8	2,6
Eurozonen	-0,4	0,7	1,1	1,5
Norden	0,6	1,5	2,0	2,2
Baltikum	2,9	2,1	2,7	3,6
OECD	1,4	1,9	2,5	2,4
EM-ekonomier	4,8	4,6	5,0	5,1
Världen, PPP	3,3	3,4	3,9	4,0

Källa: OECD, SEB

Vi landar i slutsatsen att en uppväxling av tillväxten **2015 är det mest sannolika scenariot för världsekonomin**. I en miljö med lågt resursutnyttjande finns det ett betydande utrymme för fortsatt kraftig monetär stimulans. Historiskt sett är det mycket ovanligt att en nedgång i ekonomin sker innan det att centralbankernas normaliseringsprocess ens har påbörjats. Förhöjd geopolitisk osäkerhet och fortsatta trögheter kopplade till balansräkningsanpassningar dämpar kraften i uppgången och fördröjer en tydlig investeringsuppgång. Men med en amerikansk ekonomi på väg upp är det inte troligt att detta ska bryta den globala återhämtningen. Sammantaget **räknar vi med att BNP-tillväxten i OECD-området hamnar på 2,5 procent 2015 och tiondelen lägre 2016**. För såväl 2014 som 2015 innebär det en nedrevidering med två tiondelar jämfört med tidigare prognos.

I snabbväxande ekonomier (EM, Emerging Markets) räknar vi också med en viss acceleration i tillväxten 2015 och 2016. De flesta länder har visat motståndskraft under rådande geopolitiska turbulens och vi tror också länderna generellt är väl rustade att hantera effekterna av Feds försiktiga räntehöjningar. Sammantaget ökar tillväxten i EM från 4,6 procent 2014 till ca 5 procent 2015 och 2016.

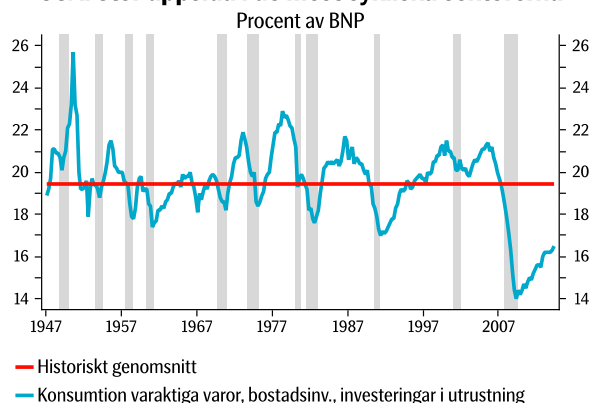
I en miljö där stora centralbanker är på väg åt olika håll, och där tillväxten accelererar något men stora nedåtrisker kvarstår, blir de finansiella trenderna mindre tydliga. På lite sikt är det troligt att de anglosaxiska centralbankernas räntehöjningar **leder till en måttlig uppgång i obligationsräntorna**. Allt större skillnader i styrräntor mellan Fed och ECB gör att spreaden mellan

amerikanska och tyska 10-årsräntor vidgas ytterligare från dagens redan höga nivå. Räntorna förblir därmed historiskt låga i Europa; den tyska 10-årsräntan når inte över 2 procent under prognosperioden. **Volatiliteten på börserna kommer troligen att öka** i takt med att Feds räntehöjningar närmar sig. Om vår prognos med ett bestående lågt ränteläge och en viss acceleration i global tillväxt besannas finns viss potential för stigande aktiekurser på sikt. **Även valutorna kommer i hög grad att påverkas av skillnaderna i penningpolitik**, vilket bl a innebär en gradvis förstärkning av dollarn. Vi räknar med att EUR/USD fortsätter nedåt mot 1,20 i slutet av 2016. De skandinaviska valutorna kommer på sikt att förstärkas mot euron, men försiktiga centralbanker bidrar till att begränsa potentialen. Den svenska kronan kommer därtill under hösten att tyngas av ytterligare riksbanksstimulanser och av politisk osäkerhet i samband med riksdagsvalet.

USA draglok för motsträvig världsekonomi

Det mesta tyder nu på att svackan i USA-ekonomin i början på 2014 berodde på tillfälliga effekter som t ex ogynnsamt vinterväder, lageravveckling i bilindustrin och tillfälliga effekter av ekonomisk-politiska åtgärder (se fördjupningsruta i USA-avsnittet). BNP-tillväxten vände upp till 4,0 procent (uppräknad årstakt) andra kvartalet. Flera faktorer talar för en fortsatt uppgång med en BNP-tillväxt över 3 procent både 2015 och 2016. Förtroendeindikatorer ligger på en hög nivå, arbetsmarknaden har lagt in en högre växel och stigande förmögenheter och goda inkomster gynnar konsumtionen. Finanspolitiken är i nuläget mindre stram och mindre osäker än på länge. Även om Fed påbörjar räntehöjningar nästa vår ger penningpolitiken fortsatt stöd. I en sådan miljö ser vi goda utsikter till att cykliska sektorer ska expandera från dagens nedpressade nivåer. I slutet av prognosperioden sjunker arbetslösheten under sin jämviktsnivå, men vi räknar ändå inte med att generella resursproblem ska stoppa återhämtningen.

USA: Stor uppsida i de mest cykliska sektorerna



Källa: BEA, SEB

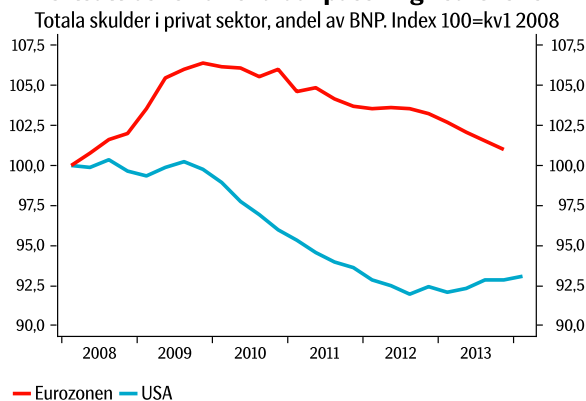
Förnyade svagheter i eurozonen

I eurozonen har besvikelserna dominerat den senaste tiden. Även tysk ekonomi har försvagats, vilket troligen delvis är kopplat till direkta och indirekta konsekvenser av handelsstörningarna med Ryssland. Generellt är eurozonens ekonomi sårbar i en situation då balansräkningsanpassningen har lång

väg kvar. Därtill fungerar kreditmarknaden ännu inte tillfredsställande, även om riskpremierna för statspapper sjunkit markant. Svag real tillväxt i kombination med mycket låg inflation gör att nominell BNP stagnerar. Detta förvärrar skulddynamiken för många länder, då genomförda besparingar inte räcker för att skulden som andel av BNP ska vända nedåt. Vi har reviderat ned våra tillväxtprognoser ganska tydligt och räknar nu med att **BNP ökar med 0,7 procent i år och med 1,1 procent 2015** (tidigare 1,0 och 1,6). År **2016** blir tillväxten **1,5 procent**.

Den något starkare tillväxten drivs i hög grad av stimulanser från ECB. De åtgärder som beslutades i början på juni har ännu inte börjat verka i speciellt hög grad och därtill räknar vi med ytterligare stimulanser framöver. Omvärlden ger också viss draghjälp och flera krisländer, inte minst Spanien, är på väg in i en starkare tillväxtfas efter den tidigare djupa nedgången. Frankrike och Italien uppvisar dock oroande stagnationstendenser. Processen mot ökad politisk och ekonomisk integration går trögt. Valet till EU-parlamentet i våras blev en framgång för de partier som är emot mer överstatlighet. Den närmaste tiden kommer processen mot en gemensam bankunion att rulla på, men i övrigt lär inte mycket hända. Eurozonen har därför en bra bit kvar innan man lagt grunden för en stabilt fungerande valutaunion och ECB:s insatser är fortsatt viktiga för att hålla ihop valutaunionen.

Fortsatt behov av skuldanpassning i eurozonen



Källa: Banque de France

EM-ekonomier visar motståndskraft

Tillväxtekonomierna har den senaste tiden visat motståndskraft mot den ökade geopolitiska osäkerheten. Vi räknar sammantaget med en viss acceleration i tillväxten det närmaste året, bl a beroende på utrymme för en fortsatt mjuk penningpolitik. Länderna brottas visserligen med olika typer av strukturerproblem, men vi bedömer ändå att de är ganska väl rustade att möta de utmaningar som Feds kommande höjningar för med sig. Inte minst utgör generellt starka externbalanser och robusta växelkurssystem en skillnad mot situationen på 1990-talet när den s k Asienkrisen bröt ut.

Den **kinesiska ekonomin** verkar stå emot pågående nedgång i byggsektorn. Vi har reviderat upp BNP-tillväxten något till 7,5 procent och förutser sedan en kontrollerad och försiktig dämpning ned till 6,9 procent 2016. Stora förhoppningar ställs

till den **nya indiska** regeringens (BJP) ekonomiska politik. Vi ser viss risk för besvikelser på reformsidan, men tror ändå att tillväxten accelererar från 5,0 procent i år upp till runt 6 procent 2015 och 2016. Strukturella faktorer har bidragit till att tillväxten i **Brasilien** har bromsat in rejält senaste åren. Perioden 2000 till 2010 uppgick den årliga tillväxten till i genomsnitt 3,7 procent. Vår BNP-prognos för 2014 ligger på 1 procent. Omfattande strukturreformer behövs för att få fart på ekonomin och investeringar behöver ta över stafettpippen från privat konsumtion som huvuddrivkraft för tillväxten. Presidentvalet i oktober skulle kunna fungera som katalysatorer för förändringar, men ingen av huvudkandidaterna har uppvisat någon imponerande reformagenda. Den svaga tillväxten fortsätter under prognosperioden med en BNP-tillväxt på 2 till 2½ procent 2015 och 2016.

Nedåtrisker har ökat något

Den ökade geopolitiska oron i kombination med förnyade stagnationstendenser i eurozonen gör att nedåtriskerna ökat något de senaste månaderna. På lite sikt ser vi också en viss risk för att amerikanska räntehöjningar kommer i ett så tidigt skede att det får negativa konsekvenser för omvärlden. **Vi har därför höjt sannolikheten för vårt lågtillväxtscenario till 30 procent från tidigare 25 i *Nordic Outlook Maj 2014*.**

Permanent högre geopolitisk risknivå

De senaste månaderna har den geopolitiska osäkerheten eskalerat. Framför allt har Ryssland/Ukrainafrågan, den islamistiska (IS)-offensiven i Irak och Israel-Palestinakonflikten stått i fokus. Därutöver finns en rad andra konflikter där någon lösning inte är sikte, t ex inbördeskriget i Syrien, det tilltagande sönderfallet i Libyen och ökade spänningar mellan olika grupper i flera andra afrikanska länder. I de politiska kulisserna ser vi också att Kinas ökande styrka och på sikt växande maktambitioner skapar spänningar i Östasien, inte minst i relationerna till Japan och Vietnam.

EU har tagit steget in den skarpaste fasen (fas 3) i sin sanktionsplan mot rysk ekonomi. Ryssland har i sin tur svarat med handelshinder mot flyg-, jordbruks-, och livsmedelssektorerna. Västsanktionerna förstärker den strukturellt svaga trenden i rysk ekonomi och konflikten i sig har redan fört in Ukraina i en djup recession. **Vår bedömning är dock fortfarande att de direkta effekterna för EU är ganska små.** Värst drabbas Finland och de baltiska länderna som är mest beroende av handeln med Ryssland. Vi tror att EU-länderna framöver kommer att vara obenägna att trappa upp handelssanktionerna ytterligare, delvis på grund av ekonomisk sårbarhet på hemmaplan. Sannolikheten för en rysk invasion av delar av östra Ukraina har dock ökat den senaste tiden, och därmed också riskerna för allvarliga ekonomiska spridningseffekter.

Oljepriset har inte pressats upp av krishärdarna i Nordafrika och Mellanöstern utan istället haft en fallande tendens. Att den kanske viktigaste länken mellan geopolitisk oro och global ekonomisk aktivitet verkar ha brutits gör

Sannolikheten för ett scenario med snabbare tillväxt bedömer vi, liksom i de senaste utgåvorna av Nordic Outlook, **till 20 procent.** Vår huvudprognos innebär att spridningseffekter från den amerikanska uppgången blir svagare än vanligt. En potential på uppsidan för den globala prognosen är ändå att USA-uppgången blir en draghjälp för omvärlden som är mer i linje med historiska mönster.

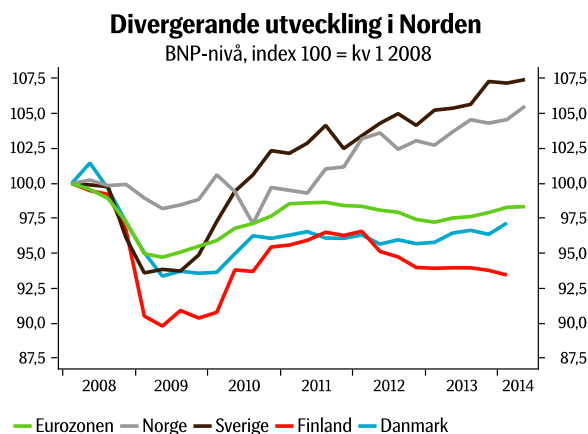
Finland tappar mot övriga Norden

De nordiska länderna visar fortsatt divergerande tillväxttrender. **Svensk** ekonomi uppvisar hyfsad tillväxt, främst beroende på en stark konsumtion som gynnas av stigande realinkomster och tillgångspriser. Industriproduktion och export vill dock inte ta fart och kommer även framöver att visa en dämpad utveckling. Sysselsättningen stiger, men snabbt ökande arbetsutbud gör att arbetslösheten sjunker mycket långsamt. Finanspolitiken blir troligen neutral de närmaste åren även om osäkerheten är stor om hur den ekonomiska politiken kommer att utformas efter riksdagsvalet i september. Låg inflation och fallande inflationsförväntningar fortsätter att pressa Riksbanken som levererar ytterligare stimulanser under hösten.

effekterna mer oklara. Rimligen har de ökade geopolitiska spänningarna en hämmande psykologisk effekt, främst på investeringsviljan. Men ibland tycks det massiva nyhetsflödet från krishärdarna leda till att de globala ekonomiska och finansiella effekterna av uppdykande kriser inledningsvis tenderar att överdrivas.

I ett längre perspektiv kan man ändå se ett negativt trendbrott. **Avspänningen efter Sovjetunionens fall och det kalla krigets avslutning innebar en stimulans för världsekonomin.** Processen mot ökad demokrati och ekonomisk liberalisering stimulerade länge efterfrågan och handel. USA kunde överföra resurser från militär till civil användning och ändå upprätthålla en roll som oomstridd supermakt som garanterade stabila förhållanden för den internationella handeln.

Mycket tyder på att vi nu är på väg in i en fas med försvagad auktoritet för USA av både politiska och ekonomiska skäl. Intressekonflikten mellan Väst och Ryssland lär bestå, inte minst mot bakgrund av rådande politiska trender i Ryssland. Samtidigt lär rivaliteten mellan Kina och USA öka i takt med att Sydostasien blir en allt viktigare motor för världsekonomin. Utvecklingen innebär både hot och möjligheter. **Men den stimulanseffekt för global handel som de tidigare decenniernas avspänning skapade kommer knappast tillbaka.** Istället är det troligt att den geopolitiska situationen förblir osäkrare framöver. Sannolikt kommer regionala konflikter att bli vanligare. Detta innebär troligen att också att världssamfundet måste bereda sig på att hantera större flyktingströmmar.



Den **finska** ekonomin kämpar i motvind. Strukturella problem inom skogs- och IKT-sektorerna har länge hämmat utvecklingen och nu drabbas landet också relativt hårt av låg rysk tillväxt och ryska importrestriktioner. De flesta delarna av den finska ekonomin är pressade; exporten går svagt, arbetslösheten är hög och hushållens inkomster ökar i långsam takt samtidigt som företagen tvekar att investera. BNP faller med 0,6 procent 2014 och ökar därefter svagt 2015 och 2016. **Dansk** ekonomi uppvisar stigande tillväxtstyrka efter flera svaga år. Stigande sysselsättning, ökande bostadspriser och en mjukare finanspolitik stöttar hushållen och en förbättrad internationell konjunktur gynnar företagssektorn. Vår bedömning är att resursutnyttjandet är relativt lågt i utgångsläget, vilket bidrar till att BNP växer över trend under hela prognosperioden. **Norsk** ekonomi präglas av krafter som drar i olika riktning. Motvinden kommer från dämpade investeringar inom olja/gassektorn samt svaga bostadsinvesteringar. Men arbetsmarknaden har stabiliserats, liksom bostadsmarknaden, och goda realinkomstökningar ger stöd till konsumtionen. Norges BNP väntas växa upp från 1,6 i år, 1,7 procent nästa år och 2,1 procent 2016, vilket är något under trendtillväxt.

Norden och Baltikum, BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2013	2014	2015	2016
Sverige	1,6	2,1	2,9	2,7
Norge	0,6	1,6	1,7	2,1
Danmark	0,4	1,8	2,3	2,5
Finland	-1,2	-0,6	0,5	0,9
Estland	0,8	0,5	1,8	3,0
Lettland	4,1	2,5	2,7	3,4
Litauen	3,3	2,7	3,2	4,0

Källa: OECD, SEB

Baltikum tyngs av Rysslandseffekter

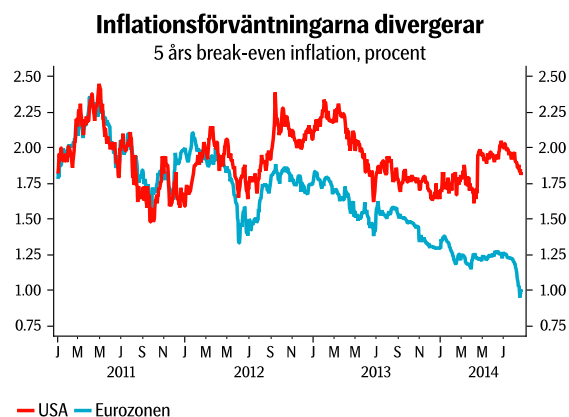
Baltikum drabbas relativt hårt av den rysk-ukrainska konflikten på grund av stort handelsutbyte med Ryssland. Export och investeringar hämmas av rysk stagnation och ökad regional osäkerhet. De ryska livsmedelsrestriktionerna slår hårdast mot Litauen. Generellt är dock Estland mest utsatt beroende på sin

högre exportandel och starka kopplingar till den vacklande finska ekonomin.

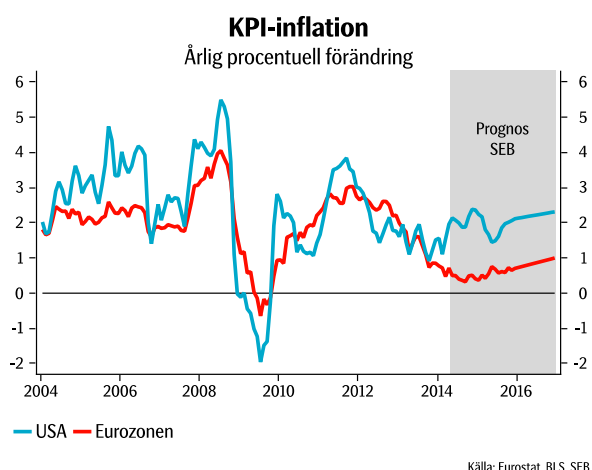
Samtidigt finns positiva tillväxtkrafter i Baltikum. Privat konsumtion fortsätter att utvecklas relativt starkt, med stöd av fortsatt höga reallöneökningar. På investeringssidan fortsätter byggandet att växa samtidigt som infrastruktursatsningar nästa år får ökat stöd från EU-fonder efter de senaste årens minskning. Direktinvesteringarna i Litauen får också en extra knuff av eurointrädet den 1 januari 2015. Sammantaget spår vi en viss uppväxling av den baltiska tillväxten 2015-2016. Prognoserna för 2015 har dock skrivits ned med ca 0,5 procentenheter för samtliga länder jämfört med *Nordic Outlook* i maj.

Allt större skillnader i inflationsmiljö

Under första halvåret bidrog skattehöjningar i Japan och stigande kärninflation i USA till att KPI-inflationen i OECD-området steg från 1,5 till ca 2 procent. Generellt fortsätter dock inflationstrycket i utvecklade ekonomier att vara lågt. Många drivkrafter är gemensamma, bl a fortsätter **långt resursutnyttjande att pressa löner och vinstmarginaler**. De internationella producentpriserna på konsumtionsvaror fortsätter också att falla. Den senaste tiden har fallande råvarupriser, framför allt på energi och livsmedel, satt ytterligare press nedåt på inflationen. Framöver räknar vi med att oljepriset ligger ganska stabilt runt 100 USD/fat. Stigande produktion i USA och Saudiarabien och något lägre internationell oljefterfrågan, bl a beroende på lägre priser på andra energislag, kompenserar för produktionsstörningar i krisområden. Riskerna för oljepriset ligger på nedsidan.



Skillnaderna i inflationsmiljö mellan olika regioner blir samtidigt allt mer framträdande. I USA har KPI-inflationen dragit sig uppåt från 0,9 procent i oktober 2013 till 2,0 procent i juli. Enhetsarbetskostnader har hittills pressats upp något av fallande produktivitetstillväxt, men framöver är det troligt att lönerna tar över som drivkraft när arbetslösheten närmar sig sin jämvikt. Inflationsförväntningarna i USA ligger på ganska bekväma nivåer sett ur ett centralbanksperspektiv och Fed har följaktligen tonat ned deflationsriskerna. Våra prognoser pekar på att KPI-ökar med 1,9 procent 2015 och med 2,2 procent 2016. Feds favoritmått, deflatorn för privat konsumtion (PCE), hamnar en bit lägre. Riskerna ligger dock på uppsidan.



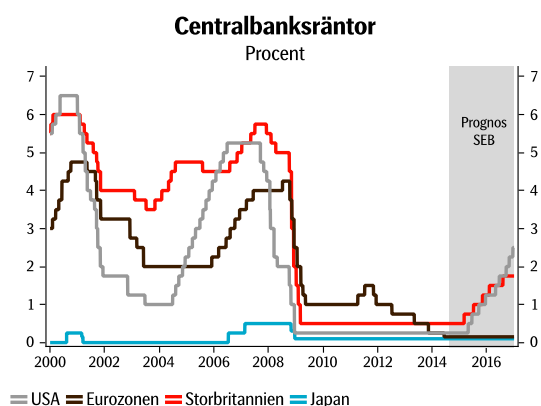
I eurozonen står däremot deflationshotet fortfarande i fokus. Inflationen har fortsatt att överraska på nedsidan och nedgången i inflationsförväntningar har snarast accelererat efter ECB:s breda stimulanspaket i början på juni. Löne- och prispassningar i krisländerna fortsätter; både Grekland och Spanien uppvisade fallande priser i juli. Men även i Tyskland ligger inflationen under 1 procent, vilket försvårar möjligheterna för krisländerna att lösa konkurrensproblemen. Vår bedömning är att regionen som helhet kan undvika deflation, bl a genom att ytterligare ECB-stimulanser förbättrar situationen på kreditmarknaden och bidrar till att försvaga euron. Mätt som årsge-nomsnitt blir HIKP-inflationen **0,5 procent 2014 och ökar därefter något till 0,6 respektive 0,9 procent 2015-2016**. Kärninflationen ligger 2015-2016 något under HIKP-inflationen.

Centralbanker inför vitt skilda vägval

Världens centralbanker står inför flera utmaningar och dilemma. Nuvarande system ålägger dem ett tungt stabiliseringspolitiskt ansvar, men det är inte självklart att tillgängliga medel är tillräckligt verkningsfulla. Rådande lågräntemiljö både stimulerar och framtvänger ökat finansiellt risktagande, men det är långt ifrån säkert att den ger produktiva investeringar. Samtidigt ökar riskerna för finansiella obalanser ju längre den exceptionella lågräntemiljön består. I nuläget råder det heller knappast någon enighet om hur framtida ansvarsfördelning ska se ut när det gäller att säkerställa finansiell stabilitet och motverka finansiella obalanser. Samspelet mellan räntepolitik, skattepolitik och makrotillsyn blir i en sådan miljö extra komplicerat och svårbedömt.

Penningpolitiken kommer sammantaget att förbli expansiv under prognosperioden, men de ledande centralbankerna i OECD-området står inför skilda vägval. Vi räknar med att BoE och Fed tar de första försiktiga normaliseringsstegen under första halvåret 2015. Vår prognos är att BoE blir först ut med en räntehöjning i februari och att Fed följer efter i april. Sedan genomförs en försiktig höjningscykel och i slutet av 2016 ligger den amerikanska styrräntan på 2,5 procent och den brittiska på 1,75 procent. I två temaartiklar (*Vad ska centralbankerna sikta mot?* och *Låg potentiell BNP-tillväxt i USA: här för att stanna?*) diskuterar vi orsakerna till varför vi tror att höjningarna sker i långsammare takt än vad som varit historiskt normalt och

varför vi tror att den neutrala styrräntan nu ligger runt 3 procent; klart lägre än tidigare. Några aktiva förändringar av de penningpolitiska värdepappersportföljerna genomförs troligen inte vare sig i USA eller Storbritannien under prognosperioden.



Vi räknar samtidigt med att ECB och BoJ utökar sina stimulan-ser. BoJ expanderar under hösten sin balansräkning utöver vad som hittills annonserats. Trög tillväxt och fallande inflationsförväntningar gör att ECB under våren 2015 påbörjar traditionell QE-politik med viktade köp av statsobligationer. ECB:s och BoJ:s styrräntor ligger kvar på nära noll procent under hela vår prognosperiod.

Låg inflation och fallande inflationsförväntningar gör att **Riks-banken sänker räntan ytterligare till 0,15 procent under hösten 2014**. Vi räknar också med att direktionen enas om guidning med hjälp av villkor som ska vara uppfyllda för att reporäntan ska höjas. Beslut om nya åtstramningsåtgärder inom makrotillsynen kommer troligen också under hösten, vilket ökar manöverutrymmet för penningpolitiken. Riksbanken påbörjar sedan höjningarna först i början på 2016 och i slutet av 2016 ligger reporäntan på 1,0 procent

Fortsatt särkoppling av obligationsräntorna

Efter en tillfällig USA-driven uppgång i fjol har internationella långa räntor under 2014 åter befunnit sig på en nedåtgående trend. 10-åriga räntor i USA har sjunkit med ca 60 punkter sedan årsskiftet, medan den tyska tioåringen nästan halverats till nya rekordlåga nivåer under en procent. Räntenedgången har drivits av flera faktorer. Konjunkturen har vid upprepade tillfällen visat svaghetstecken och inflationen har överraskat på nedsidan, framförallt i eurozonen. Därtill kommer nya penningpolitiska lättnader från ECB och lugnande signaler från Fed avseende takten i räntehöjningarna. Geopolitisk oro har också bidragit till en ökad aptit på likvida amerikanska och tyska statspapper.

Finanspolitiken söker nya vägar

Efter de senaste årens åtstramningar ser finanspolitiken ut att ge en relativt neutral tillväxtimpuls de närmaste åren. De offentliga budgetunderskotten har kommit ned till en nivå som stabiliserar statskulden, även om BNP-stagnationen försvårar skuldproblematiken i eurozonens krisländer. Skuldnivåerna ligger dock på så höga nivåer i flertalet utvecklade ekonomier att ofinansierade satsningar är svåra att genomföra.

Finanspolitiken har ändå en viktig roll att spela. Riskerna kvarstår för en långvarig (sekulär) stagnation kopplad till försvagad verkningsgrad för räntepolitiken i rådande balansanpassningsmiljö kvarstår, vilket den senaste tidens försvagning i eurozonen ytterligare accentuerat. I förra *Nordic Outlook* diskuterade vi skattepolitikens möjligheter i fördjupningsrutan "Skattepolitiken - Nyckeln till tillväxtläset". Huvudidén, i bl a IMF:s analyser och förslag, är att skatteomläggningar med en mer fördelningsmässigt gynnsam profil ger en stimulansinjektion. **Detta beror på att hushåll med lägre inkomster tillförs resurser och att dessa normalt har högre marginell konsumtionsbenägenhet.**

Möjligheten att snabbare få ingång i investeringarna börjar nu också bli en allt viktigare fråga i den internationella debatten. Trögheten i investeringsaktiviteten kan ha flera orsaker t ex global överkapacitet eller ökad politisk osäkerhet på nationell och global nivå. En annan förklaring är att avkastningskraven fortfarande är för höga, vilket skapar finansiell kortsiktighet och hämmar satsningar

i ökad produktionskapacitet. Motiven för stora infrastrukturinvesteringar i sektorer som transport, energi, vatten och kommunikation är flera. Förutom en konjunkturell tillväxtimpuls kan de också förbättra den långsiktiga tillväxtpotentialen. För utvecklingsländerna hjälper infrastrukturinvesteringar till att lyfta tillväxten, minska fattigdomen och främja miljö- och klimatarbetet.

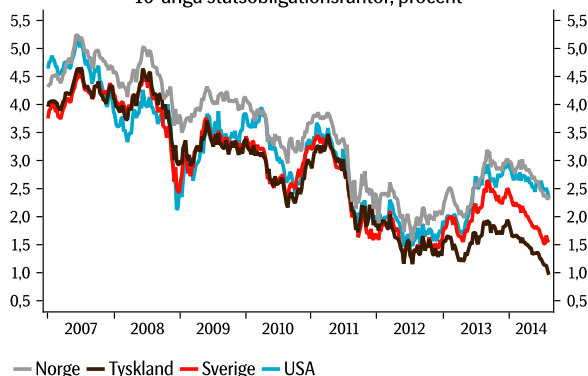
Att med hjälp av statliga styrmedel försöka kick-starta privata investeringar går just nu som en röd tråd i debattföra som t ex G20, EU och Brics. För att undvika ökad offentlig skuldsättning är en strategi att t ex Europeiska investeringsbanken, Världsbanken, IMF eller Brics nya utvecklingsbank ska mobilisera resurser till reala investeringar. Genom samarbete ska också långsiktiga investerare, som t ex pensionsfonder finna intressanta investeringsalternativ.

De exakta formerna för samarbetet är under utarbetning. Men ska infrastrukturprojekten med privat delfinansiering bli möjliga kommer det att ställas krav på långsiktighet och brett parlamentariskt stöd. Samarbetet kräver också en hög grad av säkerhet i utformningen av legala kontrakt som reglerar ansvarsfördelningen mellan inblandade parter. Ambitionerna är att länderna i anslutning till höstens toppmöte i G20 i Brisbane ska ta de första konkreta stegen. Därmed finns en press på samtliga 19 länder plus EU att leverera beslut; G20:s målsättning är att åtgärderna ska bidra till att lyfta den globala tillväxten med 2 procent de närmaste fem åren.

Utvecklingen för internationella räntor kommer även framöver att präglas av en historiskt expansiv penningpolitik. I USA stiger långa räntor inför starten på räntehöjningarna nästa vår. Uppgången framöver begränsas dock av att **Fed kan väntas gå betydligt långsammare fram än under tidigare höjningscykler**, även om vi ser en uppåtrisk i förhållande till den försiktiga marknadsprissättningen. 10-åriga statsräntor i USA ligger på 3,20 i slutet av nästa år och 3,60 i slutet av 2016.

Långa räntor har åter trendat nedåt

10-åriga statsobligationsräntor, procent



Källa: Macrobond

Sjunkande inflationsförväntningar och förväntningar om ytterligare lättnader från ECB sätter tryck nedåt på långa tyska

räntor under hösten. Lyckas ECB stabilisera och höja inflationsförväntningarna tror vi dock att långa tyska räntor åter kan börja dra sig uppåt i linje med amerikanska mönster i samband med QE-program. I slutet av 2015 ligger tyska 10-åriga statsobligationsräntor på 1,50 procent och i slutet av 2016 på 1,90 procent. Det innebär att räntedifferensen mellan USA och Tyskland vidgas ytterligare från dagens runt 140 punkter till 170 punkter – så stora har skillnaderna mellan USA och Tyskland inte varit sedan 1980-talet. **Särkopplingen i konjunktur och inflation mellan USA och eurozonen slår igenom även på räntemarknaden.**

I Sverige har spreaden mot tyska långräntor krympt i spåren av Riksbankens 50-punktersänkning i juli. Nya åtgärder från Riksbanken i form av en sänkning under fjärde kvartalet plus tydligare guidning om vad som krävs för att Riksbanken åter ska börja höja räntan minskar räntedifferensen till som lägst 40 punkter, jämfört med drygt 60 punkter idag. När räntehöjningar åter närmar sig 2016 vidgas spreaden till omkring 70 punkter i slutet av 2016, vilket är i närheten av toppnivåerna de senaste 20 åren. Låga internationella räntor innebär att **räntan på en 10-årig svensk statsobligation ändå ligger kvar på låga nivåer kring 2,60 procent i slutet av 2016.**

Stigande aktivitetsnivå under sommaren och en inflation som bitit sig fast på höga nivåer har gjort att norska obligationsräntor inte dragits med i den tyska nedgången. Under hösten räknar vi med att bättre likviditet på den norska räntemark-

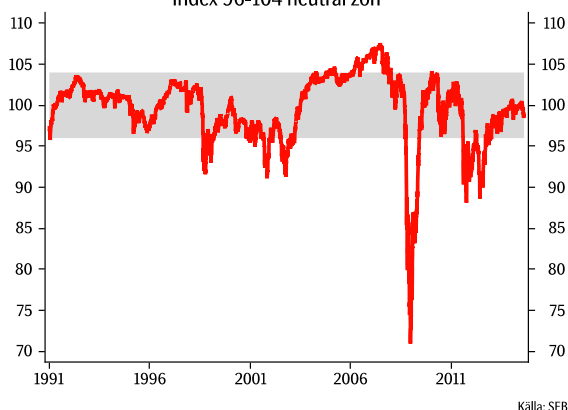
naden bidrar till en krympande spread. **10-årsspreaden mot Tyskland minskar därmed från dagens rekordhög nivåer på 130-140 punkter till 120 punkter i slutet av året och till 90 punkter i slutet av 2015.**

Ökad börsvolatilitet på väg

Det senaste halvåret har börserna ställts inför en rad utmaningar. Konjunktursignalerna har inte övertygat och geopolitiska oroshärder har avlöst varandra. SEB:s mått på global riskapitet har också gradvis fallit tillbaka. Men trots konjunkturbesvikelser på flera viktiga marknader landade en majoritet av delårsrapporterna för andra kvartalet nära eller över förväntan avseende vinster och försäljning. Vår bedömning är också att behovet av att revidera ned vinstutsikterna minskat eller t o m upphört. Utsikterna för ytterligare penningpolitiska stimulanser – från t ex ECB och BoJ – har också befast bilden av varaktigt låga räntor. **De låga räntorna fungerar som krockkudde i osäkert läge när börsvärderingen börjar nå högre nivåer.**

SEB:s index för riskapitet

Index 96-104 neutral zon

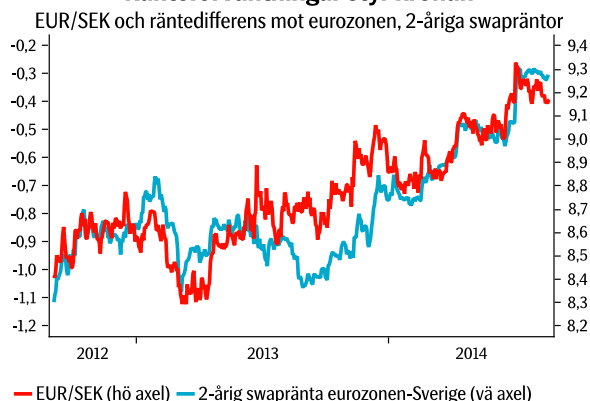


Framöver ser vi en rad olika krafter som påverkar börsklimatet. De penningpolitiska impulserna blir blandade, men i takt med att de anglosaxiska centralbankernas räntehöjningar kommer närmare väntas volatiliteten öka. Bestående geopolitisk osäkerhet talar också för en volatil utveckling på börserna det närmaste halvåret. Vår prognos om ett bestående lågt ränteläge betyder samtidigt att nuvarande värdering implicerar en ganska hög riskpremie på aktier. Om den globala konjunkturen utvecklas i linje med våra prognoser framstår aktier som ett allt mer intressant alternativ till investeringar i statspapper och företagsobligationer.

Räntepolitik dominerar valutamarknaden

Valutamarknaden fortsätter att präglas av låg volatilitet och range-handel. Sedan årsskiftet har högräntevalutor, ofta råva-ruvalutor, haft den bästa utvecklingen. De drivkrafter som präglat det senaste året lär stå sig även framöver. Spekulative aktörer agerar främst på signaler från centralbankerna om penningpolitiska förändringar där rörelser mot stramare politik ofrånkomligen verkar leda till en starkare valuta.

Ränteförväntningar styr kronan



Givet denna dominerande drivkraft är det naturligt att stå fast vid prognosen om en trendmässigt starkare USD, eftersom Fed kommer att höja räntan långt före ECB. Det senaste året har euron hållits uppe av att investerare haft en stor benägenhet att öka sina europeiska portföljinnehav när ECB lyckats stabilisera läget i eurozonen. Denna faktor börja nu klinga av i styrka, vilket gör att euron fortsätter att försvagas mot USD. Vi räknar med att EUR/USD står i 1,30 i slutet av 2014 för att sedan röra sig vidare ned mot 1,20 i slutet av prognosperioden.

Den japanska yenen har stabiliserats efter den tidigare Bank of Japan-drivna försvagningen. Vi tror att JPY på lite sikt fortsätter att försvagas, bl a beroende på nya stimulanser från centralbanken och att USD/JPY rör sig mot en nivå runt 115 i slutet av 2015.

Riksbankens räntesänkningar från 1,0 procent i december till nuvarande nivå på 0,25 procent har lett till att SEK hittills under 2014 utvecklats svagast bland G10-valutorna. I den senaste tidens lugnare miljö har kronan dock återtagit viss mark med stöd av underliggande kronpositiva flöden. Osäkerhet i samband med riksdagsvalet i kombination med ytterligare stimulansåtgärder från Riksbanken kommer troligen att tynga kronan i det korta perspektivet. Nedsidan för kronan är dock begränsad och mot slutet av året handlas EUR/SEK på 9,25. Under 2015 och 2016 ser vi sedan en gradvis förstärkning av kronan när den starkare svenska tillväxten bidrar till att Riksbanken påbörjar räntehöjningar långt före ECB. I slutet av 2015 står EUR/SEK i 8,90 och i slutet av 2016 i 8,70. Vår prognos om en gradvis förstärkning av dollarn mot euron leder till en långsam uppgång av USD/SEK till en nivå på 7,25 i slutet av prognosperioden.

Vår prognos om att Norges Bank inte kommer att leverera den sänkning som marknaden delvis diskonterat gör utsikterna för norska kronan försiktigt positiva. En alltför stark valuta riskerar dock att pressa fram en räntesänkning och vi tror att Norges bank vid en sådan valutakursutveckling återigen kommer att varna marknaden. EUR/NOK runt 8,00 verkar därför vara ett riktmärke på något års sikt.

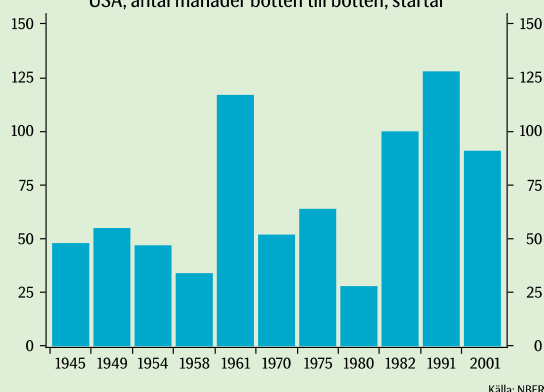
Hur länge varar återhämtningen?

Den ekonomiska återhämtningen har nu pågått under en ganska lång period. Börskurser, industriproduktion och BNP bottnade generellt 2009 och har därefter visat en uppåtgående trend i de flesta länder. När vi nu utvidgar prognoshorisonten till att gälla även 2016 – åtta år efter Lehman-kraschen – finns det skäl att fråga sig hur länge återhämtningen kan pågå. Man kan tänka sig flera angreppssätt för att bedöma detta:

Historiska mönster. Under decennierna efter andra världskriget kunde man skönja en viss regelbundenhet med konjunkturcykler som uppgick till ca 5 år (inkluderande både uppgång och nedgång). Ofta drevs konjunkturerna av arbetsmarknads-, investerings- och lagercykler. Med detta mekaniska sätt att tänka skulle en ny konjunkturedgång kunna komma snart. Efter det att finansmarknaderna avreglades i början på 1980-talet tycks dock mönstret ha ändrats. Uppgångsfaserna har blivit längre. Normalt har olika former av bubbelliknande obalanser gradvis byggts upp och när dessa blir ohållbara har relativt djupa och snabba nedgångar följt. Vår slutsats är att det i nuläget knappast är meningsfullt att bedöma varaktigheten i återhämtningen med hänvisning till historisk regelbundenhet.

Konjunkturcykeln har blivit längre

USA, antal månader botten till botten, startår



Produktions- och arbetsmarknadsgap. Resursgapanalys är ett naturligt redskap för att försöka bedöma varaktigheten i expansionen. Den ökade ekonomiska internationella integrationen, inte minst via ökad rörlighet för arbetskraft, innebär att produktionsgapen i allt högre grad blir en global fråga. Den ländersvisa gapanalysen är dock viktig för utformningen av ekonomisk politik, eftersom den antas ge vägledning om kommande inflations- och överhettningssrisker. Under prognosperioden finns tydliga skillnader mellan olika regioner. I USA räknar vi med att arbetslösheten 2016 sjunker under jämviktsnivå, men nedpressade nivåer för produktivitet och arbetsutbud talar ändå för att det finns viss ledig kapacitet i ekonomin. En liknande situation gäller Storbritannien. Den låga tyska arbetslösheten talar för att ekonomin ligger nära normalt kapacitetsutnyttjande medan det finns gott om lediga resurser i övriga eurozonen. Sammanfattningsvis är vår bedömning att vi ligger ganska nära

Produktionsgap i valda länder

Procent av BNP*

	2014 kv 2	2016 kv 4
USA	3,5	1,0
Japan	1,5	0,5
Euro zonen	4,0	2,0
Tyskland	1,5	0,5
Storbritannien	2,0	0,5
Sverige	3,0	1,0
OECD	3,2	1,0

*Positiva tal betyder ledig kapacitet

Källa: OECD, SEB

jämvikt vid utgången av 2016, men att det även då finns viss ledig kapacitet i OECD-området som helhet. Gapkalkylen tyder därför på att uppgången kan pågå ett tag till.

Obalanser och finansiella bubblor. Gapanalysen har dock inte varit tillräcklig för att förutsäga de stora skiftena i finansiell och ekonomisk utveckling på senare tid. Under en lång period (the Great Moderation) var inflationen närmast föräddisk låg och stabil i många länder. Centralbankerna med inflationsmål hade därför både legitima och analytiska svårigheter att avgöra när åtstramningar skulle sättas in för att förhindra att obalanserna växte sig ohållbart stora. Den dramatiska krisutvecklingen ledde därför fram till en diskussion om behovet att förändra det ekonomisk-politiska ramverket. Utvecklingen av den nya makrotillsynspolitik syftar just till att avlasta centralbankerna den dubbla uppgiften att samtidigt uppfylla inflationsmålen och bevara den finansiella stabiliteten. Hur effektivt de olika politikgrenarna kan samarbeta för att undvika att ohållbara finansiella obalanser byggs upp i framtiden är dock osäkert.

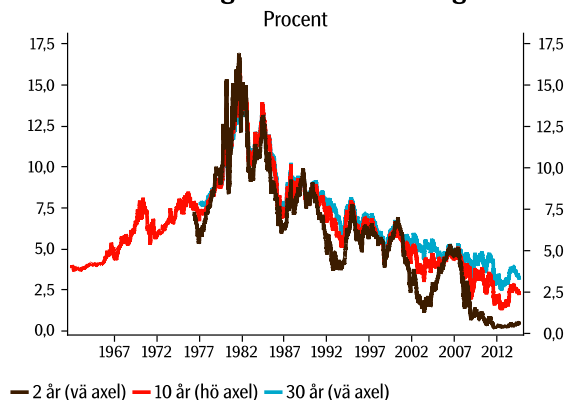
Sammanfattningsvis är det svårt att **dra några tydliga slutsatser om återhämtningens längd utifrån historiska mönster eller regelbundenheter**. De senaste fem årens utveckling har dock bekräftat tidigare erfarenheter av balansräkningskriser; återhämtningen blir syrefattig och utdragen bl a därför att anpassningen försvagar effekterna av räntestimulanser. Detta har bidragit till spekulationer om att tillväxten långsiktig skadats (sekulär stagnation). Denna osäkerhet försvårar visserligen centralbankernas uppgift men det är ändå **inte troligt att resursbrist kommer att bryta uppgången under prognosperioden**. Återhämtningens varaktighet kommer istället sannolikt att avgöras av den ekonomiska politikens utformning. Den stora utmaningen blir att utforma en exitstrategi som undviker såväl en abrupt konjunkturedgång som nya finansiella bubblor. Enligt våra prognoser ställs inte frågan på sin spets de närmaste åren. Slutsatsen är att den försiktiga uppgången kan fortsätta ett tag till.

Tema: Vad ska centralbankerna sikta mot?

- **Centralbanker vid viktiga vägsål**
- **Obligationsportföljer i vänteläge – automatisk anpassning mest trolig**
- **Ny normal styrräntenivå runt 3 procent**
- **Ökad finansiell volatilitet i spåren av räntehöjningar**

Global penningpolitik har nu varit **exceptionellt expansiv i sex år**. Såväl nominella som reala styrräntor har legat nära noll procent eller varit negativa. Samtidigt har centralbankerna expanderat balansräkningarna med 14 650 miljarder USD; en ökning med 83 procent till 22 650 miljarder USD enligt vår beräkning. Ökningen motsvarar 20 procent av såväl global BNP som globalt börsvärde (juli 2014). De ekonomiska utsikterna tyder på fortsatt behov av penningpolitiskt stöd, men i flera länder närmar sig tidpunkten för att **påbörja en normaliseringsprocess med bantad balansräkning och höjd styrränta**.

USA: Även 30-årig ränta nära rekordlåga nivåer



Källa: Macrobond

Centralbankernas försäkringar om att den exceptionella politiken ska bestå till dess att återhämtningen är på fast mark har bidragit till att volatiliteten på finansiella marknader varit mycket låg de senaste åren. Det är därför troligt att normaliseringsprocessen medför **ökad finansiell volatilitet**. Den ekonomiska återhämtningen lär t ex även framöver drabbas av temporära bakslag, vilket kan skapa osäkerhet om normaliseringspolitikens hållbarhet. Därtill kommer effekterna av att stora finansiella globala portföljer också behöver anpassas till en ny riskmiljö.

Ingen snabb bantning av balansräkningar

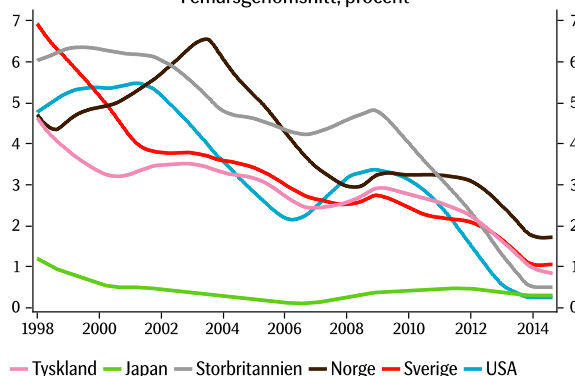
Vår bedömning är att **upjusteringar av styrräntan kommer att vara nästa steg i normaliseringspolitiken** och att aktiva förändringar i obligationsportföljerna dröjer. Genom att höja

räntan vill centralbankerna sannolikt **skapa manöverutrymme** för att kunna hantera nya eventuella bakslag. En minskning av centralbankernas portföljer i ett läge där återhämtningen inte är helt säkrad kan vid nya perioder med ekonomisk svaghet skapa **kommunikativa utmaningar och förnyad penningpolitisk osäkerhet**. En minskning av portföljerna i början av normaliseringen riskerar även att tolkas av marknaden som att räntehöjningar kan tidigareläggas, vilket totalt sett skulle ge en **alltför stor monetär åtstramning**.

Vårt huvudscenario är därför att centralbankernas **obligationsinnehav kommer att anpassas gradvis** genom att förfallande lån inte återinvesteras. Om mängden likviditet i systemet bedöms som alltför stor finns alternativa instrument som kan reducera effekterna på ekonomin. Nya IMF-beräkningar visar att Fed, genom att inte återinvestera förfallande obligationslån, uppnår en portfölj som kan betraktas som optimal ur marknadsvårdande synpunkt om ca åtta år. För Bank of England är situationen annorlunda: först 2060 när den utökade statspappersportföljen sin jämviktsnivå efter den utvidgning med 375 miljarder pund som skett de senaste åren.

Styrräntor: Fallande trend

Femårsgenomsnitt, procent



Källa: Macrobond

Räntehöjningar i små steg

Vår huvudprognos (se *Internationell översikt*) är att **räntehöjningar genomförs med försiktighet och att styrräntorna förblir historiskt sett låga**. Det är också i linje med vad Bank of England och Fed kommunicerar. BoE-chefen Carney har t ex poängterat att **2,5 procent**, inte 5 procent, är **det nya "normala"** för den brittiska reporäntan och att denna nivå kan nås i början av 2017. Det är i och för sig värt att notera att centralbanker ofta är benägna att signalera en försiktig strategi i början av en höjningscykel när man ännu inte är säker på att återhämtningen är riktigt etablerad. I nuvarande situation ser vi dock flera anledningar till att lågräntescenariot kommer att hålla:

1. Konjunktorellt trög tillväxt. Läkeprocesserna efter den globala recessionen/finansskrisen fortsätter, men skuldnivåerna

ligger kvar på ohälsosamt höga nivåer i åtskilliga länder. Detta dämpar tillväxten under flera år framåt genom skuldbantning samt via högre säkerhetssparande och försiktigare investeringar. En längre period med genomsnittligt lägre tillväxt är förenlig med en lägre realränta.

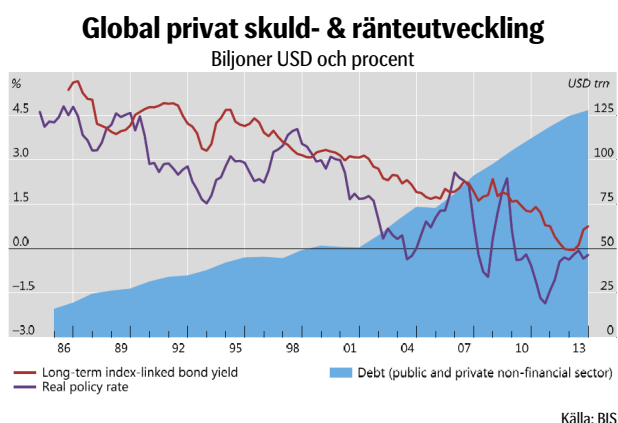
2. Långsiktigt lägre tillväxt. Åldrande befolkning och troligen långsammare produktivitetstillväxt pekar i riktning mot lägre potentiell real tillväxt jämfört med de senaste decennierna. Den kreditdrivna tillväxten fram till krisens utbrott 2008 bidrog sannolikt till att dölja en underliggande trend med fallande produktivitet hos utvecklade ekonomier. Det talar för en ny miljö med lägre real jämviktsränta.

3. Fortsatt inflationspress nedåt. Utökade produktionsresurser inom råvaru-, energi och livsmedelsindustrin samt en mer effektiv resursanvändning väntas ge prispress nedåt framöver. Samtidigt innebär globaliseringen ytterligare integration av produktionskapacitet – i Asien/Afrika – och lönepress nedåt. Inflation är idag i många stycken ett globalt fenomen där nationella produktionsgap gradvis minskat i penningpolitisk betydelse.

4. Makrotillsynspolitikens nya roll. Utveckling och sjösättning av nya verktyg som reglerar kreditvolymen kommer att avlasta penningpolitiken och därmed möjliggöra lägre styrräntor.

Inte för snabbt ...

Den ekonomiska återhämtningen har de senaste åren överlag varit syrefattig i flertalet stora industriländer. Behoven av att minska skuldsättningen har försvagat verkningsgraden av penningpolitiken och gjort ekonomierna mindre räntekänsliga. Men detta är inte symmetriskt. Att den **privata skuldsättningen är kvar på rekordhöga nivåer** innebär att kommande räntehöjningar – efter en lång period med låga räntor – kan få kraftfullt genomslag på ekonomin trots fortsatt låga räntenivåer.



Ett antal faktorer kommer att spela roll för hur räntehöjningar planeras och genomförs framöver:

1. Sammantagna finansiella förhållanden allt viktigare.

Centralbankernas kommunikation den senaste tiden tyder på ett ökat intresse för penningpolitikens sammantagna effekt på valutor, kreditspreddar och börser. Om räntehöjningar i oväntat hög grad leder till stramare finansiella förhållanden

(financial conditions) genom fallande börser, stigande långräntor och en apprecierande valuta är det därför troligt att agerandet blir mer försiktigt.

2. Politiskt tryck på centralbankerna. Bristande finanspolitiskt manöverutrymme gör att centralbankerna förblir under press att stötta den ekonomiska tillväxten. Ökat ekonomiskt-politiskt fokus på investeringar som den viktigaste tillväxtkraften accentuerar också behovet av fortsatt låga räntor.

3. Målsymmetri ger ökad acceptans för stigande inflation. Inflationen har de senaste åren legat klart under målen samtidigt som resursutnyttjandet varit lågt. Av symmetriskäl kommer centralbankerna därför troligen att vara mindre känsliga för att inflation och inflationsförväntningar under en tid kommer att ligga över målen. Kvadröjande risker för bakslag och stagnation talar också för en sådan ökad acceptans.

4. Globala hänsyn påverkar i viss mån. Det penningpolitiska samarbetet har under krisen underlättats av att länder stått inför likartade ekonomiska och finansiella utmaningar. När vi nu går i riktning mot ökad inflations- och tillväxtdivergens kommer spänningarna i det globala monetära samarbetet troligen att öka. Att ta globala hänsyn ingår inte i centralbankernas mandat. Det är ändå troligt att t ex Fed och BoE kommer att utsättas för ett visst tryck att beakta effekterna på globala kapitalströmmar och växelkurser när man utformar sin normaliseringsstrategi.

... och inte för långsamt

Ett alltför långsamt agerande innebär också risker. En låg ränta och generös tillgång på pengar ökar risktagandet, men det är långt ifrån säkert att detta leder till produktiva investeringar. I en miljö där investerare jagar avkastning finns uppenbara risker för **finansiella obalanser och dåliga reala investeringar**. Även om makrotillsynspolitikerna är på väg att få en ökad betydelse råder ännu ingen bred enighet om vilken roll räntan ska spela när det gäller att reglera kreditväxten eller motverka bubblor för tillgångspriser. Om räntehöjningar dröjer för länge minskar också pressen på de politiska systemen att genomföra strukturreformer samtidigt som nödvändiga balansräkningsanpassningar i den privata sektorn senareläggs.

Sammantaget landar vi i följande slutsatser:

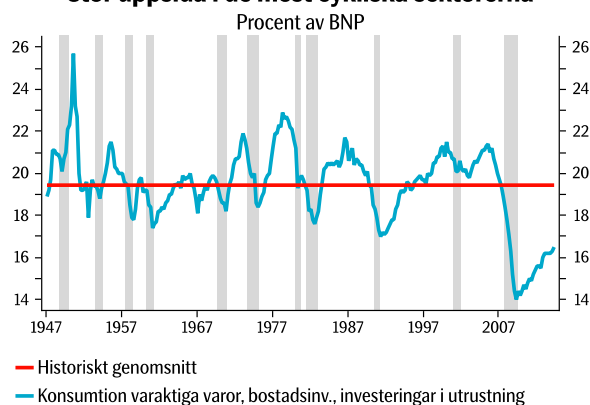
- Svag utveckling av demografi och produktivitet talar för att potentiell BNP-tillväxt framöver blir lägre än den varit under de senaste decennierna.
- Strukturella skäl talar för en lägre real jämviktsränta. Centralbankerna kommer att se en nivå runt 3 procent som det nya riktmärket för neutral styrränta.
- Hög skuldnivå och en lång period av exceptionellt låga räntor innebär en hög räntekänslighet i många ekonomier. Detta gör troligen centralbankerna extra försiktiga på medellång sikt.
- En lägre nivå för neutral styrränta innebär att tillgångspriser generellt kommer att ligga på en högre nivå än före krisen.

Räntehöjningar i sikte

- **Inkomster och konsumtion växer snabbare**
- **Bostadspriserna bromsar in**
- **Arbetsmarknaden visar muskler**
- **Löneinflationen växlar upp från låg nivå**

Efter det mycket svaga första kvartalet har amerikansk ekonomi hämtat ny kraft. BNP-tillväxten under det andra kvartalet blev 4,0 procent i uppräknad årstakt och **indikatorerna andas framtidsoptimism**. Därmed fortsätter återhämtningen plan enligt med hushållen som draglok. Också företagens investeringar växlar upp medan bostadsinvesteringarna inte når upp till våra tidigare prognoser. Sammantaget **spås BNP-tillväxten bli 2,2 procent i år, 3,4 procent 2015 respektive 3,1 procent 2016** – över potentiell och över konsensus alla åren. Att cykliska sektorer fortfarande är nedpressade talar för att återhämtningen fortsätter flera år till, inte minst eftersom Fed går försiktigt fram med räntenormaliseringen. **Den första räntehöjningen kommer i april 2015** och vid prognosperiodens slut ligger styrräntan på 2,50 procent; i linje med Feds bedömning men tydligt över terminsprisinställningen.

Stor uppsida i de mest cykliska sektorerna



Källa: BEA, SEB

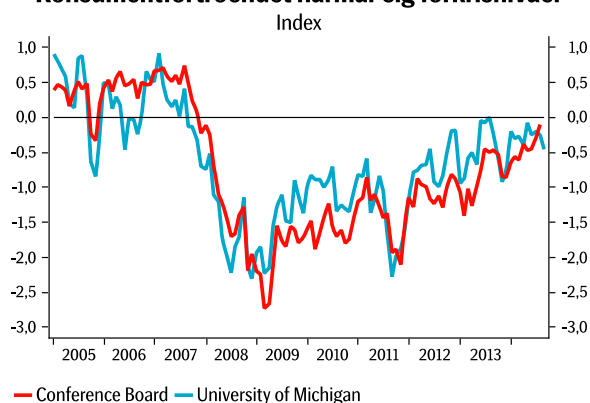
Det senaste halvårets sysselsättningstillväxt har varit den starkaste på 17 år och **arbetslösheten som noteras på 5,9 procent i slutet av 2014** fortsätter falla till 5,0 procent i slutet av 2016 enligt våra prognoser; något under Feds senaste bedömning. Inflationskurvorna pekar uppåt och **deflationshotet känns avlägset**. Huvudbilden är dock att inflationen förblir låg också kommande år. Mat- och råvarupriser håller tillbaka på kort sikt men resursläget tyder på en normalisering av den lönedrivna inflationen.

Tillfälliga faktorer sänker BNP 2014

Att amerikansk BNP föll med 2,1 procent under årets tre första månader har **stor betydelse för helårstillväxten 2014 där prognosen reviderats ned markant till 2,2 procent**. En rad tillfälliga faktorer – bister vinterväder, ett avvecklat program för långtidsarbetslösa, lageravveckling i bilindustrin, nya hårdare kreditkrav och regleringar som infördes vid årsskiftet samt företagsinvesteringar som tidigare lades av bokföringsmässiga skäl – förklarar nedgången.

BNP-tillväxten studsade upp rejält det andra kvartalet, och trots dippen under inledningen av året har BNP-tillväxten varit i genomsnitt 2,5 procent sett över de fyra senaste kvartalen. Den starka konjunkturen lär hålla i sig: företags- och konsumtionsenkäter tyder på fortsatt **god underliggande tillväxtkraft i ekonomin**.

Konsumentförtroendet närmar sig förkrisnivåer



Källa: Bloomberg, Conference Board, SEB

Inkomsterna driver konsumtionen högre

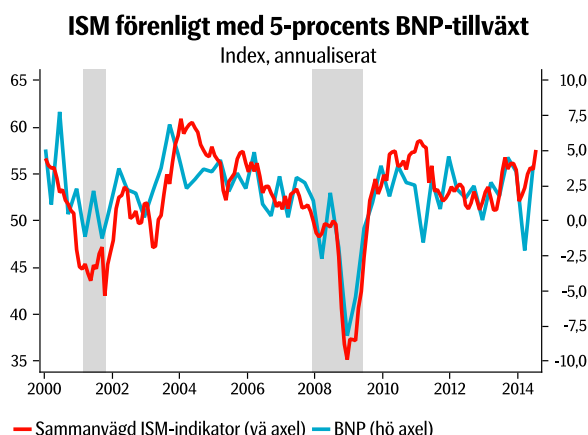
Vi ser flera skäl till konsumtionsoptimism. Hushållens skuldsättning har minskat med ungefär 1000 miljarder dollar sedan toppen och **kreditbubblan** som byggdes upp 2003-2007 **har definitivt punkterats**. Skuldtjänstknoten (ränte- och amorteringskostnader som andel av inkomsterna) ligger på rekordlåga nivåer. Dessutom har kreditkvaliteten förbättrats markant samtidigt som andelen som ligger efter med lånebetalningar och hotas av uppsägning också fallit till låga nivåer. Lånen till företagen och till det kommersiella byggandet växer redan snabbt, men det senaste halvåret har också olika former av konsumentkrediter sett ett uppsving. Ett kvitto på att **förtroendet återvänt i hushållssektorn** är stark bilförsäljning tidigare i somras.

Eftersläpande förmögenhetseffekter från stigande börs- och huspriser pekar också på att konsumtionstillväxten är på väg

att växla upp. **Inkomsterna uppvisar redan robusta ökningstal** och den senaste 6-månadersperioden har varit den starkaste på 8 år. Reala disponibla inkomster ökade med 3,5 respektive 3,8 procent under årets två första kvartal vilket drivit upp sparkvoten till 5,3 procent. **Därmed är förutsättningarna på plats för starkare konsumtionstillväxt och privat konsumtion ökar med 2,7 procent i genomsnitt 2014-2016** att jämföra med 2010-2013 när snittet landade på 2,1 procent.

Företagens investeringar ökar farten

Vi ser flera skäl för starkare investeringstillväxt efter svackan i fjol. Den genomsnittliga åldern på maskinparken är 22 år; den högsta noteringen sedan 1950-talet. Kapacitetsutnyttjandet har normaliserats till nivåer som historiskt sett varit förenliga med en tillväxttakt på 7-10 procent. Samtidigt har den finanspolitiska osäkerheten minskat genom den tvåårsbudget som nu är på plats. Kombinationen av bankernas lättare utlåningsvillkor och företagens starka vinster och kassor innebär dessutom att **finansieringen inte lägger hinder i vägen**. Optimistiska företag – **vårt sammanvägda ISM index är förenligt med 5 procents real BNP-tillväxt** – talar också för tillväxtfrämjande investeringar. Fullt så stark BNP-tillväxt ligger inte i prognosen, men starkare efterfrågan motiverar likväl ett **investeringssuppsving till 7,5 procent i snitt 2014-2016**.



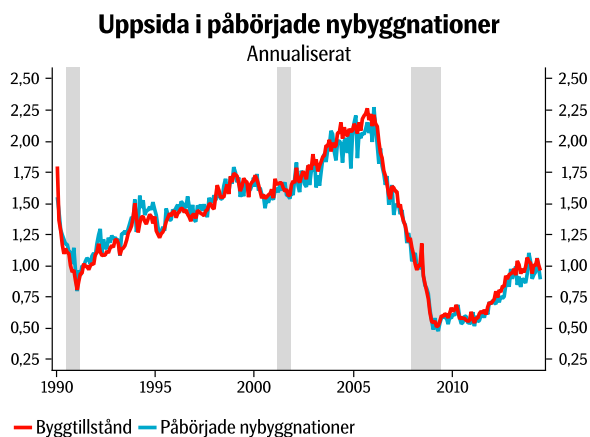
Källa: ISM, BEA, SEB

Huspriserna växlar ned

Sett sedan botten 2009 har återhämtningen för bostadsbyggandet varit relativt svag sett i ett historiskt perspektiv; nivån på exempelvis påbörjade nybyggnationer ligger fortfarande i linje med bottennoteringarna i tidigare konjunkturcykler. Kvardröjande kris effekter i kombination med att arbetskraftens rörlighet fått sig en knäck är två förklaringar till den sega återhämtningen. Runt årsskiftet hämmades dessutom bostadsinvesteringarna och förtroendet i byggsektorn av bistert vinterväder samt av de hårdare regleringar och kreditkrav som infördes – **bankerna är fortfarande betydligt återhållsammare med bostadslån** jämfört med andra typer av konsumentkrediter.

Liksom tidigare är bedömningen att bostadsinvesteringar och påbörjade nybyggnationer fortsätter upp, **men uppgången blir mer segdragen** jämfört med tidigare prognoser. Starkare

arbetsmarknad fortsätter att förbättra förutsättningarna för de viktiga förstagångsköparna av bostäder – det senaste året har sysselsättningen ökat med 700 000 jobb i befolkningsgruppen 25 till 34 år – samtidigt som bostadsbyggandet understigit den demografiska efterfrågan med ungefär en miljon enheter per år sedan 2008. Därmed finns ett uppdämt behov av bostäder och vi förutser **påbörjade nybyggnationer på 1,8 miljoner i slutet av prognosperioden**.



Källa: BEA, SEB

Färre hushåll flyttar på sig

Andelen av befolkningen som flyttar varje år har fallit trendmässigt från strax under 20 procent i början av 1990-talet till knappt 12 procent i dag. Flera faktorer förklarar nedgången. Fram till mitten av förra decenniet ökade bostadsägandet på bekostnad av hyresboendet, vilket gav inläsningsseffekt och ledde till att färre flyttade. I den ekonomiska krisens spår föll sedan huspriserna brant; en flytt i det läget skulle realisera förluster för många hushåll. Lägg därtill en åldrande befolkning samt att allt fler hushåll numera har två förvärvsarbetare; faktorer som också dämpar rörligheten på bostadsmarknaden. **Att färre hushåll flyttar på sig är en förklaring till att återhämtningen på bostadsmarknaden hittills varit svag med historiska mått mätt.**

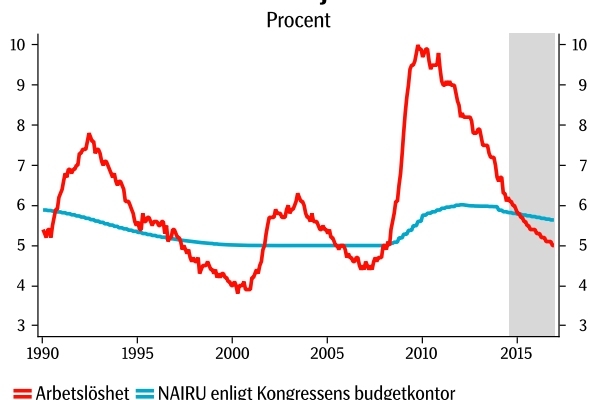
Framöver ser det dock lite ljusare ut. Andelen som äger sin bostad har fallit kraftigt de senaste åren och fler hyr bostad istället. Det har stor betydelse eftersom **hyresboende har fyra-fem gånger högre mobilitet jämfört med bostadsägare**. Att dessutom huspriserna närmar sig tidigare toppnoteringar innebär att allt färre fångas av den inläsningsseffekt som "negative equity" innebär. Demografin fortsätter dock att hämma genom att äldre har lägre mobilitet än genomsnittet.

Efter ökningen på 12 procent i fjol har husprisuppgången mattats enligt Case-Shillers index som för närvarande stiger med drygt 9 procent i årstakt. Inbromsningen ligger väl i linje med våra prognoser om **långsammare husprisökningar på 8 respektive 6 procent 2014-2015**. År 2016 ökar huspriserna med 3 procent.

Arbetslösheten fortsätter ned

Amerikansk arbetsmarknad har vind i seglen och för första gången sedan 1997 har sysselsättningen ökat med mer än 200 000 sex månader i rad. Nuvarande nivåer på antalet ny-anmälda arbetssökande tyder på att den goda utvecklingen fortsätter. Fyra veckorssnittet noterades nyligen under 300 000 för första gången sedan februari 2006 – en nivå historiskt **förenlig med minst 4 procents real BNP-tillväxt**. Hittills 2014 har sysselsättningen ökat med 230 000 i månaden i snitt vilket innebär att våra tidigare sysselsättningsprognoser varit i försiktigaste laget. **Sysselsättningen spås nu öka med 220 000 i snitt 2014 till 2016.**

Arbetslösheten faller under jämviktsarbetslösheten



Källa: BLS, CBO, SEB

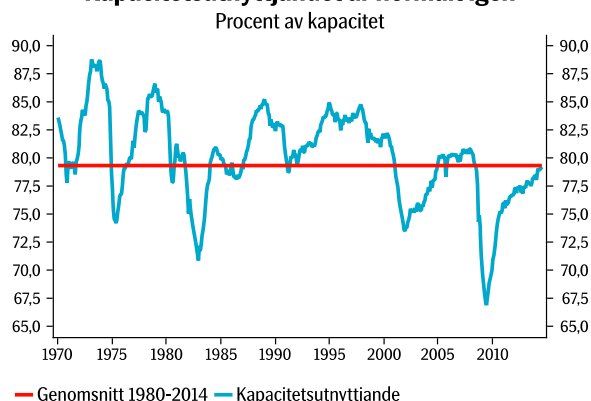
Det mesta talar för att arbetslösheten fortsätter att falla.

Sysselsättningen ökar betydligt snabbare än den långsiktiga trenden. Chicago Feds uppskattning av trenden är 80 000 nya jobb i månaden, medan andra analyser hamnar en bit högre. Företagen börjar också få svårt med rekryteringar; redan nu anser 33 procent av småföretagen att de inte kan hitta kvalificerad arbetskraft och problemen lär bli större med tiden. Utvecklingen av arbetskraftsdeltagandet blir en nyckelfråga framöver. IMF bedömer t ex att en tredjedel av nedgången på senare år är cyklisk. Vi räknar också med en mindre återhämtning de närmaste åren, även om den långsiktiga trenden av demografiska skäl är nedåtriktad. Sammantaget förutser vi att **arbetslösheten gradvis sjunker till 5,0 procent i slutet av 2016**; en bit under jämviktsarbetslösheten NAIRU (5,6 procent enligt Kongressens budgetkontor respektive 5,4 procent enligt Fed). Nivån är relativt låg också i ett historiskt perspektiv; arbetslöshetsbotten i de två tidigare konjunkturcyklerna var 3,8 procent respektive 4,4 procent.

Löner ger något högre inflation

Resursläget talar för något högre inflation de närmaste åren. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin närmar sig historiska snitt samtidigt som arbetsmarknadsgapen sluts: uppskattningsvis 50 miljoner jobbar redan i sektorer/industrier som har full sysselsättning. Mot den bakgrunden tonade Fed ned deflationsrisken i samband med sitt senaste styråbeteckning.

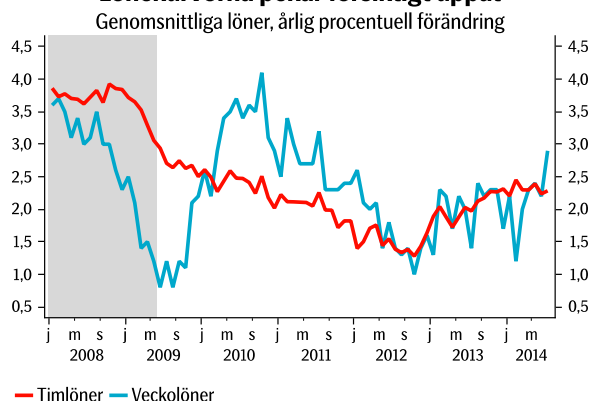
Kapacitetsutnyttjandet är normalt igen



Källa: Federal Reserve, SEB

I vissa avseenden följer dagens löneutveckling mönstret från de tre föregående konjunkturcyklerna. Löneinflationen bottnade inte förrän fem år in i återhämtningen såväl på 1980-talet som på 1990-talet. I den förra konjunkturuppgången bottnade lönerna 2005 när uppgången pågick i tre år. Den här gången bottnade genomsnittliga timlönerna på 1,3 procent i oktober i 2012 och har stigit med ungefär en procentenhet sedan dess. **Löneinflationen är fortfarande låg, men trenden är uppåtriktad** och småföretagens löneplaner är förenliga med fortsatta uppgångar. **Genomsnittliga timlöner ökar med 3,5 procent i slutet av 2015 enligt våra prognoser.** Ökningstakten i genomsnittliga veckolöner har redan närmast sig 3-procentsstrecket.

Lönekurvorna pekar försiktigt uppåt



Källa: BLS, SEB

Inflationen har ökat från 0,9 procent i oktober i fjol till 2,0 procent i juli. Det är i tjänstesektorn som priserna stiger snabbare samtidigt som inflationstrenden i varusektorn pekar ned. **KPI-inflationen blir 1,9 procent såväl i år som nästa år**; oförändrat jämfört med våra tidigare prognoser. År 2016 ökar priserna med 2,2 procent. Riskbilden är hyfsat balanserad: mat- och energipriser kan ge lägre inflationsutfall samtidigt som inflationen också kan bli högre om lönerna skjuter fart snabbare. Kärninflationen, som skiftat upp sett sedan årsskiftet, fortsätter sin svagt uppåtgående trend inte minst eftersom uppgången i boendekostnader ser ut att hålla i sig.

Budgetunderskottet krymper stadigt

De federala intäkterna ökar dubbelt så snabbt som kostnaderna och budgetunderskottet fortsätter att minska. Enligt de senaste siffrorna var det kumulativa underskottet 460 miljarder dollar – en markant förbättring jämfört med juli i fjol då motsvarande siffra var 607 miljarder dollar för att inte tala om juli 2009 när underskottet var 3 gånger så stort. Att förbättringen sker samtidigt som "taperingprocessen" betyder att Fed fortfarande köper ungefär lika stor andel statsobligationer som i fjol – i juli la centralbanken vartan på 44 procent av nyutgivna statspapper. **Fed dominerar alltså fortfarande obligationsmarknaden** vilket sannolikt bidragit till att hålla nere långräntan.

Budgetunderskottet som beräknas till 6,4 procent av BNP i år, faller till 5,5 procent av BNP 2015. **Budgetkonsolideringen fortsätter** och 2016 ligger budgetunderskottet strax under 5 procent.

Fed höjer räntan i april 2015

När Feds obligationsköp är avslarade i oktober i år är balansräkningen 25 procent av BNP eller omkring 4500 miljarder – närmare 6 gånger större jämfört med innan krisen. Fokus flyttas därmed snart till när centralbanken ska höja räntan igen. Det var länge sedan sist; senaste räntehöjningen kom i juni 2006.

I praktiken ser det ut som att Fed har ett "lönemål" för penningpolitiken. Man vill uttryckligen se genomsnittliga timlöner som ökar med 3-4 procent i årstakt innan räntehöjningarna påbörjas. Att lönerna släpar efter arbetslösheten, som i sin tur släpar efter realekonomin, ger centralbanken utrymme och argument att fortsätta med nollräntepolitiken ett tag till. För att inte räntehöjningar ska strypa återhämtningen i förtid är det **viktigt att hushållen har stöd av stigande inkomstkurvor**; annars hotar högre skuldräntor att skjuta återhämtningen i sank. Efter de senaste årens skuldsanering är samtidigt hushållens balansräkningar i gott skick vilket bankerna redan tagit fasta på. Bortsett från bostadslån **ökar kreditgivningen på bred front.**

Löneökningar i linje med Feds målintervall infaller i mitten av 2015 enligt våra prognoser. Vår prognos om att arbetslösheten fortsätter att falla relativt snabbt talar dock för att **den första räntehöjningen kan komma snäppet tidigare** än så. En viktig fråga är om fortsatt nollränta skapar trovärdighetsproblem för penningpolitiken när arbetslösheten kryper närmare och så småningom under 6 procent. Sett över de senaste fem höjningscyklerna från 1988 och framåt har **arbetslösheten legat på 5,8 procent i snitt när höjningarna påbörjats**. Det genomsnittliga kapacitetsutnyttjandet i industrin har varit 81 procent när räntan höjts att jämföra med 79 procent idag.

Vår prognos är att den första räntehöjningen till 0,25-0,50 procent kommer i april 2015. I slutet av nästa år noteras styrräntan på 1,25 procent och i slutet av 2016 på 2,5 procent enligt våra prognoser som också matchar Feds prognoser väl.

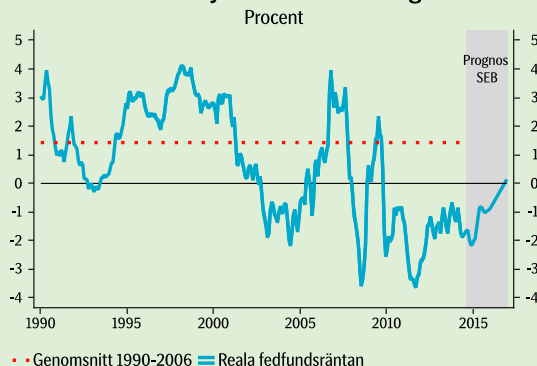
Marknaden tror fortfarande på betydligt långsammare räntehöjningar. Termensmarknaden prisar in en styrränta på 0,67 procent i slutet av 2015 respektive 1,62 procent i slutet av 2016.

Den neutrala räntan är lägre i dag

Den neutrala räntan eller jämviktsräntan är den räntenivå som håller BNP-tillväxten på potentiell nivå, där full sysselsättning upprätthålls och inflationen utvecklas i linje med centralbankens mål. Den neutrala räntan analyseras ofta i reala termer, dvs styrräntan rensat för inflationen.

Enligt Feds prognoser är den reala neutrala räntan 1,75 procent i dag. Före den finansiella krisen antogs oftast slentrianmässigt att den reala neutrala räntan var omkring 2 procent – vilket är lite märkligt eftersom genomsnittet 1990 till 2006 är 1,4 procent. Eftersom mycket talar för att potentiell BNP-tillväxt och förväntad real avkastning på kapital skiftat ned efter krisen bör också den reala räntan vara lägre i dag. Att dessutom kapitaltäckningskraven är strängare innebär i praktiken att för varje given styrränta är längre marknadsräntor till vilka bankerna lånar ut till hushåll och företag, högre. Feds kvantitativa lättnader har dock flackat avkastningskurvan, vilket verkar i motsatt riktning. Sammantaget är **bedömningen att den reala neutrala räntan är närmare 1 procent**, det vill säga tydligt lägre jämfört med centralbankens officiella syn.

Den reala styrräntan fortsatt negativ



Källa: Macrobond, SEB

Om inflationen landar nära 2-procentmålet ger detta en nominell neutral styrränta på 3 procent, snarare än 3,75 procent som Feds egna prognoser visar. Detta talar i sin tur för att **centralbanken kommer att gå försiktigt fram med räntehöjningarna**, samt att räntetoppen – när den väl kommer – kommer att ligga tydligt under tidigare nivåer. Först i slutet av 2016 när den reala styrräntan upp över nollstrecket enligt våra prognoser.

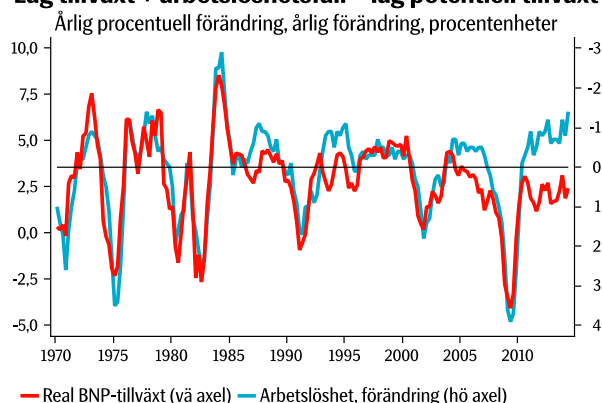
Tema: Låg potentiell tillväxt i USA – här för att stanna?

- **Okun-sambandet: potentiell BNP-tillväxt nära noll sedan 2009**
- **Vår uppskattning: Runt 2 procent**
- **Ny teknologi avgör om inbromsningen blir tillfällig**
- **Den neutrala räntan är lägre i dag**

Sambandet mellan BNP-tillväxt och arbetsmarknadsutveckling har de senaste åren avvikit markant från det historiska mönstret. Sedan återhämtningen inleddes 2009 har BNP-tillväxten varit 2,2 procent i snitt – mycket låg med historiska mått mätt. Trots detta har arbetslösheten fallit kraftigt från toppen på 10 procent i oktober 2009 till 6,2 procent i dag. Det s k Okunsambandet kan illustrera det exceptionella i utvecklingen. Enligt detta faller arbetslösheten med en halv procentenhet för varje procentenhet som BNP-tillväxten överstiger den potentiella. **Okun-sambandet indikerar att den potentiella BNP-tillväxten varit så låg som 0,3 procent hittills i återhämtningen.**

En så negativ syn på den potentiella tillväxten ter sig dock som starkt överdriven. Förändringar i arbetsutbud och produktivitet har troligen varit exceptionella under återhämtningen. Det är också möjligt att den faktiska BNP-tillväxten kommer att revideras upp i efterhand. Ändå är utvecklingen oroväckande och frågan om huruvida den lägre potentiella BNP-tillväxten är tillfällig eller varaktigt kommer att bli mycket viktig framöver.

Låg tillväxt + arbetslöshetsfall = låg potentiell tillväxt



Källa: BEA, BLS, SEB

Enligt läroboken skapas långsiktig BNP-tillväxt av **arbete** (fler arbetade timmar), **kapital** (investeringar i infrastruktur, maskiner och fabriker) och av **ny teknologi**.

Sedan återhämtningen inleddes har befolkningstillväxten varit den svagaste sedan depressionens dagar på 1930-talet.

Samtidigt åldras befolkningen och den uppåtgående trenden i kvinnors arbetskraftsdeltagande har troligen varaktigt planat ut. **Vår bedömning är därför att den långsiktiga trenden i arbetsutbudet ligger runt 0,5 procent.** Migrationsflödenas påverkan på arbetsutbudet är dock svåra att bedöma. Den amerikanska arbetsmarknaden kommer av allt att döma att förbli attraktiv för omvärlden, vilket i ett starkare konjunkturläge kan utgöra en potential för något snabbare ökning av arbetsutbudet.

Tillväxten i arbetsproduktivitet har mattats det senaste decenniet. Såväl i ett fem- som tioårsperspektiv ligger genomsnittet runt 1,5 procent i årlig tillväxt; klart lägre än under 1980- och 1990-talen. De senaste tre åren har dock genomsnittet krutit ned till 1,0 procent. Den låga investeringsnivån har dessutom **urholkat kapitalstocken rejält**. Att tillväxten i kapitalstocken de senaste åren varit den svagaste sedan mätningarna började har rimligen satt sina spår i form av lägre produktivitet.

På längre sikt är det framtidens teknologi som avgör tillväxtutsikterna. Det pessimistiska sättet att se på saken är att den teknologiska utvecklingen kommer att fortsätta, **men nya upptäckter väger lättare jämfört med tidigare tigersprång som förbränningsmotorn och glödlampan**. Datorerna blir förvisso allt kraftfullare, men detta levererar inte höjd levnadsstandard för flertalet. IT-boomen på 1990-talet gav en produktivitetshöjning, men effekten blev rätt kortvarig. Optimisten å andra sidan ser framför sig hur datoriseringen ändrar spelplanen också i kunskapsbaserade branscher som ekonomi, juridik och hälso- och sjukvård. Att en stor mängd arbetskraft frigörs också inom typiska kunskapsintensiva branscher kommer att lyfta produktivitetssiffrorna rejält. Robotteknologin är dessutom fortfarande i sin linda enligt optimistens sätt att se på saken.

Sammanfattningsvis är vår bedömning att potentiell real BNP-tillväxt idag ligger runt 2 procent. Samtidigt som effekten från ny teknologi är svårbedömd vet vi med stor säkerhet att befolkningsstrukturen kommer att fortsätta pressa potentiell BNP-tillväxt. Även om svackan i potentiell BNP är tillfällig och efterkrigstrenden på 3 procent återkommer vad det lider lär detta inte inträffa i en handvändning. Därmed är den **neutrala räntan sannolikt lägre i den här cykeln liksom följaktligen också Feds kommande räntetopp**.

Ytterligare stimulans behövs i avvaktan på reformer

- **Besvikelser för exporten och industrin**
- **Strukturreformer nyckel till högre löner**

Höjningen av konsumtionsskatten i april har gett en hackig utveckling hittills i år. Kvartal ett växte BNP starkt tack vare tidigare lagd konsumtion och investeringar, följt av ett bakslag kvartal två. Återhämtningen tar ny fart under hösten. **Ekonomi växer över trend, med 1,1 och 1,2 procent 2014 respektive 2015, följt av en inbromsning till 0,8 procent 2016.**

Utvecklingen under sommaren reser frågetecken kring den underliggande styrkan i ekonomin, vilket ger stöd för vår relativt försiktiga prognos. Försvagningen av valutan har ännu inte gett något lyft för exporten. En tolkning är att utflyttning av produktion till övriga Asien försvagat utrikeshandelns valutakänslighet. Men utvecklingen beror troligen också på att inbromsningen i USA och Kina i början på året spillde över på övriga Asien. Vi räknar därför med att exporten växlar upp framöver och får stöd av växande omvärldsefterfrågan under prognosperioden. De positiva effekterna på handelsbalansen begränsas av fortsatt hög import av energi, i avvaktan på att inhemsk kärnkraftsproduktion gradvis startas upp igen.

Industriproduktionen har befunnit sig i en nedåtgående trend sedan början av året och maskinorder har fallit kraftigt. **Sentimentsindikatorerna tecknar dock en ljusare bild** i både tillverkningsindustrin och näringslivet som helhet. Bank of Japans (BoJ:s) kvartalsvisa Tankan-rapport ligger kvar på historiskt höga nivåer och företagen har åter skruvat upp investeringsutsikterna. De mest expansiva investeringsplanerna, liksom mesta framtidsoptimismen, återfinns i byggindustrin som får extra skjuts inför OS i Tokyo 2020.

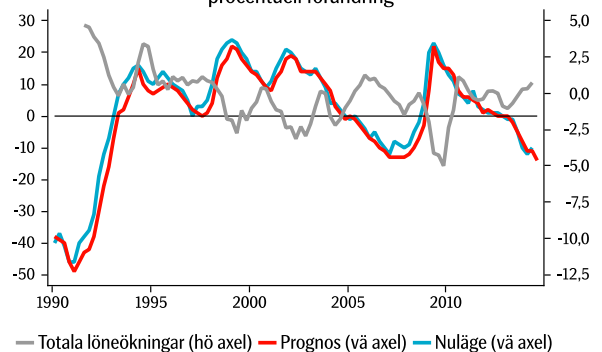
Konsumentförtroendet har återhämtat sig från en dipp i april och får stöd av arbetsmarknaden. Arbetslösheten är nu nere på nivåer som enligt bl a BoJ kommer att sätta press upp på löner. Enligt Tankan får man söka sig tillbaka till början av 1990-talet för att hitta ett stramare arbetsmarknadsläge. Lönerna stiger nu åter i årstakt, men långtifrån tillräckligt för att hålla jämn takt med uppgången i inflationen. **Hushållens köpkraft är därför satt under press.**

KPI-inflationen var i juni uppe på 3,6 procent. Exklusive effekterna av konsumtionsskattehöjningen ligger inflationen dock kvar under två procent. BoJ:s målvariabel (KPI exklusive färskvar livsmedel) ligger på ca 1,25 procent exklusive skatteeffekter. Impulsen från tidigare yenförsvagning avtar nu gradvis vilket talar för att **BoJ får svårt att klara målet om att stabilisera inflationen kring två procent.** Det avspeglar sig i prissätt-

ningen på förväntad inflation i 10-åriga KPI-swappar som planat ut en bit över 1 procent. Vår prognos är att inflationen stiger från 0,4 procent i fjol till 2,7 i år, följt av 1,7 2015 och 2,0 2016, inklusive effekten av konsumtionsskattehöjningar 2014 och 2015. Exklusive skattehöjning ligger inflationen kvar runt dagens nivå på lite över 1 procent och den uppgång som förväntas av BoJ från slutet av 2014 infrias därmed inte.

Lönerna stiger på stramare arbetsmarknad

Arbetskraft netttotal (överskott - brist på) och löneökningar, årlig procentuell förändring



Källa: Bank of Japan

Nyckeln till en varaktigt högre inflation ligger på lönesidan. **Den låga löneökningstakten är dock bara delvis en följd av cykliska faktorer.** Reallönerna har under de senaste decennierna stadigt halkat efter produktiviteten. Samtidigt har den japanska arbetsmarknaden blivit alltmer tudelad, med en betydande ökning av andelen deltidanställda och anställda som inte omfattas av centrala löneavtal, och som har svårare att förhandla upp sina löner. För att få upp löneökningstakten krävs därför även en reformering av arbetsmarknaden.

Japans premiärminister Abe lanserade i somras den tredje s k pilen; en lista på reformer med syfte att förbättra lönebildningen samt varaktigt höja såväl produktivitet som utbudet av arbetskraft, och därmed få upp **potentiell BNP från dagens nivå kring 0,5 procent.** Konkreta detaljer saknas dock ännu på flera viktiga områden samtidigt som det tar tid innan sådana reformer får effekt på ekonomin. Japan förblir samtidigt under press att få ned underskotten i budgeten, bl a genom beslut i höst om nästa höjning av konsumtionsskatten till 10 procent i oktober 2015. Det gäller särskilt om regeringen genomför planerna på sänkt bolagsskatt.

Låg inflation och ännu en konsumtionsskattehöjning innebär behov av ytterligare BoJ-stimulans. Vi väntar oss att BoJ i höst utökar sitt obligationsköpsprogram till 100 000 miljarder yen från dagens 60 – 70 000. Detta bidrar till en förnyad försvagning av yenen till 125 mot USD i slutet av 2016.

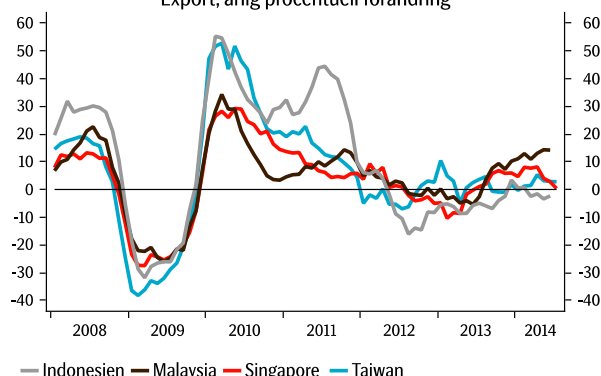
Måttlig tillväxtacceleration men Kina bromsar

- **Gradvis BNP-acceleration följs av utplaning 2016**
- **Kina: Extern efterfrågan och riktade stimulanter väger upp svag fastighetssektor**
- **Indien: Valresultatet gynnar tillväxten**

Tillväxten i de asiatiska utvecklingsekonomierna stärks gradvis de närmaste kvartalen. Exporten till OECD-området stärks när återhämtningen där fortsätter och utgör den huvudsakliga drivkraften för tillväxten. Samtidigt ger fortsatt mjuk penningpolitik och stark arbetsmarknad i de flesta ekonomier stöd till den inhemska efterfrågan.

Asien: Potential för fortsatt exportökning

Export, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Det finns dock andra krafter som bidrar till att **accelerationen för regionen som helhet blir måttlig och tillväxten planar ut 2016**. Kinas väntade tillväxtinbromsning utgör en dämpande faktor för den ekonomiska aktiviteten i regionen under kommande år. Därtill är kreditväxten ohållbart hög i flera ekonomier. Fokus i den diskussionen har hittills legat på Kina, men även i ekonomier som Thailand och Singapore är kreditväxten mycket hög. När kreditgivningen framöver behöver bromsas kan effekterna på den inhemska efterfrågan bli betydande för enskilda länder. Sannolikheten för en bred och djup nedgång, liknande Asienkrisen på 1990-talet är dock liten, bl a beroende på dagens mer robusta system med rörliga växelkurser samt förbättrade externbalanser. Bortom prognoshorisonen hämmas flera ekonomier, exempelvis Kina och Sydkorea, dessutom av försämrad demografi. Stigande geopolitiska spänningar i regionen, drivet av Kinas ökande inflytande, riskerar därtill att på sikt hämma investeringsviljan.

Inflationstrycket är generellt fortsatt lågt i regionen även om Indien och Indonesien utgör viktiga undantag. Inflationen har dock börjat dämpas också i dessa länder. Det finns därför utrymme för fortsatt mjuk penningpolitik i regionen ytterligare en tid; en mer generell åtstramning väntas först under 2015. En uppsidesrisk för inflationen är ett scenario med stigande oljepriser. De flesta asiatiska ekonomier är nettoimportörer av olja. Indonesien är t ex speciellt känsligt på grund av det redan betydande underskottet i bytesbalansen.

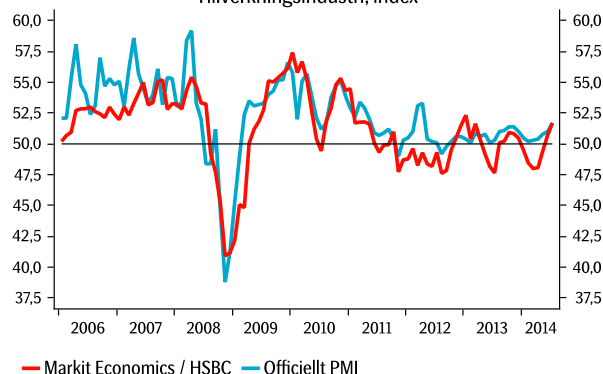
Börser och till viss del även valutor i Asien har fortsatt att stärkas de senaste månaderna och oron kring Ukraina-konflikten har inte fått något genomslag. Hopp om ökade reforminsatser i Indien och Indonesien efter valen har gett stöd till de lokala börserna, men den finansiella utvecklingen har varit positiv också i de flesta andra ekonomier. Effekterna av kommande åtstramning av Feds penningpolitik innebär dock ett fortsatt osäkerhetsmoment även om finansiell turbulens liknande den som uppstod under sommaren 2013 inte väntas återkomma.

Kina: Tillväxtmålet inom räckhåll

Tillväxten i den kinesiska ekonomin blev under första halvåret något bättre än väntat. **Andra kvartalet accelererade BNP-tillväxten marginellt till 7,5 procent** i årstakt jämfört med 7,4 procent första kvartalet. Avslutningen på kvartalet var stark. Merparten av de senaste månadernas utfall, både indikatorer och hårddata, har uppvisat förbättring eller stabilisering. Både officiellt inköpschefsindex samt Markits index har stigit de senaste månaderna. Även ledande indikatorer har försiktigt vänt uppåt.

Inköpschefsindex (PMI) har vänt uppåt

Tillverkningsindustri, index



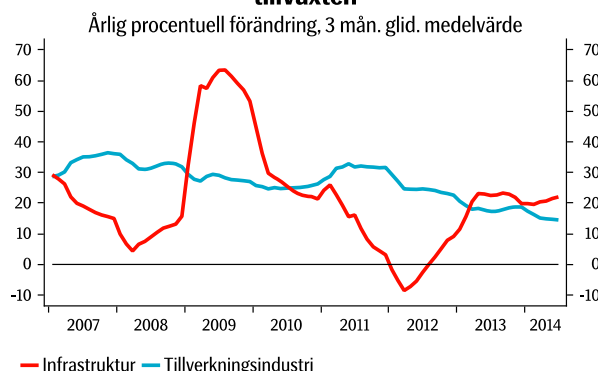
Källa: China Federation of Logistics & Purchasing, Markit

Utvecklingen i **fastighetssektorn** är alltjämt mycket svag och **utgör i nuläget den allvarigaste nedåtrisen**. Huvudproblemet är att byggandet expanderat i alldeles för snabb takt jämfört med efterfrågan. En kraftig anpassning nedåt av byggvolymerna har skett och byggsektorn kommer att utgöra en

hämmande faktor för tillväxten under lång tid framöver. Bostadspriserna har fallit i månadsförändring de senaste tre månaderna, men detta behöver i sig inte ses som något negativt då en viss prisjustering nedåt förbättrar hushållens situation på bostadsmarknaden och minskar risken för prisbubblor.

Svagheten i byggsektorn har hittills under 2014 vägts upp av förbättrad extern efterfrågan samt de **riktade åtgärder** som myndigheterna genomfört under våren och sommaren. Åtgärderna för att dämpa svagheten i fastighetssektorn har dock tagit formen av finjusteringar snarare än mer omfattande stimulanser. Precis som under 2012 har också ökade infrastrukturinvesteringar använts för att få fart på aktiviteten.

Statliga infrastrukturinvesteringar för att stabilisera tillväxten



Källa: National Bureau of Statistics of China

Exporten har stärkts de senaste månaderna. Bilden har också blivit tydligare eftersom den överfakturering av skattemässiga skäl som tidigare gjort handelsstatistiken svårtolkad nu har fallit ur månadsutfallen. Den senaste tidens exportuppgång förklaras av starkt efterfrågan från både USA och EU. Det finns därtill goda förutsättningar för en hygglig utveckling också framöver då tillväxten i omvärlden gradvis accelererar under 2014 och 2015. Importen går betydligt trögare än exporten och minskade i årstakt i juli. En viktig förklaring är den dämpade efterfrågan på råvaror som i sin tur drivs av den svaga utvecklingen i fastighetssektorn. Överskottet i handelsbalansen ligger återigen på rekordnivåer och skapar uppåtttryck på yuanen och får valutaservens att nå nya rekordnivåer. Industriproduktionen har accelererat försiktigt senaste månaderna men ökningstakten ligger ändå klart lägre än under början av 2014.

Sammantaget är förutsättningar goda för att den kinesiska ekonomin ska nå eller komma nära tillväxtmålet på 7,5 procent för 2014. Baserat på en något högre tillväxt än väntat under första halvåret revideras BNP-prognosen upp något. Bedömningen är dock att **den trendmässiga tillväxtinbromsningen kommer att fortsätta** under prognosperioden drivet av en dämpning i kredit tillväxt och investeringar. **2014 räknar vi med att BNP ökar med 7,5 procent. Därefter dämpas tillväxttakten till 7,3 procent 2015 och till 6,9 procent 2016.**

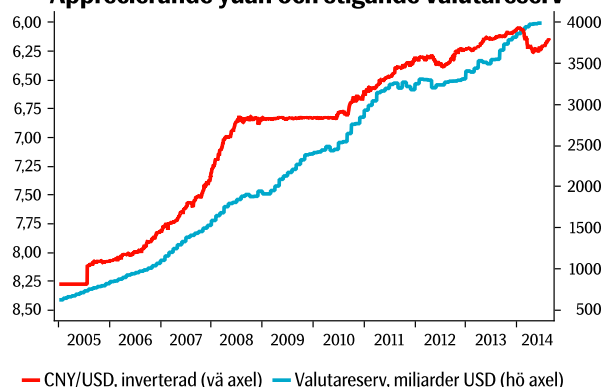
Den svaga fastighetsmarknaden förblir en central fråga för den ekonomiska politiken. De hårda regleringarna av bostadsmarknaden har försiktigt luckrats upp och bankerna

har fått direktiv att öka utlåningen till bostadsköp. Försök görs även att förbättra möjligheterna för mindre och medelstora företag att låna upp pengar. Tidigare under våren sänktes även reservkvoten för vissa banker. Dessa policyåtgärder har bidragit till att inbromsningen för den totala utlåningen i ekonomin mildrats den senaste tiden. På sikt måste dock utlåningen fortsätta dämpas om man ska kunna komma till rätta med de obalanser i ekonomin som skapas av ineffektiv utlåning.

Om ekonomin skulle försvagas mer allvarligt finns det gott om utrymme för stimulanser genom både penning- och finanspolitik. Penningpolitiken har visserligen redan mjukats upp men kostnaderna för lån, framförallt för små och medelstora företag, är fortfarande höga. Vår bedömning är dock att det inte kommer att finnas behov av några omfattande stimulansåtgärder. Så länge tillväxtmålet inte är i fara väntas fokus istället ligga på strukturella reformer. Ytterligare reformsteg har också tagits de senaste månaderna. Exempelvis kommer lokala myndigheter i vissa provinser att tillåtas emittera egna obligationer. Reformen är ett steg i rätt riktning och ökar transparensen.

I juli var inflationstakten 2,3 procent. Inflationen väntas visserligen accelerera något under resten av 2014, driven av stigande livsmedelspriser men kommer att hålla sig under 3 procent. Producentpriserna faller fortfarande i årstakt men en omsvängning har inletts. Prisfallen speglar i första hand en svag råvaruprisutveckling snarare än att företagen tvingas sänka sina priser. Kärninflationen ligger kvar under 2 procent. Sammantaget består den generella bilden av ett lågt inflationstryck och risk för stigande priser utgör därmed ingen policybegränsning. **För helåret 2014 väntas inflationen hamna på 2,5 procent. 2015 bedöms inflationen bli 2,7 procent. 2016 hamnar inflationen på 3,0 procent.**

Apprecierande yuan och stigande valutaserv



Källa: China State Administration of Foreign Exchange, Macrobond

De senaste månaderna har yuanen åter börjat appreciera gentemot USD efter den kraftiga försvagningen i februari och mars. Försvagningen under årets början berodde på att centralbanken ville motverka kapitalinflöden. Försvagningen fick stor uppmärksamhet och centralbanken är sannolikt nöjd med att ha visat finansiella marknader att yuanen även kan försvagas under längre perioder. De fundamentala faktorer som driver på en appreciering lever dock vidare. Rekordstora överskott i handelsbalansen skapar tydligt apprecieringstryck på valutan och även omfattande kapitalinflöden bidrar. Vår bedömning är därför att **den långsiktiga förstärkningen av**

yuanen kommer att fortsätta. Förstärkningen går dock i ganska maklig takt och volatiliteten väntas öka när utvecklingen mot en fritt flytande valuta fortsätter. **USD/CNY väntas stå i 5,90 vid slutet av 2014. Vid slutet av 2015 står USD/CNY i 5,80 och i slutet av 2016 5,70.**

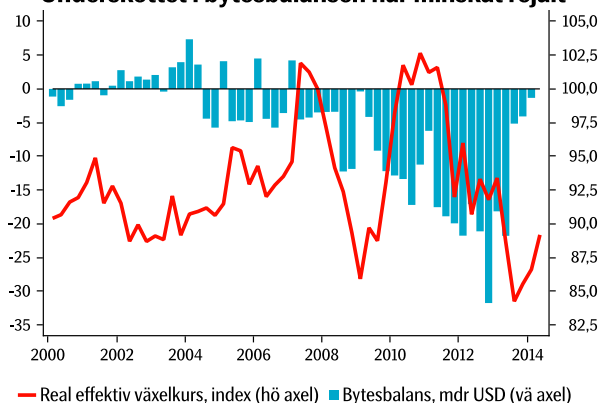
Indien: Maktskifte ger hopp om reformer

Oppositionspartiet **Bharatiya Janata (BJP)** seger i parlamentsvalet i maj var väntad men att partiet skulle få egen majoritet i underhuset med 282 av 543 platser var oväntat. BJP, under ledning av Narendra Modi, gick till val på en företagsvänlig politik och ett program med omfattande reformer. Den **egna majoriteten skapar betydligt bättre grundförutsättningar för att driva igenom reformer än om utfallet i stället hade blivit en koalitionsregering.** Centralt blir att få fart på investeringar och infrastrukturprojekt samt att försöka reformera de restriktiva arbetsmarknadslagarna. Trots majoriteten i underhuset kvarstår dock en del hinder mot reformer. BJP och dess allierade har inte majoritet i överhuset och BJP kommer dessutom att tvingas samarbeta med lokala partier i delstaterna, vilka ofta motsätter sig reformer.

Den nya regeringen har än så länge inte kommit med speciellt många detaljer kring hur reformförväntningarna ska infrias. Budgeten som presenterades i juli var visserligen stramare än väntat med ett ambitiöst mål för att reducera budgetunderskottet till 4,1 procent av BNP innevarande räkenskapsår. Budgeten innehöll dock inget omfattande reformpaket, vilket många hoppats på, och inte heller några ledtrådar kring hur statens stora kostnader för subventioner ska kunna minskas. Endast mindre reformer i form av avreglering av utländska investeringar i försvars- och försäkringssektorerna samt ett löfte att gå igenom skattetvister presenterades. **Risken är att de högt ställda förväntningarna på Modis regering kommer på skam om inte den nya regeringen snart presenterar mer konkreta reformförslag** och därmed skiljer ut sig från den föregående regeringen.

Det kommer att dröja innan reformer implementeras och får positiva tillväxteffekter och de närmaste kvartalen finns små möjligheter till en tydligare acceleration för BNP-tillväxten. Första kvartalet ökade BNP med 4,6 procent i årstakt och tillväxten under andra kvartalet bedöms inte ha accelererat i någon större utsträckning. Det finns dock **vissa ljusglimtar**. Inköpschefsindex för både tillverkningsindustrin och tjänsektorn har förbättrats även om nivåerna fortfarande är låga. Industriproduktionen har återhämtat sig något senaste månaderna men det är för tidigt att säga om återhämtningen är bestående. Accelererande export har bidragit till att pressa ned underskottet i handelsbalansen som under första kvartalet var det minsta sedan början av 2009.

Underskottet i bytesbalansen har minskat rejält



Källa: BIS, Reserve Bank of India

En central hämmande faktor för en mer kraftfull tillväxtåterhämtning är de indiska företagens stora skuldsättning som kombinerat med en fortsatt stram penningpolitik håller tillbaka investeringarna. Sammantaget gör vi därför **en relativt försiktig upprevidering av tillväxtprognosen** jämfört med Nordic Outlook maj baserat på de förbättrade förutsättningarna för ekonomiska reformer. Om reformarbetet kommer igång på allvar finns dock goda möjligheter till en ännu högre tillväxt. **2014 väntas BNP öka med 5,0 procent för att sedan accelerera ytterligare något till 5,8 procent 2015 och till 6,2 procent 2016.**

Inflationstrycket har dämpats något sedan början av året men KPI-inflationen accelererade till 8,0 procent i juli och ligger därmed precis på den nivå som centralbanken har satt som mål för början av 2015. Det långsiktiga målet är att få ned inflationen till 4 procent. Den stora andelen livsmedel i KPI-korgen skapar dock känslighet för förändringar av matpriserna och en svag monsun riskerar att resultera i stigande priser på bl a grönsaker, vilket utgör en uppsidesrisk för inflationen. Centralbanken har dock visat tydlig vilja att få ned inflationen, trots risker för negativa tillväxtkonsekvenser och vår bedömning är att inflationstrycket kommer att pressas ned under prognosperioden. **2014 väntas KPI-inflationen hamna på 8,0 procent och 2015 på 7,3 procent. 2016 dämpas inflationen ytterligare något och hamnar på 6,7 procent.**

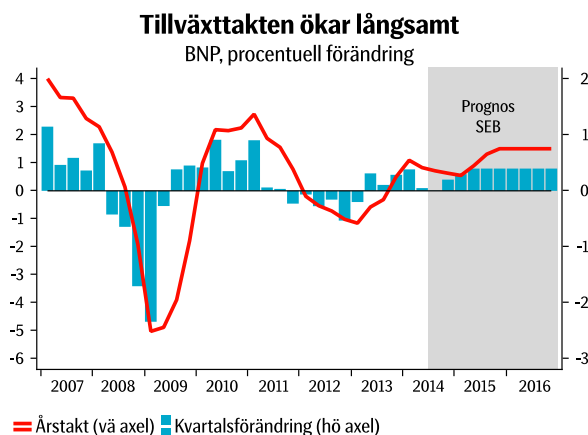
Den senaste tidens inflationsdämpning och centralbankens bedömning att inflationsmålet för början av 2015 kommer att nås gör att styrräntan kan ligga kvar på nuvarande 8,0 procent under resten av 2014. Under 2015 väntas penningpolitiken kunna börja mjukas upp då inflationstrycket dämpas.

Rupien har försvagats gentemot USD sedan i våras men ligger ändå klart över bottennivåerna från september 2013. **Rupien väntas stärkas till 57,0 mot USD vid slutet av 2014. 2015 försvagas rupien till 60,0 då Fed inleder räntehöjningar. 2016 stärks rupien åter till 55,0 vid slutet av året.**

Svag tillväxt med deflationstendenser

- Italien och Frankrike tappar mark
- Handelssanktioner ökar nedåtriskerna
- Fallande inflationsförväntningar ger bestående deflationsrisker
- Mer ECB-stöd på väg, QE dröjer till 2015

Konjunkturen fortsätter att vara svag och andra kvartalet gav en ny besvikelse. Indikatorer pekar på en något snabbare expansion framöver och ECB-stimulanser ger stöd. Finanspolitiken blir i stort sett neutral 2015 och 2016 efter tidigare åtstramningar; om något kan den svaga tillväxten leda till acceptans för en svagt expansiv finanspolitik trots höga skuldnivåer. Konsumtion och investeringar stiger långsamt från nedpressade nivåer och exporten får viss draghjälp av en svagare euro. Vår prognos är att **BNP-tillväxten gradvis stiger från 0,7 procent 2014 till 1,1 respektive 1,5 procent 2015 och 2016.** Fortsatta balansräkningsanpassningar bidrar till att tillväxten förblir skör och ojäm. Konkurrenskraften är i flera länder ännu inte helt återställd och arbetslöshetsnivåerna förblir mycket höga.



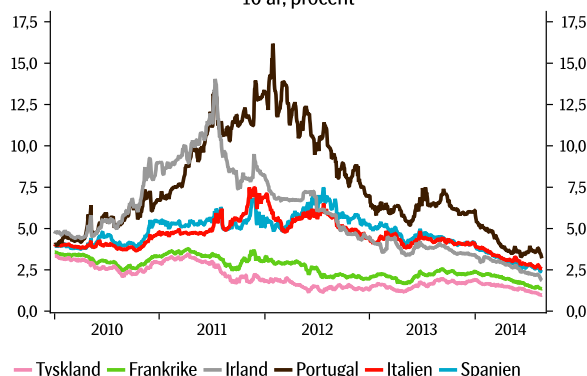
Källa: Eurostat, SEB

Riskerna för den ekonomiska utvecklingen ligger på nedsidan. Sedan *Nordic Outlook Maj 2014* har relationen med Ryssland försämrats och sanktionerna utökats i båda riktningar. Vår bedömning är att nuvarande sanktioner får en viss effekt på eurozonen som helhet, delvis via psykologiska kanaler. Den direkta exporteffekten blir relativt marginell för regionen som helhet, men kännbar för vissa länder, främst Finland och Baltikum. Sanktionerna utgör en nedåtrisk för prognosen. Förnyad finansiell oro, t ex i samband med att resultaten av ECB:s stresstester och genomgång av bankers tillgångar (AQR, Asset Quality Review) presenteras i oktober,

kan bidra till svagare ekonomisk utveckling även om riskerna bedöms små. Att tillväxten under första halvåret varit svagare än väntat accentuerar också frågan om balansräkningsanpassningen utgör en större hämsko för den underliggande tillväxten än vi räknar med.

ECB:s breda åtgärds paket i juni med bl a räntesänkning, villkorade lån till banker och förberedelser för ABS-köp (Asset Backed Securities) har tagits emot positivt med sjunkande långräntor och svagare euro som följd. Inflationen och framför allt inflationsförväntningarna har dock fortsatt att falla och risken för en skadlig deflationsprocess har snarast ökat. **ECB ligger still med räntan men sjsätter bredare obligationsköp (QE, inklusive viktade köp av statsobligationer).** Vår bedömning är att man vill ha mer tid för att utvärdera de åtgärder som genomfördes/presenterades i juni och att det nya QE-paketet därför dröjer till första kvartalet 2015.

Statslåneräntor på historiskt låga nivåer
10 år, procent



Källa: Macrobond

Den politiska utvecklingen och integrationen inom eurozonen fortsätter att gå trögt. Vid valet till europaparlamentet vann partier som motsätter sig mer överstatlighet mark och en ny EU-kommission är ännu inte på plats. Bland mer EU-vänliga krafter ser vi samtidigt en dragkamp mellan mer entusiastiska anhängare av ökad integration och pragmatiker som vill skynda långsamt. EU-valet visar att det finns behov av att förankra och förklara varför mer makt behövs på central nivå för att inte ytterligare spå på anti-EU-partiernas popularitet. Det mest troliga är att vi får se en utveckling där redan inledda processer, t ex bankunionen, fortsätter men att den integration ekonomiskt och politiskt som annonserades sommaren 2012 till stor del ligger på is. På sikt finns en risk för att den tröga integrationsprocessen åter ska leda till en ny förtroendekris för euron.

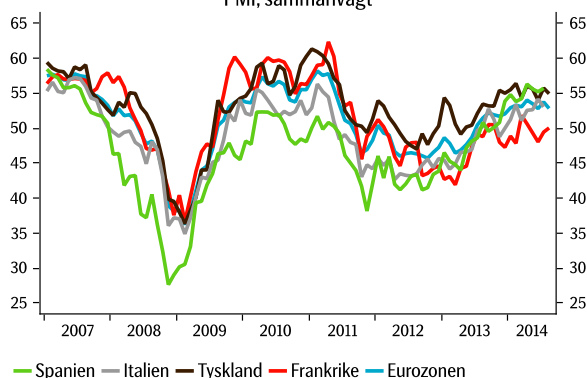
Konjunkturindikatorer spretar åter

Efter en konvergens under våren har **indikatorbilden** för de större länderna i regionen åter börjat spreta. Inköpschefsindex (PMI) för Tyskland, Italien och Spanien ligger kring 55 samtidigt som Frankrike de senaste tre månaderna vänt ner under 50-strecket. För eurozonen som helhet ligger sammanvägt PMI i augusti på 52,8 vilket är i linje med januarinivån.

Läget i tillverkningsindustrin ligger snäppet under totalindexet, vilket indikerar att exporten utvecklas svagare än inhemskt inriktade sektorer. Även bland krisländerna finns en divergens. Läget i Grekland (strax under 50) och Italien (strax över 50) ser sämre ut än i Spanien och Irland. PMI-nivån för eurozonen som helhet pekar på en kvartalsmässig tillväxttakt på 0,2-0,3 procent i närtid.

Indikatorbilden spretar

PMI, sammanvägt



Källa: Markit

När det gäller den kortsiktiga BNP-trenden för de större länderna går Tyskland, trots en viss svaghet under andra kvartalet, och Spanien starkare medan Frankrike och Italien halkar efter. Detta avviker från mönstret de första åren efter krisen då Frankrike var det land som bäst lyckades hänga på den tyska återhämtningen. Vår bedömning är att länderna fortsätter att gå olika vägar tillväxtmässigt 2015-2016. BNP i Tyskland och Spanien växer med ca 1,5-2 procent per år medan tillväxten i Frankrike och Italien stannar vid knappt 1 procent.

Exporten lyfter långsamt

Hittills i år har exporten mattats av och inte gett den dragkraft som eurozonen behöver för att komma ur krisen. Produktionen i tillverkningsindustrin började därtill försvagas i början på sommaren och föll i bl a Frankrike och Italien i maj (mätt i årstakt). Förbättrad omvärldskonjunktur och starkare konkurrenskraft genom lönesänkningar och svagare euro ger efterhand viss draghjälp. Våra beräkningar tyder på att en 10-procentig försvagning av euron (mot dollarn) höjer den ackumulerade BNP-nivån med en procent på några års sikt. Sammantaget växer **exporten med 2,5 procent 2014, 3,3 procent 2015 och 4,2 procent 2015.**

Bytesbalansen har förbättrats de senaste åren och visade 2013 ett överskott på 1,5 procent av BNP. Underskotten i krisländerna har i de flesta fall vänts till balans eller överskott;

till stor del på grund av fallande inhemsk efterfrågan. Vi räknar med att överskotten ligger kvar på samma nivå. Exporten repar sig men samtidigt stiger importen i takt med ökad konsumtion och investeringar.

BNP

Årlig procentuell förändring

	2013	2014	2015	2016
Tyskland	0,1	1,2	1,4	1,8
Frankrike	0,4	0,1	0,7	1,1
Italien	-1,9	-0,2	0,5	0,8
Spanien	-0,1	1,3	1,9	2,1
Grekland	-3,9	0,1	1,5	2,2
Portugal	-1,4	1,2	1,2	1,7
Irland	0,2	1,7	2,3	2,3
GIPS	-0,7	1,2	1,8	2,1
Eurozonen	-0,4	0,7	1,1	1,5

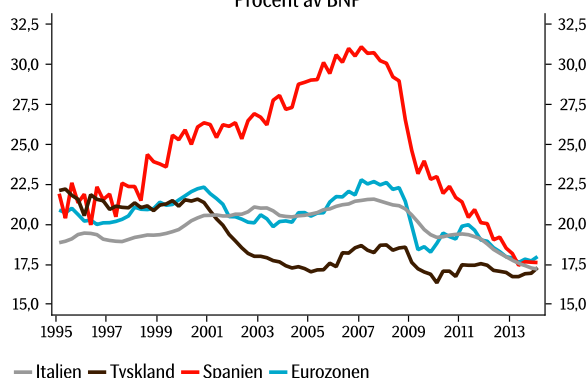
Källa: Eurostat, SEB

Investeringar vaknar sakta till liv

Investeringsnivån har växlat ner kraftigt de senaste åren, framför allt i krisländerna men verkar nu ha nått en bottenlinje. Kapacitetsutnyttjandet, som ligger på en låg nivå, har i stort sett varit oförändrat de senaste tre åren. Problem i banksektorn hämmar också; kreditvolymerna till både hushåll och företag fortsätter att minska. Vår bedömning är att kreditläget kommer att lätta mot slutet av 2014 när resultat av stresstester och AQR presenterats och brister har börjat åtgärdas.

Investeringsnivån konvergerar

Procent av BNP



Källa: Eurostat, SEB

Viss ökning i kapacitetsutnyttjandet i kombination med bättre fungerande kreditmarknad gör att investeringarna sakta vänder uppåt från dagens nedpressade nivåer. Kvarvarande osäkerhet om underliggande konjunkturstyrka och effekterna av störningarna i Rysslandshandeln hämmar investeringarna. Vi väntar oss dock en viss draghjälp av att den ekonomiska politiken inriktas på att prioritera investeringar. Detta sker dels genom satsningar på EU-nivå och dels genom de riktade lån som ECB kommer att ge till banker som ökar sin utlåning. Även om ekonomin nu åter växer kommer fortsatt lågt kapacitetsutnyttjande att bidra till att investeringarna stiger mycket

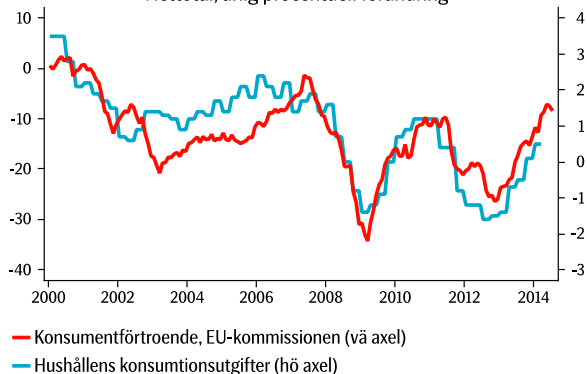
långsamt. **Investeringarna ökar med 1,2 procent 2014 och med 1,6 respektive 2,3 procent 2015 och 2016.**

Konsumenter ännu inte redo att spendera

Konsumentförtroendet visar en uppåtgående trend även om det backade något i juni och juli. Hushållen ser generellt mer positivt på det ekonomiska läget, men indikerar ändå att de kommer att spara mer. Trots försiktiga hushåll talar flera faktorer för att konsumtionen ska stiga 2015 och 2016. Arbetslösheten faller något samtidigt som mjukare finanspolitik och låga räntor ger stimulans. Den låga inflationen bidrar också till att köpkraften ökar med ca 1 procent 2015, även om ett fortsatt behov av att justera kostnadsnivåer i Sydeuropa pressar ned lönerna. Sammantaget räknar vi med att **konsumtionen stiger med 0,5 procent 2014 och med 0,8 respektive 1,2 procent 2015-2016.**

Privata konsumtionen ökar

Nettotal, årlig procentuell förändring



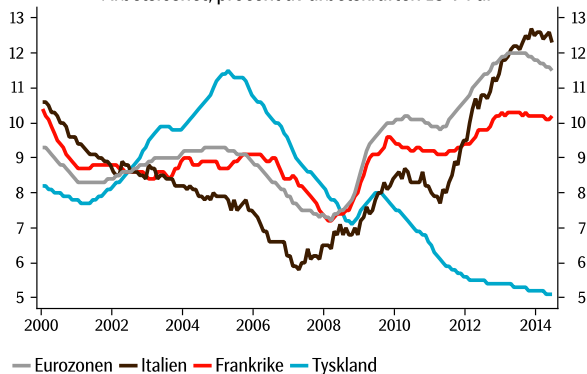
Källa: Eurostat

Långsamt fallande arbetslöshet

Arbetslösheten kryper sakta nedåt och låg i maj 2014 på 11,5 procent. Arbetslöshetsnivåerna verkar nu ha toppat i de flesta länder men ligger fortfarande på alarmerande höga nivåer (Spanien 24,5 procent, Portugal 14,1 procent, Grekland 27,3 procent). Även i Frankrike och Italien ligger arbetslösheten på historiskt höga nivåer. I Tyskland har den fallit ned mot 5 procent, vilket är den lägsta nivån sedan återföreningen.

Svag men successiv nedgång i arbetslöshet

Arbetslöshet, procent av arbetskraften 15-74 år



Källa: Eurostat

Att arbetslösheten nu minskar i eurozonen beror delvis på ett minskat arbetskraftsdeltagande. **Sysselsättningen har dock**

också haft en positiv trend under 2014. Uppgången är den första sedan tredje kvartalet 2011. Sysselsättningstrenden pekar fortsatt uppåt, men i en så svag takt att nedgången i arbetslöshet blir mycket måttlig de närmaste åren. En stor del av uppgången i arbetslöshet kan ses som cyklisk, men riskerar att bli permanent om tillväxten inte tar fart. I nuläget beräknar vi att jämviktsnivån ligger runt 9 procent. IMF bedömer att den svaga konjunkturen påverkar arbetslösheten för ungdomar dubbelt så mycket som för äldre grupper (över 25 år). Detta accentuerar vikten av att politiken inriktas på åtgärder som förhindrar att unga slås ut från arbetsmarknaden.

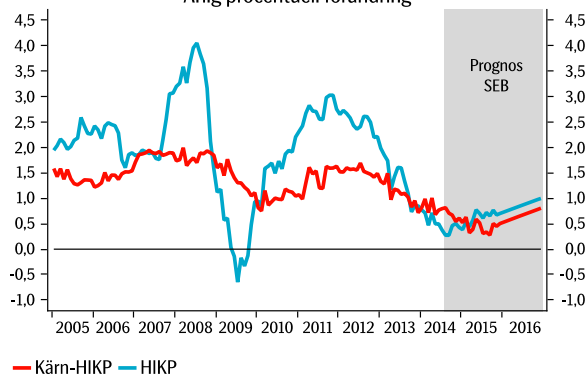
Lägre inflation och inflationsförväntningar

Inflationen fortsätter att falla på bred front i eurozonen.

Inflationen var i juli 0,4 procent – klart under ECB:s mål. Löne- och pris Anpassningar i krisländerna håller ner genomsnittet; både Grekland och Spanien uppvisade fallande priser i juli. Men även i Tyskland och Frankrike ligger inflationen under 1 procent. Fallande mat- och energipriser sätter ytterligare press på inflationen under hösten. Den generellt låga inflationen i eurozonen fördjupar skuldproblemen i krisländerna och försvårar möjligheterna att lösa konkurrensproblemen med hjälp av interdevalveringar.

Lågt inflationstryck

Årlig procentuell förändring



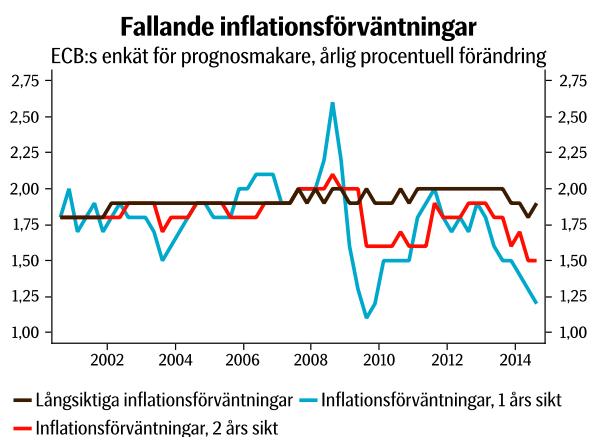
Källa: Eurostat, SEB

ECB:s juniåtgärder har lättat något på deflationstrycket, bl a via svagare euro, men valutaeffekterna på inflationen blir troligen ganska små. Fortsatt behov av att återställa konkurrenskraft i krisländerna, hög arbetslöshet och måttlig tillväxt gör att deflationsriskerna kvarstår och om något har ökat de senaste månaderna. Att inflationsförväntningarna fortsätter att falla gör situationen extra allvarig. Vår bedömning är att regionen som helhet undviker deflation, men att marginalerna inte är stora. Mätt som årsgenomsnitt blir **HIKP-inflationen 0,5 procent 2014 och ökar därefter något till 0,6 respektive 0,9 procent 2015-2016.** Kärninflationen ligger 2015-2016 något under HIKP.

ECB avvaktar, men mer kommer

Svag ekonomisk utveckling, låg inflation och fallande inflationsförväntningar fick ECB att agera. Den 5 juni togs beslut om en rad åtgärder för att öka den penningpolitiska stimulansen och förbättra kreditgivningen:

- 1) **Refiräntan sänktes** med 10 räntepunkter till 0,15 procent.
- 2) **Inlåningsräntan sänktes** lika mycket till -0,10 procent.
- 3) **Sterilisering av SMP-programmet avslutades**, vilket innebär att banksystemet tillfördes ca 156 miljarder euro i ny likviditet.
- 4) Bankerna ska erbjudas upp till fyraåriga **riktade långfristiga finansieringstransaktioner (TLTRO)** för vidareutlåning till företagssektorn. Erbjudandet gäller vid åtta tillfällen med start i september – till rådande refiränta. Lånen uppgår till maximalt 7 procent av total lånestock (exklusive bolån) och förfaller i september 2018.
- 5) Refinansieringstransaktionerna (MRO) behålls med **fastränteanbud med full tilldelning** så länge som behov finns och åtminstone till december 2016.
- 6) Utökningen av olika instrument som fungerar som **säkerhet för lån** i ECB-systemet till september 2018 behålls.
- 7) Förberedelserna för att påbörja direktköp av **Asset-Backed Securities (ABS)** ska intensifieras.

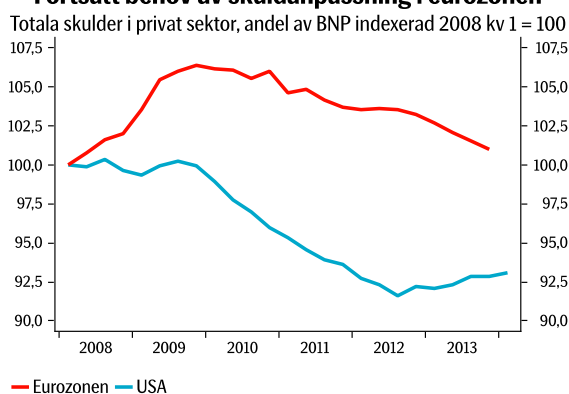


Åtgärds paketet är kraftfullt och har ett betydande signalvärde. Det har redan fått effekt genom att bidra till mer expansiva finansiella förhållanden främst genom en svagare euro. 10-åriga statslåneräntor har överlag fallit jämfört med dagarna innan mötet även om långräntespreadar mot Tyskland, som sätter nya bottenrekord, ökat. Detta har minskat behovet av ytterligare räntesänkningar och/eller köp av statsobligationer (QE) i närtid. Dels för att ECB behöver ECB att utvärdera effekterna av genomförda åtgärder, dels för att två åtgärder (TLTRO och ABS-köp) ännu inte sjösatts.

Kvarstående deflationsrisker och fallande inflationsförväntningar innebär dock fortsatt tryck på ECB att agera. Vi tror att **ECB ligger still med räntan** eftersom negativa räntor riskerar att leda till onödigt osäkerhet och försämrade interbankmarknadens funktionssätt. Mer troligt är att ECB prövar förstärkt guidning av refiräntans utveckling genom att t ex koppla framtida förändringar till inflationsvariabler. I början på 2015, när nuvarande åtgärder utvärderats, är det troligt att **storskaliga tillgångsköp** genomförs. Att enbart gå via köp av ABS:er är knappast tillräckligt utan köp av statsobligationer kommer antagligen också att genomföras.

En faktor som tynger utvecklingen i regionen är att hushåll och företag ännu inte tillräckligt krympt sina balansräkningar. Analys från BIS (Bank for International Settlements) visar att kvarstående **tryck att korrigera balansräkningar** (minska skuldnivåer) **gör ekonomier mindre räntekänsliga** och att det först är när balansräkningarna anpassats som låga styrräntor kan stötta en återhämtning. I dagsläget är skillnaden mellan USA och eurozonen tydlig. I USA har hushåll och företag genomfört en betydande skuldneddragning medan processen i eurozonen bara påbörjats. Detta stärker ytterligare argumenten för okonventionella åtgärder som komplement till låga räntor.

Fortsatt behov av skuldanpassning i eurozonen



Rotation inom ECB, protokoll och färre möten

Flera nya regler och procedurer förändras framöver inom ECB. Vissa styrs av fördragen och andra beror på att ECB på eget initiativ utvecklar sin metodik och kommunikation.

I och med Litauens eurointräde 1 januari 2015 når antalet medlemmar i eurozonen 19 vilket enligt fördragen innebär att **rösträtten i direktionen kommer att börja rotera**. Ett land, en röst kommer i och med det inte att gälla alla medlemmar vid alla möten. De 21 rösterna i direktionen kommer att fördelas på följande: 1) De sex medlemmarna i den exekutiva ledningen har permanent rösträtt. 2) De fem största länderna (viktat med 5/6 för BNP och till 1/6 för storleken på den finansiella sektorn) får 4 röster. 3) Övriga länder får dela på 11 röster där rotationen sker varje månad. Sammantaget innebär denna förändring att den exekutiva ledningen och de fem största länderna får mer makt genom högre röstfrekvens. Det lär medföra att kampen hårdnar om platserna i den exekutiva ledningen, även om representanterna formellt inte företräder sina hemländer.

Därtill kommer ECB från och med 1 januari 2015 att **publicera penningpolitiska protokoll**. Publicerade protokoll innebär ökad öppenhet och transparens men riskerar samtidigt att leda till att ledamöterna blir försiktigare i diskussionerna.

Frekvensen för penningpolitiska möten ändras till var sjätte vecka, även detta från och med 1 januari 2015. ECB-direktionen kommer även i fortsättningen att ha mer allmänna möten minst en gång per månad.

Tema: Offentliga skuldproblemen i eurozonen består

- **Lägre underskott och neutral finanspolitik**
- **Högre räntekostnader trots låga räntor**
- **Skuldlättnader kan åter bli aktuella om stagnationstendenserna består**

De stora besparingarnas tid är över och utvecklingen för de offentliga finanserna i eurozonen går åt rätt håll. Mätt som förändring av strukturellt sparande blir **finanspolitiken i stort sett neutral 2014-2016**, vilket kan ses som en välvägd politik givet både kvarstående besparingsbehov och behov av att inte knäcka återhämtningen. **Offentliga sektorns underskott minskar till 2,3 procent av BNP 2016 och den offentliga skulden väntas toppa 2016 på 96,3 procent av BNP.** Framöver kommer politiken i högre grad att inriktas på att stimulera tillväxten bl a genom skattesänkningar och satsningar på infrastruktur. Vår bedömning är dock att dessa åtgärder generellt kommer att vara finansierade med tanke på att underskotten fortfarande är betydande i flera länder.

Finansiellt sparande och bruttoskuld

Offentlig sektor, procent av BNP

	2013	2014	2015	2016	Skuld 2016
Frankrike	-4,3	-3,9	-3,5	-3,5	96,0
Irland	-7,0	-4,8	-4,0	-4,0	119,0
Portugal	-5,0	-4,0	-2,5	-2,5	125,0
Italien	-2,8	-2,6	-2,5	-2,4	133,0
Spanien	-7,1	-6,2	-5,3	-5,0	103,0
Eurozonen	-3,0	-2,7	-2,3	-2,3	96,3

Källa: Eurostat, SEB

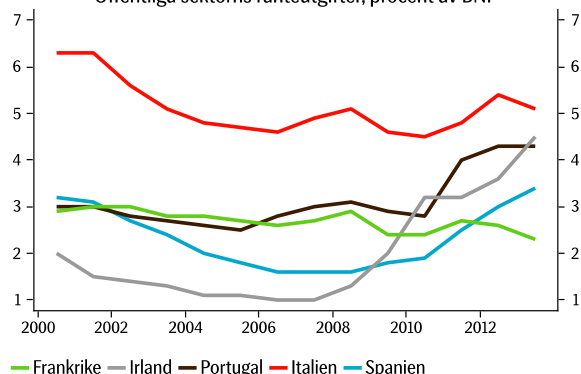
Svårt att minska skuldnivåerna utan tillväxt

Under sommaren har statsskuldräntor i flera länder nått rekordlåga nivåer. Det är tydligt att marknaden för tillfället litar fullt ut på att ECB kommer att stötta regionen även framöver. Men även om underskotten nu minskar kvarstår de långsiktiga problemen med höga skuldnivåer.

Det låga ränteläget underlättar euroländernas finansiering men genomslaget på ränteutgifterna sker gradvis eftersom endast en liten del av skulden refinansieras årligen. I krisländerna utgör den offentliga sektorns ränteutgifter nu en betydligt högre andel av BNP än den gjorde före krisen. Störst är skillnaden i Irland där utgifterna fyrfaldigats och motsvarade 4,5 procent av BNP 2013. I Spanien och Portugal har nivån fördubblats och motsvarade 2013 3,4 respektive 4,5 procent av BNP. För Frankrike och Tyskland har ränteutgifternas andel av BNP istället minskat.

Låga räntor men stigande ränteutgifter

Offentliga sektorns ränteutgifter, procent av BNP

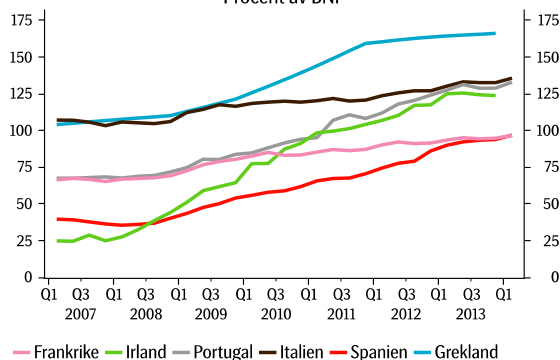


Källa: Eurostat

Låg real tillväxt och låg inflation (eller deflation) gör att nominella BNP växer mycket långsamt. Detta bidrar till att den offentliga skulden, som andel av BNP, fortsätter att öka i närmast oförändrad takt trots fallande budgetunderskott. Italien utgör ett tydligt exempel på detta problem. Trots att underskottet i en sydeuropeisk jämförelse är lågt, ca 3 procent av BNP 2013, stiger skulden som andel av BNP. Nominella BNP-tillväxten var strax över noll och skuldnivån i början av 2014 är klart högre än 2012 och 2013.

Offentliga skulden fortsätter att stiga

Procent av BNP



Källa: Eurostat

Det är fullt möjligt att hanka sig fram med en hög skuldnivå, men det är förenat med nackdelar och risker. Det minskar det finanspolitiska manöverutrymmet och ökar sannolikheten för negativa förtroendeeffekter i oroliga tider. Nuvarande låga ränteskillnader är i hög grad beroende av ECB:s stöd. På kort och medellång sikt finns inga tecken på att detta skulle minska, men på längre sikt finns ändå risker för att ränteskillnaderna kan öka. Med fortsatta stagnationstendenser för den nominella tillväxten kan man heller inte utesluta att ytterligare skuldavskrivning eller omförhandling av stödlån blir aktuella för de mest skuldsatta länderna i eurozonen.

Arbetslösheten faller under jämviktsnivån

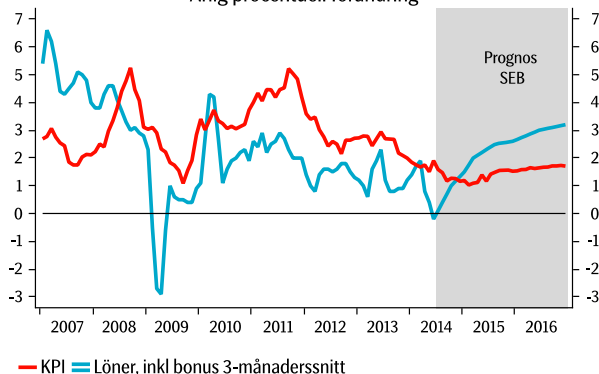
- **Hushåll och företag andas framtidstro**
- **Låg inflation ger långsam ränteuppgång**
- **Skottland stannar i Storbritannien**

Brittisk ekonomi har vind i seglen och BNP har nu återtagit hela fallet under finanskrisen. I år noteras högst tillväxt inom G7 och konjunkturen fortsätter upp **2015 och 2016 med BNP-tillväxt på robusta 2,8 respektive 2,6 procent**; snäppet över konsensus. Arbetsmarknaden utvecklas starkt, men utan att sätta ordentlig fart på lönetillväxten. **I slutet av 2016 ligger arbetslösheten på 5 procent**; något under jämviktsnivån. Samtidigt har vi en relativt positiv syn på inflationen som **spås understiga målet under hela prognosperioden**. Detta talar för att styrräntan höjs långsamt med början första kvartalet 2015. I slutet av 2015 ligger styrräntan på 1,25 procent och i slutet av 2016 på 1,75 procent.

Sysselsättningen stiger nu snabbt och sysselsättningsgraden ligger på sin högsta nivå på 23 år. Samtidigt faller arbetslösheten tillbaka. Trots detta fortsätter löneökningarna att dämpas, vilket tyder på att det fortfarande finns ledig kapacitet på brittisk arbetsmarknad. Centralbanken sänkte också bedömningen av **jämviktsarbetslösheten till 5,5 procent** i samband med inflationsrapporten nyligen. Strukturella faktorer kan också förklara lönepressen: sysselsättningen har ökat speciellt starkt bland egenföretagare av vilka många fortfarande är undersysselsatta. Det ger också en pusselbit till varför produktiviteten är så svag.

Lönerna vänder upp nästa år

Årlig procentuell förändring



Källa: ONS, SEB

Stark arbets- och husmarknad har lyft konsumentförtroendet över historiska snitt och hushållens konsumtion visar robusta

ökningstal. Också framöver ser utsikterna ljusa ut och **hushållen förblir motor** i återhämtningen, inte minst när lönekurvorna vänder uppåt 2015. Såväl löneindikatorer som den planerade höjningen av minimilönen senare i höst pekar i den riktningen. **Risken för överhettning på husmarknaden tycks också ha minskat något**: åtgärder inom makrotillsynen som t ex att koppla maxstorleken på huslån till inkomst har redan haft viss avkylande effekt. Att bostadsutbudet ökar tyder också på att en inbromsning av priserna är på väg. Sammantaget **växer hushållens konsumtion med 2,5 procent i snitt 2015-2016** – i linje med årets ökningstal.

Även i företagssektorn andas indikatorerna optimism.

PMI i tjänste- tillverknings- och byggsektorn ligger på robusta nivåer i spannet 55 till 62. **Investeringarna växer med 7 procent i år och med 4 procent i snitt 2015-2016**. Uppsidesriskerna i prognosen är störst på investeringssidan: den sammantagna indikatorbilden är förenlig med kvartalsvis BNP-tillväxt på 6 procent i uppräknad årstakt. Däremot fortsätter förhoppningarna om en exportdriven tillväxt att komma på skam: för tredje året i rad blir bidraget från utrikeshandeln negativt 2014. Sentimentsindikatorerna för exportorder ligger dock på höga nivåer, vilket i kombination med gradvis starkare efterfrågan i viktiga exportländer talar för **positiva nettobidrag från utrikeshandeln 2015-2016**.

Efter att ha överstigit tvåprocentmålet 2005-2013 blir **inflationen låg kommande år**. Energi- och matpriser har fallit på sistone och KPI-uppgången i juni till 1,9 procent är tillfällig; tidigt nästa år bottnar tolv månaderstalen på 1,0 procent och mätt som **årsgenomsnitt blir inflationen 1,5 procent, 1,3 procent respektive 1,7 procent 2014 till 2016**. Eftersläpande effekter av det senaste årets pundförstärkning – valutan har stärkts med drygt 10 procent i effektiva termer sedan förra sommaren – håller nere importerad inflation. Huvudsakligen drivet av förväntade styrränteskillnader förstärks pundet något mot euron samtidigt som det försvagas mot dollarn. I slutet av 2015 står GBP/USD i 1,63 och EUR/GBP i 0,76 enligt våra prognoser.

Trots god fart i realekonomin motiverar löne- och inflationsbilden en försiktig **normalisering av penningpolitiken**. Den första räntehöjningen till 0,75 procent kommer i februari 2015. Höjningarna fortsätter i maklig takt till 1,25 procent i slutet av 2015 respektive 1,75 procent i slutet av 2016. **Nej-sidan har i nuläget ett klart grepp** inför folkomröstningen om Skottlands oberoende den 18 september och allt talar för att Skottland blir kvar i unionen. Storbritanniens framtida relationer till EU kommer troligen att dominera nästa års parlamentsval. Vägvalet blir viktigt och kommer inte minst att påverka de nordiska länderna.

Små direkta tillväxteffekter av skärpta sanktioner

- **Strukturellt svagt Ryssland stagnerar**
- **Centraleuropas gradvisa uppgång fortsätter**
- **Hög inflation i Ryssland-Ukraina**

Nedskjutningen av det malaysiska passagerarplanet över Ukraina i mitten av juli har lett till en förnyad upptrappning av Ukrainakrisen. Detta efter tendenser i maj-juni till minskad militär och diplomatisk spänning mellan Ryssland-Ukraina/Ryssland-västmakter. Händelsen styrker vår tro i NO maj om att **den geopolitiska konflikten, inkluderande inbördesstrider, i östra Ukraina blir långvarig.**

USA och EU har agerat med skärpta sanktioner med syfte att sätta press på Ryssland att verka för en demilitarisering i konfliktregionen. USA tog snabbt första initiativet och införde förbud för ett antal ryska storföretag och banker att ta långfristiga USD-lån. Att USA var steget före EU beror troligen på att USA har ett klart mindre handelsutbyte med Ryssland och att de stora EU-länderna är splittrade av landegoistiska skäl. Italien är det enda större EU-land som har mer än marginell koppling till Ryssland i sin utrikeshandel. Andra intressen finns också i bakgrunden. Tyskland har stor import av rysk naturgas, Frankrike är i färd med att sälja två krigsfartyg till Ryssland. Först i slutet av juli kom EU överens om ett utvidgat sanktionspaket i tre delar: ryska statsägda banker och några stora icke-finansiella bolag blockeras tillträde till långfristig finansiering på europeiska kapitalmarknader, embargo riktas mot rysk vapenhandel och mot export till Ryssland av viss teknologi för energisektorn. USA hakade på med liknande försvars- och energiembargon. Japan och Schweiz följde upp med finansiella sanktioner för att delvis täppa till möjligheter att gå runt USA- och EU-sanktioner.

EU har med sin skärpning av sanktionerna tagit klivit in i den så kallade skarpaste fasen (nr 3) i den sanktionsplan som presenterades i våras efter Rysslands annektering av Krim. Denna fas syftar till att påverka de ryska finans-, energi- och försvarssektorerna. **Hittills lagda sanktioner har dock tämligen låg direkt verkningsgrad, åtminstone på kort sikt.** Ryska banker har ett måttligt refinansieringsbehov i utlandslån de närmaste nio månaderna och centralbanken har en stark valutaserv och staten en stark finansiell position om medel behöver skjutas till. Exporten av vapen från Ryssland är därtill liten i förhållande till landets totala vapenproduktion. Stoppad insatsteknologi från väst till den ryska energisektorn får effekt på utveckling/produktion först på sikt. Dock väntas de upptrappade sanktionerna resultera i **ökad osäkerhet om**

allmänna utvecklingen i Ryssland samt leda till spekulationer om sanktionerna skärps ytterligare eller breddas. Detta gör att **utländska företag blir mer restriktiva med investeringar**, vilket hämmar tillväxten även på kort sikt.

Ryssland responderade i augusti med att införa handelshinder inom flyg-, jordbruks- och livsmedelssektorerna. **Ca 10 procent av livsmedelsimporten stoppas i ett år.** **Effekten** av detta förbud **är dock mest symbolisk** och har liten ekonomisk verkan på alla berörda länder utom Litauen som har relativt stor livsmedellexport till just Ryssland. En effekt kan istället bli att åtgärderna driver upp rysk inflation. Det kan mycket väl komma fler riktade sanktionsåtgärder från rysk sida. Men de blir i så fall troligen relativt försiktiga. Man kan notera president Putins ord i dekretet till myndigheterna angående jordbruks- och livsmedelsvarorna: *"landets säkerhet måste garanteras"*.

Vi vidhåller de ekonomiska grundantaganden som vi haft sedan rysk-ukrainska konflikten bröt ut i februari-mars: Det blir **inga omfattande handelssanktioner och inga allvarliga störningar i ryska energileveranser till Europa.** Både västmakterna och Ryssland drar sig i det längsta för att starta ett handelskrig eftersom eurozonens återhämtning är bräcklig och rysk ekonomi är både konjunkturellt och strukturellt svag. Det finns också ett betydande ömsesidigt beroende av rysk naturgas; 30 procent av Europas naturgasbehov täcks från Ryssland.

Konsekvenserna av konflikten - främst via accentuerad svaghet för rysk och ukrainsk tillväxt - föranledde måttliga nedjusteringar av våra tillväxtprognoser för Östeuropa generellt i våras. **Nu nedtonade utsikter för Ryssland 2015 och Tyskland för 2014-2015 samt nya sanktioner** motiverar bara en **liten ytterligare sänkning av BNP-prognoserna för regionen.** Givet begränsade sanktionseffekter, kvarstår vår prognos att den **gradvisa återhämtning** som inleddes andra halvåret **2013 i främst den centrala delen men även söderut i Östeuropa fortsätter** de närmaste åren. Växande privat konsumtion och konjunkturuppgång i Tyskland/Västeuropa kompenserar för exportbortfall i Ryssland samt för kortsiktigt sviktande investeringsutveckling i länder nära konfliktområdet. Notabelt är att de stora länderna i Centraleuropa har relativt liten exportandel till Ryssland.

I Polen, Slovakien, Tjeckien och Ungern var BNP-tillväxten mätt i årstakt under andra kvartalet i stort sett oförändrad på god nivå jämfört med första kvartalet. Detaljhandeln gick fortsatt bra. Sedan i våras har visserligen industriindikatorer generellt backat något. Ett likartat mönster syns även i Västeuropa och vi ser avmattningen som tillfällig.

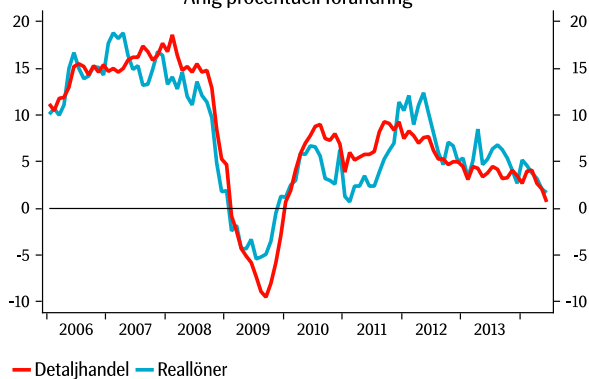
Privat konsumtion blir en fortsatt central drivkraft för tillväxten på många håll. Hushållen gynnas av **goda realinkomstökningar** via stabilisering på arbetsmarknader och **framför allt via låg inflation**. Köpkraften har stärkts ytterligare bara de senaste månaderna då det svaga pristrycket i länder som Polen, Slovakien och Ungern övergått i deflation. Inflationen förblir starkt nedpressad i Centraleuropa det närmaste året eftersom det finns betydande lediga resurser i ekonomierna. I närtid hålls inflationen nere av sjunkande livsmedelspriser, delvis en global trend. Detta kan öppna för ytterligare sänkningar av redan mycket låga styrräntor. Hushållens efterfrågan på lån väntas därmed öka och bidra till ökad konsumtion.

Stagflationsproblem i Ryssland

Risken för en kollaps i rysk ekonomi de närmaste åren är liten. Stabila energipriser och stark arbetsmarknad ger stöd. Därtill uppvisar landet finansiell styrka i form av låg skuld (11 procent av BNP), balanserad budget och stark valutareserv. Man kan notera att extra utgifter för Krim/Sevastopol i år tas från fonder och belastar ej budgeten. Vidare vilar regeringens prognos om ett budgetöverskott på 0,5 procent av BNP i år (från -0,5 procent 2013) på ett realistiskt tillväxtantagande om +0,5 procent. Men **flera år med anemisk tillväxt stundar och på kort sikt också en hög inflation.** Problemen är dock inte bara följd av den rysk-ukrainska konflikten utan i **hög grad utslag av strukturproblem.**

Försvagade reallöner pressar konsumtionen

Årlig procentuell förändring



Källa: Russian Federal State Statistics Service

BNP ökar med 0,5 procent i år. Ekonomin nästan stagnerar 2015 för att 2016 växa med 1,5 procent - under potentiell tillväxt på 2-3 procent. Prognosen för 2014 är uppjusterad från noll i NO Maj 2014 efter oväntat bra tillväxt andra kvartalet (+0,8 procent i årstakt jmf kv1:s +0,9). Industriproduktionen överraskade och tillverkningsindustrins inköpschefsindex har gradvis stärkts sedan i våras; 51-nivån i juli var över expansionsgränsen 50. Med stöd av oförändrade oljepriser på 105-110 USD/fat året ut och en hyfsad nettoexport kan recession undvikas trots snabbt sviktande inhemsk efterfrågan. **Tillväxtprognosen för 2015 har sänkts från 1,2 procent till 0,3 procent** på grund av lägre köpkraft för hushållen (via högre inflation än väntat), införandet av en extra försäljningsskatt i delregionerna på upp till 3 procent,

svagare investeringar i spåren av Ukraina-konflikten samt effekter av nya sanktioner. Att långräntor stigit kraftigt bidrar till att dämpa investeringar. I motsatt riktning verkar vissa stödåtgärder för infrastruktursatsningar som regeringen lanserat i sommar. Möjligen kommer den även att försöka parera ekonomisk svaghet med höjda löner/pensioner 2015.

Ekonomin pressas också på andra fronter. Demografins utveckling är ogynnsam och trots de senaste årens försvagade tillväxt råder **utbudsrestriktioner** på arbetsmarknaden. Arbetslösheten har sjunkit ytterligare från 5,5 procent i början av 2014 till strax under 5 procent (lägsta nivån sedan mitten av 1990-talet) och har nu legat något under jämvikt 6-7 procent sedan 2011. Därtill har investeringar varit eftersatta i många år; **investeringsskivoten är låg** jämfört med andra EM-ekonomier.

Inflationen har tagit ett språng från 6 procent i början av året till 7,5 procent, en bra bit över centralbankens mål för slutet av året på 6,0-6,5 procent (höjt sedan i våras) och långt ifrån det medelfristiga målet 4 procent. Uppgången har drivits på av flera perioder av rubelfall. Men inflationen är i hög grad även en följd av stram arbetsmarknad. Centralbanken höjde styrräntan i slutet av juli för att bromsa inflationen och försöka dämpa tendenser till ånyo **accelererade** kapitalutflöden. **Nya räntehöjningar väntas men inflationen förblir hög** i spåren av en ytterligare rubelförsvagning driven av geopolitisk oro och ekonomisk svaghet. Rubeln försvagas från dagens 36 mot USD till 38,5 om ett år. Restriktionerna för livsmedelsimporten ger en viss inflationsimpuls trots att regeringen gett direktiv om prisstopp. Vidare slår den nya försäljningsskatten igenom nästa år. **För 2015 spås en inflation på 6,5 procent.**

Lång väg tillbaka för Ukraina

Ukraina har gått in i djup recession efter den svåra inrikespolitiska oro som började i slutet av 2013 och som sedan gradvis förvärrats. Det nuvarande krigstillståndet har slagit hårt mot produktion och konsumtion och närmast lamslagit investeringsaktiviteten. Vidare har det kraftiga hryvniarsat (USD-peg övergavs i februari) i vintras bidragit till en **skjuts i inflationen** från nära noll i början av året till 12,5 procent i juli. Stora prishöjningar på gas till följd av sänkta subventioner har tillkommit, delvis som en följd av krav från IMF/EU för stödlån. Detta har ytterligare hämmat konsumtionen. Vår bedömning är som tidigare att de internationella stödlånen (som började betalas ut i maj) undanröjer risken för betalningsinställelse och stabiliserar valutareserv och hryvnia. Men vägen tillbaka blir lång. Den **positiva exporteffekten från valutafallet kommer först med fördröjning. Samtidigt måste budgettätstramning genomföras** för fortsatta utbetalningar av stödlån. BNP-fallet accelererade från 1,1 procent i årstakt första kvartalet till 4,7 procent andra kvartalet. **BNP väntas sjunka med 6 procent i år varefter nolltillväxt spås för 2015. Först 2016 återfår Ukraina en svag tillväxt på 3 procent.** Inflationen förblir hög men faller tillbaka på ett-två års sikt när effekter från årets valutafall klingar av.

Rysk svaghet/sanktioner bromsar återhämtning

- **Estland drabbas värst av rysk svaghet**
- **Starka realinkomster ger motståndskraft**
- **Oväntat låg inflation men nära botten nu**

Till skillnad från de flesta länder i Europa drabbas Baltikum relativt hårt av den rysk-ukrainska konflikten via accentuerad rysk ekonomisk svaghet, utökade sanktioner samt ökad regional osäkerhet. Huvudskälet är **hög exportexponering mot Ryssland** (2013 gick 12-20 procent av ländernas export till Ryssland), delvis beroende på en betydande transithandel. Även transportsektorn påverkas sålunda av vikande rysk utrikeshandel även om effekterna där inte blir entydigt negativa; Lettland har hittills gynnats av extra transitaffärer som tidigare gick genom Ukraina. Därtill hämmas investeringarna av ökad politisk osäkerhet i närregionen. Turismen, som är relativt viktig, väntas dämpas bara litet av konflikten; hittills tillgänglig statistik för vårmånaderna visade att de totala turistströmmarna då ökade något jämfört med motsvarande period 2013 trots att antalet ryska besök sjönk påtagligt.

Estland – som redan i fjol gick in i en djup tillväxtsvacka – hamnar **mest i kläm** när Ryssland går mot stagnation. Det beror delvis på att exporten utgör en större del av ekonomin än i grannländerna (exporten motsvarar ca 80 procent av BNP jämfört med 65 respektive 45 procent i Litauen och Lettland) samt att exporten är stor till Finland som utvecklas svagt.

Litauen står emot den rysk-ukrainska konflikten bäst av de baltiska länderna. De negativa effekterna på Litauens BNP dämpas av att inhemsk efterfrågan nu är på väg mot en kraftigare uppgång. Litauen har släpat efter övriga baltstater i den inhemska återhämtningen, främst gällande fastighetsmarknaden. Litauen kan också dra fördel av att en ny gasterminal öppnas nästa år vilket kraftigt reducerar det 100-procentiga beroendet av rysk naturgas. Å andra sidan drabbas Litauen klart hårdare än Estland och Lettland av de ryska importrestriktionerna för livsmedel; sanktionseffekten under det ettåriga ryska stoppet motsvarar knappt 1 procent av BNP.

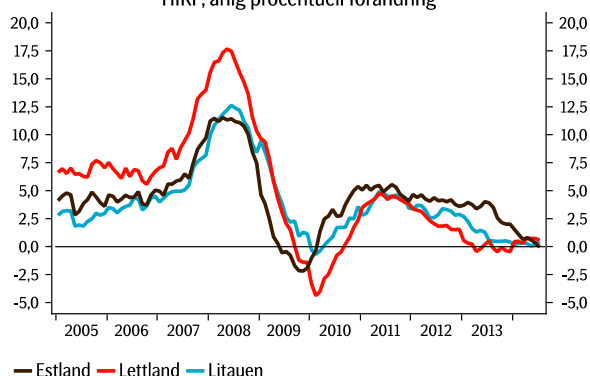
Samtidigt finns **positiva tillväxtkrafter i Baltikum som delvis kompenserar** för de negativa effekterna av den rysk-ukrainska konflikten. **Privat konsumtion fortsätter** under 2015 att vara den **viktigaste drivkraften**, främst beroende på fortsatt **höga reallöneökningar**. Konsumentförtroendet ligger på historiskt höga nivåer; i Estland och Lettland har framtids-tron stigit sedan Krim-krisen i mars, medan den sjunkit något i Litauen. Goda fundamenta i ländernas ekonomier bidrar sannolikt till hushållens tillförsikt; de offentliga finanserna är i gott

skick och bytesbalanserna visar bara små underskott. På investeringssidan fortsätter byggandet att växa och infrastruktur-satsningar får ökat stöd från EU-fonder nästa år efter de senaste årens minskning. Direktinvesteringarna i Litauen får en extra knuff av euroinrådet den 1 januari 2015. Under 2015-2016 repar sig också den baltiska exporten gradvis.

Sammantaget växlar tillväxten i Baltikum upp något efter en svacka i alla länder 2013-2014. Estlands BNP växer med 0,5 procent i år och med 1,8 respektive 3,0 procent 2015-2016. Lettlands tillväxt stegras från 2,5 procent i år till 2,7 procent 2015 och 3,4 procent 2016. Litauens BNP ökar med 2,7, 3,2 respektive 4,0 procent. **Våra prognoser är ännu väl under konsensus. BNP-prognoserna för 2014 är oförändrade** jämfört med NO i maj, efter utfallen för andra kvartalet som var i linje med våra förväntningar. **Prognoserna för 2015 har sänkts** med vardera ca 0,5 procentenheter, främst på grund av sämre ryska tillväxtutsikter och ryska livsmedelssanktioner samt marginellt även av sänkt tillväxt för Västeuropa.

Mycket svagt konsumentpristryck

HIKP, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Extremt låg inflation präglar just nu Baltikum. Även i den tidigare höginflationsekonomin Estland har inflationen dämpats rejält; HIKP-årstakten låg i juli på noll efter en nästan oavbruten nedgång från 3,9 procent i juli 2013. Inflationen i Baltikum har överraskat nedåt en längre tid, främst till följd av dämpade energipriser och lägre prisökningar på livsmedel. Inflationsprognoserna har nu sänkts kraftigt såväl för 2014 som 2015. Samtidigt är botten nära. **En gradvis inflationsuppgång till spannet 1,0-2,5 procent väntar 2015-2016.** Orsaken är i grunden **stegrande lönekostnader i spåren av alltmer knappa resurser på arbetsmarknaderna**. Fläckvis arbetskraftsbrist råder redan sedan ett par år. I Estland har arbetslösheten, med nedgången till 7 procent andra kvartalet, redan kommit ned under jämvikt på ca 8 procent.

Hyfsad tillväxt men valet skapar politiska risker

- Återhämtning utan riktig kraft
- Arbetslösheten faller långsamt
- Inflationen fortsätter pressa Riksbanken
- Valresultat utan majoritet pressar kronan

Svensk ekonomi fortsätter att uppvisa högre tillväxt än flertalet europeiska länder. Utfallen har dock återigen blivit svagare än väntat och tillväxten har justerats ned något både 2014 och 2015. **BNP bedöms nu öka med 2,1 procent i år och med 2,9 procent 2015.** Tillväxten bromsar därefter in något till 2,7 procent 2016. BNP ligger över långsiktig trend under hela prognosperioden vilket gör att arbetslösheten gradvis faller. Resursutnyttjandet förblir ändå lägre än normalt. Tillväxten drivs av en stark privat konsumtion som gynnas av stigande realinkomster och tillgångspriser. Accelererande huspriser och hushållsutlåning ökar riskerna för en korrektion nedåt på längre sikt. Vi räknar därför med nya åtgärder inom makrotillsynen, bl a att beslut om ökade krav på amorteringar av bolån tas under hösten 2014. Detta bidrar till att öka möjligheterna för en mjuklandning på bostadsmarknaden.

Inför valet i september är en koalition mellan S och MP vårt huvudscenari. Det oklara parlamentariska läget gör den ekonomiska politiken svårbedömd och det politiska systemet står inför stora utmaningar de närmaste åren. Sammantaget ger det en **förhöjd politisk osäkerhet**, även om vi ser en låg sannolikhet för oansvarig finanspolitik eller förändringar av ramverk som skulle kunna skada förtroendet för svensk ekonomi.

Riksbanken fortsätter att pressas av besvärande låg inflation. Vi räknar med att **reporäntan sänks till 0,15 procent**, troligen i oktober 2014, och att denna nivå bibehålls under hela 2015. Vi räknar också med att Riksbanken vill uppnå ytterligare stimulanseffekt genom att signalera försiktigare höjningar på lite längre sikt. Sannolikt kommer även den penningpolitiska stimulansen att förstärkas genom guidning; t ex genom att hela direktionen ställer sig bakom krav på att inflationen ska nå 1,5 procent innan någon räntehöjning blir aktuell. Först under 2016, när centralbankerna i USA och Storbritannien kommit en bit på väg i höjningscykeln, räknar vi med försiktiga räntehöjningar. **I slutet av 2016 ligger reporäntan på 1,0 procent.**

Trögt för export och industriproduktion

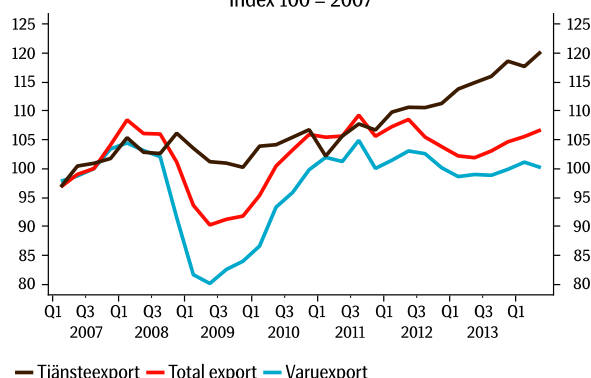
Industriproduktionen under första halvåret utvecklades svagare än väntat. Även varuexporten har haft det trögt med

en svag och ojämn uppgång. Framåtblickande sentimentsindikatorer steg i början av året, men har därefter fallit tillbaka något. Nivåerna är låga jämfört med tidigare återhämtningar men indikerar ändå en hyfsad tillväxt. Man bör dock beakta att faktiska export- och produktionssiffror de senaste åren varit lägre än vad indikatorerna signalerat.

Vacklande efterfrågan på världsmarknaden återspeglas i fallande industriinvesteringar och företagen signalerar att investeringarna kommer att dras ned också under andra halvåret. Att kronförsvagningen det senaste året bidragit till bättre lönsamhet har således inte vara tillräckligt för att hålla uppe investeringsnivån.

Tjänsteexporten drar ifrån

Index 100 = 2007



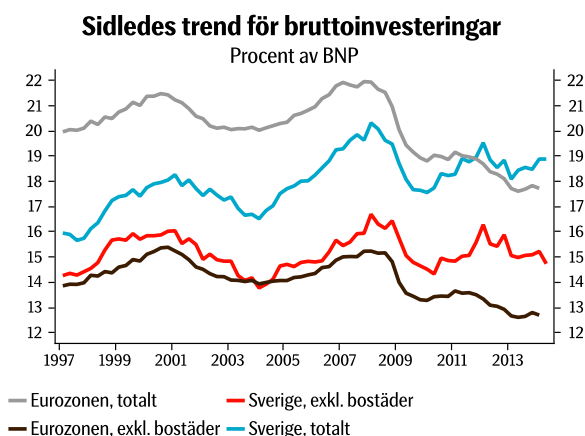
Källa: SCB

Trots besvikelsen under första halvåret finns det skäl att tro att varuexporten nu gradvis börjar återhämta sig. Ett skäl är en relativt god konjunktur på viktiga exportmarknader; sammanlagt 35 procent av exporten går t ex till Norge, Tyskland, Storbritannien och USA. Exporten gynnas dessutom av det senaste årets kronförsvagning. Enligt våra skattningar kommer den femprocentiga valutaförsvagningen det senaste året att ge en extra exportimpuls på sammanlagt två procentenheter. En fortsatt stadig uppgång för tjänsteexporten bidrar också till att lyfta den totala exporttillväxten. Låga utfall och svagare internationell tillväxt gör att prognosen ändå har justerats ned något jämfört med maj. Totalt beräknas exporten i år öka med 2,4 procent för att därefter stiga med 5,2 procent 2015 och 2016; en långsam uppgång sett i ett historiskt perspektiv.

Potential för stigande bostadsbyggande

De totala investeringarna ökade med nästan 5 procent under första halvåret 2014, främst beroende på att bostadsbyggandet ökade med över 20 procent i årstakt. Totalt sett ligger investeringsnivån i Sverige något över genomsnittet i eurozonen. Däremot är nivån för bostadsinvesteringar fortfarande låg i ett internationellt perspektiv. I Sverige utgör

dessa nu runt 4 procent av BNP, vilket fortfarande är lägre än genomsnittet i eurozonen och klart under de 5-6 procent som utgjort ett historiskt genomsnitt i de flesta länder. Vi räknar därför med att det finns en **betydande potential för fortsatt stigande bostadsinvesteringar**. Snabbt stigande befolkning talar också för en stor efterfrågan på bostäder. Hittills har den ekonomiska politiken inte varit speciellt lyckosam i ambitionerna att på bred front få fart på nybyggandet av bostäder. Men vi räknar med att satsningarna kommer att intensifieras i höst oavsett regeringskonstellation. Sammantaget räknar vi med att bostadsbyggandet ackumulerat under åren 2014-2016 ökar med 70 procent.



Totalt sett gynnas näringslivets investeringar något av det låga ränteläget. Investeringarna styrs dock framför allt av efterfrågeläget och kapacitetsutnyttjandet. Konjunkturmönstret talar för att tjänstesektorerna kommer att leda återhämtningen, men även industrins investeringar vänder upp med en viss fördröjning. Efter en nedgång med 1,3 procent 2013 vänder de totala investeringarna upp och växer med 3,0 procent 2014. Därefter befästs återhämtningen med en ökning med 4,5 procent 2015 och 5,5 procent 2016: liksom för exporten är detta en långsam ökningstakt sett i ett historiskt perspektiv.

Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

	2013	2014	2015	2016
Konsumtion	2,0	2,7	3,0	2,5
Inkomster	2,6	3,0	2,2	2,3
Sparkvot, nivå	13,0	13,3	12,5	12,3

Källa: SCB, SEB

Försiktiga hushåll börjar lätta på plånboken

Hushållens konsumtion har hållits väl uppe under de senaste årens konjunktursvacka. Konsumtionen har ändå ökat i långsammare takt än inkomsterna, vilket inneburit att hushållen har fortsatt att öka sitt sparande från en redan hög nivå. Vi ser nu tydliga tecken på att takten i konsumtionen är på väg att växla upp och räknar med en konsumtionstillväxt på ca 3 procent nästa år, främst driven av förmögenhetseffekter via stigande tillgångspriser. Troliga skatthöjningar och något

högre inflation bidrar visserligen till att den reala inkomstillväxten dämpas. Å andra sidan kompenseras detta delvis med höjda ersättningsnivåer i trygghetssystemen; åtgärder som därtill gynnar hushåll med relativt hög marginell konsumtionsbenägenhet.

Neutral finanspolitik efter valet

Finanspolitiken för 2014 har en expansiv effekt på ekonomin motsvarande 0,5 procent av BNP, ungefär i samma storleksordning som 2013. Detta bidrar till att det offentliga underskottet ökar till 1,8 procent av BNP. Till viss del motverkas saldotsämrande reformer av en förbättrad konjunktur men hålls samtidigt uppe bl a av ökade kostnader för flyktingmottagande. **Osäkerheten inför valet** medför att vi är försiktiga i våra finanspolitiska antaganden. En röd-grön regering, som vi ser som mest sannolik (se *Tema: Nytt politiskt landskap efter riksdagsvalet*), väntas föra en mer efterfrågeinriktad politik som innebär ökade nivåer på såväl utgifts- som inkomstsidan. Vi räknar med att åtgärderna i stort sett är finansierade och den finanspolitiska stimulansen blir i stort sett neutral.

Givet en neutral inriktning på finanspolitiken de närmaste åren kommer **en starkare konjunktur 2015-2016 att successivt förbättra det offentliga saldot**. Underskottet minskar till 0,4 procent av BNP 2016 då skulden åter faller under 40 procent av BNP. Det övergripande omdömet om de offentliga finanserna är gott. Underskottet är under kontroll och den offentliga skulden är låg både i ett historiskt och internationellt perspektiv. Ytterligare stimulans skulle enligt vår bedömning vara möjligt givet låga räntor, gott förtroende och en stor mängd lediga resurser.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2013	2014	2015	2016
Finansiellt sparande	-1,2	-1,8	-1,0	-0,4
Offentlig skuld	40,6	41,5	41,0	39,8
Statsskuld (okonsoliderad)	35,3	36,0	35,5	35,0
Statens lånebehov, mdr	131	60	30	20

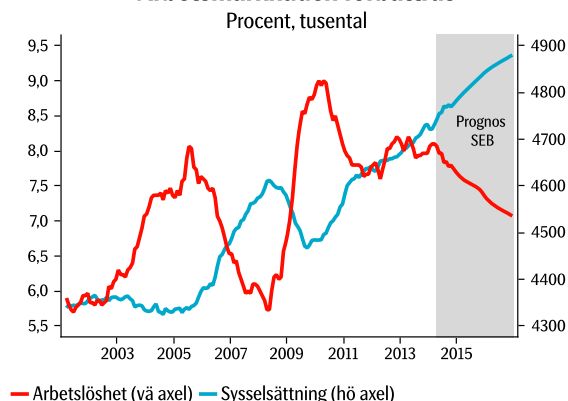
Källa: SCB, SEB

Långsam nedgång av arbetslösheten

Sysselsättningen har fortsatt uppåt och framtidsblickande indikatorer, såsom antalet varsel och anställningsplaner enligt KI-barometern, tyder på att uppgången kommer att intensifieras. Trots stigande sysselsättning har arbetslösheten enligt AKU (arbetskraftsundersökningen) fortsatt att öka på grund av stigande arbetsutbud. Nedgången i antalet personer i långtidssjukskrivning eller förtidspension ser nu ut att plana ut, vilket bidrar till en långsammare ökning av arbetsutbudet framöver. Arbetslösheten väntas därför snart vända nedåt, vilket också signaleras av fallande arbetslöshet enligt Arbetsförmedlingens statistik. **Arbetslösheten bedöms gradvis fortsätta sjunka under 2015 och 2016**, men en stark ökning för befolkningen i arbetsför ålder till följd av ökad

invandring de närmaste åren talar för att nedgången blir långsam. I slutet av 2016 ligger arbetslösheten kvar en bit över 7 procent. Sysselsättningsgraden fortsätter stiga under prognosperioden men i långsam takt.

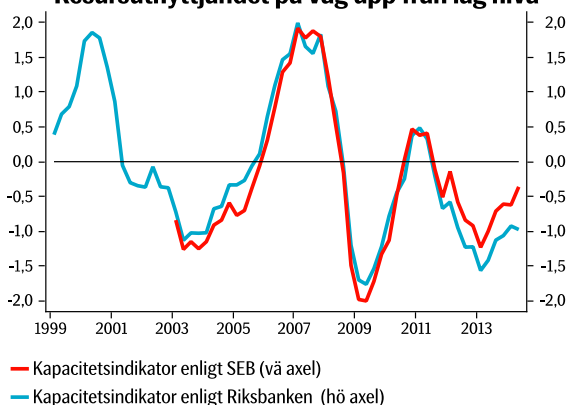
Arbetsmarknaden förbättras



Källa: SCB, SEB

En ökande andel av de arbetslösa består av personer med låg utbildning och/eller bristande språkkunskaper och svag anknytning till det svenska samhället. Detta ökar osäkerheten om hur långt arbetslösheten kan falla utan att lönedrivande flaskhalsar uppstår. Indikatorerna för resursutnyttjandet är på väg upp (Riksbankens mått visade dock en mindre nedgång för andra kvartalet) men ligger fortfarande på en låg nivå. I nuläget finns det också få tecken på att företagen har problem med att hitta lämplig arbetskraft. Enkäter från Konjunkturinstitutet tyder på att rekryteringsproblemen är större i offentlig sektor än i näringslivet. Inom flera offentliga områden avspeglar detta troligen att löneläget inte är konkurrenskraftigt. Sammantaget är **risken liten för att lönedrivande flaskhalsar ska uppstå under prognosperioden**.

Resursutnyttjandet på väg upp från låg nivå



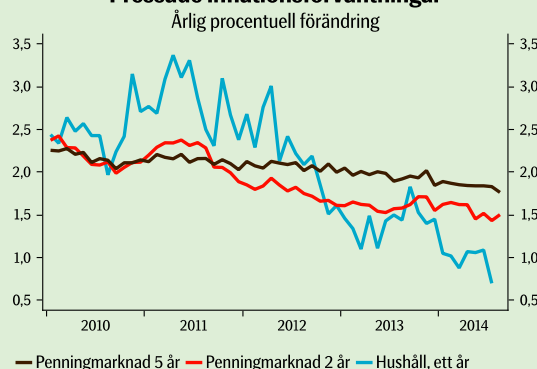
Källa: Riksbanken, SEB

Låga löneökningar hot mot inflationsmålet?

Det treåriga löneavtal som slöts i början av 2013 är nu inne på sitt andra år och bilden av att löneökningarna hamnar klart under genomsnittet för de senaste tjugo åren kvarstår. Nästa avtalsrunda kommer inte att starta förrän i början av 2016. En lägre arbetslöshet talar då för att de avtalade lönerna blir högre än de dryga 2 procent per år som innevarande avtalsrörelse resulterade i.

Relationen mellan Riksbanken och arbetsmarknadens parter står inför nya utmaningar framöver. Representanter för såväl fackföreningar som arbetsgivare har under våren 2014 uttryckt missnöje med den låga inflationen och Riksbankens dåliga måluppfyllelse. Om parternas inflationsförväntningar fortsätter att sjunka långt under 2-procentsmålet kan vi hamna i en **negativ spiral där låga löneavtal försvårar uppfyllandet av inflationsmålet**. Som ett led i försöken att återställa trovärdigheten för inflationsmålet väntas Riksbanken att avstå från att varna för att alltför höga löneökningar kommer att leda till räntehöjningar.

Pressade inflationsförväntningar



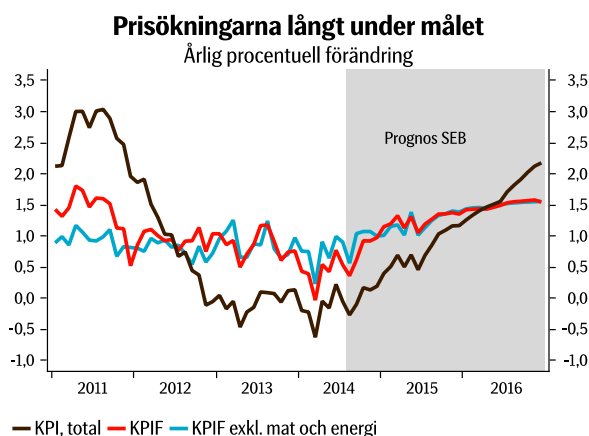
Källa: Prospera

En sådan utveckling tycks redan vara på väg, men frågan är om Riksbanken vill gå så långt att den explicit kommer att vägleda parterna till att sluta högre löneavtal som underlättar uppfyllandet av inflationsmålet. Att tyska Bundesbank har ändrat sin signalering och uppmanat till högre löneavtal i Tyskland som en väg att få upp inflationen i eurozonen visar att ett sådant agerande inte är orimligt. En sådan signal kan dock utmana tankeramen som kopplar inflationen till resursutnyttjandet. Vice riksbankschef Martin Flodéns tal den 14 maj indikerar att han är beredd att minska kopplingen till denna tankeramen. Flodén betonade i talet att transmissionskanaler för penningpolitiken som växelkurskanalen och förväntningskanalen kan påverka inflationen utan att effekterna på reala variabler som BNP och arbetslöshet behöver vara så stora. Även om det är för tidigt att dra stora slutsatser av detta verkar det rimligt att Riksbanken kan behöva använda nya okonventionella metoder för att bryta trenden med fallande inflationsförväntningar.

Högre inflation, men långt under målet

Inflationstrycket kommer att förbli lågt under hela prognosperioden. På kort sikt talar dock mycket för att KPIF-måttet bottnade på noll i mars och att årstakten blir något högre framöver. Den viktigaste inflationskraften på kort sikt är det senaste årets försvagning av kronan. Andra bidrag till en något högre inflation kommer också från något högre energipriser och från livsmedelspriserna när effekterna av nuvarande nedgång faller ur tolv månaderstalen. Under 2016 tillkommer därtill en högre löneökningstakt. Med internationella priser, både på råvaror och mer bearbetade varor, som rör sig sidledes får KPIF ändå svårt att nå 2 procent under prognosåren. Att internationella livsmedelspriser, delvis drivet av ryska importrestriktioner, åter börjar falla är en nedåtrisk för inflationsprognosen under det närmaste året.

Under 2016, när Riksbanken börjar höja reporäntan, **beräknas KPI stiga över två procent** på grund av högre räntekostnader för egnahem.



Uppåtrisker för inflationen kommer främst från förslag om indirekta skatter från de röd-gröna partierna. Det osäkra politiska läget och oklarheter om den exakta utformningen av skattepolitiken gör att vi lägger en försiktig prognos avseende skatteeffekter i KPI. Tabellen nedan visar skatthöjningar som diskuterats av olika partier i den rödgröna oppositionen samt en grov uppskattning av KPI-effekten. I prognosen har vi antagit att indirekta skatter lyfter inflationen med 0,2 procentenheter per år 2015 och 2016. Även en alliansregering kommer med stor sannolikhet att höja en del indirekta skatter t ex på energi, alkohol och tobak.

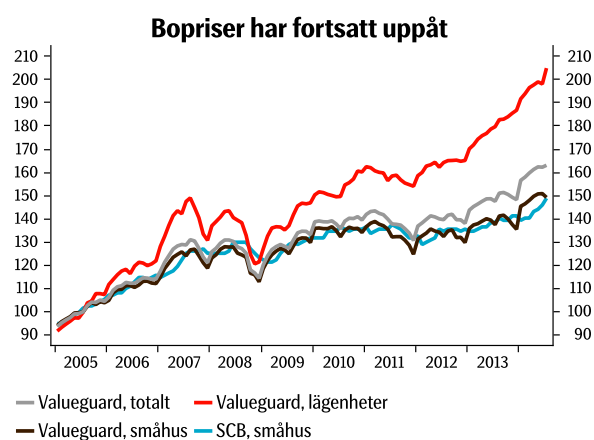
Indirekta skatter som kan höjas av en ny regering

	KPI effekt*
Återställd restaurangmoms till 25%	0,2-0,3
Reducerat RUT/Rot-avdrag	0,1-0,2
Skatt på flygresor	0,1-0,2
Energiskatter (per år)	0,1-0,2
Fastighetsskatt	0,1-0,2

* Procentenheter. Källa: SEB

Huspriserna har tagit ny fart

Huspriserna har fortsatt uppåt. Fortsatt låga räntor och växande obalanser på bostadsmarknaden talar för att **huspriserna fortsätter att stiga med 5-10 procent fram till slutet av 2015**. En förnyad acceleration i huspriser från redan höga nivåer ökar riskerna för en betydande korrektion framöver. Tonläget har skärpts och ytterligare åtgärder inom ramen för makrotillsynen kommer att införas när Stabilitetsrådet håller sitt nästa möte i november. I första hand räknar vi med att Finansinspektionen kommer införa ökade amorteringskrav innan årsskiftet. Även andra åtgärder kan bli aktuella t ex begränsningar i hushållens möjligheter att låna till rörlig ränta och restriktioner för bankers finansiering i utländsk valuta. Vår prognos är att åtgärderna bidrar till en mjuklandning på bostadsmarknaden och att priserna faller tillbaka något under 2016.



Ytterliga penningpolitiska stimulanser

Protokollet från det penningpolitiska mötet i juli visar att inflationen åter är tillbaka i fokus för räntepolitiken. Den stora sänkningen med 50 räntepunkter innebär också en tydlig signal att det nu är makrotillsynen och inte räntepolitiken som har huvudansvaret för finansiella risker kopplade till obalanser på bostadsmarknaden och hushållsupplåning.

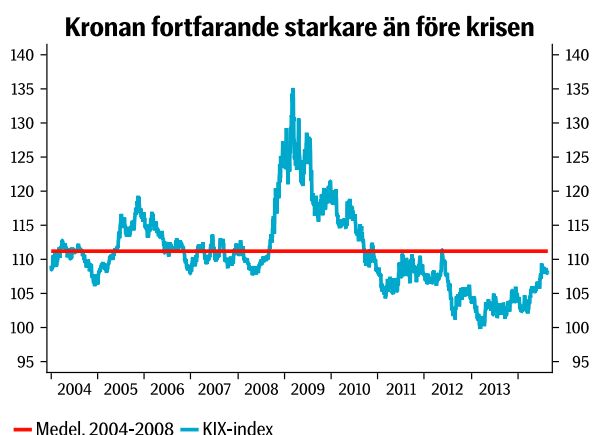
Under sommaren har inflationssiffror kommit in något högre än väntat och vår inflationsbana är nu i linje med Riksbankens under det närmaste halvåret. Trycket på ytterligare åtgärder i närtid tycks därmed ha dämpats något. Vi tror därför att Riksbanken ligger stilla i september, men sedan **sänker reporäntan till 0,15 procent** i samband med Penningpolitiska Rapporten i **oktober**. Det krävs inte mycket för att Riksbanken ska genomföra ytterligare en sänkning. Riksbanken har redan nu ett behov av att sänka sina BNP-prognoser. Några tiondelars lägre KPIF-utfall än väntat eller fortsatta fall i de långa inflationsförväntningarna är antagligen tillräckligt för att en räntesänkning på 10 punkter ska komma. Signaleringen på 3 punkter i räntebanan från juli visar också på en tydlig beredskap att agera i den här riktningen. Låg inflation under stora delar av nästa år, en historiskt sett svag återhämtning och fortsatt nollräntepolitik från ECB talar för att **reporäntan inte höjs under loppet av 2015. Under 2016 räknar vi med tre höjningar till 1,00 procent.**

Ytterligare stimulanser kommer främst att ske via förstärkt penningpolitisk guidning. Det är troligt att räntebanan under hösten kommer att signalera försiktigare höjningar på lite längre sikt. Direktionsledamöter verkar också beredda att erbjuda framtida guidning med hjälp av ekonomiska variabler i linje med vad Fed och BoE tidigare gjort. Per Jansson har varit tydligast med ett "löfte" om att inte höja förrän KPIF når 1,5 procent. Det är troligt att direktionen under hösten enas om genomsamma villkor för när räntehöjningar kan bli aktuella, t ex ett krav på att KPIF-inflationen åtminstone ska nå 1,5 procent. Stefan Ingves har därtill påpekat att Riksbanken bör avvakta med att höja till dess att Fed och BoE kommit en bit in i sina höjningscykler.

Trots att den tyska 10-årsräntan nu ligger på en rekordlåg nivå har Riksbankens sänkning bidragit till att spreaden mellan Tyskland och Sverige krympt den senaste tiden. Våra skattningar tyder på att marginalen kan minska ytterligare något den närmaste tiden, bl a beroende på nya åtgärder från Riksbanken. Vi räknar också med att tyska obligationsräntor stiger något när ECB börjar köpa statsobligationer nästa år. Mekanismen går via stigande inflationsförväntningar och kapitalflöden till andra euroländer. Spreaden mellan Tyskland och Sverige bottnar då på 40 räntepunkter. När räntehöjningar 2016 rycker närmare stiger dock marginalen åter och närmar sig toppnivåerna från de senaste 20 åren runt 70 punkter. Med fortsatt låga internationella räntor innebär det ändå att **räntan på en 10 årig statsobligation ligger på 2,60 procent i slutet av 2016.**

Kronan förblir svag den närmaste tiden

Räntesänkningen i juli bidrog till att försvaga den handelsviktade kronan till den lägsta nivån på två år. Trots försvagningen det senaste året ligger dagens kurs högre än genomsnittet under perioden 2004-2008 (innan finanskrisen bröt ut). Å andra sidan är dagens nivå lägre än vad vi och andra bedömare (t ex IMF) ser som rimlig långsiktig jämviktskurs.



Källa: Macrobond

Men även om kronan i nuläget är undervärderad är det svårt att hitta drivkrafter för en snabb reversering av det senaste årets försvagning. Valutamarknaden styrs idag i hög grad av relativ penningpolitik. Under hösten väntas Riksbankens lättnader med ytterligare räntesänkning vara mer framträdande än ECB:s. Kronan lär också hämmas av

osäkerheten kring regeringsbildningen efter riksdagsvalet, speciellt om varken de rödgröna eller alliansen får majoritet.

Vår slutsats är att **kronan** fortsätter att försvagas den närmaste tiden och **när en topp runt 9,40 under hösten; mot slutet av året handlas EUR/SEK på 9,25.** Under 2015 och 2016 ser vi sedan en **gradvis förstärkning av kronan** när den starkare svenska tillväxten bidrar till att Riksbanken påbörjar räntehöjningar långt före ECB. Vi har dock justerat de långsiktiga prognoserna i riktning mot en mindre stark krona, bl a beroende på att vi förutser mycket försiktiga räntehöjningar från Riksbanken. Därtill kommer att kronan brukar ha svårt att hävda sig under perioder då USD stärks mot andra världsvalutor. **I slutet av 2015 står EUR/SEK i 8,90 och i slutet av 2016 i 8,70.** Vår prognos om en gradvis förstärkning av dollarn mot euron leder till en långsam uppgång av USD/SEK till en nivå på 7,25 i slutet av prognosperioden.

Tema: Nytt politiskt landskap efter riksdagsvalet

- **S-MP-koalition i minoritet mest sannolik**
- **Gradvis ökade svårigheter att regera utan blocköverskridande samarbete**
- **Högre skatte- och utgiftsnivåer**
- **Förändringar i det ekonomisk-politiska ramverket osannolika**

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. Uppslutningen kring det ekonomisk-politiska ramverket, med bl a oberoende Riksbank samt utgiftstak och överskottsmål inom finanspolitiken, har varit en garanti mot en äventyrlig politik. Dessa faktorer talar även framöver för finansiell stabilitet, **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.

Med bara några veckor kvar till valet står processen kring regeringsbildningen i fokus. Opinionsmätningarna pekar på ett tydligt övertag för de rödgröna (Socialdemokraterna, Miljöpartiet och Vänsterpartiet) gentemot Allianspartierna. Enligt vissa opinionsinstitut får de rödgröna egen majoritet medan andra tyder på att Sverigedemokraterna blir tungan på vågen i riksdagen. En viktig fråga när det gäller majoritetssituationen är om Centern och/eller Kristdemokraterna håller sig kvar i riksdagen. Ofta brukar dock partier som ligger runt tröskeln på 4 procent dra till sig stödröster. Historiska erfarenheter tyder också på att stora skillnader mellan blocken tenderar att jämnas ut när valet närmar sig. Å andra sidan har vi ännu inte sett någon sådan trend. **I nuläget bedömer vi ändå att sannolikheten överväger för ett valutfall där de rödgröna inte får egen majoritet.**

Regeringsdugligheten blev ett avgörande trumfkort för Alliansen i valet 2010, inte minst sedan de rödgröna till slut formerade ett gemensamt regeringsalternativ. Socialdemokraterna har denna valrörelse bytt strategi och undvikit att visa korten i regeringsfrågan. De senaste veckorna har alliansen på olika försökt lyfta regeringsfrågan och påvisa vilka svårigheter en rödgrön regering kan möta. Efter olika turer tycks Allianspartierna ändå släppa fram en S-ledd regering i en situation där de rödgröna är större än Alliansen men saknar egen majoritet. Istället riktar Alliansen fokus på de svårigheter som kan uppstå i höstens budgetprocess.

De parlamentariska oklarheterna gör att det formella tidsschemat för regeringsbildningen blir intressant. Den viktiga skillnaden mot tidigare procedurer är att ett statsministerval är obligatoriskt senast 14 dagar efter riksdagens öppnande. Det innebär att alla partier explicit tvingas visa sina kort i regeringsfrågan. Fortfarande krävs dock att en majoritet aktivt röstar nej för att fälla en statsministerkandidat. Möjligheten för partier att passivt släppa fram en regering genom att lägga ner sina röster finns således fortfarande.

Viktiga datum i den politiska processen

14/9: Sittande statsminister har möjlighet att välja att avgå;
29/9: Ny talman utses – misstroendevotum kan nu läggas;
29/9-13/10: Talman kan ge uppdrag att bilda regering;
30/9: Riksdagen öppnar, statsministerförslag kan läggas;
3/10: Regeringsförklaring om Alliansregeringen sitter kvar;
3/10: Möjlig regeringsförklaring från ny statsminister (dock senast inom tre veckor efter statsministervalet);
3/10: Regeringsförklaring om Alliansregeringen sitter kvar;
13/10: Sista dag för statsministerval; extraval hålls om talmannen misslyckats efter fyra försök
14/10: Sista dag för att lägga budgetproposition om Alliansen sitter kvar;
24/10: Tidigaste dag för ny regering att lägga Budgetproposition;
17/11: Sista dag för ny regering att lägga Budgetproposition;
30/12: Formellt beslut om 2015 års budget måste tas.

I nuläget bedömer vi att **det mest sannolika utfallet är att Socialdemokraterna och Miljöpartiet bildar en minoritets-regering**. Vänsterpartiet kommer troligen att agera stödparti oavsett om de rödgröna får majoritet eller ej. V accepterar att stå utanför regeringen, bl a för att man då slipper göra stora kompromisser som kan vara svårsmälta för delar av partiet.

Möjligheterna för kommande regering att verkligen få igenom sitt politiska program beror i hög grad på hur starkt valvindarna blåser. För att en S-MP-regering ska kunna bildas relativt smärtrfritt och agera med tillräcklig auktoritet är det viktigt att de röd-gröna partierna får ett tydligt mandat från väljarna. Om skillnaden mellan blocken krymper ned mot 5 procentenheter tror vi att regeringsbildningen kan bli komplicerad. För Socialdemokraternas del har det nog också ett stort värde i att överträffa de 30,7 procent av rösterna som betraktades som närmast katastrofalt utfall i valet 2010. Om S 2014 noterar det sämsta valresultatet i modern tid skulle partiets auktoritet och självförtroende försvagas. I en sådan situation skulle partiledningens mer pragmatiska linje i den ekonomiska politiken kunna utmanas såväl av V och MP som av den interna partivänstern. Partiet är också mycket ovant vid att samregera; den senaste erfarenheten är koalitionsregeringen med Centerpartiet (dåvarande Bondeförbundet) på 1950-talet.

I en situation med ett litet rödgrönt övertag och/eller försvagad socialdemokrati kan andra regeringskonstellationer än **S+MP** bli aktuella. I fallande sannolikhetsgrad ser vi följande alternativ: a) en trepartiregering med **S+MP+V**; b) en minoritetsregering med **S+MP+FP**; c) en **S**-regering; d) en Alliansregering i minoritet; e) en storkoalition mellan **S och M** med majoritet; f) **MP** bildar majoritetsregering ihop med **Alliansen**;

Men den politiska osäkerheten rör inte bara själva regeringsbildningen. **Minst lika viktigt är frågan hur handlingskraftig en eventuell minoritetsregering blir.** De senaste fyra åren har Alliansen regerat i minoritet utan ett organiserat samarbete med oppositionen. Flera faktorer har gjort detta möjligt; 1) regeringen har nästan haft egen majoritet (173 mandat jämfört med 175) vilket förstärkt auktoriteten; 2) Sverigedemokraterna har röstat med regeringen i en dominerande del av riksdagens voteringar; 3) Vänsteroppositionen har varit ovillig att fälla regeringsförslag ihop med Sverigedemokraterna; 4) regeringen har lagt så många förslag som möjligt i budgetpropositionerna. Detta har underlättat eftersom oppositionen måste gå samman med ett gemensamt förslag om man ska kunna fälla en budgetproposition. **Priset för denna situation i riksdagen har dock varit att regeringen fört en betydligt mer passiv politik jämfört med majoritetsperioden 2006-2010.** Bristen på blocköverskridande samarbete har också bidragit till passivitet på en rad politikområden som t ex privata aktörer i välfärden, skatter, bostäder, integration, skola, försvar och energiförsörjning.

Frågan är hur stora problem en minoritetsregering på vänstersidan skulle få utan organiserat blocköverskridande samarbete. Alliansen har deklarerat att den har för avsikt att lägga ett gemensamt budgetförslag oavsett utgången i valet. Det skulle förstärka Sverigedemokraternas vågmästarroll och tvinga regeringen till kompromisser åt olika håll. Men man kan också resa mer grundläggande frågor kring den praxis som rått den senaste mandatperioden. Sättet att utnyttja budgetpropositionen framstår t ex som principiellt tveksamt. Budgetlagens grundidé är att öka transparensen i budgetarbetet och minska riskerna för en okontrollerad utgiftsexpansion på olika sakområden, inte att i sig underlätta förutsättningarna för en minoritetsregering. **Vår bedömning är att svårigheterna för en minoritetsregering kommer att öka ju längre in i mandatperioden vi kommer.** Därmed ökar trycket på blocköverskridande samarbete. En blocköverskridande regering kan bildas under mandatperioden, men möjligen krävs regeringskris och nyval för att partierna ska bli mogna för detta. Partiledarbyten inom Alliansen kan dock på sikt underlätta nya koalitionsalternativ.

En avgörande fråga är vilka skillnader i den ekonomiska politiken som olika regeringskonstellationer innebär. I nuläget är det mycket svårt att överblicka läget eftersom nya förslag presenteras löpande. Nedan redovisas därför några övergripande slutsatser på viktiga områden:

Generellt tror vi att den **finanspolitiska inriktningen** kommer att bli ganska neutral eller svagt expansiv oavsett regering. Det kan vara frestande för en ny regering att försöka få en rivstart

på arbetsmarknaden genom en större finanspolitisk stimulans, inte minst mot bakgrund av det vacklande konjunkturläget. Men detta försvåras av att Socialdemokraterna länge kritiserat regeringen för att vara statsfinansiellt oansvarig. Istället är det mest troliga att en rödgrön regering kommer att höja vissa skatter, t ex inkomst- och punktskatter samt ta bort rabatt på arbetsgivaravgifter för unga. Samtidigt kommer en rödgrön regering i högre utsträckning att genomföra utgiftshöjningar t ex genom att höja ersättningsnivåerna i A-kassan. Det innebär en policymix som ger en **extra stimulanstimpuls på kort sikt samtidigt som ett högre skattetryck riskerar att försämra de långsiktiga tillväxtförutsättningarna.**

Under mandatperioden kommer förändringar på **skattesidan** att bli aktuella. I tabellen nedan redovisar vi vår syn på sannolikheten för förändringar inom olika skatteområden.

Skatteområde	Högre/lägre	Sannolikhet
Direkta skatter på arbete (inkomster, RUT/ROT)	↗	Hög
Indirekta skatter på arbete	↗	Hög
Kapitalinkomster (räntor/avdrag/utdelningar)	↗↘	Mellan
Tillgångar (fastigheter, förmögenhet, arv, gåva)	↗	Hög
Företagsskatt	↗↘	Mellan
Moms, indirekta skatter/avgifter	↗	Hög

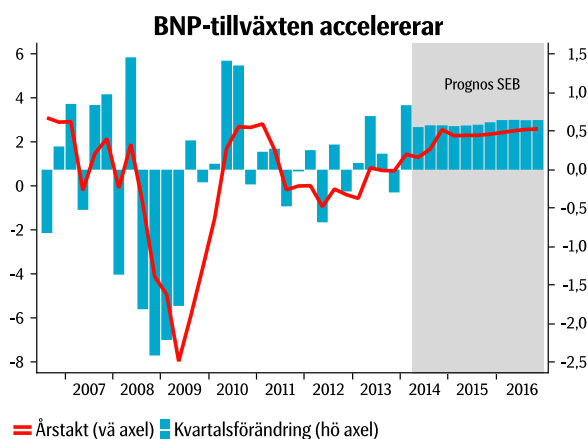
Förändringar i det **ekonomisk-politiska ramverket** har debatterats livligt främst bland de röd-gröna, bl a möjligheten att ge Riksbanken ett större ansvar för arbetsmarknad och resursutnyttjande. När allt kommer omkring tror vi dock inte att några förändringar av Riksbankens mandat blir aktuella. Regeringen och politiker har knappast något långsiktigt intresse av att ytterligare utvidga eller komplicera Riksbankens uppdrag. Att komplettera budgetmålet med exempelvis mål för arbetslöshet och investeringar har också aktualiserats. Vi tror dock inte på några förändringar på detta område heller. Regeringen kan mycket väl formulera visioner och mål när det gäller ekonomiska variabler, t ex i linje med den socialdemokratiska regeringens arbetslöshetsmål på 1990-talet. Men vi tror att man kommer att behålla distinktionen mellan sådana visioner och själva ramverket som syftar till att klargöra de övergripande spelreglerna för budgetpolitiken. En mindre förändring i form av att överskottsmålet för offentlig sektor (1 procent över konjunkturcykeln) omvandlas till ett balansmål är dock inte osannolik mot bakgrund av den låga statsskulden.

Sammantaget står det politiska systemet inför stora utmaningar de närmaste åren. På kort **sikt ser vi risker för att regeringsbildningen kan bli komplicerad** med förhöjd politisk osäkerhet som följd. Det finns också en viss osäkerhet kring den ekonomiska politikens utformning, speciellt i en situation med en rödgrön regering som leds av en kraftigt försvagad Socialdemokrati. **Sannolikheten för en oansvarigt expansiv finanspolitik eller stora förändringar i det ekonomisk-politiska ramverket är dock liten.**

Utrymme för tillväxt över trend

- **Lägre tillväxtprognos 2014-2015 p g a svagare omvärld**
- **Tillväxten 2016 hamnar på 2,5 procent**
- **Underskattning av mängden lediga resurser på arbetsmarknaden**

Ett svagt BNP-utfall fjärde kvartalet 2013 skapade oro kring återhämtningen. Tekniska och tillfälliga faktorer låg dock bakom mycket av svagheten (se *Nordic Outlook* maj 2014) vilket verkar ha bekräftats av BNP-utfallet första kvartalet. De flesta inhemska indikatorer ser fortfarande starka ut men förväntningar om svagare tillväxt för Danmarks viktigaste handelspartners i eurozonen samt för Sverige gör att vi **reviderat ned BNP-tillväxten något 2014 och 2015 till 1,8 procent respektive 2,3 procent**. En något högre sekventiell tillväxt gör att tillväxten **2016 hamnar på 2,5 procent**. Under 2016 väntas stramare finanspolitik motverka förbättringar i privat efterfrågan.



Källa: Statistics Denmark, SEB

Konsumenterna möter en mer dynamisk arbetsmarknad och förbättrade balansräkningar; huspriserna stiger trots hushållens höga skuldnivåer. Tillsammans med stigande förtroende hos företagen, mjukare finanspolitik, fortsatt global återhämtning och ultralätt penningpolitik bidrar detta till konjunkturuppgången. En betydande risk mot scenariot med accelererande tillväxt är en eskalering av Ryssland-Ukraina-konflikten vilket skulle slå igenom på utsikterna för de europeiska ekonomierna. En liten, öppen ekonomi såsom Danmark är mycket känslig för utvecklingen i omvärlden.

Utsikterna för konsumenterna har inte förändrats i någon större utsträckning. Sysselsättningen fortsätter stiga och ökningstakten ligger nära 1 procent i årstakt. Lönertillväxten är trög men väntas gradvis accelerera i takt med att återhämtningen skjuter fart och den nedåtgående trenden för arbetslösheten fortsätter. Mätt som årsgenomsnitt blir arbetslösheten 4,1 procent 2014 och faller till 3,5 procent 2016. Löneökningstakten väntas hamna strax under 2 procent 2015 och strax över 2 procent 2016.

Återhämtningen på bostadsmarknaden fortsätter och får stöd av fortsatt rekordlåga bolåneräntor. Priset på enfamiljshus stiger bara försiktigt medan lägenhetspriserna ökar med nära 10 procent i årstakt och ännu snabbare i Köpenhamn. Förbättringen av fundamenta för hushållen har satt avtryck på konsumentförtroendet som under sommaren stigit till nivåer som tidigare endast nåtts under toppen på uppgångarna under 90- och 00-talen. Volatiliteten i privata konsumtionen i de senaste BNP-utfallen gör det dock svårt att bedöma den underliggande styrkan så prognosen för konsumtionstillväxten baseras mer på den fundamentala bild som beskrivits ovan än på en extrapolering av den nuvarande trenden.

På företagssidan är bilden mer blandad. Barometerindikatorn för tillverkningssektorn har fallit under senare delen av våren och sommaren och ligger nu på en lägre nivå än under de senaste åren. Detta är lite oroande men även förvirrande. Det finns få tecken på en sådan dramatisk förändring i tillverkningssektorn. Andra företagsindikatorer signalerar ingen stor försämring. Oro för en eskalering av Ryssland-Ukraina-konflikten kan vara en förklaring och kan göra att investeringar skjuts upp vilket skapar en nedsidesrisk för vår investeringsprognos och därmed även för BNP-prognosen.

Externbalanserna ser fortfarande mycket starka ut. Mätt som ett rullande 12-månaders utfall har överskottet i varu- och tjänstedelen av bytesbalansen visserligen fallit tillbaka från toppnivå i början av året men ser fortfarande mycket starkt ut och motsvarar 4 till 5 procent av BNP. Överskottet för bytesbalansen som helhet ligger på 6 procent av BNP. Vår bedömning är även fortsättningsvis att detta är en indikation på god konkurrenskraft i de delar av ekonomin som utsätts för internationell konkurrens. En förväntad försvagning av euron innebär att även kronen kommer att försvagas i reala effektiva termer.

Högre inflation i Danmark än i eurozonen

Inflationstrycket är fortfarande mycket lågt med en inhemska efterfrågan som ligger långt under nivåerna före krisen och som dämpas av den tröga inkomstutvecklingen. Accelererande tillväxt och sysselsättning kombinerat med en något högre löneökningstakt och återhämtningen på bostadsmarknaden

väntas leda till **gradvis stigande inflation**. Inflationen bedöms bli högre än i eurozonen under prognosperioden. Orsakerna är att Danmark ligger längre fram i konjunkturcykeln, att tillväxten väntas bli högre samt att de deflationistiska krafterna från strukturanpassning och nedpressad arbetsmarknad blir betydligt mildare än i södra Europa. Därmed kommer HIKP-inflationen i Danmark att vara högre än i eurozonen de närmaste åren. Mätt över **helåret 2014 väntas inflationen hamna**

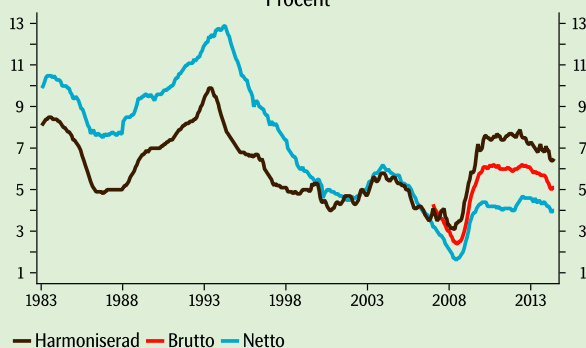
på 0,6 procent. 2015 bedöms inflationen accelerera till **1,1 procent** och **2016 till 1,5 procent**. Vår bedömning är dock att behovet av aktiv penningpolitik är litet. Nationalbankens styr-räntehöjning i maj och bankens passivitet när ECB sänkte styrräntan i juni har resulterat i en positiv räntespread gentemot Tyskland och som avsett även en förstärkning av kronen. Även om vi väntar oss att ECB gör mer ändrar detta inte förut-sättningarna för Nationalbanken.

Håller Danmark på att överhettas?

I juni gav centralbankschefen Lars Rohde rådet att strama åt den ekonomiska politiken 2015 på grund av oro för flaskhalsar och överhettning. Regeringen verkar göra samma bedömning. Tidigare i somras gav premiärministern uttryck för liknande oro och regeringen har vid flera tillfällen varnat för att Danmark kan förlora konkurrenskraft.

Vår bedömning är dock att det finns lite belägg för detta. Arbetsmarknaden har gott om lediga resurser om man använder ett lämpligt mått. Officiella publikationer har historiskt använt nettoarbetslösheten som exkluderar personer i arbetsmarknadsprogram och sedan 2010 bruttoarbetslösheten som inkluderar denna grupp. Båda måtten baseras dock endast på personer som registreras som mottagare av arbetslöshetsunderstöd eller socialbidrag. Personer som inte kvalificerar sig för sådant stöd ingår formellt inte i arbetskraften och räknas därmed inte som arbetslösa.

Harmoniserad arbetslöshet indikerar gott om lediga resurser



Källa: Statistics Denmark

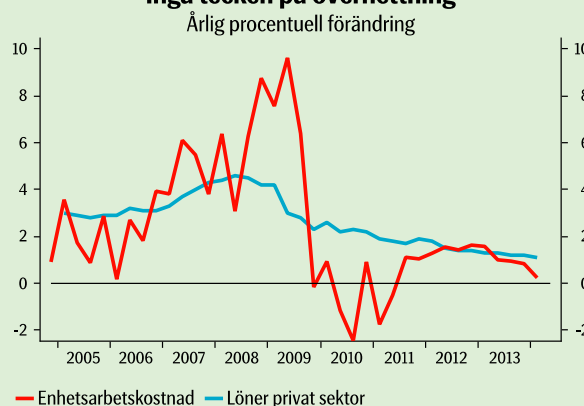
Nya regler för arbetslöshetsförsäkringen som innebär att den maximala tid under vilken stöd kan utbetalas minskas från fyra år till två år kommer sannolikt innebära att fler arbetslösa inte kvalificerar sig för stöd.

Vår bedömning är att undersökningsbaserade mått på arbetslöshet (liknande det harmoniserade mått som OECD använder) är ett bättre analysverktyg för arbetsmarknaden. I diagrammet ovan indikerar detta mått (den svarta kurvan) att det finns gott om lediga resurser. Det undersökningsbaserade måttet på arbetslöshet ligger kvar över nivåerna från slutet av 1990-talet fram till början av finanskrisen. Det senaste utfallet på 6,5 procent ligger 3,5 procentenheter över den lägsta nivån i den föregående cykeln.

Finns det andra tecken på överhettning? Flaskhalsar kan orsaka överhettning även vid höga arbetslöshetsnivåer om matchningen mellan arbetsgivare och jobbsökande är

otillräcklig. Detta skulle skapa uppåttryck på lönerna. Men som diagrammet nedan indikerar ser varken utvecklingen för lönerna eller enhetsarbetskostnaderna oroande ut. I nuläget verkar risken att löne- och inflationsförväntningar hamnar på för låga nivåer större än risken för överhettning.

Inga tecken på överhettning



Källa: Statistics Denmark, ECB

Det finns även en koppling till diskussionen om konkurrenskraft. Befinner sig den danska ekonomin i ett läge där det är lämpligt att varna för försvagad konkurrenskraft och behov av att hålla igen på löneökningarna? En trög utveckling för enhetsarbetskostnaderna är inte bara ett resultat av måttliga löneökningar utan även god produktivitet. Det är svårt att göra en korrekt bedömning av produktiviteten för ekonomin som helhet i en situation med snabba konjunkturförändringar kombinerat med en kraftig nedgång för byggsektorn. Däremot är det lättare att uppskatta produktiviteten i tillverkningssektorn och här har det skett en betydligt större förbättring än vad de flesta bedömare tillstått. Produktivitetens ökning ligger på den högsta nivån under de 20 år som det nuvarande måttet använts.

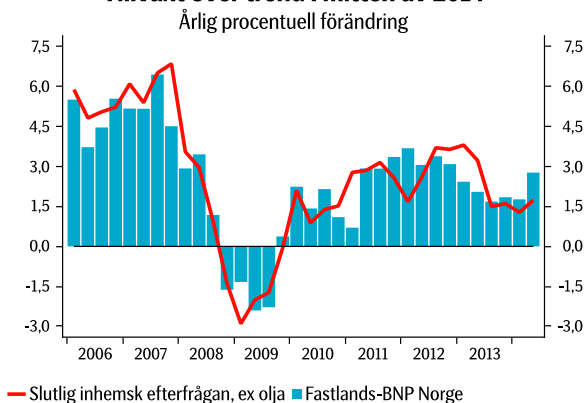
Förutom mätproblem så borde väl inte Danmark ha så starka externbalanser om konkurrenskraft och produktivitet skulle vara ett problem? Löneökningstakten väntas accelerera framöver i takt med att arbetsmarknaden förbättras men tack vare lediga resurser kommer ökningen att vara gradvis. Lönerna verkar mindre känsliga för fallande arbetslöshet än normalt vilket försvårar bedömningen av den framtida utvecklingen. Med den nuvarande arbetslösheten har löneökningarna historiskt sett legat över 2 procent men ligger istället nära 1 procent. En möjlig förklaring är nedgången för inflationsförväntningarna.

Rider ut stormen

- **Tillväxt stärks till nära trend**
- **Avstannande oljeinvesteringar hämmar, men solid konsumtion och icke-oljeexport**
- **Oväntat uthållig uppgång i kärnflationen**
- **Norges Bank avvaktar tills höjda utländska räntor dämpar apprecieringstryck på NOK**

Stämmningsläget har vänt markant under det senaste året. I mitten av 2013 sågs tecken på stagnation och sjunkande huspriser skapade oro för svagare konsumtion. 2014 har hittills varit starkare, drivet av en vitalisering av konsumtionen från livaktigare husmarknad och sysselsättning samt fortsatt solida hushållsinkomster trots högre inflation. Därtill har exporten av icke-oljeleraterade varor återhämtat sig, delvis med stöd av tidigare NOK-svaghet. Faktum är att fastlands-BNP – d v s exklusive olja/gas och sjöfart – hoppade upp 1,2 procent från första till andra kvartalet och med 2,8 procent i årstakt, över trend. Avtagande investeringar i oljesektorn tynger ekonomin, men det är mycket svårt för Norges Bank att nu hävda att utsikterna för ekonomin skulle ha "försvagats ytterligare", något som banken i juni såg som en möjlig trigger för lägre styrränta.

Tillväxt över trend i mitten av 2014



Källa: Statistisk Sentralbyrå

Fastlands-BNP bör stiga 2,4 procent under 2014 och 2,5 procent 2015. Tillväxten i hela ekonomin hamnar på 1,6 och 1,7 procent 2014 respektive 2015, något lägre än vad vi antog i Nordic Outlook i maj på grund av svagare investeringar.

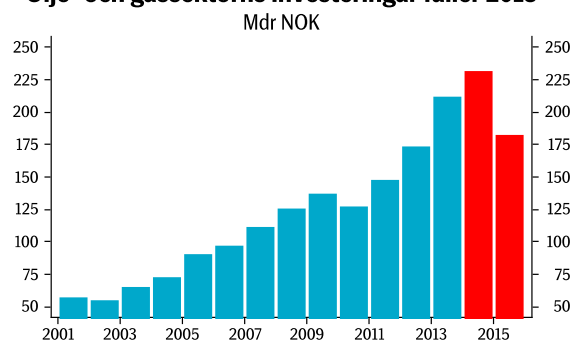
Motvind från oljeinvesteringar

Investeringscykeln inom olje- och gasutvinning vänder nu ned rejält. Dessa investeringar växte i volymtermer med över 14

procent i genomsnitt under perioden 2011-2013. Det gav viktiga efterfrågeimpulser till resten av ekonomin, även om det direkta bidraget till den årliga BNP-tillväxten på i genomsnitt 0,9 procentenheter överdriver nettoeffekten på grund av högt importinnehåll.

Norska statistikbyråns investeringsenkät för oljesektorn i juni indikerade en mycket brantare nedgång än tidigare förväntat. Bedömningarna från operatörerna vid den norska kontinentalsockeln säger att nominella investeringar i olje- och gasutvinning samt olje- och gasledning hamnar på rekordhöga nivåer 2014, men den första prognosen för 2015 var 16 procent lägre än den prognos som gjordes för 2014 ett år tidigare och hela 22 procent under den nya prognosen för innevarande år.

Olje- och gassektorns investeringar faller 2015



Källa: Statistisk Sentralbyrå

Investeringsplanerna i enkäten tenderar regelmässigt att underskatta de slutliga utfallen, och särskilt som enkäten bara inkluderar projekt som blivit godkända av myndigheterna; det vidsträckta Johan Sverdrup-fältet inkluderas således inte förrän i mitten av 2015. Vidare framstod vissa detaljer i juniundersökningen som alltför extrema, i synnerhet att operatörerna förväntade sig att köp av varor och tjänster vid producerande fält (grovt sett hälften av totalen) ska minska med nästan en tredjedel 2015, vilket inte är förenligt med den allmänna uppfattningen om en i stort sett stabil produktion.

Nedgången beror delvis på att företagen försöker återställa vinster/marginaler genom förnyat fokus på besparingsåtgärder och effektiviseringar efter år av skenande kostnadsinflation. Den annalkande nedgången torde därför bli mer markant i nominella termer än i volym vilket är vad som räknas när det gäller BNP. Medan olje- och gasinvesteringar reallt **väntas öka marginellt i år ser de ut att sjunka med 9 procent 2015**; något som i sig hyvlar bort 0,5 procentenheter av total BNP.

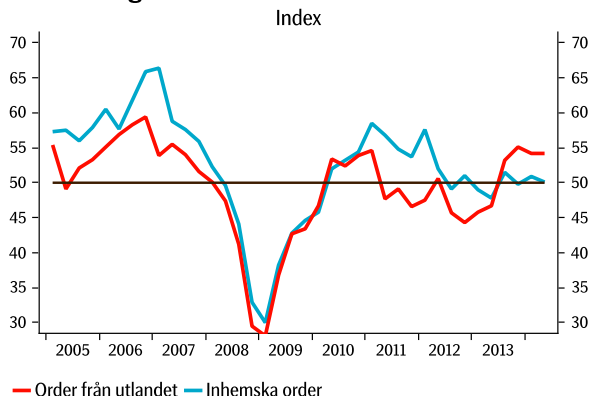
Nästa investeringsenkät från oljesektorn den 3 september blir mycket intressant att hålla ögonen på.

Investeringscykeln i petroleumsektorn har redan försvagats markant. Mätt i volymtermer var investeringarna i olje- och gasutvinning 3 procent lägre under första halvåret i år jämfört med andra halvåret 2013, då de steg med 19,0 procent i årstakt. Det innebär att det skifte vi redan sett för dessa investeringar och därtill relaterade efterfrågeimpulser till den övriga ekonomin, är i paritet med vad som väntas för 2015.

Stormen har hittills ridits ut

Utvecklingen visar att ekonomin i vart fall så här långt klarat motvinden från olje- och gassektorn. **Dessutom väntas andra efterfrågekomponenter suga upp åtminstone en del av de lediga resurserna.** Bland annat finns utsikter för förbättrad export av icke-petroleumprodukter, som under andra kvartalet steg med drygt 3 procent jämfört med både föregående kvartal och jämfört med samma period i fjol. Den senaste konjunkturbarometern för tillverkningsindustrin visar att mer är på väg då företagen under andra kvartalet rapporterade växande order från utlandet för fjärde kvartalet i följd. En del av uppgången under det senaste året återspeglar den svagare NOK-kursen. Men vår bedömning är att uppgången blir bestående och vi räknar med att **exporten av icke-petroleumprodukter ökar med 3,2 procent 2014 och ytterligare 4,0 procent 2015.**

Tillverkningsindustrin visar robusta utländska order



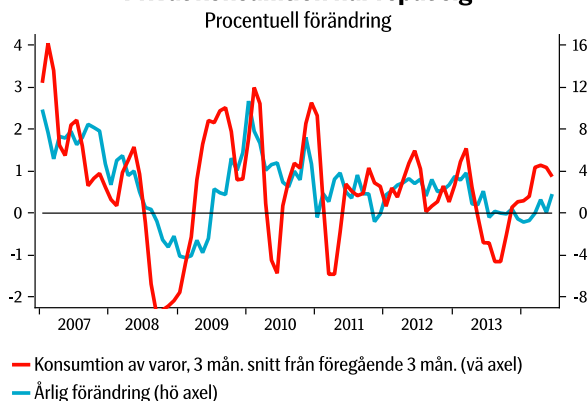
Förstärkt extern efterfrågan var huvudförklaringen till uppgången i tillverkningsindustrins sentimentindikator från 6,6 till 7,5 under andra kvartalet; vilket är något över den långsiktiga trenden. Samtidigt speglar stagnerande inhemska order nedåtskiftet i investeringar i oljesektorn. Det är alltså inte förvånande att förväntningarna är som svagast inom investeringsvarusektorn. Barometern indikerar ändå att tillverkningsindustrin totalt sett kan hantera avtagande efterfrågeimpulser från oljesektorn. Tillverkningsindustrins produktion, exklusive energi och gruvor, steg med hyfsade 1,3 procent från första till andra kvartalet även om årstakten dämpades till 2,4 procent.

Stabilt ökande konsumtion

Vi har länge varit relativt optimistiska om utsikterna för privat konsumtion; vår prognos i maj om en tillväxt på 2,5 procent 2014 låg då över en halv procentenhet över konsensus. Den månatliga indikatorn för hushållens inhemska varukonsumtion – detaljhandelsförsäljning plus konsumtion av el och bilar –

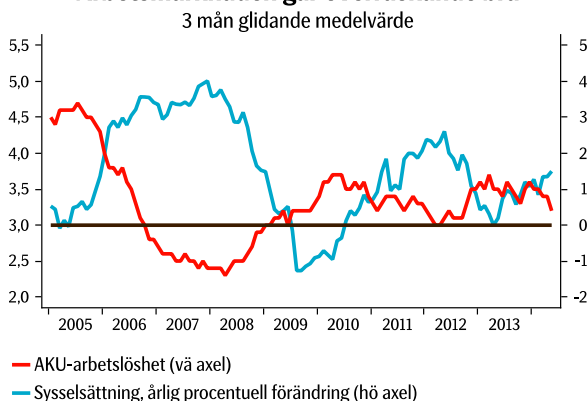
har varit ännu starkare än väntat; den konsekutiva ökningen på 0,9 procent andra kvartalet matchade nästan siffran för det första kvartalet. Samtidigt som den årliga tillväxttakten har förblivit modest har konsumtionen tagit ny fart sedan svackan under sensommaren och hösten i fjol. Sammantaget kan **privat konsumtion väntas växa med 2,6 procent under 2014 och ytterligare 3,2 procent 2015.**

Privat konsumtion har repat sig



Den underliggande trenden är alltså ganska stark trots att högre inflation försvagar hushållens köpkraft. Köpkraften står sig ändå väl mätt på årsbasis. En förklaring är en motståndskraftig arbetsmarknad. AKU-sysselsättningen ökade överraskande med 0,7 procent från första till andra kvartalet. Denna siffra ger en något överdriven bild; den 0,4-procentiga konsekutiva tillväxttakten för första halvåret i snitt är mer representativ för den underliggande, hyfsat starka trenden.

Arbetsmarknaden går överraskande bra



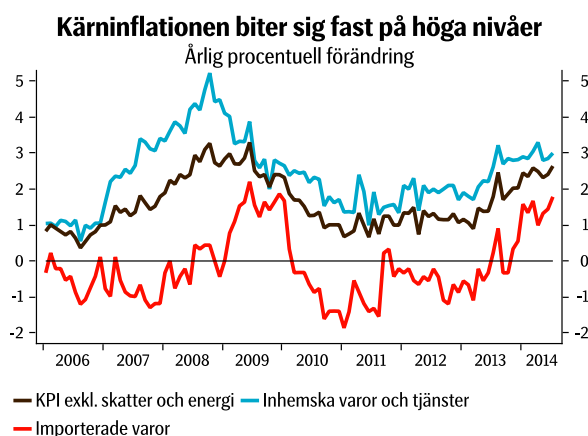
Registrerad arbetslöshet har stigit marginellt hittills under 2014. Samtidigt har antalet personer i arbetsmarknadsåtgärder minskat markant. Summan av arbetslösa och personer i åtgärder har därigenom minskat; hälften av ökningen under 2013 har reverserats. AKU-arbetslösheten har sjunkit till säsongsjusterade 3,2 procent under det andra kvartalet efter att ha legat på 3,5 procent sex kvartal i rad. Nedgången kan dock överdrivas av den misstänkt höga sysselsättningstillväxten. Som årsgenomsnitt beräknas **arbetslösheten hamna på 3,4 procent 2014 och på 3,6 procent 2015.**

En vändning i priserna på befintliga bostäder har sannolikt stimulerat privat konsumtion via effekter på konsument-

förtroendet. För ett år sedan skapade sjunkande bostadspriser oro för djup nedgång, men efterfrågan har hållit sig uppe och priserna steg säsongsjusterat varje månad t o m juli i år. Uppgången hittills i år är bara 0,7 procent jämfört med helårsnittet 2013. Men uppgången de senaste sex månaderna är hela 7,2 procent (annualiserat). Vi väntar oss en stabilisering framöver, men låga nivåer för byggtillstånd och färdigställda hus samt alltså låg ränta lägger ett golv under bopriserna.

I väntan på att kärninflationen går ned

I Nordic Outlook i maj noterade vi den påtagliga uppgången i kärninflation sedan mitten av 2013, men räknade med en dämpning i närtid. Men även om årstakten i underliggande inflationen KPI-JAE (KPI exkl skatter och energi) initialt dämpades något kom oväntat en ny uppstud till 2,6 procent, i nivå med den nära femårshögsta noteringen i mars. Samtidigt klättrade årstakten i totala konsumentpriser till 2,2 procent.



Kärninflationen har legat på i snitt 2,5 procent hittills i år; helt i linje med det medelfristiga målet och ett markant skift upp från snittet på 1,3 procent de första sju månaderna 2013. Knappt hälften av ökningen beror på ökade livsmedelspriser, medan resterande del är mer blandad och inkluderar en kraftig uppgång för importerade varor generellt. Åtminstone en del av detta återspeglar tidigare NOK-depreciering som slår igenom med en viss eftersläpning. Denna effekt är nu på väg att mildras. Vidare har hyresinflationen (som utgör nästan en femtedel av kärn-KPI-korgen), som startade lyftet i inhemsk inflation, bromsat in en hel del.

En del av de allra senaste överraskningarna på uppsidan kan sannolikt förklaras av en förändring i säsongsmonstret, vilket i kombination med starka baseeffekter talar för en reversering i närtid. Samtidigt ser den relativt höga kärninflationstakten ut att bli mer bestående än väntat, även om det är svårt att identifiera generella drivkrafter på kostnadssidan förutom valutaeffekten. Trots den senaste tidens överraskningar på uppsidan är prognoserna därför bara marginellt uppjusterade: **kärninflationen väntas uppgå till i genomsnitt 2,4 procent 2014 och 2,1 procent 2015.**

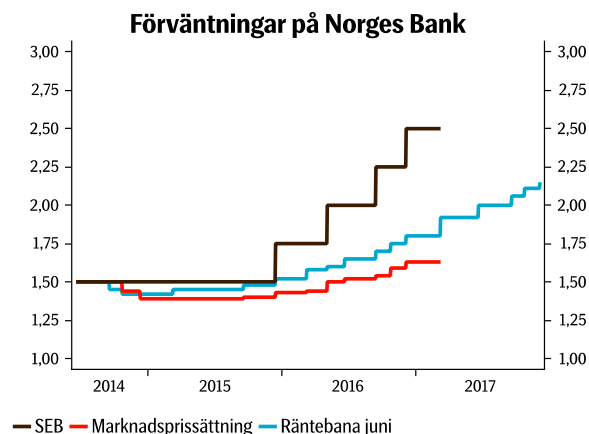
Norges Bank begränsas från utlandet

Vid det penningpolitiska mötet i juni justerade Norges Bank markant ned sin räntebana och öppnade på nytt dörren för en

räntesänkning. Storleken på nedrevideringen var inte helt logisk mot bakgrund av att utsikterna för tillväxt och inflation i stort sett var oförändrade. Men den understryker bankens duvaktiga hållning. Att banken har tonat ned betydelsen av sin relativt högaktiga räntebana visar också att Norges Bank föredrar att gå mer på "magkänslan" – en hållning som i allt högre grad tar intryck av rörelser i växelkurs och penningpolitik i utlandet.

Räntebanan i juni antog en 30-procentig sannolikhet för en räntesänkning, betingat på risken för ytterligare försvagning av de inhemska tillväxtutsikterna. Efter överraskande starka data sedan junirapporten har osäkerheten om tillväxtutsikterna minskat. En räntesänkning är inte aktuell och vi väntar oss ett mer balanserat besked vid det kommande räntebeslutet den 18 september.

Accelererande tillväxt, en tydlig återhämtning i priserna på befintliga bostäder och bestående hög inflation indikerar att en räntehöjning kan komma tidigare än vad vi tidigare antagit. Samtidigt pekar bankens subjektiva ansats vid räntesättningen på att den kommer att fortsätta att avvakta till dess att högre styrräntor utomlands minskar risken för att norska räntehöjningar ska ge ett alltför stort apprecieringstryck på kronen. Våra förväntningar om att Bank of England och Fed höjer sina räntor nästa år bäddar därför för Norges Bank att börja höja sin styrränta sent 2015. Alltjämt låga styrräntor i eurozonen och Sverige begränsar dock takten på räntehöjningarna. **Vi spår en styrränta på 1,75 procent i slutet av 2015 och 2,50 procent i slutet av 2016.**

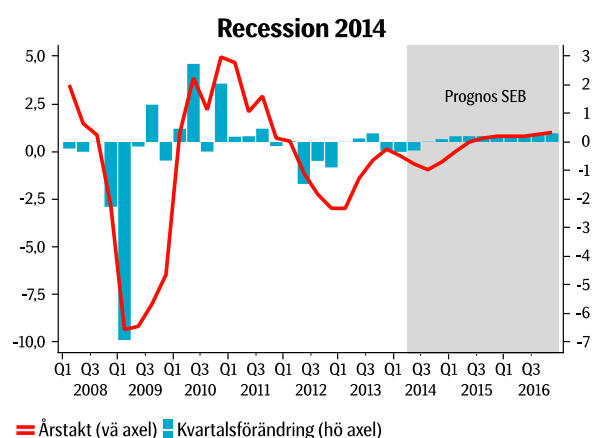


Efter oväntat starka ekonomiska data har marknaden ändrat prissättningen vad gäller förväntningarna på Norges Bank. Detta har stärkt NOK. Spekulative investerare väntas i närtid öka sin NOK-exponering, vilket ger stöd till kronen. Utsikterna om positiva långsiktiga flöden i kombination med våra förväntningar på Norges Bank talar för en gradvis NOK-appreciering. Vi räknar med att **EUR/NOK är 8,00 i mitten av 2015 och 7,90 i slutet av 2015.** Den tioåriga statsobligationen väntas få stöd av en fortsatt låg styrränta och de förbättrade NOK-utsikterna eftersom utländska investerare för närvarande innehar en historiskt låg andel av den utestående skulden. Vi räknar med en **10-årig spread mot Tyskland på 90 punkter i slutet av 2015.**

Recessionen fortsätter

- **Svagt Ryssland och handelssanktioner sätter ytterligare press på tillväxten**
- **Arbetslösheten planar ut på hög nivå**
- **Fortsatt kontraktiv finanspolitik**

Sedan 2008 har finsk ekonomi uppvisat fallande BNP under hälften av alla kvartal. Ekonomin gick under första kvartalet åter in i recession (räknat som negativ tillväxt två kvartal i rad) för fjärde gången på drygt 5 år och den negativa utvecklingen fortsätter. Till de **strukturella och konjunkturella problem** landet brottats med tillkommer nu även **sanktionerna i handeln med Ryssland**. Sett i ett västeuropeiskt perspektiv drabbas Finland hårt av de ryska sanktionerna. De flesta delarna av ekonomin har problem. Exporten går svagt, hushållen pressas av hög arbetslöshet samtidigt som lågt kapacitetsutnyttjande och svag framtidstro bland företagen håller ner investeringarna. Recessionen avslutas först mot slutet av året och mätt som årsgenomsnitt **faller BNP med 0,6 procent 2014**. En svagare euro ger viss draghjälp åt exporten men tillväxten 2015-2016 förblir måttlig; 0,5 respektive 0,9 procent. Riskerna på kort sikt ligger på nedsidan och främst kopplade till att effekterna av de ryska importrestriktionerna kan bli större än vi räknat med.



Källa: Eurostat, SEB

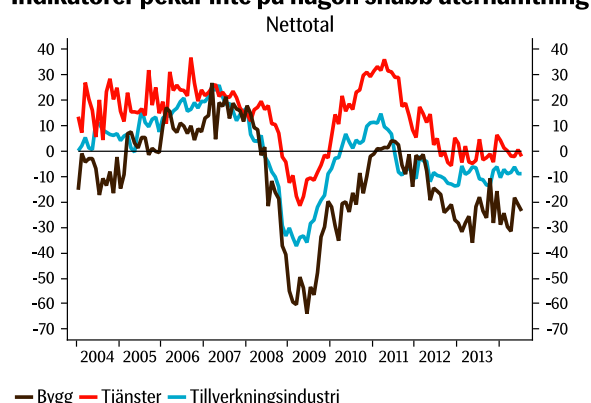
Ingen vändning i sikte

Indikatorer pekar inte på någon snar vändning. Det förbättrade sentimentet från i höstas är bortblåst och samtliga sektorer ser negativt på läget enligt EU-kommissionens indikator. Tjänstesektorn är minst negativ men indikatornivån är svag även här.

Strukturella problem inom skogs- och IKT-sektorerna har under flera år hämmat ekonomin och bidragit till svag eller

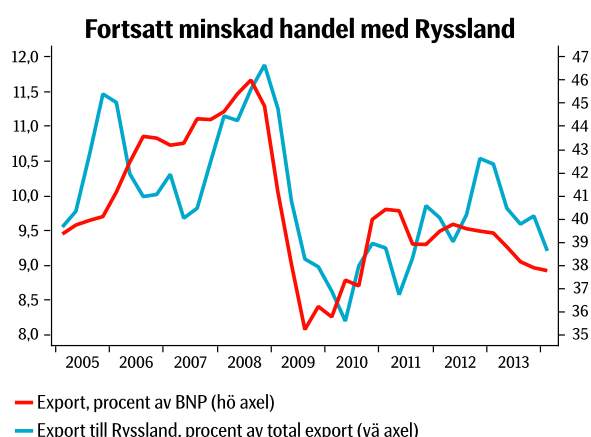
fallande tillväxt. De ryska importrestriktionerna har nu på kort sikt effektivt skjutit förhoppningarna om en exportdriven tillväxt i sank. Den finska exporten utgör knappt 40 procent av BNP. Ryssland är landets tredje största handelspartner (efter Sverige och Tyskland) och knappt 10 procent av exporten går till Ryssland. Sanktioner i handeln mellan EU och Ryssland påverkar därför finsk ekonomi relativt mycket, bland annat går nära 20 procent av den finska livsmedelsexporten till Ryssland. Handeln hämmas också av att den ryska ekonomin sedan en tid uppvisat strukturella svagheter.

Indikatorer pekar inte på någon snabb återhämtning



Källa: EU-kommissionen

Det är svårt att kvantifiera effekterna av Rysslands importrestriktioner men en 25-procentig nedgång av totala exporten skulle sänka BNP med drygt 1 procent. Därtill kommer negativa spridningseffekter, men i praktiken brukar effekten mildras av att exportörer hittar nya marknader. Finlands Bank har uppskattat att en slutlig effekt av ett sådant scenario uppgår till mellan 0,5 och 1,0 procent lägre BNP.



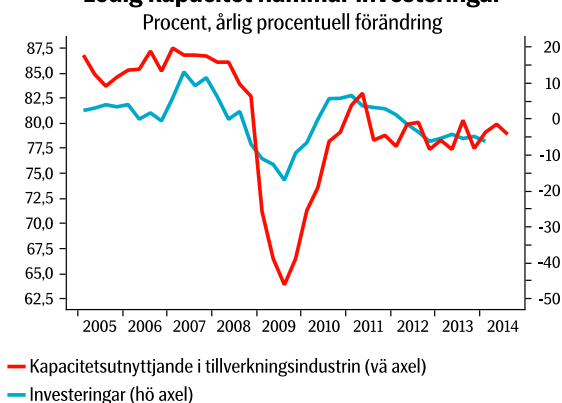
Källa: Statistics Finland

Statsminister Stubb har deklarerat att Finland kan komma att söka kompensation från EU eftersom de EU-gemensamma sanktionsbesluten drabbar Finland relativt hårt. Svar från EU har hittills varit avvaktande och ersättningen kommer att bero på i vilken utsträckning nya marknader kan ersätta export till Ryssland. Även om EU skulle ge kompensation blir hjälpen till finsk ekonomi marginell. Sammantaget landar vi i en prognos med **oförändrad finsk export 2014. Därefter sker en svag ökning med 1,5 respektive 3,7 procent 2015 och 2016.**

Investeringarna faller även 2014

Ledig kapacitet i industrin talar för fortsatt fallande investeringar i näringslivet. Fallande bostadspriser bidrar därtill till svag byggkonjunktur, även om antalet byggnadstillstånd ökat. Att hushåll och företag är försiktiga märks även i lånestatistiken. Utlåningen till hushåll respektive företag ökar med knappt 2 respektive 5 procent på årsbasis. För hushållen är det den lägsta nivån på i alla fall två decennier. Totalt faller investeringarna med 1,7 procent 2014, därefter sker en viss förbättring.

Ledig kapacitet hämmar investeringar



Källa: OECD, Finlands Statistik

Fortsatt hög arbetslöshet

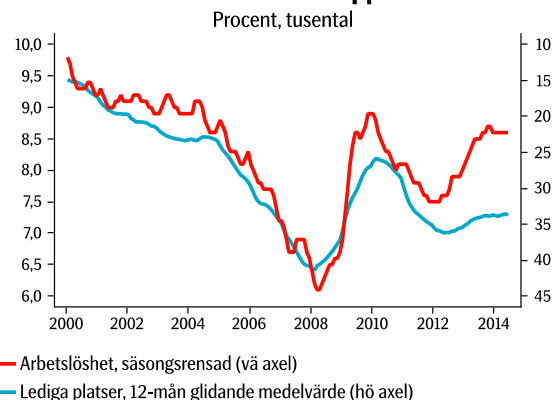
Arbetslösheten har, trots fortsatt recession, planat ut och legat stabil på 8,6 procent hittills i år. En hög nivå som ändå ligger relativt nära genomsnittet de senaste decennierna. Jämviktsarbetslösheten bedöms ligga kring 7,5 procent. Demografi och en utdragen ekonomisk svaghet bidrar till att arbetskraftsdeltagandet faller, vilket håller tillbaka uppgången i arbetslöshet. Trots svag tillväxt och hög arbetslöshet ligger antalet lediga platser på en förvånande hög nivå, vilket kan vara en signal att matchningen inte fungerar och att strukturomvandlingen i ekonomin ställer nya krav på t ex arbetsmarknadsutbildning. **Arbetslösheten ligger kvar på nuvarande nivå resten av 2014 och faller därefter långsamt 2015-2016 till 8,4 respektive 8,2 procent.**

Låga löneökningar ihop med hög arbetslöshet som endast långsamt faller 2015-2016 gör att hushållens inkomster kommer att utvecklas svagt under prognosperioden. En svag detaljhandel visar att **hushållen är försiktiga i detta läge och konsumtionen faller i år med 0,4 procent.** 2015-2016 ökar konsumtionen åter men långsamt (0,4 respektive 0,5 procent).

Löneökningstakten har växlat ner och ligger i nuläget i linje med inflationen. Konkurrenskraften har försämrats av en lång

period av relativt höga löneökningar men den trenden har nu brutits. Tillsammans med fallande euro kommer den reala effektiva växelkursen att försvagas, vilket gynnar exporten. Å andra sidan får de pressade hushållen dock tack vare låg inflation oförändrade eller marginellt stigande reallöner.

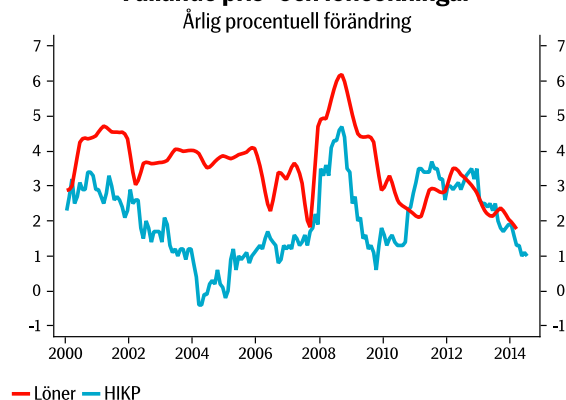
Arbetslösheten nära toppen 2009



Källa: Finlands Statistik

Inflationen föll till 1,0 procent i juli och kommer att ligga kvar på låga nivåer 2015-2016, i linje med prisutvecklingen i eurozonen. Svag efterfrågan både på hemmamarknader och internationellt gör det svårt för företagen att höja priserna. **Inflationen mätt som HIKP blir 1,2 procent 2014 och 1,0 procent 2015-2016.**

Fallande pris- och löneökningar



Källa: Finlands Statistik

Fortsatt konsolideringspolitik

Besparingspolitiken fortsätter men svag tillväxt gör att det offentliga saldot ligger på fortsatt minus. Beslut i mars 2014 innebar vissa utgiftsbegränsningar för staten. Samtidigt skapas visst utrymme för tillväxstimulans via intäkter från försäljningar av tillgångar. **Finanspolitiken blir åtstramande 2014-2016** och underskottet faller från 2,7 procent av BNP 2014 till knappt 2 procent 2016. Den offentliga sektorns skuld fortsätter att stiga och når 62 procent av BNP 2016. Att räntespreaden mot Tyskland är mycket låg och att de offentliga finanserna är i hyfsat skick i ett eurozonsperspektiv talar för en något mjukare politik. Det är dock inte troligt att någon kursomläggning genomförs; mycket politisk prestige har investerats i att få ned underskottet och stabilisera statsskulden.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2013	2014	2015	2016
BNP OECD	1,4	1,9	2,5	2,4
BNP världen (PPP)	3,3	3,4	3,9	4,0
KPI OECD	1,6	1,8	1,6	1,9
Exportmarknad OECD	2,7	3,6	5,4	4,8
Oljepris Brent (USD/fat)	108,7	108,0	100,0	100,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr USD	2013	2014	2015	2016
BNP	17 078	2,2	2,2	3,4	3,1
Privat konsumtion	11 653	2,4	2,4	3,0	2,6
Offentlig konsumtion	3 143	-2,0	-0,7	-0,1	0,0
Bruttoinvesteringar	2 395	4,7	5,3	8,9	8,5
Lagerinvesteringar		0,0	0,1	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	2 325	3,0	3,1	6,2	6,1
Import	2 788	1,1	4,6	6,1	5,7
Arbetslöshet (%)		7,4	6,2	5,6	5,2
KPI		1,5	1,9	1,9	2,2
Hushållens sparkvot (%)		4,9	5,1	5,0	5,4

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr EUR	2013	2014	2015	2016
BNP	9 579	-0,4	0,7	1,1	1,5
Privat konsumtion	5 482	-0,7	0,5	0,8	1,2
Offentlig konsumtion	2 066	0,1	0,3	0,3	0,5
Bruttoinvesteringar	1 694	-2,9	1,2	1,6	2,3
Lagerinvesteringar		-0,1	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	4 396	1,4	2,5	3,3	4,2
Import	4 065	0,4	2,5	3,0	4,0
Arbetslöshet (%)		12,0	11,5	11,2	11,0
KPI		1,4	0,5	0,6	0,9
Hushållens sparkvot (%)		7,8	7,9	8,0	7,8

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

	2013	2014	2015	2016
BNP				
Storbritannien	1,7	3,1	2,8	2,6
Japan	1,5	1,1	1,2	0,8
Tyskland	0,1	1,2	1,4	1,8
Frankrike	0,4	0,1	0,7	1,1
Italien	-1,9	-0,2	0,5	0,8
Kina	7,7	7,5	7,3	6,9
Indien	4,7	5,0	5,8	6,2

Inflation

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

Arbetslöshet, (%)

Storbritannien	7,9	6,5	5,8	5,3
Japan	4,0	3,6	3,5	3,4
Tyskland	5,5	5,5	5,4	5,4
Frankrike	10,2	10,5	11,0	10,9
Italien	12,2	12,5	12,4	12,2

ÖSTEUROPA

	2013	2014	2015	2016
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	0,8	0,5	1,8	3,0
Lettland	4,1	2,5	2,7	3,4
Litauen	3,3	2,7	3,2	4,0
Polen	1,6	2,7	3,0	3,5
Ryssland	1,3	0,5	0,3	1,5
Ukraina	0,0	-6,0	0,0	3,0

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	3,2	0,1	1,6	1,9
Lettland	0,0	0,8	2,2	2,6
Litauen	1,2	0,1	0,7	1,0
Polen	0,8	0,3	1,6	2,2
Ryssland	6,7	7,3	6,5	5,5
Ukraina	-0,3	10,0	7,5	6,0

FINANSIELLA PROGNOSE

		21-aug	dec-14	jun-15	dec-15	jun-16	dec-16
Officiella räntor							
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,50	1,25	1,75	2,50
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Eurozonen	Refiränta	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15	0,15
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,75	1,25	1,50	1,75
Obligationsräntor							
USA	10 år	2,39	2,50	2,80	3,20	3,40	3,60
Japan	10 år	0,53	0,60	0,65	0,70	0,75	0,80
Tyskland	10 år	0,99	1,10	1,40	1,50	1,70	1,90
Storbritannien	10 år	2,51	2,60	2,90	3,20	3,50	3,80
Växelkurser							
USD/JPY		104	105	110	115	120	125
EUR/USD		1,33	1,30	1,27	1,24	1,22	1,20
EUR/JPY		138	137	140	143	146	150
GBP/USD		1,66	1,69	1,67	1,63	1,63	1,62
EUR/GBP		0,80	0,77	0,76	0,76	0,75	0,74

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr SEK	2013	2014	2015	2016
BNP	3 640	1,6	2,1	2,9	2,7
BNP, dagkorrigerat		1,6	2,1	2,7	2,5
Privat konsumtion	1 765	2,0	2,7	3,0	2,5
Offentlig konsumtion	998	2,0	0,8	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	668	-1,3	3,0	4,5	5,5
Lagerinvesteringar	2	0,2	0,3	0,1	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 668	-0,9	2,4	5,2	5,2
Import	1 461	-1,2	3,5	4,9	5,2
Arbetslöshet (%)		8,0	7,9	7,5	7,2
Sysselsättning		1,1	1,2	1,2	1,0
Industriproduktion		-4,0	0,5	3,5	4,0
KPI		0,0	-0,1	0,8	1,7
KPIF		0,9	0,6	1,3	1,5
Timlöneökningar		2,5	2,8	2,8	3,5
Hushållens sparkvot (%)		13,0	13,3	12,5	12,3
Real disponibel inkomst		2,6	3,0	2,2	2,3
Handelsbalans, % av BNP		2,2	2,5	2,6	2,4
Bytesbalans, % av BNP		6,8	6,3	6,0	5,8
Statligt lånebehov, mdr SEK		131	60	30	20
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,2	-1,8	-1,0	-0,4
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,6	41,5	41,0	39,8

FINANSIELLA PROGNOSE	21-aug	dec-14	jun-15	dec-15	jun-16	dec-16
Reporänta	0,25	0,15	0,15	0,15	0,50	1,00
3-månaders ränta, STIBOR	0,52	0,55	0,55	0,55	0,85	1,35
10-års ränta	1,56	1,55	1,80	2,00	2,30	2,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	57	45	40	50	60	70
USD/SEK	6,89	7,12	7,17	7,18	7,21	7,25
EUR/SEK	9,16	9,25	9,10	8,90	8,80	8,70
TCW	124,3	126,4	124,9	122,5	121,4	120,2
KIX	108,1	110,0	108,7	106,6	105,6	104,6

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr NOK	2013	2014	2015	2016
BNP	2 848	0,6	1,6	1,7	2,1
BNP (Fastlandet)	2 188	2,0	2,4	2,5	2,6
Privat konsumtion	1 188	2,1	2,6	3,2	3,2
Offentlig konsumtion	612	1,8	2,2	2,0	2,0
Bruttoinvesteringar	635	8,4	-0,3	-0,5	2,9
Lagerinvesteringar		-0,2	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 121	-3,3	0,7	2,8	1,8
Import	816	2,9	1,2	3,9	3,6
Arbetslöshet (%)		3,5	3,4	3,6	3,6
KPI		2,1	2,1	2,1	2,3
KPI-JAE		1,6	2,4	2,1	2,3
Årslöneökningar		3,9	3,6	3,6	3,8

FINANSIELLA PROGNOSE

	21-aug	dec-14	jun-15	dec-15	jun-16	dec-16
Folioränta	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	2,50
10-års ränta	2,37	2,30	2,40	2,40	2,65	2,85
10-års räntedifferens mot Tyskland	138	120	100	90	95	95
USD/NOK	6,15	6,27	6,30	6,37	6,48	6,67
EUR/NOK	8,17	8,15	8,00	7,90	7,90	8,00

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr DKK	2013	2014	2015	2016
BNP	1 858	0,4	1,8	2,3	2,5
Privat konsumtion	905	0,0	1,6	2,2	2,4
Offentlig konsumtion	524	0,8	1,0	0,8	0,0
Bruttoinvesteringar	322	0,7	2,1	2,1	3,2
Lagerinvesteringar		0,2	0,0	-0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 021	1,2	3,8	4,0	4,6
Import	916	1,7	3,8	3,0	3,6
Arbetslöshet (%)		4,4	4,1	3,8	3,5
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		7,0	6,5	5,7	5,0
KPI, harmoniserat		0,8	0,6	1,1	1,5
Timplöneökningar		1,3	1,3	1,7	2,2
Bytesbalans, % av BNP		6,8	6,8	6,5	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	0,0	-0,5	0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,5	43,5	42,0	40,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	21-aug	dec-14	jun-15	dec-15	jun-16	dec-16
Utlåningsränta	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
10-års ränta	1,04	1,15	1,45	1,55	1,75	1,95
10-års räntedifferens mot Tyskland	5	5	5	5	5	5
USD/DKK	5,61	5,73	5,87	6,01	6,11	6,21
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr EUR	2013	2014	2015	2016
BNP	201	-1,2	-0,6	0,5	0,9
Privat konsumtion	111	-0,7	-0,4	0,4	0,5
Offentlig konsumtion	50	1,5	0,3	0,3	0,5
Bruttoinvesteringar	37	-4,9	-1,7	0,6	2,0
Lagerinvesteringar		-0,4	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	77	-1,7	0,0	1,5	3,7
Import	79	-2,5	0,2	1,3	3,5
Arbetslöshet (%)		8,5	8,6	8,4	8,2
KPI, harmoniserat		2,2	1,2	1,0	1,0
Timlöneökningar		2,1	1,2	1,5	1,8
Bytesbalans, % av BNP		-1,0	-1,4	-1,2	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,3	-2,7	-2,0	-1,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		57,0	60,0	61,5	62,0

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 30 juni 2014 uppgick koncernens balansomslutning till 2 654 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 605 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.