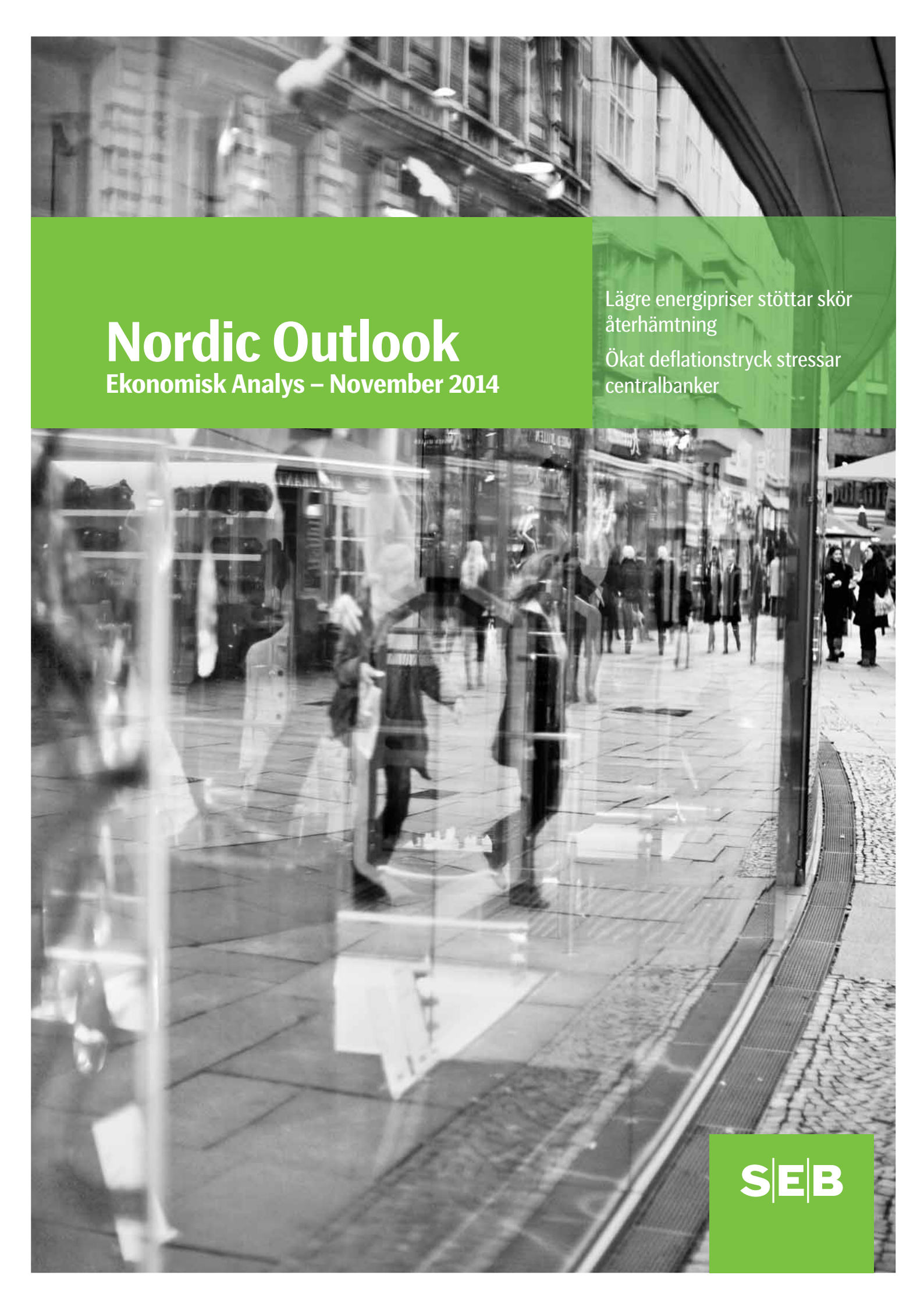




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – November 2014

Lägre energipriser stöttar skör
återhämtning

Ökat deflationstryck stressar
centralbanker

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Energipriser och makrokonsekvenser	11
USA	12
Japan	15
Asien	16
Eurozonen	18
Storbritannien	21
Östeuropa	22
Baltikum	24
Sverige	25
Tema: Inflationsförväntningarna faller ytterligare	28
Tema: Riksbankens nästa steg	29
Danmark	31
Norge	32
Finland	34
Nyckeldata	35

Denna rapport publicerades den 25 november 2014.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 20 november 2014.

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

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

Håkan Frisé
Prognoschef
Sverige
+ 46 8 763 80 67

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

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

Ann Enshagen Lavebrink
Redaktionsassistent
+ 46 8 763 80 77

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

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

Frederik Engholm-Hansen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1469

Erica Blomgren
SEB Oslo
Norge
+ 47 2282 7277

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1008

Stein Bruun
SEB Oslo
Norge
+47 2100 8534

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

SEB Ekonomisk Analys, K-A3, SE-106 40 Stockholm

Lägre energipriser ger stöd till skör återhämtning

- **USA-återhämtning tål vacklande omvärld**
- **Starkare deflationstryck i eurozonen**
- **Ökat omvärldstryck på tyska stimulanser**
- **Oljepriser på bestående låg nivå**
- **Fed höjer i september 2015**
- **Riksbanken avstår från okonventionella åtgärder**
- **EUR/USD sjunker gradvis mot 1,13**

Världsekonomin har det senaste halvåret präglats av ökad volatilitet. I spåren av stigande geopolitisk osäkerhet och ökande tvivel om penningpolitikens effektivitet sjönk framtids-tron på bred front under våren och sommaren. Detta satte avtryck på finansiella marknader bl a via flera perioder med börsnedgångar. Fallet i riskapitet var som mest tydligt i september och början på oktober. Den senaste tiden har vi sett en **rekyl uppåt på aktiemarknaden samtidigt som räntorna fortsatt nedåt**. Detta reflekterar en utveckling där konjunktur-signalerna stabiliserats samtidigt som fallande råvarupriser sänkt inflationsutsikterna, vilket lett till förväntningar om ytterligare uppmjukningar av penningpolitiken.

Utvecklingen ligger i linje med vår prognos om en skör global återhämtning som är fortsatt beroende av ekonomiskt-politiskt stöd. Strukturella problem, överskottsutbud i många sektorer och regioner samt fortsatta behov av att anpassa balansräkningar försvagar tillväxtkraften och gör ekonomierna känsliga för tillfälliga störningar. Samtidigt ser vi att den ekonomiska politiken fortfarande har möjlighet att agera för att stötta tillväxten när framtids-tron vacklar. I en situation med lågt resursutnyttjande och svagt eller obefintligt inflationstryck **står kampen mot deflation högst på centralbankernas dag-ordning** medan riskerna för nya finansiella obalanser priorite-ras ned. Därtill ser vi tydliga ambitioner att komplettera pen-ningspolitiken med andra åtgärder för att stötta tillväxten. Det gäller t ex acceptans för en mer expansiv finanspolitik eller olika initiativ för att stimulera investeringsaktiviteten, främst på infrastruktursidan.

Vi står fast vid prognosen att den globala tillväxten accelererar något 2015. Lägre energipriser ger en viss tillväxtimpuls i de flesta länder, men vi tror att den blir ganska liten i en värld som hämmas av geopolitisk osäkerhet och strukturella problem. **BNP-tillväxten i OECD-länderna ökar från 1,9 procent i år till 2,4 procent 2015.** Detta beror väsentligen på att USA-

ekonomin som årsgenomsnitt växlar upp relativt kraftigt; till-växten i övriga länder rör sig mera sidledes. Även tillväxteko-nomierna noterar en viss ökning i BNP-tillväxten, trots att Kina planenligt bromsar in något. Totalt är prognosen för tillväxten i världsekonomin 2015 nedjusterad med en tiondel jämfört med *Nordic Outlook* i augusti.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

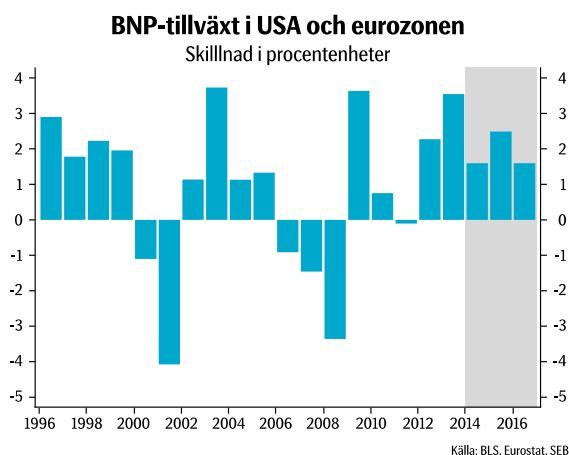
	2013	2014	2015	2016
USA	2,2	2,3	3,4	3,1
Japan	1,5	0,4	0,9	1,1
Tyskland	0,1	1,3	1,2	1,6
Kina	7,7	7,4	7,0	6,7
Storbritannien	1,7	3,1	2,8	2,5
Eurozonen	-0,5	0,9	0,9	1,3
Norden	0,6	1,5	1,8	2,1
Baltikum	3,1	2,4	2,6	3,3
OECD	1,4	1,9	2,4	2,4
EM-ekonomier	4,8	4,7	4,8	4,9
Världen, PPP	3,3	3,5	3,8	3,9

Källa: OECD, SEB

Den finansiella utvecklingen präglas i hög grad av centralbankernas agerande. Vi räknar med nya stimulanser från ECB och Bank of Japan samtidigt som vi har senarelagt startpunkten för Feds och Bank of Englands räntehöjningar. **Mjuka centralbanker gör att obligationsräntorna ligger kvar på mycket låga nivåer ytterligare en tid** innan de långsamt börjar stiga. Skillnaden mellan Tyskland och USA kommer att ligga kvar på en historiskt hög nivå de närmaste åren. **I denna miljö fortsätter dollarn att förstärkas och EUR/USD rör sig gradvis ned mot 1,13.** Bestående låga räntor och lägre oljepris gynnar också börserna. På kort sikt räknar vi dock med att högt ställda vinstförväntningar inte infrias, vilket bromsar uppgången och ger en i huvudsak sidle-des börsrörelse. I takt med en lite starkare konjunktur finns utrymme för en försiktig uppgång på lite längre sikt.

USA-återhämtning tål omvärldssvagheter

Återhämtningen i USA har fortsatt i linje med våra förväntningar. Inhemsk faktorer talar för en fortsatt stark tillväxt de närmaste åren. **Ekonomin är inne i en positiv spiral där starkare arbetsmarknad och stigande förmögenhets-värden gynnar hushållens konsumtion.** Att de mest cykliska delarna av ekonomin fortfarande är nivåmåssigt nedpressade talar för att det finns utrymme för en ganska lång period med BNP-tillväxt över trend.



En viktig fråga är i vilken mån uppgången kommer att hämmas av omvärldens svagheter. Historiska erfarenheter tyder på att den amerikanska ekonomin är okänslig för försvagningar i omvärlden. De djupare recessioner världen gått igenom de senaste decennierna har initierats av obalanser i den amerikanska ekonomin. Dynamiken i den globala återhämtningen har sedan i hög grad styrts av hur USA agerat ekonomiskt-politiskt och hur snabbt obalanserna på hemmaplan rättats till. Att ekonomin är relativt sluten med en låg exportandel bidrar också till att den är relativt okänslig för externa förändringar.

Det är därför inte sannolikt att omvärldsfaktorer ska resultera i att den amerikanska uppgången kommer av sig. De skillnader i BNP-tillväxt mellan USA och eurozonen som vi ser framför oss de närmaste åren är heller inte uppseendeväckande höga i ett historiskt perspektiv, även om perioden med stor divergens börjar bli utdragen.

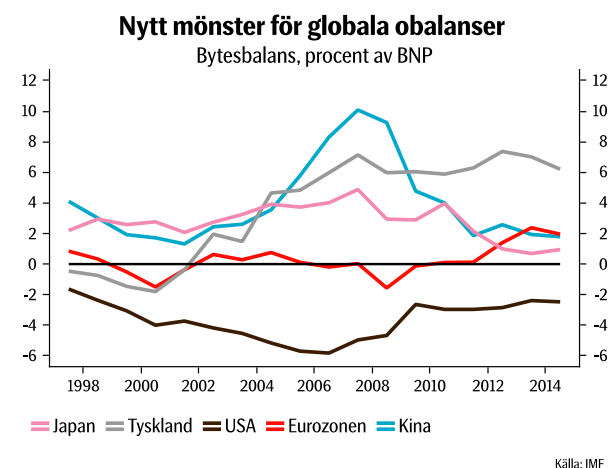
Ökat tryck på tyska stimulanser

Efter en period med försvagad framtidstro har indikatorerna i eurozonen stabiliserats den allra senaste tiden. ECB-stimulanser, svagare euro och lägre energipriser bidrar till att en recession kan undvikas. **Vår prognos innebär att eurozonen fastnar i stagnation med BNP-tillväxt på svaga 0,9 procent både 2014 och 2015;** en bit under trend. Fortsatta oklarheter och stridigheter om framtida ekonomisk-politiska vägval skapar osäkerhet som hämmar investeringar och konsumtion. I nuläget ter sig utvecklingen i Frankrike och Italien som mest oroande där BNP-tillväxten ligger nära nollstrecket. Spanien har däremot överraskat positivt den senaste tiden och tillväxten 2015 blir hyggliga 2 procent.

Att den tyska ekonomin också tappat fart under 2014 har haft betydelse för hela Europa och hämmat industriproduktionen i t ex Östeuropa och Norden. Uppenbarligen har stigande osäkerhet kopplad till ökade spänningar mellan Ryssland och Västvärlden haft större betydelse än väntat. **Även om den direkta handeln är liten har investeringarna påverkats märkbart.** Vår bedömning är att den tyska BNP-tillväxten stannar vid 1,2 procent 2015 för att stiga till 1,6 procent 2016.

Framöver blir utvecklingen i Tyskland viktig på flera sätt. Den svagare euron bidrar till att den tyska industrins konkurrenskraft gentemot t ex USA och Storbritannien blir än starkare. Detta ger en stabil grund för tillväxten. Analyserar man de

globala obalanserna utifrån ett bytesbalansperspektiv ser man att bilden förändrats sedan finanskrisen. Då var det främst ett stort överskott i Kina och betydande underskott i USA som dominerade bilden. **Nu är det framför allt det gigantiska tyska överskottet som sticker ut.** En tysk stimulanspolitik som ökar den inhemska efterfrågan skulle därför mildra de globala obalanserna. För eurozonen är ökad tysk importefterfrågan i kombination med snabbare ökningstakt för löner och priser ännu viktigare. Vår bedömning är därför att omvärldens tryck på en mer expansiv politik i Tyskland kommer att tillta, även om vi inte lagt in någon dramatisk kursändring i vår prognos.



Kina bromsar medan Indien accelererar

Vi förutspår en svag acceleration av tillväxten i snabbväxande ekonomier, trots geopolitisk oro och viss inbromsning i Kina. Överutbudet på den kinesiska bostadsmarknaden leder nu till fallande priser och minskat byggande. Vår bedömning är dock att policyåtgärder i form av lägre bolåneräntor och lättnader på kreditsidan möjliggör en mjuklandning på bostadsmarknaden. Detta bidrar till att den kinesiska tillväxten mattas mycket långsamt. **BNP-tillväxten i Kina sjunker från 7,4 procent i år till 7,0 respektive 6,7 procent 2015 och 2016.** I Indien ser vi utsikter till en viss acceleration i BNP-tillväxten. Hittills har reformpolitiken gått trögare än väntat, men regeringspartiet BJP:s framgångar i de nyligen hållna delstatsvalen ökar möjligheterna att genomföra mer kraftfulla avregleringar. Indien gynnas därtill extra mycket av de fallande oljepriserna. **Sammantaget stiger tillväxten gradvis från 5,4 procent i år till 6,2 procent 2016.**

Den ryska ekonomin försvagas alltmer när effekter kopplade till Ukrainakonflikten kombineras med underliggande strukturella svagheter. Oljeprisfallet pressar energisektorn och minskar utrymmet för en expansiv finanspolitik. En kraftigt fallande valuta bidrar visserligen till att oljeintäkterna hålls uppe mätt i rubel. Samtidigt förvärras inflationsproblemen, vilket gör att vi tror att centralbanken måste fortsätta att strama åt penningpolitiken efter den höjning av styrräntan med 150 punkter som genomfördes i oktober. Givet våra antaganden att handelskonflikten med västvärlden inte eskalerar bedömer vi att **rysk BNP-tillväxt hamnar runt nollstrecket både 2014 och 2015 medan en svag tillväxt på 1 procent förutses 2016.**

Riskbilden mer symmetrisk

De senaste månaderna har riskbilden i viss mån förändrats. Det gäller framför allt konsekvenserna av de lägre energipriserna. Traditionella känslighetsanalyser tyder på att stimulanseffekten i OECD-området kan bli betydligt större än vad vi antagit i huvudprognosen. Detta indikerar en potential för snabbare tillväxt. Liksom tidigare finns också möjligheter att spridningseffekterna av den amerikanska uppgången blir större än i huvudprognosen, där vi gjort försiktiga antaganden mot bakgrund av strukturella svagheter i främst eurozonen. **Sammantaget gör vi bedömningen att sannolikheten för ett scenario med snabbare tillväxt har ökat till 25 procent; i NO Augusti 2014 låg bedömningen på 20 procent.**

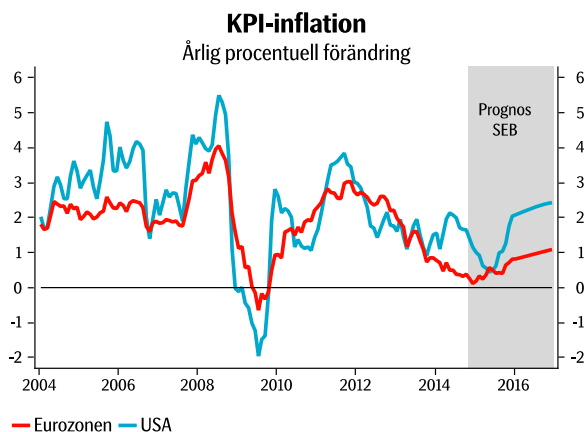
Nedåtriskerna i prognosen är främst kopplad till att ökade spänningar mellan Ryssland och omvärlden får större ekonomiska effekter. Vår bedömning är att dessa risker har ökat något. Det sjunkande oljepriset innebär påfrestningar på den svaga ryska ekonomin och den senaste tidens finansiella utveckling med försvagad valuta och fallande börskurser indikerar att situationen blivit mer labil. 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. Sammantaget står vi ändå fast vid bedömningen att **sannolikheten för ett lågtillväxtscenario ligger på 30 procent.**

Nedreviderade inflationsutsikter

Under första halvåret bidrog skatthöjningar i Japan och stigande kärninflation i USA till att KPI-inflationen i OECD-området steg från 1,5 till ca 2 procent. Därefter har inflationen åter fallit tillbaka och den senaste tidens nedgång i råvarupriser har bidragit till att vi justerat ned inflationsprognoserna rejält för 2015. Den direkta effekten på inflationen av nedgången i oljepriser är störst i USA. Drivmedelspriserna i konsumentledet reagerar snabbt och dess vikt i konsumentkorgen är relativt stor. Därtill kommer att dollarns uppgång gör att fallet i oljepriset i nationell valuta dämpas i de flesta andra länder.

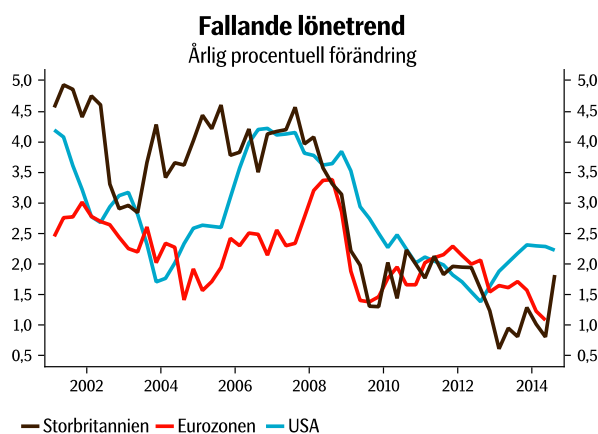
Effekterna på kärninflationen av fallande råvarupriser är däremot inte entydig. I ett svagt konjunkturläge kan spridningseffekter ge upphov till bredare prisnedgångar och pressa ned inflationsförväntningarna ytterligare. Å andra sidan innebär lägre energipriser en betydande stimulanseffekt som bl a ökar hushållens köpkraft. På sikt leder detta till högre ekonomisk aktivitetsnivå och därmed högre underliggande prisökningar. Sammantaget är vår bedömning att effekterna av oljeprisnedgången på kärninflationen blir liten. **Riskerna för en deflationsspiral har dock ökat något**, framför allt i eurozonen, genom att den faktiska inflationen i många länder nu kommer att ligga på en exceptionellt låg nivå under en längre period.

Vår huvudprognos är ändå att inflationen på lite sikt sakta vänder uppåt i takt med den något starkare konjunkturen. Även om inflationsprognoserna justerats ned på bred front består skillnader i inflationsnivåer och riskbild. I USA och Storbritannien leder stigande resursutnyttjande till ett visst underliggande inflationstryck, medan eurozonen är fortsatt beroende av massivt stöd av ECB för att bryta trenden med fallande inflation.



Lönerna på sikt avgörande för inflationen

Lönernas utveckling blir avgörande för om industriländerna på sikt ska nå en stabilare inflationsmiljö och undvika bredare deflationstendenser. Globalisering och ökad utbildningsnivå i snabbväxande ekonomier har bidragit till att pressa ned löneökningstakten i OECD-länderna. Därtill kommer att en stor del av de nya jobb som skapats efter finanskrisen kommit i låglönesektorer, vilket pressar ned den genomsnittliga lönenivån. **Dessa krafter kommer att hålla tillbaka löneutvecklingen även framöver.** Vår bedömning är att USA och Storbritannien i slutet av prognosperioden har en arbetslöshet som ligger under jämviktsnivån och att löneökningarna därför kommer att stiga till en nivå som möjliggör försiktiga räntehöjningar. Men strukturella krafter som verkar lönedämpande gör denna prognos osäker.



Trevande ekonomisk-politiska försök görs nu för att försöka få upp löneökningstakten. I Japan har regeringen tydligt deklarerat att det är önskvärt att näringslivet släpper fram högre löneökningar. Därigenom vill man säkerställa att valutadeprecieringen varaktigt leder till högre inflation. Höjda minimilöner i flera stora länder som USA, Storbritannien och Tyskland är en annan väg. **Den viktigaste kanalen att generellt påverka lönebildningen är via inflationsförväntningar.** I länder där förhandlingar mellan arbetsmarknadens parter har stor betydelse för lönebildningen kan centralbankens signalering vara viktig. Bundesbank har t ex deklarerat att högre löneökningar i

Tyskland kan bidra till minskande obalanser i eurozonen. I Sverige är det ännu oklart om Riksbanken är beredd att ändra signaleringen till arbetsmarknadens parter som ett led i försöken att motverka fallande inflationsförväntningar.

Global penningpolitik i otakt

En rad nya utmaningar och dilemman kommer att påverka centralbankernas beslut framöver. En viktig fråga är hur man ska **väga effekterna av ett lägre oljepris** som ger positiva tillväxteffekter men samtidigt riskerar att pressa ned redan låga inflationsförväntningar. **Att hitta rätt relation till makrotillsynen** blir också en utmaning. Inte minst gäller detta att pedagogiskt kommunicera i vilken grad nya verktyg kommer att bli substitut eller komplement till penningpolitiken för att uppnå finansiell stabilitet. Fed kommer också att ställas inför svåra avvägningar när man ska utforma **normaliseringsprocessen** på ett sätt som inte skapar alltför stor finansiell volatilitet eller kapitalflöden som kan skada tillväxten i världsekonomin.

Att stagnations- och deflationsriskerna dominerar bidrar till att vi tror att centralbanker har en **asymmetrisk reaktionsfunktion**. Det innebär att man kommer att agera kraftfullt om tillväxt och inflation blir oväntat låga men däremot vara försiktiga med åtstramningar om utfallen överraskar på uppsidan. Ett sådant beteende skulle bekräfta att **inflationsmålen är symmetriska** och att man inte har några problem att acceptera inflation som ligger en bit över 2 procent efter en lång period med inflation under målen. Därigenom kan inflationsmålpolitiken på sikt vinna större trovärdighet som skapar ytterligare manöverutrymme i framtiden.

Centralbankers styrräntor

Procent

	Nov 2014	Dec 2015	Dec 2016
Federal Reserve	0-0,25	1,00	2,25
ECB	0,05	0,05	0,05
Bank of England	0,50	0,50	1,25
Bank of Japan	0,10	0,10	0,10
Riksbanken	0,00	0,00	0,50
Norges Bank	1,50	1,50	2,00

Källa: Centralbanker och SEB

De ledande centralbankerna är nu på väg åt olika håll, även om vi har senarelagt våra prognoser när det gäller startpunkten för räntehöjningarna i USA och Storbritannien. **Fed höjer räntan i september 2015** och når 2,25 procent i slutet av prognosperioden. **Även Bank of England höjer reporäntan**, men först i början av 2016. Låg inflation och svaga löneökningar gör att centralbankerna kan avvakta för att inte äventyra återhämtningen. Vare sig Fed eller Bank of England väntas minska sina värdepappersportföljer under prognosperioden. **ECB och Bank of Japan väntas ligga kvar med "nollräntor" under hela prognosperioden** alltmedan balansräkningarna fortsätter att växa. Vi räknar med att ECB under första kvartalet sätter ett program för köp av statsobligationer. För att nå målsättningen att öka ECB:s balansräkning med 1 biljon till 3

biljoner EUR blir det nödvändigt att inkludera statspapper. Bank of Japan bedöms öka de totala tillgångsköpen/balansräkningen från nuvarande 80 biljoner JPY per år till 100 biljoner JPY.

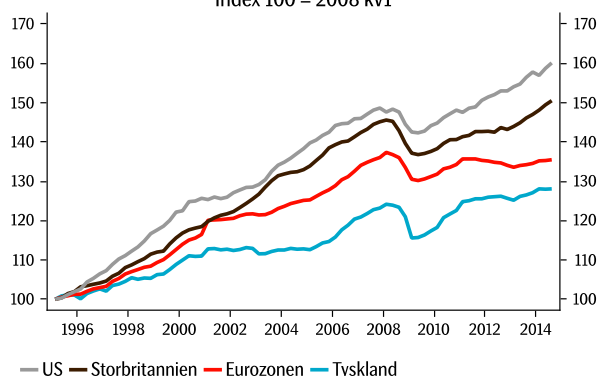
Vår prognos är att Riksbanken håller räntan oförändrad på 0,00 procent fram till sommaren 2016 och sedan höjer till 0,5 procent mot slutet av året. Man kommer därtill att förstärka stimulanseffekten genom att dels sänka räntebanan ytterligare samt ställa ut ett mer explicit "löfte" om att inte höja räntan förrän KPIF-inflationen varaktigt (sex månader) överstiger 1,5 procent. **Vår huvudprognos är att okonventionella åtgärder inte kommer att genomföras**, även om marknaden troligen börjar prisa in detta den närmaste tiden. Om inflationen skulle fortsätta överraska kraftigt på nedsidan och tvinga Riksbanken att agera tror vi att köp av statsobligationer är den åtgärd som har högsta sannolikhet (Se temartikel "Riksbankens nästa steg").

Finanspolitiken får större betydelse

Att tillväxten i stora delar av världsekonomin fortsätter att vara bräcklig och syrefattig ger näring till diskussionen om **penningpolitikens effektivitet och riskerna för att vi står inför en långvarig ("sekulär") stagnation**. Den svaga investeringsresponsen kan delvis förklaras med att låga inflationsförväntningar gör att den faktiska realräntan, trots nominellt låga räntor, ligger högre än den jämviktsnivå som ger balans mellan sparande och investeringar. Ett grundläggande problem, som t ex IMF i olika sammanhang pekat på, är att växande **förmögenhetsskillnader bidrar till att hålla tillbaka efterfrågan**. Detta beror på att de mest förmögna hushållen har relativt låg konsumtionsbenägenhet. Orealistiskt höga avkastningskrav och ökad kortsiktighet i företagens investeringsbeslut är faktorer som troligen också ligger bakom den svaga investeringsaktiviteten.

Stort gap till tidigare tillväxttrend

Index 100 = 2008 kv1



Källa: Eurostat, BEA

Vi har i de tre senaste utgåvorna av *Nordic Outlook* i olika temaartiklar och fördjupningsrutor diskuterat dessa risker och de ekonomisk-politiska konsekvenserna (se t ex NO Maj 2014 "Skattepolitiken – Nyckeln till tillväxtläset?"). Den generella slutsats, som får allt större tyngd i den internationella debatten, är att finanspolitiken har en stor roll att spela i nuvarande situation. Manöverutrymmet hämmas dock av betydande budgetunderskott och höga statsskulder, vilket gör det nöd-

vändigt att i viss mån söka nya vägar. IMF har t ex pekat på möjligheten att med skattepolitiken höja tillväxten **genom en inkomstomfördelning till hushåll med låga inkomster och hög marginell konsumtionsbenägenhet**.

Vi ser också tendenser mot en generell uppmjukning av finanspolitiken på kort sikt med en **tonviktsförskjutning från fiskal disciplin till fiskal expansion**. I Japan senareläggs det andra steget i momshöjningen och i eurozonen får stora länder som Italien och Frankrike längre tid på sig att uppfylla budgetkravet. Därtill ökar också omvärldens tryck mot Tyskland att använda finanspolitiken på ett betydligt mer aktivt sätt för att stötta tillväxten i eurozonen.

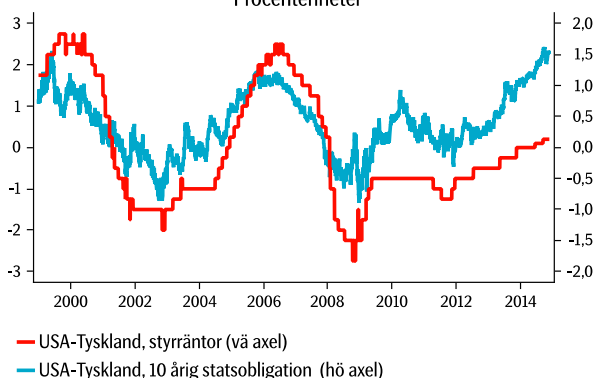
Möjligheterna att på olika sätt försöka stimulera investeringsaktiviteten går också som en röd tråd i policyrekommendationer från t ex G20, Brics, IMF och EU. Satsningar på infrastruktur inom sektorer som transport, energi, vatten och kommunikation står i fokus. **Inom G20 har åtgärder börjat genomföras i syfte att nå målet att höja BNP-nivån med 2 procent till 2018.**

Efter flera decennier med policyrekommendationer i marknadsliberal riktning och en stor tilltro till att centralbanker med hjälp av inflationsmål skulle kunna hantera både stabiliseringspolitik och finansiell stabilitet ser vi nu en omsvängning. Om finansiella regleringar inom t ex makrotillsynen, i kombination med en mer aktiv finanspolitik med skatteomfördelning och ökade offentliga investeringar, är rätt medicin återstår att se. I vilket fall som helst verkar sådana nygamla recept få ökad vikt i diskussionen om hur man ska komma tillrätta med problemen kring svag tillväxt, ökande klyftor och framtida finansiella obalanser.

Långa räntor kvar nära historiska bottnar

De internationella obligationsräntorna har under hösten pressats av tillväxtoro. Starka disinflationistiska krafter i eurozonen samt sjunkande inflationsförväntningar i USA drivet av fallande oljepris har också bidragit. Utvecklingen framöver kommer att fortsätta att präglas av de skilda utsikterna för tillväxt och centralbankspolitik mellan de anglosaxiska länderna och eurozonen/Japan. Det innebär att **ränteskillnaden mellan 10-åriga räntor i USA och Tyskland ligger kvar på historiskt höga nivåer** och till och med ökar något.

Långräntedifferens USA-Tyskland på höga nivåer
Procentenheter



Källa: Macrobond

I USA stiger långa räntor när Fed närmar sig sin första räntehöjning. Uppgången blir dock måttlig i en historisk jämförelse, vilket speglar den stora osäkerheten kring vilken räntenivå som Fed siktar på och hur snabbt man kan gå fram med höjningarna. Jakt på avkastning drivet av ett fortsatt överflöd av billiga centralbankspengar på andra håll i världen väntas bidra till att hålla nere nivån på långa räntor i USA. **I slutet av 2016 handlas 10-åriga obligationsräntor i USA på 3,20 procent**, nivåer som senast sågs i mitten av 2011.

I eurozonen har långa räntor närmast sig japanska nivåer och räntemarknaden diskonterar därmed en utdragen period med styrräntor kring noll. Förväntningar om att även ECB börjar köpa statsobligationer kan trycka ned långräntorna ytterligare något på kort sikt. Vi håller ändå fast vid bedömningen att ett QE-program från ECB kan leda till en viss uppgång i 10-åriga tyska räntor om programmet blir framgångsrikt när det gäller att stabilisera och vända inflationsförväntningarna. **I slutet av 2016 handlas 10-åriga tyska statsobligationsräntor på 1,50 procent, 170 punkter under motsvarande ränta i USA.**

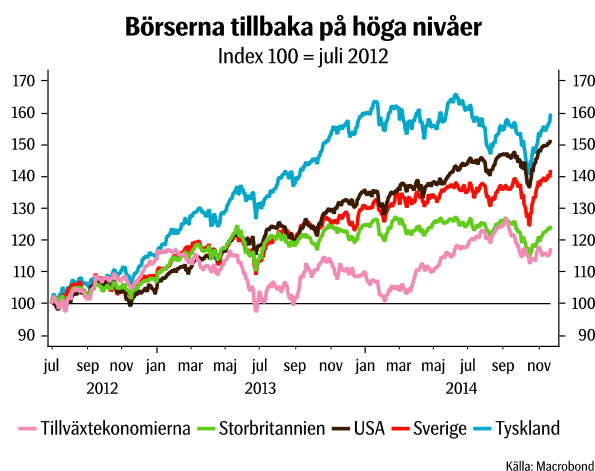
Svenska räntor har under hösten följt europeiska snarare än amerikanska räntor trots att utvecklingen i den reala ekonomin har större likheter med de anglosaxiska länderna. Spekulationer om att den låga inflationen ska få även Riksbanken att ta steget in i okonventionella åtgärder gör att differensen mellan svenska och tyska långräntor kan krympa ytterligare något under inledningen av nästa år. På längre sikt tror vi dock att svenska obligationsräntor handlas någonstans mellan långa räntor i USA och Tyskland eftersom Riksbanken väntas höja räntan före ECB men efter USA och Storbritannien. **I slutet av 2016 handlas svenska 10-åriga räntor på 2,20 procent, 70 punkter över motsvarande ränta i Tyskland men 100 punkter under USA.**

Spekulationer om att Norges Bank är på väg att sänka räntan har lett till minskade skillnader mellan norska och tyska statsobligationsräntor. Vi ser utrymme för räntedifferensen att krympa ytterligare från dagens historiskt höga nivåer med draghjälp av ett minskat obligationsutbud. Under 2016 ökar ränteskillnaden åter något, när Norges Bank försiktigt börjar höja räntan, och i slutet av 2016 handlas norska 10-åriga statsobligationer på 2,35 procent, 85 punkter över motsvarande tyska.

Centralbanker ger fortsatt stöd för börsen

Utvecklingen på aktiemarknaderna har varit volatil och präglad av oro för förnyad nedgång i eurozonen, tvivel på den ekonomiska politikens effektivitet och stigande geopolitiska risker. Ökad osäkerhet kring penningpolitiken i USA när Fed avslutat sina obligationsköp kan också ha bidragit till börsoron. Efter en skarp reky under september och oktober har aktiemarknaderna åter vänt uppåt och noterat nya rekordnivåer i USA medan utvecklingen på emerging marketsbörserna varit mera tvekan. Den senaste tidens stabilisering av ledande indikatorer har bidragit till att lugna marknaderna. Därtill kommer dämpade förväntningar om snara åtstramningar från Fed i spåren av fallande oljepriser och nedskruvade inflationsprognoser. Mjuka signaler från ECB och utökade monetära stimulanser i Japan bekräftar därtill bilden av att penningpolitiken ger fort-

satt stöd för aktiemarknaderna även när Fed börjar strama åt. De nordiska marknaderna fick också stöd av bolagsrapporter för det tredje kvartalet som generellt överträffade förväntningarna, bl a drivet av positiva valutaeffekter och förvärv.



Vi räknar med att börsen även fortsättningsvis kommer att slitas mellan å ena sidan osäkra tillväxtutsikter och ökade geopolitiska spänningar och å den andra fortsatt låga räntor men med risk för ökad volatilitet när räntehöjningar i USA närmar sig. Att riskpremien ligger på höga nivåer innebär att börsen tagit höjd för såväl en viss besvikelse i bolagsresultaten för 2015 som ett något högre ränteläge framöver. Även om vinstestimaten är relativt försiktiga i en historisk jämförelse blir bilden inte lika ljus om man även väger in effekterna av den låga inflationen. I reala termer är vinstförväntningarna således mer i linje med den tidigare trenden. Förbättras den globala konjunkturen i linje med våra prognoser bör kurserna stiga något under 2015 och aktiemarknaden förblir därmed ett intressant alternativ till andra placeringar under hela prognosperioden

Fedhöjningar stärker US-dollar

Vår syn på utsikterna för de stora världsvalutorna 2015-2016 ligger fast. Argumenten är fortfarande goda för att den amerikanska dollarn ska stärkas samtidigt som euron och yenen försvagas. Skillnaderna i penningpolitik väntas bli stora. Efter att ha avslutat sina obligationsköp (QE3) vid månadsskiftet oktober/november i år räknar vi med att Fed börjar höja styrräntan i september 2015. Såväl ECB som Bank of Japan behåller sina styrräntor nära noll och båda centralbankerna komma att utvidga sina köp av finansiella tillgångar. Ytterligare en omständighet som talar till nackdel för JPY är den statliga pensionsfondens (GPIF) beslut nyligen att vikta ned andelen japanska obligationer i portföljen från 60 till 35 procent, och vikta upp andelen japanska och utländska aktier. **JPY fortsätter att falla och vi har höjt vårt slutmål för USD/JPY till 140 i slutet av 2016. När det gäller EUR/USD räknar vi med en gradvis nedgång till 1,13.**

Det brittiska pundets utveckling har påverkats av skiftande budskap från Bank of England. Tidigare signalering om att styrräntan skulle kunna höjas redan i början på 2015 har gradvis förändrats. Nedreviderade inflationsprognoser i BoE Inflationsrapport i November har bidragit till att vi senarelagt höj-

ningen till början av 2016. Pundprognosen har därför skrivits ned något. **Vi räknar dock fortfarande med att pundet stärks mot euron och att EUR/GBP rör sig mot 0,75.**

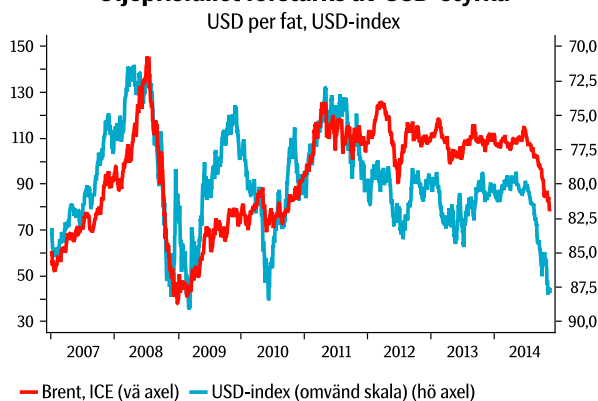
Den svenska kronan försvagades kraftigt i samband med att Riksbanken sänkte räntan till 0 i oktober. I linje med utvecklingen efter den oväntat stora sänkningen i juli återhämtade sig dock kronan relativt snabbt. På kort sikt förblir kronan under press men givet vår prognos att Riksbanken avstår från okonventionell politik är potentialen för EUR/SEK uppåt begränsad. Vi räknar med att kronan toppar runt 9,35/9,40 och därefter rör sig sakta nedåt 8,80 i slutet av prognosperioden. **Mot dollarn fortsätter trenden med en gradvis försvagning mot en nivå på 7,80.**

Den norska kronan har försvagats till följd av den snabba nedgången i oljepriset under hösten. Vidare har ytterligare lättnader från Riksbanken och ECB spätt på förväntningarna om att Norges Bank ska följa efter och sänka räntan under 2015. Fallande oljepriser riskerar visserligen att dämpa oljeinvesteringarna men Norges ekonomi är ändå fundamentalt stark med stigande konsumtion och sysselsättning samt med inflation nära centralbankens mål. Om inte valutan stärks i betydligt högre grad än vi förutser tror vi därför inte att Norges Bank kommer att sänka räntan. Vi räknar dock med att första höjningen dröjer till andra kvartalet 2016. I denna miljö räknar vi med en försiktig förstärkning av den norska kronen till 8,15 mot euron i slutet på 2015. I takt med att centralbanken stramar åt penningpolitiken under 2016 tolereras en något starkare valuta och **EUR/NOK faller till 7,95 mot slutet av 2016.**

- **Ökat utbud ger bestående lägre oljepris**
- **Opec accepterar en lägre prisnivå**
- **Osäkerhet dämpar stimulanseffekten**

Oljepriset har visat en vikande trend sedan början av sommaren och sammantaget fallit med ca 25 procent. En svag efterfrågan bl a från Kina och Europa har bidragit till nedgången. Den internationella energiorganisationen (IEA) har i flera omgångar skrivit ned prognosen för oljefterfrågan och räknar nu med en ökning med 0,9 procent i år och 1,3 procent 2015. Därtill verkar strukturella krafter för att olja kan bytas ut mot billigare eller förnyelsebara energislag. T ex kostar olja sex gånger mer än kol per energienhet. Jämfört med naturgas är oljan dubbelt så dyr i Europa och 4 gånger dyrare i USA. På längre sikt kommer dessa skillnader att bli ännu viktigare i takt med tekniska framsteg som gör att oljan delvis mister sin exklusiva ställning som transportdrivmedel. En starkare USD har också bidragit till att pressa ned prisnivån; **historiskt finns ett tydligt samband mellan dollarrörelser och oljepriset mätt som USD/fat.**

Oljeprisfallet förstärks av USD-styrka



Källa: ICE, MB

Det finns också viktiga underliggande krafter på utbudssidan som ligger bakom nedgången. Tillkomsten av ny produktion – framförallt i form av skifferolja från USA – har minskat Opecs möjligheter att kontrollera oljepriset. Nya produktionskällor i kombination med ganska svag efterfrågetillväxt gör att Opecländerna måste minska produktionen för att hålla oljepriset kvar på en nivå runt 100 USD/fat. **Vår bedömning är att Opecländerna inte kommer att offra marknadsandelar för att hålla uppe priset,** även om resultatet av Opecmötet 27 november kan förändra den slutsatsen. Eftersom det inte finns några länders produktionsskatter faller bördan tungt på Saudiarabien att hålla nere produktionen. De signaler vi hittills sett tyder dock på att Saudiarabien accepterar lägre priser, bl a

som ett sätt att dämpa investeringar i ny utvinning i framför allt USA. **Vi tror därför att oljepriset kommer att ligga kvar på en låg nivå och räknar med ett genomsnittligt pris på 85 USD/fat under 2015 och 2016.**

En varaktig, i hög grad utbudsdriven, nedgång i oljepriset innebär ett nytt inslag i prognosbilden. Man kan notera att IMF:s World Economic Outlook, som publicerades så sent som i oktober, innehöll känslighetsanalyser av en utbudsdriven **uppgång i oljepriset med 20 procent**, dvs en förändring i motsatt riktning av ungefär samma storleksordning som den vi ser. Den direkta globala BNP-effekten i IMF:s analys beräknades till ½ procent ackumulerat över 2 år. I ett scenario där prisuppgången därtill kombinerades med **åtföljande fall i framtidsstro** för investerare, hushåll och företag blev motsvarande effekt istället så stor som 1½ procent. Av de stora ekonomierna är Kina och Japan de som är mest känsliga för förändringar i oljepriset medan effekterna är mindre i USA och eurozonen.

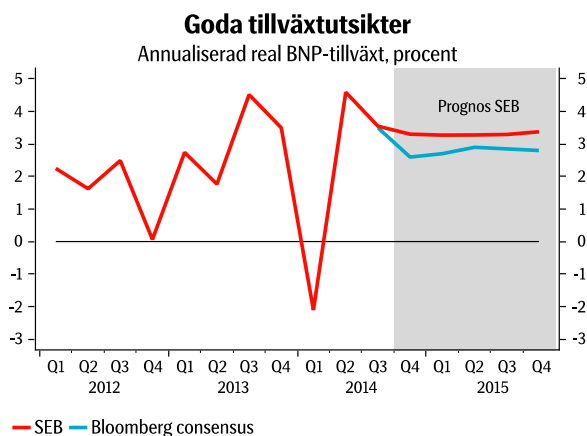
Frågan blir nu istället hur stor positiv BNP-effekt man ska räkna med i konsumentländer. IMF-analysen är en i raden av känslighetsanalyser som gjorts med olika modellansatser. Effekterna varierar t ex beroende på vad man antar om policyrespons och olika typer av spridningseffekter. Vår bedömning är att man i nuläget ska räkna med en **relativt begränsad effekt i storleksordningen ½ procent över en tvåårsperiod.** Erfarenheter av tidigare oljeprisförändringar pekar på att modellresultat tenderar att överskatta effekterna. I rådande situation med geopolitisk oro, fortsatt behov av anpassning av balansräkningar och deflationsrisker i viktiga delar av världsekonomin blir sannolikt effekten på framtidsstron ganska liten. I USA begränsas stimulanseffekten också av att oljeproduktionen ökat och därmed också exponeringen för ett lägre pris. De negativa effekterna för produktionsländer som i hög grad är beroende av oljeinkomster kan också påverka stabiliteten i världsekonomin. Ryssland är det viktigaste exemplet, men situationen i t ex Venezuela och flera länder i Mellanöstern kommer också att påverkas.

BNP-effekten i modellsimuleringar förstärks ofta av att lägre inflation på kort sikt ger ökat utrymme för penningpolitiska stimulanser. **I rådande läge bedömer vi att policyresponsen blir marginell.** I USA blir effekten betydligt större än i andra länder och pressar som mest ned KPI med närmare 1 procentenhet (se diskussion i *Internationell översikt*). Men vi räknar inte med några spridningseffekter till kärninflationen som Fed behöver ta hänsyn till. För Japan och eurozonen är den positiva stimulanseffekten välkommen, även om problemet med fallande inflationsförväntningar förvärras ytterligare. På marginalen leder detta troligen till att de kvantitativa lätttnadsprogrammen blir något mer kraftfulla.

Stramare resursläge öppnar dörren för räntehöjningar

- Hushållen tar över stafettpinnen
- Arbetsmarknad med vind i seglen
- Fed höjer räntan i september 2015...
- ...trots inflationsdämpning

Återhämtningen i amerikansk ekonomi fortsätter i linje med våra prognoser. Lägre oljepriser och räntor motverkar negativa tillväxteffekter från starkare dollar och svag konjunktur i exempelvis eurozonen. Såväl arbetsmarknaden som hushållens förtroendeindikatorer talar för att en konsumtionsuppväxling är på väg. Arbetslösheten, som redan fallit till 5,8 procent, fortsätter ned till 4,7 procent i slutet av prognosperioden. Efter 2,3 procents BNP-tillväxt i år **växer ekonomin med 3,4 procent 2015 respektive 3,1 procent 2016**, vilket är över konsensus. Därmed blir tillväxten den starkaste sedan 2005 då helårssiffran senast översteg 3 procent.



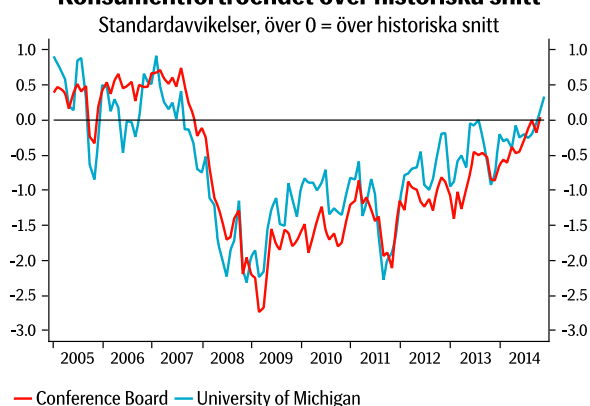
Samtidigt som tillväxtbilden målas med oförändrat ljusa färger har **inflationsutsikterna dämpats med besked**: kombinationen av starkare dollar och oljeprisfall ger nio tiondelars lägre inflation 2015 jämfört med prognosen i augusti. Vissa mått på inflationsförväntningarna har fallit tillbaka, men inte tillräckligt för att deflationsoron på nytt ska få fäste. **Räntenormaliseringen låter vänta på sig till september 2015**. I slutet av 2015 ligger fed funds rate på 1,00 procent och i slutet av 2016 på 2,25 procent, tydligt över marknadsprissättningen.

Hushållens konsumtion växlar upp

Efter att ha vuxit med strax över 2 procent i snitt sedan 2011 är förutsättningarna på plats för **konsumtionsuppväxling med inkomster som drivkraft**. Också eftersläpande förmögen-

hetseffekter och ett lättare kreditläge drar strån till stacken – amerikanska hushåll har lämnat skuldavvecklingen bakom sig och bankutlåningen ökar i den snabbaste takten sedan 2008. Uppsvinget i arbetade timmar har samtidigt resulterat i robust inkomstillväxt, trots att genomsnittliga timlöner fortfarande bara ökar svagt. Nästa år kommer även timlönerna stiga snabbare enligt våra prognoser, vilket ger ytterligare draghjälp.

Konsumentförtroendet över historiska snitt



Kombinationen av billigare bensin och arbetslöshetsfall har bidragit till att **hushållens förtroendeindikatorer återhämtat recessionstappen**. Lägre bensinpriser ger hushållen mer pengar i plånboken. Att bensinpriserna noteras 80 cent lägre jämfört med i somras samtidigt som USA konsumerar 135 miljarder gallon bensin årligen, motsvarar en årlig besparing på omkring 110 miljarder dollar eller 0,9 procent av total privat konsumtion. Detta lyfter konsumtionen lagom till julhandeln eftersom konsumtionseffekterna sannolikt kommer snabbt: knappt hälften av hushållen har inga besparingar alls utan lever från hand till mun samtidigt som energikostnader gradvis tagit en allt större andel av hushållsbudgeten för låginkomsttagare. **Sammantaget ökar hushållens konsumtion med 3,0 procent 2015 respektive 2,6 procent 2016**. Sparkvoten, som stigit med hela 0,7 procentenheter hittills i år, fortsätter upp till 6,5 procent av disponibelinkomsten 2016 från 5,6 procent i dag. En upptrisk för konsumtionsprognosen är om sparkvoten i stället ligger stilla på nuvarande nivåer.

Arbetsmarknad med vind i seglen

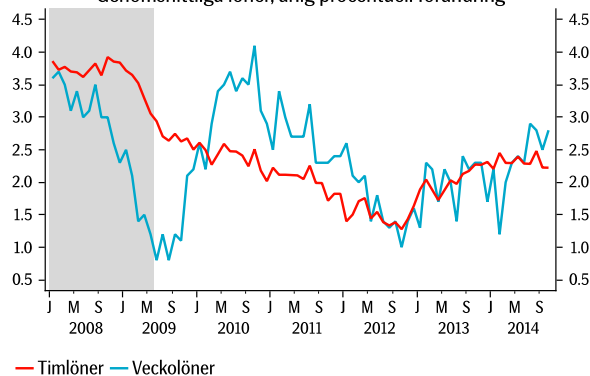
Arbetsmarknaden fortsätter visa styrka med robust sysselsättningstillväxt och fallande arbetslöshet. **Indikatorerna andas optimism**. Nya ansökningar om arbetslöshetsersättning ligger på den lägsta nivån sedan 2000 och antalet lediga platser på 13-årshögsta. Att overtidstimmar och den genomsnittliga arbetsveckan stigit till rekordhöga nivåer tyder på att ännu starkare sysselsättningstillväxt ligger i korten. I år beräknas

sysselsättningen öka med månadssnittet 230,000. **2015 blir ännu starkare med snittökning på 240,000 enligt vår prognos.** Arbetslösheten, som noterades på 5,8 procent i oktober, sjunker gradvis till 4,7 procent i slutet av 2016.

Frågan om resursläget är fortfarande i hetluften. Vår syn ligger fast: **fallet i deltagandegraden är till större delen strukturell och arbetslösheten är därmed en god indikator på resursläget i ekonomin.** Att genomsnittliga timlönökningar envist rör sig sidledes kan bero på att lönerna hölls uppe under krisåren, vilket omvänt skapar tröghet i dag. Men när arbetslösheten faller under jämviktsarbetslösheten NAIRU (5,6 procent enligt Kongressens budgetkontors bedömning) är det troligt att timlöner tydligare börjar röra sig uppåt. Uppskruvade anställningsplaner i kombination med att företagen har svårt att få tag i kvalificerad personal (enligt småföretagarbarometern NFIB) tyder också på att de anställdas förhandlingspositioner förbättras. För närvarande går det två arbetssökande per ledigt jobb att jämföra med sju arbetssökande 2009. **Genomsnittliga timlöner stiger med 2,7 procent respektive 3,5 procent 2015-2016,** mätt som årsgenomsnitt enligt våra prognoser. Kvartalvisa mått som ECI visar samtidigt redan snabbare lönetillväxt; enligt detta mått steg lönerna med robusta 0,6 procent respektive 0,8 procent i kvartalstakt under kvartal två och tre. Också genomsnittliga veckolöner har skiftat uppåt sett sedan årsskiftet. Snabbare löneökningar är centralt för såväl vår optimistiska konjunkturbild som för den förestående normaliseringen av penningpolitiken.

Lönekurvorna pekar försiktigt uppåt

Genomsnittliga löner, årlig procentuell förändring



Källa: BLS, SEB

Husprisuppgången mattas

Husprisuppgången har mattas tydligt och priserna (enligt Case-Shillers index) noteras något lägre i dag jämfört med toppen för några månader sedan. Inbromsningen ligger hyfsat i linje med våra prognoser om **långsammare husprisökningar på 8 respektive 6 procent 2014-2015.** Samtidigt har förtroendet i byggindustrin åter studsat tillbaka till robusta nivåer vilket talar för att huspriserna stabiliseras och vänder upp också på månadsbasis. Liksom tidigare är bedömningen att såväl bostadsinvesteringar som påbörjade nybyggnationer kommer att fortsätta öka i takt med att arbetsmarknaden ger förbättrade förutsättningar, inte minst för förstagångs köparna. Efter den svaga utvecklingen i år **ökar bostadsinvesteringarna med 8,5 procent per år i snitt 2015-2016.**

Investeringsuppsvinget kommer

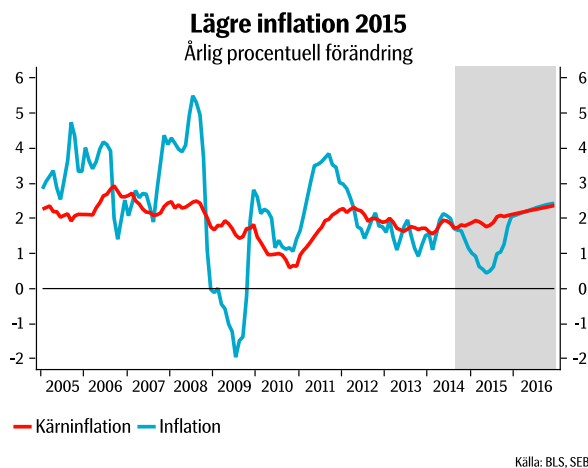
Företagens förtroendeindikatorer indikerar hög tillväxt; ISM-hoppet i oktober avseende tillverkningsindustrin gav nivåer som historiskt har varit **förenliga med en BNP-tillväxt kring 5 procent.** Vår sammanvägda ISM-indikator, som har kortare historik, pekar i samma riktning. Att småföretagen fortfarande inte är med på återhämtningståget håller tillbaka, och fullt så starka utvecklingstal som indikatorerna pekar på når inte våra officiella prognoser. Att efterfrågan från hushållen stärks banar dock väg för investeringsuppsving och **företagens investeringar uppvisar ökningstal på 7,5 procent i snitt 2014-2016.** Högt kapacitetsutnyttjande i industrin, lättare utlåningsvillkor, företagens starka vinster och kassor och den åldrande maskinparken ger också skäl till optimism. Den senaste orderstatistiken talar dock för grus i maskineriet på kort sikt.

Det kraftigt positiva bidraget från utrikeshandeln till BNP-tillväxten under kvartal tre bedöms tillfällig: dollarapprecieringen och starkare amerikansk efterfrågan i förhållande till omvärlden talar för **växande handelsunderskott kommande år.** Stigande amerikansk energiproduktion och trendmässigt minskande underskott i handeln med petroleumvaror motverkar delvis.

Sammantaget ger dock **dollarförstärkningen sedan i somras små tillväxteffekter.** Visst blir exporterade varor dyrare och mindre konkurrenskraftiga samtidigt som importerade varor blir billigare och importerad inflation lägre. Men exportens andel av BNP är låga 13 procent att jämföra med 32 procent för Kanada och 46 procent för Tyskland. Eftersom växelkurser är relativpriser **bidrar starkare dollar dessutom till att balansera global tillväxt:** tysk export till USA är exempelvis tre gånger större än amerikansk export till Tyskland.

Kraftig inflationsdämpning 2015

Det är huvudsakligen inflationsutsikterna som förändras jämfört med vår prognos i *Nordic Outlook*, augusti. Inflationen har mattas sedan toppen i maj 2014 men de största fallen ligger fortfarande framför oss. Enligt vår prognos **bottnar KPI-inflationen på låga 0,8 procent i maj 2015.** Främst fallande energipriser men också lägre matpriser förklarar nedgången. Mätt som årsgenomsnitt blir inflationen 1,0 procent 2015 respektive 2,3 procent 2016 – tydligt under konsensus 2015. **Så länge som inflationsförväntningarna inte kollapsar kan Fed ta inflationstappet med viss ro** och påbörja räntenormaliseringen enligt plan. Marknadens inflationsförväntningar har dämpats i höst men ligger inte på alltför oroande nivåer. Feds egna mått över inflationsförväntningarna såväl som hushållens förväntningar har inte rubbats nämnvärt.



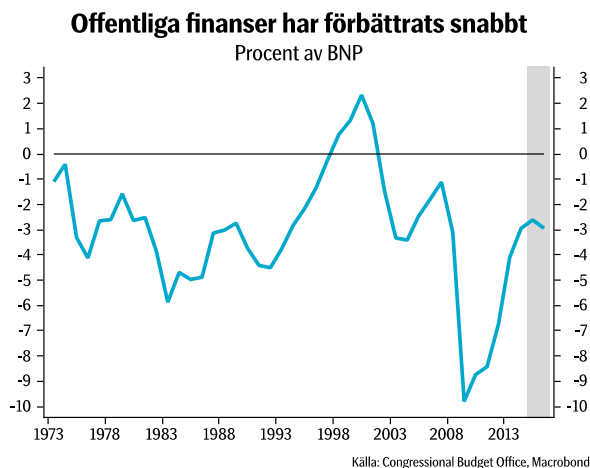
Andrahandseffekterna från fallande mat- och energipriser bedöms bli små och kärninflationen stiger svagt 2015 och 2016 enligt våra prognoser. Löneinflationen är förvisso fortfarande låg men givet ett allt stramare resursläge kommer rimligen lönerna att börja stiga framöver. Småföretagens löneplaner pekar uppåt och vi håller fast vid prognosen att timlönerna ökar med 3,5 procent i slutet av 2015. **Kärninflationen förutses bli 1,9 procent 2015 respektive 2,3 procent 2016.**

Republikanerna flyttar fram positionerna

Förbättringen av de offentliga finanserna sedan 2010 – då underskottet som andel av BNP var uppe på tvåsiffriga nivåer – har varit **den snabbaste på närmare 50 år**. Avseende budgetåret 2014 var underskottet 2,8 procent av BNP vilket understiger 40-årsnittet på 3,1 procent. De närmaste åren väntas budgetunderskottet ligga kvar nära dagens nivåer och **finanspolitiken ger neutrala tillväxtbidrag**.

Starkare statsfinanser bidrog till att neutralisera Tea Party-rörelsen i de nyligen genomförda mellanårsrivalen. I stället var det mer moderata republikaner som skördade framgångar och vann majoritet i kongressens båda kammare. Att president Obamas opinionssiffror ligger i botten gör att vi tror att presidenten kommer att vara försiktig med att utnyttja sin vetorätt för att skjuta republikanernas förslag i sank. Obama kan på så sätt förbättra sitt eftermäle samt förbättra demokraternas chanser i valen 2016. Därmed ser vi möjligheter för **att den federala politiken i USA kan präglas av samarbete i stället för konfrontation**. Ett framgångsrikt exempel på samarbete under liknande former är president Clintons sista två år på posten. Också president Reagan hade kongressen emot sig under ämbets tidens sista år.

Flera viktiga politikområden står i fokus. Ett frihandelsavtal med EU behöver komma på plats liksom satsningar på den eftersatta infrastrukturen. Bolagsskatten och migrationsfrågan är också heta politikområden där breda överenskommelser behövs. De svepande försvarsnedskärningarna som infördes för att hantera 2011 års skuldtakskris kommer troligen att dras tillbaka vilket gynnar försvarsindustrin. Vi räknar också med att Obama-administrationen **kan undvika en ny kris när skuldtaksfrågan aktualiseras våren 2015**. Sjukvårdsreformen "Obamacare" ligger fast: förslag att riva upp reformen möter bergsäkert presidentveto.



Räntenormaliseringen påbörjas

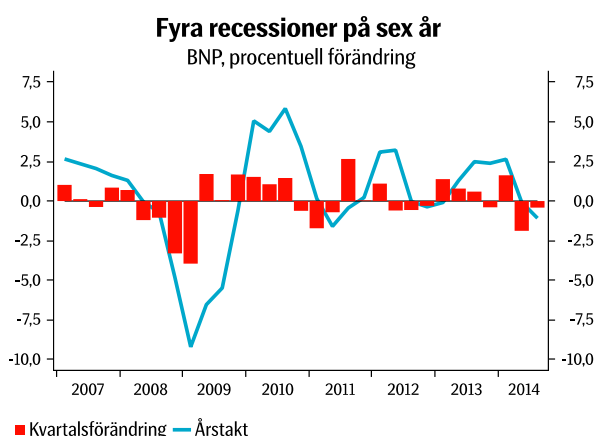
Att Fed nu planenligt avslutat obligationsköpen flyttar fokus till den viktigaste styrräntan och den kommande normaliseringen av penningpolitiken. **Vår prognos är att den första räntehöjningen till 0,25-0,50 procent kommer i september 2015** och att slutnivåerna avseende 2015 och 2016 blir 1,00 procent respektive 2,25 procent. Det är tydligt över nuvarande marknadsprissättning på 0,53 procent 2015 respektive 1,45 procent 2016. Centralbankens prognoser ligger samtidigt betydligt högre: medianprognosen bland ledamöterna avseende 2015 är 1,375 procent respektive 2,875 procent 2016. Erfarenheterna från höjningscyklerna 1984, 1994 och 2005 talar för att de första 200 punkternas räntehöjning får relativt små makroekonomiska effekter. Å andra sidan innebär den långa perioden med extremt låg räntenivå att osäkerheten om ekonomins räntekänslighet är större i dag.

Om något ger resursläget motiv för tidigare räntehöjningar. Sett över de fem senaste höjningscyklerna från 1988 och framåt har arbetslösheten legat på 5,8 procent i snitt när höjningarna påbörjats. Feds nya fokus på ett brett spektra av arbetsmarknadsvariabler ger dock centralbanken svängrum och argument att vänta längre med att påbörja räntenormaliseringen. Den låga inflationen ökar också Feds manöverutrymme. När dessutom ECB och Bank of Japan fortsätter att utöka stimulanserna talar mycket för starkare dollar vilket i sin tur indikerar att Fed kan normalisera långsammare jämfört med historiska mönster.

Bakslag för Abenomics leder till nya stimulanser

- Japan i ny recession efter skattehöjning
- Premiärminister Abe utlöser nyval
- Åtgärder för ökat arbetsutbud brådskar

Återhämtningen i Japan har kommit av sig. Finanspolitisk åtstramning och trög omvärldsefterfrågan gör att **BNP-tillväxten bromsar in från 1,5 procent 2013 till enbart 0,4 procent i år. 2015 och 2016 växer ekonomin med 0,9 respektive 1,1 procent**, med stöd av nya ekonomiska stimulanser. Särskilt avseende 2014 är det en kraftig nedrevidering jämfört med *Nordic Outlook* i augusti.



Kvardröjande svagheter från tillväxtfallet kvartal två, och anpassningen till konsumtionsskattehöjningen i april, ledde till att BNP oväntat krympte även under det tredje kvartalet. Det innebär att Japan, tekniskt sett, gått in i sin fjärde recession sedan den globala krisen 2008. Bakom nedgången kvartal tre låg en kraftig lageravveckling, vilket gett en svag utveckling för industrin, samt fortsatt nedgång i bostadsbyggandet. Även om ekonomin åter väntas växa i slutet av året är det svårt att hitta några starka drivkrafter på kort sikt. Exporten hämmas av svagheter i omvärlden vilket motverkar effekten av en svagare valuta. Framtidsstron hos såväl företag som hushåll har dämpats under loppet av året. Växande sysselsättning samt svagt stigande löner ger stöd för hushållens inkomster, men löneökningarna förmår inte hålla jämn takt med inflationen och effekterna av skattehöjningen. Det håller tillbaka konsumtionen. Indikatorer pekar dock på att privata investeringar kan ta ny fart framöver.

Premiärminister Abe har utlyst ett **nyval för att stärka mandatet för sin ekonomiska politik** efter de nya tillväxtbakslagen. Nästa steg i skattehöjningen, planerat till oktober nästa

år, läggs nu troligen på is till 2017. Istället väntar sannolikt nya finanspolitiska stimulanser. Det är positivt för tillväxten på kort sikt men stärker inte trovärdigheten för de offentliga finanserna i ett läge där skatteintäkterna inte räcker för att finansiera de löpande sociala utgifterna från en åldrande befolkning och med en offentlig skuld på 240 procent av BNP.

Enligt regeringens långsiktsprognois ska det primära offentliga underskottet halveras från 6,6 procent av BNP 2010 till 3,3 procent 2015, för att sedan närma sig en procent 2023. Kalkylen vilar på mycket ambitiösa tillväxtantaganden, med en real BNP-tillväxt på i genomsnitt två procent under de kommande två decennierna. Det kan jämföras med en potentiell BNP-tillväxt på 0,5 procent eller lägre i dag, enligt Bank of Japan. Ambitionen att lämna deflationen bakom sig och varaktigt lyfta tillväxten ställer stora krav på strukturella reformer. Eftersom de senaste årens tillväxtlyft lett till en ökad brist på arbetskraft ökar pressen på **åtgärder för att både öka utbudet av arbetskraft och utnyttja den befintliga arbetsstyrkan mer effektivt**. En försiktig uppgång i andelen kvinnor och äldre i arbetskraften har bidragit till att sysselsättningen har fortsatt att öka. Det kan tolkas som att reformerna börjat bära frukt. För att komma tillrätta med ett gap i arbetskraftsdeltagande mellan kvinnor och män på 20 procentenheter krävs dock stora förändringar i kvinnors ställning på arbetsmarknaden och möjligheterna att förena barn med arbete. Också när det gäller produktivitetshöjande reformer har regeringen presenterat ambitiösa mål med alltså svårbedömt genomslag. Det gäller t ex åtgärder för att öka konkurrensen inom sektorerna jordbruk och hälsovård.

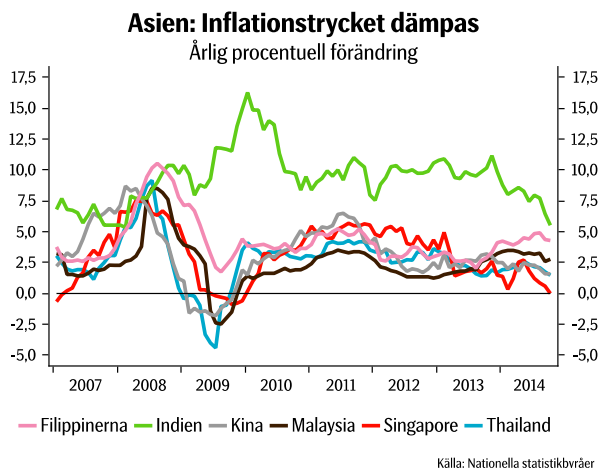
Centralbankens stimulanser utökades i slutet av oktober.

Bank of Japan ska nu öka balansräkningen med hela 80 000 miljarder yen, nära 20 procent av BNP, per år. Samtidigt presenterades nya riktlinjer för förvaltningen av den offentliga pensionsfonden GPIF som innebär att innehavet av obligationer minskas till förmån för en ökad andel inhemska och utländska aktier. Vi tror att **ytterligare penningpolitiska lättnader introduceras under första halvåret nästa år** och håller fast vid prognosen om ett nytt mål för tillgångsköpen på 100 000 miljarder yen per år. Det bidrar till en försvagning av yenen till 140 mot USD i slutet av 2016. Inflationen har vänt ned på nytt och när effekterna av vårens skattehöjning försvinner ur tolv månaderstalen tror vi att inflationen går ner under 1 procent. Trots ökade stimulanser och förnyad yenförsvagning räknar vi inte med att inflationsmålet 2 procent uppfylls under perioden.

Försiktig acceleration trots att Kina bromsar

- Dämpad inflation gynnar regionen
- Kinas arbetsmarknad klarar lägre tillväxt
- Indiskt inflationsras ger mjukare penningpolitik

Tillväxten ser ut att ha planat ut eller dämpats något i de flesta tillväxtekonomier i Asien tredje kvartalet jämfört med föregående kvartal. Det finns förutsättningar för en gradvis accelererande tillväxt framöver med Kina som viktigt undantag. Starka arbetsmarknader ger stöd till inhemsk efterfrågan och något starkare global konjunktur stimulerar den externa efterfrågan. Öppna ekonomier som Sydkorea, Singapore och Taiwan kommer att dra störst nytta av ökad exportefterfrågan, även om Kinas inbromsning är dämpande för exporten i hela regionen. Flera ekonomier närmar sig också kapacitetstak, vilket bidrar till att aktiviteten endast ökar gradvis. Råvaruprisfallet har satt nedåtpress på inflationstrycket i regionen då majoriteten av ekonomierna är nettoimportörer av energi. Inflationstrycket blir fortsatt lågt kommande år, vilket möjliggör fortsatt mjuk penningpolitik.

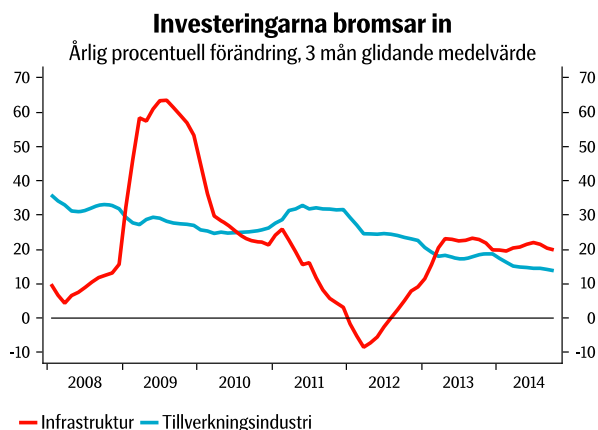


Stramare penningpolitik i USA väntas inte leda till någon större finansiell turbulens av den typ som präglade sommaren 2013. Feds höjningar är väl annonserade och de flesta ekonomier i Asien uppvisar en mer stabil situation. Man kan dock inte helt blåsa faran över och ekonomier med stora bytesbalansunderskott är mest sårbara. I Asien är det framförallt Indonesien som uppvisar en oroväckande svag externbalans.

Kina: Fortsatt inbromsning

Svag inhemsk efterfrågan drivet av den vikande fastighetssektorn har inte fullt ut vägts upp av hygglig extern efterfrågan samt en gradvis uppmjukning av penning- och finanspolitiken.

Som väntat bromsade tillväxten in något tredje kvartalet till 7,3 procent i årstakt. Under de tre första kvartalen ökade BNP med 7,4 procent och sannolikt kommer tillväxtmålet för 2014 på **omkring 7,5 procent** att kunna nås med hjälp av fortsatt riktade åtgärder och god extern efterfrågan under avslutningen av året. Inköpschefsindex för tillverkningssektorn pekar inte på någon tydlig återhämtning. Bilden förstärks av trög industriproduktion och fortsatt inbromsning för investeringarna. Även detaljhandeln har dämpats. God exportutveckling kompenserar till viss del svag inhemsk efterfrågan. **2014 väntas BNP som helårsgenomsnitt öka med 7,4 procent. Därefter dämpas tillväxttakten till 7,0 procent 2015 och till 6,7 procent 2016.**



Kinesiska myndigheter kommer även fortsättningsvis att behöva styra tillväxten till mer långsiktigt hållbara nivåer samtidigt som takten i reformarbetet måste hållas uppe. I grunden är stabiliteten på arbetsmarknaden viktigare än BNP-utvecklingen. En alltför snabb tillväxtinbromsning kan leda till stigande arbetslöshet som i sin tur riskerar att utlösa social oro. Trots att BNP-tillväxten bromsat in rejält senaste åren finns dock inga tydliga tecken på att arbetsmarknaden försvagats även om mer heltäckande arbetsmarknadsstatistik saknas. På längre sikt kommer arbetsmarknaden att hållas uppe av demografiska förändringar och den växande, arbetsintensiva tjänstesektorn. Därmed **kan arbetsmarknaden klara en gradvis allt lägre BNP-tillväxt utan att försvagas**. Vår bedömning är att **tillväxtmålet sänks till 7,0 procent 2015** vilket är förenligt med en stabil situation på arbetsmarknaden. Ett alltför ambitiöst tillväxtmål riskerar att motverka reformarbetet om målet ska nås genom ökade stimulanser och investeringar. En annan men mindre sannolik möjlighet är att tillväxtmålet slopas helt.

Bostadspriserna har fallit i månadstakt (mätt i 70 större städer) i sex månader i rad men nedgången har varit relativt måttlig; i oktober föll bostadspriserna med 2,5 procent i årstakt. Huvudproblemet är det stora överutbudet av bostäder. Trots att efterfrågan på nya bostäder i grunden är stor kommer det att dröja innan utbudet minskat och till dess väntas byggandet vara fortsatt dämpat. Uppmjukningen av bostadsmarknadspolitiken bidrar till att undvika en mer allvarlig nedgång.

Under hösten har den **gradvisa policyuppmjukningen blivit allt tydligare**. I november sänktes styrräntan med 40 punkter till 5,60 procent vilket var den första räntejusteringen sedan juli 2012. Strategin med "riktade åtgärder" fortsätter på flera områden. Den restriktiva bostadsmarknadspolitiken har mjukats upp rejält, bl a genom lägre bolåneräntor och mindre restriktiva lånekriterier. Centralbanken genomförde under september och oktober två rundor likviditetsinjektioner till banksystemet, vilka bidragit till lägre räntor. Samtidigt har även finanspolitiken blivit mer expansiv genom skattelättnader och stöd till små och medelstora företag. Policyuppmjukningen väntas fortsätta under 2015.

Inflationstrycket är fortsatt mycket lågt; i oktober var KPI-inflationen 1,6 procent. Fallande livsmedels- och råvarupriser har pressat inflationen ytterligare. Lönerna fortsätter dock stiga med nästan tvåsiffriga tal i årstakt, vilket gör att deflationriskerna är avlägsna. **Helåret 2014 väntas inflationen hamna på 2,5 procent. 2015 bedöms inflationen bli 2,0 procent för att 2016 åter stiga till 2,5 procent.** Den fortsatta apprecieringen av yuanen bidrar till lågt pristryck och motverkar uppmjukningen av penningpolitiken. I officiell kommunikation har det uttryckts oro för att Bank of Japans utökade stimulanser gör att yenen blir besvärande svag. **USD/CNY väntas stå i 5,80 vid slutet av 2015. Vid slutet av 2016 står USD/CNY i 5,70.**

Reformarbetet fortsätter i god takt. En mycket viktig pusselbit är den **revidering av budgetlagen** som antogs i slutet av augusti och vinner kraft i januari 2015. Avsikten är bl a att öka transparensen och hindra kommunerna från ytterligare upplåning genom speciella finansieringsupplägg. Kommunerna ska istället få möjligheter att utfärda obligationer; dock under restriktiv lagstiftning. Revideringen är ett steg i rätt riktning och **kommer avsevärt minska risken för att lokal skuldsättning sätter det finansiella systemet i gungning.**

Indien: Förutsättningar för mer reformer

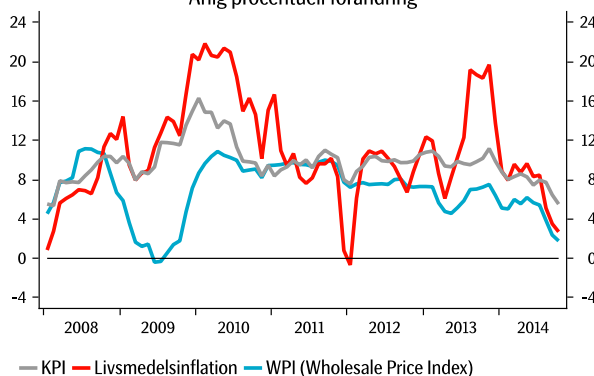
BNP-tillväxten ökade andra kvartalet till 5,7 procent i årstakt jämfört med 4,6 procent första kvartalet. Accelerationen var dock tillfällig; de senaste utfallen visar på en fortsatt svag tillverkningsindustri och även återhämtningen för exporten har kommit av sig. Bilförsäljningen, som i avsaknad av detaljhandelsstatistik fungerar som en indikation på konsumentefterfrågan, har också vikt nedåt. Även inköpschefsindex har försvagats. Sammantaget är det svårt att se hur tillväxten ska kunna accelerera ytterligare från andra kvartalets takt.

Sedan i juni har de globala energipriserna minskat rejält. Omfattande energi-import och energisubventioner gör att Indien tydligt gynnas av lägre oljepriser. Energiprisfallet bidrog säkert

till regeringens **beslut** i oktober att **avreglera dieselpriiserna** och höja det inhemska priset på naturgas då prisfallet minimerar effekterna för konsumenterna. Premiärminister Modis regering har sedan BJP:s seger i parlamentsvalet i maj haft svårt att infria förväntningar om ökad fart på reformarbetet för att komma till rätta med strukturproblemen. Endast mindre reformer och utspel har presenterats och avregleringen av dieselpriiserna är därför den hittills viktigaste reformen. **BJP:s framgångar i delstatsvalen** har försvagat de lokala partier som ofta motsätter sig reformer. Sammantaget finns nu **grundförutsättningarna på plats för att fortsätta med mer genomgripande reformer** som motverkar de strukturproblem som är huvudförklaringen till den svaga tillväxten senaste åren. **2014 väntas BNP öka med 5,4 procent och 2015 med 5,8 procent. År 2016 accelererar tillväxten ytterligare något till 6,2.** Tillväxtaccelerationen är sedan BJP:s valvinst inbyggd i prognosen. Om reformarbetet skjuter fart på allvar och penningpolitiken mjukas upp snabbare kan tillväxten dock bli ännu högre.

I september och oktober föll KPI-inflationen oväntat mycket drivet av en dämpning av livsmedelspriserna och ligger nu på 5,5 procent. Inflationsmålet på max 8 procent vid början av 2015 ligger nu gott och väl inom räckhåll. Att livsmedel utgör 50 procent av KPI-korgen gör dock inflationssiffrorna volatila, vilket ökar risken för bakslag. Centralbanken bedöms dock klara av att mer permanent pressa ned inflationen. **KPI-inflationen mätt som helårsgenomsnitt väntas 2014 hamna på 7,3 procent och 2015 på 6,5 procent. 2016 dämpas inflationen till 6,0 procent.** Styrräntan har legat på 8 procent sedan höjningen i januari 2014. Inflationsdämpningen stärker dock bilden av att en uppmjukning av penningpolitiken rycker närmare. Centralbanken väntas inleda styrräntesänkningar första kvartalet 2015; vid slutet av året ligger räntan på 7,25 procent.

Inflationen dämpades rejält i september och oktober
Årlig procentuell förändring



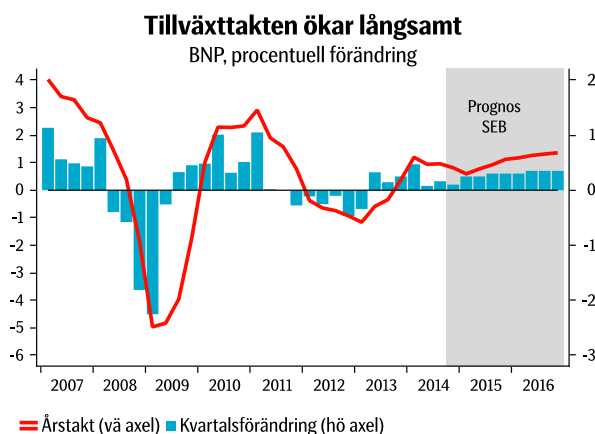
Källa: Ministry of Commerce and Industry

Efter en försvagning sedan i våras ligger rupien gentemot USD åter nära nivåerna vid början av 2014. Den kraftiga försvagningen sommaren 2013 väntas dock inte återkomma. Osäkerheten kring Feds penningpolitik har minskat och en högre styrränta och ett betydligt mindre bytesbalansunderskott ger bättre skydd mot valutaoro. **Vid slutet av 2015 och 2016 väntas rupien ligga på 55,0 respektive 50,0 mot USD.**

Syrefattig tillväxt och låg inflation trots stimulansförsök

- **Svag tillväxt, men stabilisering efter bakslag i mitten av 2014**
- **Frankrike och Italien tappar mark**
- **Finanspolitik och investeringar ger viss tillväxstimulans**
- **Fallande inflationsförväntningar pressar ECB till statspappersköp i början av 2015**

Eurozonen är fast i en syrefattig tillväxtmiljö. Flera länder kämpar med låg efterfrågan och strukturella problem. Även tysk ekonomi har saktat in och förmår inte ge regionen tillräcklig tillväxtpuls. Spanien har dock utgjort ett undantag från den mörka bilden genom att uppvisa oväntat stark tillväxt. Efter våren/sommarens tillväxtbesvikelser och fallande indikatorer ser vi nu en viss stabilisering i eurozonen som helhet men någon tydlig förbättring ligger inte i korten. **BNP ökade tredje kvartalet med 0,2 procent jämfört med kvartalet innan och 2014 avslutas svagt.**



Stagnationen och risken för en ny recession får flera **aktörer att vidta steg för att stötta tillväxten**. ECB:s TLTRO-lån och stresstester av banksystemet **skapar förutsättningar för en förbättrad kreditgivning**. Den breddning av ECB:s tillgångsköp vi ser framför oss kommer i kombination med Feds räntehöjningar att leda till att **euron fortsätter att falla**, vilket ger både inflations- och efterfrågeimpulser. Pressen från internationella organisationer, t ex IMF, att **finanspolitiken måste mjukas upp** har bl a resulterat i att Italien och Frankrike får mer tid att få ner sina budgetunderskott. Tyskland är tveksamt till att rucka på reglerna men ökar försiktigt sina offentliga investeringar. EU-kommissionens ordförande **Junckers plan**

att skapa en fond för infrastrukturinvesteringar tar tid att få på plats men kan på sikt få en viss positiv effekt på efterfrågan. Förutom de ekonomisk-politiska åtgärderna ger **fallet i energipriser** köpkraft till hushåll och lägre kostnader för företagssektorn som under lång tid haft svårt att höja priser för att kompensera för kostnadsökningar.

Även om dessa faktorer sammantaget bidrar till att en ny recession kan undvikas fortsätter eurozonen att halka efter övriga huvudregioner i världsekonomin. Ett skäl är att eurozonen är mest sårbar för den förhöjda geopolitiska osäkerhet som följer i Ryssland/Ukraina-konfliktens spår. Samtidigt återstår **stora behov av att anpassa balansräkningarna**. Utvecklingen hämmas också av kvarstående osäkerhet avseende framtida ekonomisk-politiska vägval. Steg mot ökad kontroll och samarbete har tagits **men betydligt mer krävs för att regionen ska fungera som en valutaunion**. Synen på hur krishanteringen ska utformas skiljer sig åt mellan viktiga aktörer, inte minst mellan Frankrike och Tyskland. Liknande sltingningar har tidigare bidragit till att åtgärder kommit sent och i viss mån präglats av desperation. ECB har t ex varit sen ur startgroparna jämfört med övriga större centralbanker och får nu agera i motvind.

Sammantaget räknar vi med att BNP ökar med svaga 0,9 procent 2014 och 2015. Därefter stiger tillväxten till 1,3 procent 2016, vilket motsvarar trendtillväxt. Tillväxten är inte hög nog att i någon större utsträckning minska arbetslösheten eller skuldkvoter. Därtill bedöms riskerna ligga fortsatt på nedsidan.

BNP

Årlig procentuell förändring

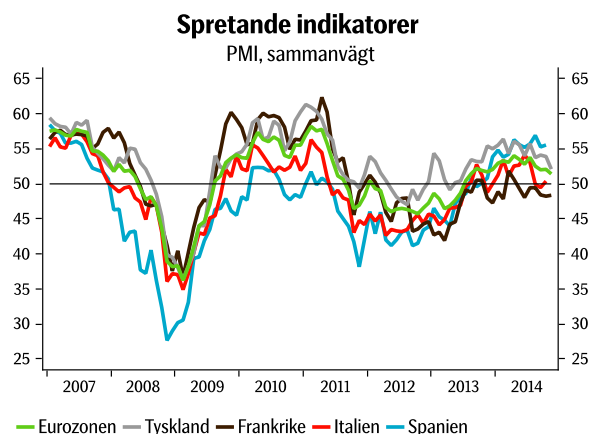
	2013	2014	2015	2016
Tyskland	0,1	1,3	1,2	1,6
Frankrike	0,4	0,4	0,5	0,9
Italien	-1,9	-0,3	0,3	0,8
Spanien	-0,1	1,4	2,0	2,2
Grekland	-3,9	1,0	1,5	2,5
Portugal	-1,6	1,0	1,2	1,7
Irland	0,2	3,0	2,5	2,5
GIPS	-0,7	1,5	1,9	2,2
Eurozonen	-0,5	0,9	0,9	1,3

Källa: Eurostat, SEB

Svaga och spretiga indikatorer

Fallande indikatorer under våren/sommaren har bidragit till osäkerhet kring utvecklingen på kort sikt. Tydligast har nedgången varit i PMI för tillverkningsindustrin som föll från april till september. Industrin är mest exponerad mot störningar från Ryssland/Ukraina-krisen, inte minst via vikande investerings-

aktivitet. Särskilt oroande var den tyska utvecklingen där PMI för industrin sjönk från 56,5 i januari till 49,9 i september. De senaste månaderna har utvecklingen varit sidledes med en svag uppgång i oktober och nedgång i november enligt preliminära siffror.



Källa: Markit

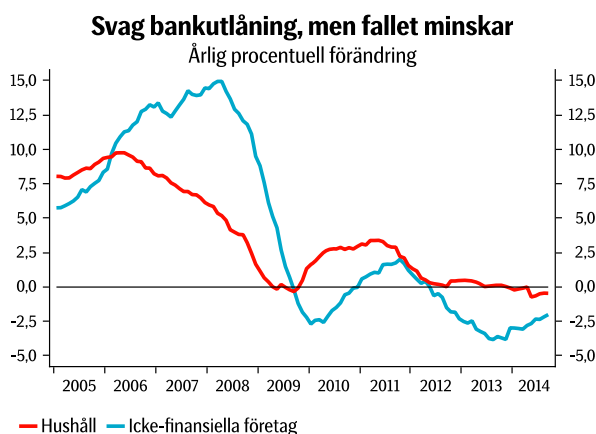
Bredare mått ligger på något bättre nivåer även om trenden inte pekar på något annat än en svag tillväxt. Sammanvägt PMI ligger på en högre nivå än industri-PMI men har fallit senaste månaderna. Oktobers uppgång till 52,1 följdes av en nedgång i novembers preliminära siffror; utvecklingen pekar på en fortsatt svagt tillväxttakt på kvartalsbasis. Nivån spretar dock mellan olika länder. I Tyskland och Spanien ligger sammanvägt PMI över genomsnittet för eurozonen medan Frankrike och Italien nu ligger vid eller under expansionsnivån 50. Denna divergens väntas fortsätta och speglas i våra tillväxtprognoser. Tysk och spansk tillväxt ligger över genomsnittet i eurozonen samtidigt som Italien och Frankrike tappat mark.

Exporten fortsätter att vara svag och ger ingen större tillväxtknuff, även om situationen stabiliserats de senaste månaderna. En svagare euro och förbättrad konkurrenskraft ger stöd för exporten framöver. I flera länder, bland annat Frankrike och Italien, går dock utvecklingen i fel riktning avseende kostnadsläget. **Exporten ökar med 2,8 procent 2014, 3,0 procent 2015 och 4,2 procent 2016.** Importen ökar något långsammare och bytesbalansen fortsätter att uppvisa överskott på ca 2 procent av BNP.

Inhemsk efterfrågan förblir svag

Fortsatt låg efterfrågan i kombination med politisk och ekonomisk osäkerhet fortsätter att hämma investeringarna. Kapacitetsutnyttjandet ligger därtill fortfarande under det historiska genomsnittet, vilket bidrar till att investeringsuppgången sker långsamt från en nedpressad nivå. ECB:s genomförda stress-tester leder troligen till att **förtroendet för banksystemet i viss mån stärks och att banker nu kommer att lätta på kreditgivningen.** Men även om situationen på kreditmarknadens utbudssida förbättras, hämmas utlåningen av fortsatt svag investeringsvilja. Offentliga satsningar kan ge en viss positiv effekt. Det gäller såväl Junckers investeringsinitiativ som **Tysklands plan att öka de offentliga investeringarna.**

Det nyligen presenterade tyska programmet om 10 miljarder euro på tre år ger dock bara en marginell effekt. **Investeringarna ökar med 1,2, 1,4 och 2,0 procent 2014, 2015 respektive 2016.**



Källa: ECB

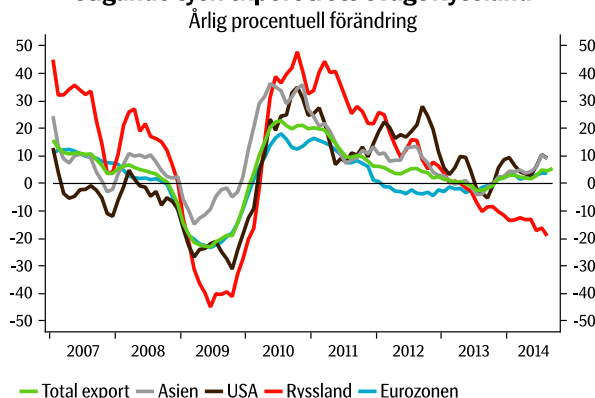
Konsumentförtroendet har fallit de senaste månaderna, men nivån ligger fortfarande relativt högt mot bakgrund av det generellt svaga ekonomiska läget. Arbetslösheten är fortsatt mycket hög samtidigt som hushållen har ett fortsatt behov av att dra ner skuldsättningen. Konsumenterna väntas vara försiktiga, men ett antal faktorer talar för ökad konsumtion. Arbetslösheten faller, om än långsamt, samtidigt som sysselsättningen ökar. En fortsatt kostnadsanpassning fortsätter att sätta press på löneökningar, men den låga inflationen och en mindre stram finanspolitik gör att realinkomsterna ökar. **Konsumtionen stiger med ca 0,5 procent 2014 och 2015 och ökar 2016 med 1,0 procent.**

Tyskland hämmas av handelshinder

Det svaga andra kvartalet och fallande indikatorer reser frågor om **motståndskraften i den tyska ekonomin.** Även om handelsutbytet med Ryssland är litet (2-3 procent av total export) verkar Tyskland ha påverkats ganska tydligt av den rysk-ukrainska konflikten och dess följdverkningar. Exporten till Ryssland har mattats under ganska lång tid i takt med den ryska ekonomins underliggande svaghet, men senaste tiden har investeringsaktiviteten också hämmats av ökad osäkerhet avseende geopolitik och handelsvillkor. Därtill kommer att tysk ekonomi också hämmas av svagheten i övriga eurozonen.

Vår bedömning är dock att riskerna för en större inbromsning är ganska liten. Tysk ekonomi har en underliggande styrka med stora överskott i bytesbalansen och en stark arbetsmarknad. Eventuell förnyad svaghet skulle kunna mötas med bredare finanspolitiska stimulanser än de investeringsåtgärder som hittills utlovats; något som flera internationella organisationer redan efterlyser. Den ytterligare försvagning av euron vi ser framför oss kommer därtill att ytterligare förstärka den tyska industrins globala konkurrenskraft. Den låga arbetslösheten indikerar att restriktioner på utbudssidan så småningom kan bli aktuella, men obalanserna inom eurozonen öppnar för ett betydande inflöde av arbetskraft från Sydeuropa.

Stigande tysk export trots svagt Ryssland



Neutral finanspolitik men hög skuldsättning

Finanspolitiken i eurozonen väntas bli i stort sett neutral 2014-2016 samtidigt som de offentliga underskotten minskar långsamt till 2,2 procent av BNP 2016. Men trots att underskotten minskar och ECB:s åtgärder pressat ner statslåneräntor är den offentliga skuldsituationen fortfarande oroande. Låg inflation och svag tillväxt gör att skuldkvoter, som redan ligger på rekordhög nivåer i flera länder, fortsätter att stiga. För eurozonen som helhet planar skulden ut 2016 på ca 95 procent av BNP. Den höga offentliga skuldsättningen i framför allt Grekland och Portugal gör att ytterligare skuldrekonstruktioner inte kan uteslutas även om det inte sker i närtid. Det krävs i detta läge inte mycket för att skapa förnyad turbulens, t ex oro för att sprickor inom eurozonen skulle förhindra ECB att genomföra nya kraftfulla utvidgade åtgärder. En indikation på att situationen är labil var att Greklands försök att avsluta sitt stödprogram och finansiera sig på marknaden ledde till kraftigt stigande obligationsräntor.

Hög arbetslöshet faller långsamt

I september låg arbetslösheten för fjärde månaden i rad fast på 11,5 procent. Nivån ligger fortsatt klart högst i de mest krisdrabbade länderna (Grekland över 26 procent, Spanien 24,0 procent) men trenderna i Italien (12,6 procent) och Frankrike (10,5 procent) är också klart oroande. Tyskland fortsätter, trots vacklande tillväxt, att nå nya rekordlåga nivåer (5,0 procent).

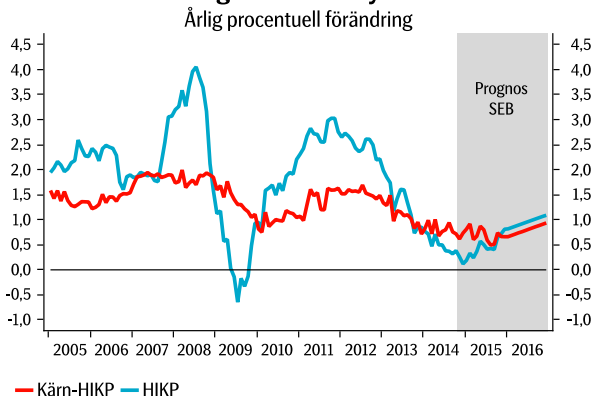
Även om sysselsättningen nu ökar gör den svaga tillväxten och strukturella problem i flera länder att nedgången kommer att gå långsamt. Den bestående höga arbetslösheten skapar sociala och politiska problem och riskerar att slå ut åldersgrupper från arbetsmarknaden. Samtidigt innebär skilda förutsättningar på arbetsmarknaden att migrationen ökar vilket minskar risken för arbetskraftsbrist i länder som Tyskland.

Inflation: Under målet, långsam uppgång

Eurozonen fortsätter att balansera på gränsen till deflation. Pris- och löneanpassning pressar inflationen i de hårdast krisdrabbade länderna och i årstakt faller priserna i bl a Grekland, Spanien och Italien (-1,1, -0,3 respektive -0,1 procent). Men även i Tyskland och Frankrike (0,8 respektive 0,4 procent) ligger inflationen långt under ECB:s mål.

Låga olje- och matpriser ger en ytterligare press nedåt på inflationen i närtid. Därtill kommer att låga löneökningar bidrar till fortsatt låga prisökningar. En svagare euro ger vissa inflationsimpulser men storleken är osäker. I en miljö med låg efterfrågan har företagen svårt att höja priserna när insatsvaror blir dyrare. Deflationsriskerna kvarstår, men huvudscenariot är att ECB:s åtgärder bidrar till att inflationen vänder svagt uppåt. **Mätt som årsgenomsnitt blir HIKP-inflationen 0,5 procent 2014 och 2015 och ökar därefter till 1,0 procent.** Kärn-HIKP ligger strax under 1 procent hela prognosperioden.

Lågt inflationstryck



ECB köper statsobligationer första kvartalet

Det penningpolitiska åtgärds paket som presenterades i juni 2014 rullas nu ut. Den 20 oktober genomfördes de första köpen av säkerställda obligationer och innan året är slut påbörjas köp av ABS:er (Asset Backed Securities). Dessa åtgärder kompletterar senaste räntesänkningarna till 0,05 procent och långfristiga villkorade lån till banksektorn (TLTRO).

Eventuellt kan ECB utvidga köpen också till företagsobligationer, men volymerna är inte tillräckliga för att balansräkningen ska kunna expandera i den takt man signalerat. Huvudscenariot är därför fortsatt att **ECB kommer att lägga statsobligationer till sitt QE-program under första kvartalet 2015.** Detta är nödvändigt för att balansräkningen ska upp med 1 000 miljarder euro och nå tidigare toppnivåer. Motståndet mot statsobligationsköp finns visserligen kvar i t ex Tyskland, men vi räknar med att detta kommer att försvagas i takt med att alternativen blir färre och färre.

Vi räknar därtill med att ytterligare guidning kopplad till refinansans utveckling införs även om detta får små effekter med dagens förväntningsbild. Några förändringar av refinansans lär inte bli aktuella under prognosperioden. Det innebär att räntegapet mot USA växer till 220 punkter, nära tidigare toppnivåer åren 2000 och 2006 på 250 punkter.

Låg inflation ger reallönelyft

- **Hushållen drar allt större tillväxtlass**
- **Arbetslösheten under jämvikt 2015**
- **Bank of England avvaktar till 2016**

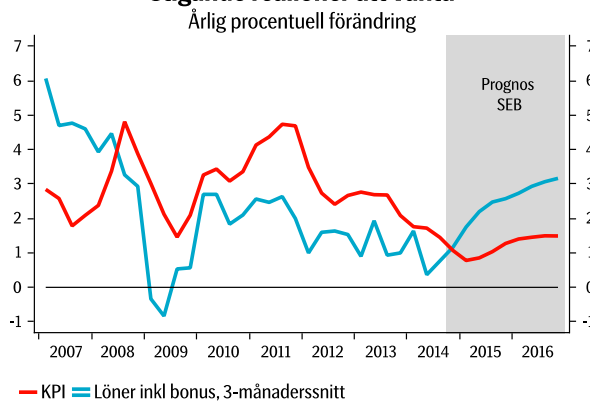
Trots den senaste tidens sviktande företagsindikatorer blir brittisk tillväxt 2014 den högsta sedan 2006 och hamnar i G7-topp. Också 2015 och 2016 blir återhämningsår med **BNP-tillväxt på 2,8 respektive 2,5 procent**; prognoser som ligger något över konsensus. **Att inflationsutsikterna revideras ned med besked** till 1,2 procent i snitt 2015-2016, samtidigt som arbetslösheten sjunker och så småningom faller under jämviktsarbetslösheten, bidrar till goda reallöneökningar. Köpkraften stärks därigenom för första gången på länge. Därmed accelererar hushållens konsumtion, vilket bidrar till att brittisk ekonomi står emot svag konjunktur i eurozonen. Den låga inflationen ger utrymme för Bank of England att avvakta med räntehöjningar. **Styrräntan höjs först i februari 2016**, klart senare än i tidigare prognos, och ligger på låga 1,25 procent i slutet av 2016.

I likhet med situationen i många andra länder är inflationsbildens den största förändringen sedan *Nordic Outlook Augusti 2014*. **Inflationen** noteras redan nu på femårslägst och **dämpas ytterligare**. Prispress beroende på hård konkurrens mellan stora aktörer inom detaljhandeln i kombination med släpande effekter av höstens oljeprisfall bidrar till att inflationen spås falla under enprocentsnivån de närmaste månaderna. I enlighet med det brittiska systemet tvingas därmed centralbankschefen lämna en skriftlig förklaring till finansministern. Den låga inflationen biter sig fast och mätt som årsgenomsnitt **förutspås inflation på 1,0 procent 2015 och 1,5 procent 2016**. Inte ens 2017 nås tvåprocentsmålet enligt centralbankens prognoser.

Efter sex år med fallande reallöner **är lägre inflation goda nyheter för hushållen**. Genomsnittliga timlöner steg tydligt i september samtidigt som indikatorerna pekar på fortsatta uppgångar. Starkare produktivitet på sistone i kombination med allt färre lediga resurser på arbetsmarknaden talar för uppåtgående lönekurvor: för ett år sedan var arbetslösheten 7,7 procent att jämföra med 6 procent i dag. Sysselsättningen fortsätter växa **och i slutet av prognosperioden noteras arbetslösheten på 5 procent** enligt våra prognoser. Det understiger centralbankens bedömning av jämviktsarbetslösheten (NAIRU) på 5,5 procent. Höstens treprocents höjning av minimilönen bidrar också till att **nominella löner spås stiga med 2,1 procent 2015 respektive 2,8 procent 2016** – vilket dock är under trenden före krisen på 4 till 5 procent.

Konsumentförtroendet, som nått tillbaka till för-krisnivåer, är förenligt med starka ökningstal i detaljhandeln. Åtgärder inom makrotillsynen har haft avkylande effekt och husprisuppgången har mattas av jämfört med i somras. Huspriserna ökar i linje med inkomsterna kommande år, vilket minskar risken för överhettning. **Sammantaget växer hushållens konsumtion med 2,4 procent i snitt 2015-2016.**

Stigande reallöner att vänta



Källa: ONS, SEB

Företagsindikatorerna har saktat in från uppskruvade nivåer, framför allt i den viktiga tjänstesektorn som står för tre-fjärdedelar av ekonomin. I oktober noterades tjänste-PMI på den lägsta nivån sedan maj i fjol. Ökad geopolitisk osäkerhet, svag efterfrågan från eurozonen och pundstyrka hämmar exporten såväl i år som nästa år. Eftersläpande effekter av det senaste årets pundförstärkning dämpar exporten och håller nere importerad inflation. Sett framöver försvagas pundet mot dollarn men förstärks mot euron, huvudsakligen drivet av förväntade styrränteskillnader. **I slutet av 2016 står GBP/USD i 1,51 och EUR/GBP i 0,75** enligt våra prognoser.

Kombinationen god fart i realekonomin och låg inflation motiverar en försiktig normalisering av penningpolitiken, vilket också den senaste inflationsrapporten signalerar. Den första räntehöjningen kommer i februari 2016 när stramt resursläge satt avtryck i form av tydliga reallöneökningar. **I slutet av prognosperioden är styrräntan 1,25 procent** enligt våra prognoser. Återhämtningen återspeglas ännu inte i framgångar för den sittande Toriesregeringen. Labour har fortfarande ett opinionsmässigt övertag inför **parlamentsvalet i maj 2015**. Om de Konservativa (Tories) vinner utlovas folkomröstning om fortsatt EU-medlemskap 2017 – ett vägval som inte minst påverkar de nordiska länderna.

Centraleuropa reser sig trots svagt Ryssland och Ukraina

- **Långvarig konflikt – sanktioner kvar 2015**
- **Ukraina: Nytt akut läge kräver mer stöd**
- **Ryssland: Stagnation, rubeln stabiliseras**

Den gradvisa ekonomiska återhämtningen fortsätter i stora delar av centrala och sydöstra Östeuropa de närmaste åren. Detta trots att den rysk-ukrainska konflikten leder till stagnation i Ryssland och fortsatt nedgång i Ukraina nästa år efter årets BNP-ras. **Privat konsumtion och under 2016 även viss förbättring av efterfrågan i Tyskland/eurozonen stöttar.** Oljeprisfallet är därtill positivt för regionen eftersom länderna är relativt stora nettoimportörer av energi; Polen dock till mindre del. **Men BNP-tillväxten blir måttlig;** SEB:s prognoser för 2015 ligger något under konsensus för flertalet länder.

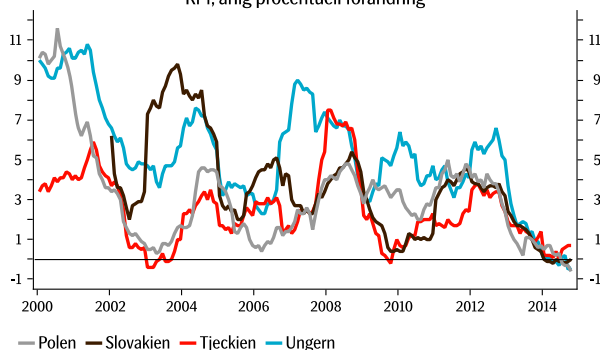
Den **rysk-ukrainska konflikten** bedöms bli **långvarig. Tillväxtprognoserna bygger på de centrala antagandena** att striderna i östra Ukraina fortsätter men att konflikten inte eskalerar till rysk invasion och/eller ökad militär spänning mellan Ryssland och Nato. Därtill antas att inga allvarliga störningar sker i ryska energileveranser till Europa och att handels-sanktionerna mellan västmakter och Ryssland inte trappas upp. Det finns ett stort ömsesidigt beroende av ryska gasen och båda sidorna kommer troligen att dra sig i det längsta för att starta ett handelskrig med tanke på den ömsesidigt svaga ekonomin. Gasavtalet mellan Ukraina, Ryssland och EU (som delfinansierar) den 30 oktober tryggar Ukrainas gasförsörjning över vintern och minskar tydligt risken för att Ryssland ska skruva åt gaskranen även mot Västeuropa. Nuvarande sanktioner – vars negativa direkta tillväxteffekter väntas bli relativt små – antas ligga kvar i stort sett oförändrade under större delen av 2015. Rysslands importstopp av livsmedels- och jordbruksvaror från EU och andra västländer som infört sanktioner gäller i ett år från början av augusti 2014.

Mot denna bakgrund vidhåller vi bedömningen från i våras att rysk-ukrainska **konflikten ger små negativa effekter på global tillväxt.** Huvudskälet är att exportexponeringen till Ryssland för enskilda länder är relativt liten, med undantag för Baltikum, Finland och forna Sovjetrepubliker i Centralasien. Förhöjd geopolitisk osäkerhet gör dock att investeringsviljan dämpas inte bara nära krisområdet utan brett över Europa. Vidare har konflikten redan bidragit till att dämpa sentiment i såväl Öst- som Västeuropa men denna negativa effekt tycks vara på väg att minska att döma av de senaste månadernas stabilisering i indikatorbilden.

Tillväxten i centrala och sydöstra delen av Östeuropa hölls uppe på en god nivå under andra kvartalet, pådriven av inhemsk efterfrågan, och **dämpades beskedligt tredje kvartalet.** Försvagningen berodde bara till liten del på blek rysk och ukrainsk efterfrågan - **huvudskälet var svag efterfrågan i Tyskland/eurozonen.** Tyskland väger klart tyngre än Ryssland i Centraleuropas export; t ex gick 5 procent av Polens export till Ryssland 2013 att jämföra med 26 procent till Tyskland. Liknande struktur gäller också för t ex Slovakien, Tjeckien och Ungern. En betydande del av t ex polsk industri är starkt integrerad med tysk industri. Lägre investeringsaktivitet ligger också bakom tillväxtinbromsningen.

Fortsatt milt dämpad tillväxt väntas fjärde kvartalet, tyngd av trög tillväxt i väst. Under **första halvan av 2015 får dock regionen stöd av något bättre tillväxt i eurozonen.** Fortsatt växande privat konsumtion och stärkt export till väst kompenserar under 2015-2016 för exportbortfall från Ryssland och Ukraina. **Hushållen gynnas av goda realinkomster,** låga räntor och upptinade kreditvillkor. Arbetslösheten sjunker långsamt. Industrins investeringar sviktar delvis på grund av geopolitisk oro, men ökat byggande och stöd från EU:s strukturbudget gör att investeringarna totalt växer måttligt.

Historiskt låg inflation i Centraleuropa
KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

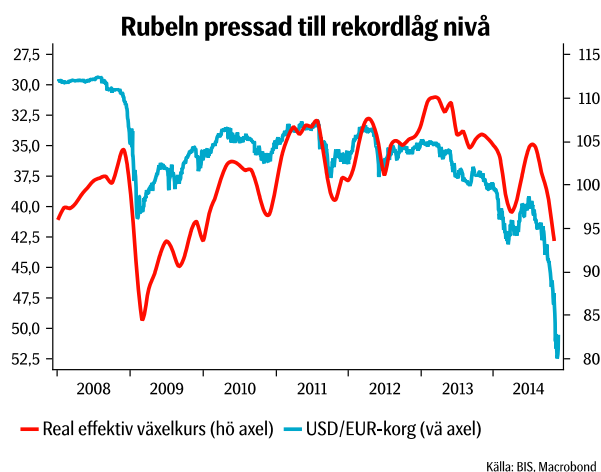
Ett deflationistiskt tryck med något sjunkande priser i årstakt råder sedan i våras i Slovakien och Ungern och sedan i somras även i Polen. I Tjeckien har priserna åter börjat stiga något. På **kort sikt förblir inflationen starkt nedpressad,** i kölvattnet av nedåtryck från globala råvaror, svaga prisimpulser från eurozonen och på sistone även av ryska sanktionseffekter som skapar överutbud av vissa livsmedel. **Risken för varaktig deflation är liten.** Fortsatt växande inhemsk efterfrågan och löneökningar ger svagt stigande inflation på ett års sikt.

Den **ekonomiska politiken** i de större centraleuropeiska länderna **ger inte mycket draghjälp** för tillväxten. Tjeckiens finanspolitik läggs om till viss stimulans, medan Ungerns mot

något stramare inriktning. Polens finanspolitik blir neutral till lätt åtstramande; dock med en öppning för mjukare politik inför parlamentsvalet nästa höst. Gemensamt för alla regeringarna är att de är måna om att budgetunderskottet inte överstiger EU:s maxgräns på 3 procent av BNP. Manöverutrymmet för penningpolitiken är också begränsat. Möjligen tar Polen ännu ett 50-punkters steg (efter lättningen i oktober) ned i vinter från rekordlåga 2,00 procent. De större **central-europeiska valutorna väntas appreciera** på ett-två års sikt, delvis till följd av att den svaga situationen i eurozonen pressar ned euron. Men rörelserna blir små.

Rubelfall förvärrar rysk stagflation

Tredje kvartalet bromsade BNP-tillväxten ytterligare något till 0,7 procent i årstakt. Oljeprisfallet pressar energisektorn och utesluter en expansiv finanspolitik. Hushållens konsumtion dämpas av försvagade reallöner. Västsanktionerna och höga räntor slår mot investeringsviljan och förvärrar den sedan länge svaga investeringstrenden som drivs av underliggande strukturproblem. Investeringsfallet dämpas dock troligen 2015 då den nu mer akuta konflikten gradvis klingar av och med hjälp av svag rubel och stigande extern efterfrågan väntas en försiktig återhämtning 2016. **BNP ökar med 0,7 procent 2014. 2015 bedöms BNP minska med 0,2 procent innan en försiktig återhämtning sker 2016 då BNP stiger med 1 procent.**



I oktober accelererade deprecieringen av rubeln drivet av oljeprisfallet; nedgången förstärktes också av spekulativ valutahandel och rubelförsvagningen är kraftigare än nedgången i samband med den globala finansiella krisen 2009. I början av november avbröt centralbanken försöken att med interventioner hejda rubelfallet och den sk rubelkorridoren övergavs. Sannolikt bidrog den krympande valutareserven till beslutet; under oktober förbrukades 30 miljarder USD (mer än 5 procent av den totala reserven). **I praktiken flyter rubeln nu fritt** även om centralbanken tänker intervensera om den finansiella stabiliteten hotas. Övergången till en ny penningpolitik med fritt flytande valuta vid början av 2015 har därmed tidigarelagts. Rubeln väntas vara fortsatt volatil ännu en tid innan en jämviktsnivå hittats. Vid slutet av 2015 bedöms **rubeln stå i 43,0 mot USD och vid slutet av 2016 i 45,0**. Rubelförsvagningen ger budgetstöd då de statliga oljeintäkterna blir högre mätt i lokal valuta. Effekten är dock inte tillräcklig för att kompensera

den budgetförsvagning som oljeprisfallet orsakar. Ryssland väntas dock täcka budgetunderskottet under kommande år genom att använda medel från Reservfonden; underskottet väntas hamna kring 1 procent av BNP. Ett lägre oljepris innebär även en snabbare övergång till bytebalansunderskott. Omfattande valutareserver gör dock att Ryssland kan klara en försvagad bytesbalans utan risk för akut betalningsbalanskris.

Inflationen nådde i oktober 8,3 procent; en ökning på omkring två procentenigheter sedan årsskiftet. Inflationen bedöms fortsätta accelerera drivet av rubelförsvagningen. **2014 väntas inflationen mätt som helårsgenomsnitt hamna på 7,7 procent. 2015 dämpas inflationen till 6,7 procent och 2016 till 5,7 procent.** Målet att få ned inflationen till 4 procent har senarelagts från 2016 till 2017. Centralbanken är dock tydlig med att den vill få ned inflationen och fler räntehöjningar väntas efter oktobermötets höjning med 150 baspunkter.

Akut ukrainsk kris kräver mer stödlån

Det ekonomiska läget har den senaste tiden förvärrats rejält och **risken för en betalningsinställelse har ökat markant.** Från slutet av september till början av november höll centralbanken växelkursen fast mot USD. Centralbanken tvingades dock ge upp försöken att försvara valutans på en snabbt minskande valutareserv. Hryvnian försvagades kraftigt och ligger nu långt under de nivåer som IMF antog i kalkylen i samband med vårens beslut om ett stödpaket. Valutaförsvagningen sätter kraftig press på bankerna som har stora lån i utländsk valuta. Samtidigt har statskassan gröpts ur till kritisk nivå drivet av kraftigt ökande militärutgifter och betalning av en gasskuld till Ryssland. Ukraina står därmed åter inför en akut betalningsbalanskris. **Vårt huvudscenario är att Ukraina inom kort erhåller utökat stödlån från IMF och EU och därmed kan undvika betalningsinställelse.**

BNP föll kraftigt tredje kvartalet men utfallet var ändå klart bättre än väntat; sannolikt drivet av stark jordbruksproduktion samt ökade försvarsrelaterade utgifter. Utfallet föranleder en upprevidering av prognosen för **2014 då BNP bedöms minska med 5,0 procent. 2015 sjunker BNP 2,0 procent. 2016 tar en försiktig återhämtning sin början och BNP ökar med 2,0 procent.** Återhämtningen drivs av exporten. Hryvnian bedöms stärkas något framöver jämfört med nuvarande nedpressade nivå. Bedömningen är att **hryvnian står i 17,0 mot USD vid slutet av 2015 och i 19,0 vid slutet av 2016.**

Den politiska situationen är fortsatt komplicerad. **Parlamentsvalet** 26 oktober resulterade i en **tydlig majoritet för ökad integration med EU** och reformförutsättningarna har förbättrats. Samtidigt har striderna i östra Ukraina intensifierats och vapenvilan som slöts i början av september är bräcklig. Lokalvalen i de separatistkontrollerade områdena stärker bilden av att konflikten med Ryssland blir långvarig.

Inhemsk efterfrågan motverkar negativa ryska effekter

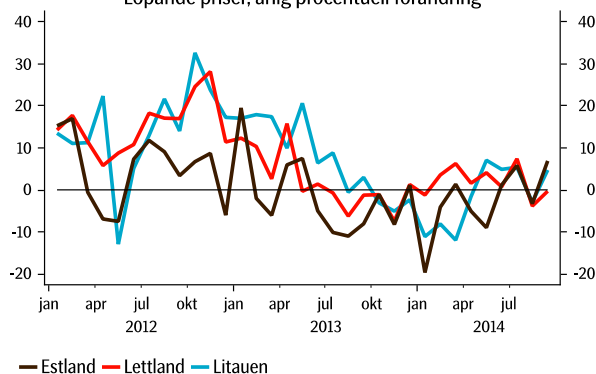
- **Goda realinkomster ger robust konsumtion**
- **Geopolitisk oro hämmar investeringsviljan**
- **Export bottnar snart, men uppgång blir svag**

De baltiska staternas **tillväxt har dämpats måttligt sedan rysk-ukrainska konflikten bröt ut** i februari 2014 - i linje med SEB:s prognoser även om Estland stått emot bättre än väntat. Estlands tillväxt vände upp från 0,3 procent första kvartalet mätt i årstakt till 2,4 procent andra för att falla tillbaka något till 2,1 procent tredje. Lettlands tillväxt har gradvis dämpats från 2,8 procent första kvartalet till 2,1 procent tredje. Litauens tillväxt sviktade under tredje kvartalet till 2,7 procent efter att ha varit oförändrad på 3,3-3,4 procent första två kvartalen.

Krafter har dragit åt olika håll i ekonomierna. Exporten påbörjade redan andra halvan av 2013 en kraftig försvagningstrend orsakad av fallande rysk tillväxt och svag efterfrågan från väst. Den har i år fortsatt att tyngas av främst inbromsning i Ryssland och stagnation i eurozonen (Estland särskilt hämmat av finsk svaghet). Det ryska importstoppet av livsmedel i augusti 2014 (som löper ett år) från länder som infört sanktioner har bidragit. Tydligast drabbar detta Litauen. Generellt drabbas Baltikum mer än de flesta länder av rysk svaghet då exportexponeringen mot Ryssland är hög; 12-20 procent av ländernas export (2013) varav en stor del transit-handel. Samtidigt kommer allt fler rapporter om att baltiska företag med framgång minskar ryska beroendet genom att söka sig till andra marknader; Lettland t ex gör nu mer affärer med Storbritannien, Sverige, Centraleuropa och lettiska mejeribolag bryter in i Kina. **Investeringsaktiviteten**, som var svag redan innan den rysk-ukrainska konfrontationen, har i år varit fortsatt svag i främst Estland och Lettland med undantag för ett starkt byggande i alla länder och vissa temporära offentliga investeringar i Estland. Troligen har geopolitisk osäkerhet börjat sätta vissa avtryck genom att företag avvaktar med eller drar tillbaka planerade satsningar. Bygginvesteringarna har fått näring av stigande huspriser; under såväl första som andra kvartalet visade Estland snabbaste prisuppgången i EU. **Privat konsumtion** har under 2014 fortsatt att tuffa på i god takt i främst Estland och Litauen, utan negativa spår från Ukraina-krisen. Starka realinkomster (med reallöneväxt på 5-6 procent efter en inflation väl under 1 procent) driver på detaljhandel och bilförsäljning. Månadsvisa konsumentbarometrar har i år visat en utplanande trend i Estland och Lettland där förtroendet ligger på historiskt relativt höga nivåer. Men i Litauen har det vänt ned påtagligt sedan i vintras – utan effekter på konsumtion.

Motstridiga krafter fortsätter att prägla BNP-utvecklingen och först 2016 blir tillväxten mer balanserad. **Ukraina-krisen och rysk nolltillväxt kastar skuggor** över investeringsvilja och export **även 2015**. En viss återhämtning i dessa delposter av försörjningsbalanserna väntas dock. Investeringarna får stöd av ökat byggande och mer EU-fondmedel. På exportsidan ger aningen bättre efterfrågan i Väst Europa och eurofall draghjälp. **Tidiga tecken på en stabilisering i exporten** finns sedan i somras.

Baltikums export på väg att bottna ur
Löpande priser, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Privat konsumtion förblir draglok. De **goda villkoren för hushållen** består. Reallönetillväxt på 4-5 procent väntas. Den ännu relativt höga arbetslösheten i Litauen och Lettland fortsätter gradvis ned. Även Estlands arbetslöshet, som fallit strax under jämvikt på 8 procent, sjunker något. Den låga inflationen hålls på kort sikt nere av global råvaruprispress och ryska sanktionseffekter men stiger över tiden försiktigt i spåren av stegrande lönekostnader. Fortsatt emigration bidrar till fortsatt växande arbetskraftsbrist.

Sammantaget växlar tillväxten i Baltikum upp något efter svackan 2013-2014; i Estlands fall relativt djup sådan. Men det är en **moderat tillväxt** som siktas även om Litauen och Lettland återtar positionen som några av EU:s snabbväxare. Bara Litauen kommer under 2016 upp i potentiell tillväxt som är 3-3,5 procent i länderna. Litauens BNP ökar med 3,2 procent 2015 och 4,0 procent 2016. Lettlands tillväxt hamnar på 2,7 respektive 3,4 procent. Estlands BNP växer med 1,8 procent nästa år och 2,8 procent 2016. Alla **prognoser för 2015 ligger fortfarande under konsensus**.

Svag export dämpar återhämtning

- **Konsumtion och bostadsbyggande lyfter tillväxten**
- **Svag återhämtning för industrin**
- **Hög arbetslöshet trots många nya jobb**
- **Låg inflation med nedåtrisker**
- **Riksbanken under fortsatt press**

Svensk ekonomi uppvisar en fortsatt tudelning med robust inhemsk efterfrågan, driven av hushållens konsumtion och bostadsbyggande, samt en svag exportsektor. Sammantaget beräknas **BNP växa med 2,1 procent i år och därefter accelerera till 2,7 procent 2015 och 2016** när en måttlig internationell återhämtning ger något snabbare exporttillväxt. Prognosen för 2015 har justerats ned något. Sysselsättningen stiger men ett snabbt ökande arbetskraftsutbud gör att arbetslösheten minskar mycket långsamt.

Vi räknar med att regeringen **får igenom budgeten i riksdagen**, vilket ger en svagt expansiv finanspolitik under nästa år. På sikt kommer den röd-gröna minoritetsregeringen att få svårare att få stöd för sin politik i riksdagen. Utan bredare blocköverskridande överenskommelser **finns en risk för politisk handlingsförlamning**.

Trots att reporäntan nu sänkts till noll räknar vi med att **låg inflation och fallande inflationsförväntningar sätter press på Riksbanken att göra mer**. Vi bedömer dock att tröskeln för att genomföra okonventionella åtgärder är hög. Troligtvis nöjer sig Riksbanken med att försöka hålla ned förväntningarna på framtida höjningar genom att ytterligare sänka räntebanan. Därtill tror vi att man explicit kommer att försöka guida marknaden genom att framtida höjningar kopplas till inflationsutveckling och tongivande centralbankers agerande.

Industrin står och stampar

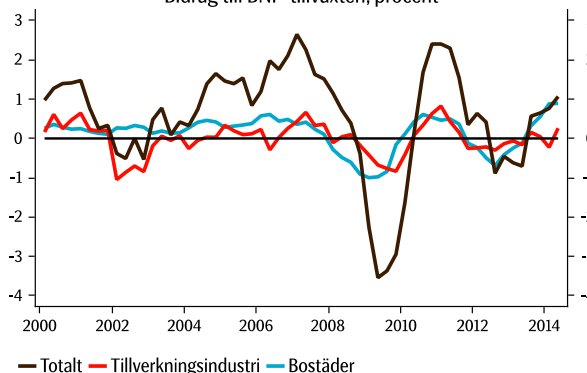
Trots visst stöd från en svagare krona har **stagnationen för varuexporten fortsatt**; nivån har legat relativt oförändrad sedan 2011. Indikatorer tyder på en något starkare utveckling mot slutet av året, men **svagheten i eurozonen innebär risker för bakslag**. Fortsatt stigande tjänsteexport och på sikt en något starkare omvärldskonjunktur talar ändå för en viss uppgång i exporten de närmaste två åren. Jämfört med historiska uppgångar är återhämtningen dock mycket svag.

Den bleka industrikonjunkturen bekräftas i enkätundersökningar där industrin rapporterar fallande investeringar i år följt av en liten uppgång 2015. Trots detta ökar de totala inve-

steringarna i en hyfsad takt. **Drivkraften är framför allt stigande bostadsbyggande**, men även ökande offentliga investeringar bidrar till uppgången. Bostadsinvesteringarna väntas fortsätta att öka, om än i avtagande takt, och utgör 2016 5,1 procent av BNP. Detta är relativt högt i ett historiskt och internationellt perspektiv, men fortfarande ett par procentenheter lägre än vad som t ex noterades i Danmark före finanskrisen. Bostadsbyggandet ger ett bidrag till BNP-tillväxten på ungefär en procentenhet per år 2014 och 2015.

Bostadsinvesteringarna ökar

Bidrag till BNP-tillväxten, procent



Källa: SCB

Starka hushåll ökar konsumtionen

Med stöd av stigande realinkomster, högre tillgångspriser och en starkare arbetsmarknad har **hushållen gradvis ökat sin konsumtion**. Ökningstakten under första halvåret 2014 var den högsta sedan 2011. En nedgång för konsumentförtroendet efter sommaren återspeglar ändå en viss tveksamhet som antagligen beror på oron i omvärlden och osäkerhet avseende den ekonomiska politiken. Budgeten för 2015 innehåller en rad skatthöjningar främst för höginkomsttagare. I stimulerande riktning går förslagen om sänkt skatt för pensionärer och högre arbetslöshetsersättning. Sammantaget bedöms finanspolitiken vara i stort sett neutral för hushållens inkomster nästa år.

Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

	2013	2014	2015	2016
Konsumtion	2,1	2,7	3,0	2,7
Inkomster	2,1	3,0	2,8	1,9
Sparkvot, nivå	15,3	15,6	15,3	14,4

Källa: SCB, SEB

Stigande tillgångsvärden i AP-fonderna gör att pensionerna under de närmaste åren väntas öka i snabbare takt, vilket i

kombination med starka reallöner, gör att hushållens disponibla inkomster fortsätter att öka i snabb takt både 2015 och 2016. Sammantaget växer den privata konsumtionen med närmare 3 procent per år i genomsnitt under 2014 till 2016.

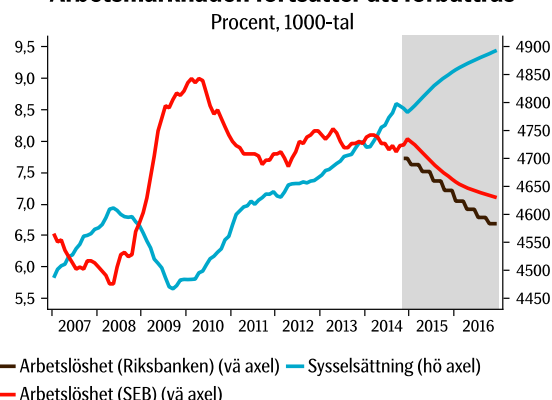
Bostadspriserna planar ut

De senaste åren har bostadspriserna accelererat, framförallt för bostadsrätter. Uppgångarna drivs bl a av bostadsbrist, lägre boräntor och stigande förmögenheter. Åtgärder inom makrotillsynen, främst lånetaket på 85 procent av bostadens värde som infördes 2010, har på marginalen dämpat utvecklingen. Vi räknar med att förslaget om **ökade amorteringskrav får relativt begränsad effekt**. Eftersom endast nya bolån påverkas stannar effekten på hushållens totala amorteringar vid ca 2 miljarder kronor under det första året. För hushåll som köper nytt boende motsvarar amorteringskravet en räntehöjning med flera procentenheter, vilket kommer att påverka hushållens benägenhet att ta nya lån. Hushållens stigande skuldsättning de senaste åren har ökat känsligheten för räntehöjningar. När Riksbanken 2016 försiktigt börjar anpassa räntan uppåt räknar vi därför med att huspriserna planar ut. **Riskerna för fallande huspriser när räntorna så småningom börjar stiga är betydande**, något som talar för att höjningarna genomförs med stor försiktighet.

Snabb jobbtillväxt men hög arbetslöshet

Förbättringen på arbetsmarknaden fortsätter att vara stark mot bakgrund av den måttliga BNP-tillväxten. Under tredje kvartalet ökade sysselsättningen med hela 2 procent. Även om den underliggande trenden inte är lika stark är det troligt att **sysselsättningen fortsätter att öka snabbt även framöver**. Till exempel har antalet nyanmällda platser stigit till rekordnivåer efter sommaren. Trots att sysselsättningen varit betydligt starkare än väntat har arbetslösheten blivit något högre än väntat. Orsaken är en stark ökning av antalet personer i arbetskraften, drivet av både snabb befolkningstillväxt och ökat arbetskraftsdeltagande.

Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras



Källa: SEB

Trenden med nedgång av antalet personer i långtids-sjukskrivning eller med sjuk- och aktivitetsersättning (tidigare förtidspension) är nu på väg att brytas. Detta bidrar till att uppgången i arbetsutbudet mattas och att arbetslösheten långsamt börjar falla. Den höga invandringen gör dock att

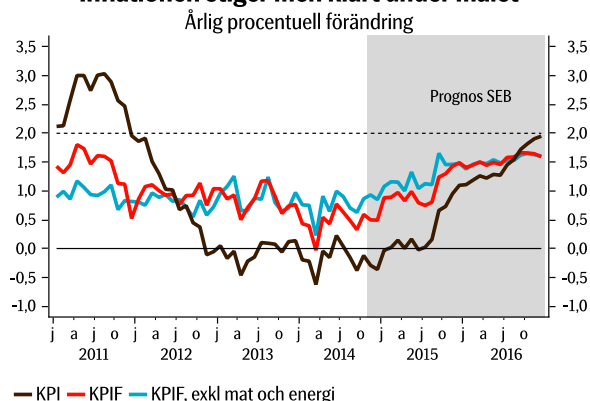
arbetskraften fortsätter att öka i en historiskt mycket hög takt. **Arbetslösheten faller därför bara mycket långsamt** och bedöms fortfarande vara nästan sju procent i slutet av 2016.

En allt större andel av de arbetslösa utgörs av utomeuropeiska invandrare som har svårt att hitta sysselsättning. Detta beror på såväl dåliga kunskaper i svenska och/eller låg utbildningsnivå som långsam handläggning i godkännandet av utländska utbildningar inom t ex sjukvården. Detta talar för att **jämviktsarbetslösheten är på väg uppåt**. Gemensam arbetsmarknad inom EU och liberala regler för arbetskraftsinvandring i övrigt gör dock att företagen ändå i hög grad kan hitta lämplig arbetskraft. **Risken för lönedriven inflation är därför låg**.

Låg inflation med ökande nedåtrisker

Prognoser om en vändning uppåt för inflationen har återigen kommit på skam, delvis på grund av fallande priser på olja och livsmedel. Även kärninflationen (KPIF exklusive energi och livsmedel) **har överraskat på nedsidan** och rört sig sidledes på en nivå under en procent; både SEB och Riksbanken hade förutspått en svagt stigande trend. Priserna på tjänster har varit oväntat låga medan varupriser ökat ungefär som väntat drivet av en svagare krona.

Inflationen stiger men klart under målet



Källa: SCB, SEB

Ytterligare impulser från tidigare växelkursförsvagning, något högre löneökningar och så småningom normalisering av energi- och livsmedel gör att vi fortsätter att räkna med en **gradvis stigande inflationstakt under 2015 och 2016**. Prognosen för 2015 har dock justerats ned betydligt och uppgången i KPIF väntas som årsgenomsnitt stanna vid 1,0 procent; drygt halva den uppgång vi räknade med i augustiprognosen. **KPIF-inflationen förblir väl under Riksbankens mål under hela prognosperioden**.

Okonventionell penningpolitik inte trolig

Den låga inflationen gör att trycket på Riksbanken kvarstår trots att reporäntan nu sänkts till noll. **Sannolikheten för att Riksbanken åter måste justera ned sin inflationsprognos är relativt stor**, något som omedelbart kommer att leda till förväntningar om ytterligare åtgärder. En alltmer expansiv penningpolitik från ECB bidrar också till att öka trycket.

I temaartikeln "Riksbankens nästa steg" diskuteras förut-sättningarna för okonventionell penningpolitik i Sverige. Vår

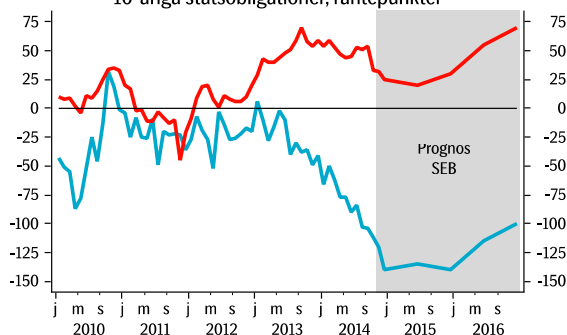
huvudslutsats är att en väl fungerande kreditmarknad med låga räntespreadar samt en sannolikt undervärderad valuta gör att **tröskeln är hög för Riksbanken att agera i denna riktning**. Vårt huvudscenari är att direktionen nöjer sig med att försöka hålla ned förväntningarna om räntehöjningar genom att sänka räntebanan. Därtill räknar vi med att direktionen enas om utfästelser där räntehöjningar kopplas till specifika villkor för inflationen, t ex att KPIF-inflationen under en viss tid ska ligga över 1,5 procent. Räntehöjningar kopplas troligen också till större centralbankers agerande.

Givet vår prognos att Fed börjar höja styrräntan andra halvåret 2015 och Bank of England i början av 2016 är det ändå troligt att **Riksbanken följer efter och höjer reporäntan i mitten av 2016**. Utvecklingen av BNP och sysselsättning i Sverige ligger mer i linje med de anglosaxiska länderna jämfört med den långvariga stagnation som ser ut att drabba eurozonen. Detta innebär också att risken för en deflationsspiral med fallande löner och priser är mindre än i eurozonen.

Att Riksbanken sänkt räntan med totalt 75 räntepunkter sedan juli har bidragit till att räntorna på svenska statsobligationer har fallit mer än motsvarande tyska räntor. På kort sikt ser vi **utrymme för att obligationsspreadar mot Tyskland minskar ytterligare** då marknaden troligen börjar prisa in en viss sannolikhet för okonventionell penningpolitik i Sverige. ECB väntas visserligen i början på nästa år utöka sina obligationsköp till att även omfatta statsobligationer. Vi tror dock att detta kan skapa ett visst tryck uppåt på tyska räntor, drivet av en stabilisering av inflationsförväntningarna.

Räntedifferenserna minskar och ökar

10-åriga statsobligationer, räntepunkter



— Sverige mot Tyskland — Sverige mot USA

Källa: Macrobond, SEB

Givet vår prognos att Riksbanken kommer att höja räntan före ECB är det rimligt att räntemarginalen mot Tyskland stiger på längre sikt. Från mitten av nästa år räknar vi därför med att svenska obligationsräntor stiger snabbare än de tyska och i slutet av 2016 räknar vi med en marginal på hela 70 punkter. **Den 10-åriga räntan på statsobligationer** ligger trots det ändå **inte högre än 2,20 procent om två år**. Vår prognos innebär också att skillnaden gentemot USA och Storbritannien på sikt sjunker tillbaka. De makroekonomiska förutsättningarna gör att det är rimligt att 10-årsräntan rör sig mot ett område som ligger mittemellan nivåerna i Tyskland och USA.

Ytterligare kronförsvagning på kort sikt

Sedan första halvåret 2013 har kronan försvagats med drygt 10 procent i konkurrensvägda termer. Drivkraften har framför allt varit större penningpolitiska lättnader i Sverige relativt omvärlden. Något mer duvaktiga signaler avseende framtida penningpolitik samt viss osäkerhet avseende det parlamentariska läget och finanspolitikens utformning gör att kronan troligen försvagas ytterligare det **närmaste halvåret och att EUR/SEK når en nivå runt 9,35-9,40**. På sikt bör dock tillväxtdifferensen mellan Sverige och eurozonen via skillnader i penningpolitik leda till att kronan återhämtar sig och vi räknar med att **EUR/SEK rör sig ned mot 8,80 i slutet av 2016**. Mot dollarn är det troligt att kronan i slutet av prognosperioden är något svagare än i nuläget. Eurons stora vikt i växelkursindex gör att kronan i konkurrensviktade termer (KIX) i slutet av prognosperioden ändå är 3 procent starkare än idag.

Politiska lösningar ger neutral finanspolitik

Den rödgröna minoritetsregeringen kommer troligen att få igenom sin budget i riksdagen med stöd av Vänsterpartiet.

Vissa justeringar kommer sannolikt att pressas igenom av oppositionen i utskottsbehandlingen. Politiken innebär en viss förändring av färdriktningen för den ekonomiska politiken t ex genom höjda skatter och ökade ersättningsnivåer i socialförsäkringssystemet. **Längre in i mandatperioden**, när partierna i den tidigare alliansregeringen hunnit se över sina politiska strategier, **kan bredare parlamentariska överenskommelser bli aktuella.** En regeringsombildning går inte att utesluta framöver och den politiska osäkerheten blir större än normalt i en miljö där de traditionella politiska blocken utesluter samarbete med Sverigedemokraterna.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2013	2014	2015	2016
Finansiellt sparande	-1,2	-1,5	-0,9	-0,2
Offentlig skuld	38,6	39,7	39,0	37,7
Statsskuld (okonsoliderad)	33,8	34,9	34,3	33,0
Statens lånebehov, mdr	131	45	20	-15

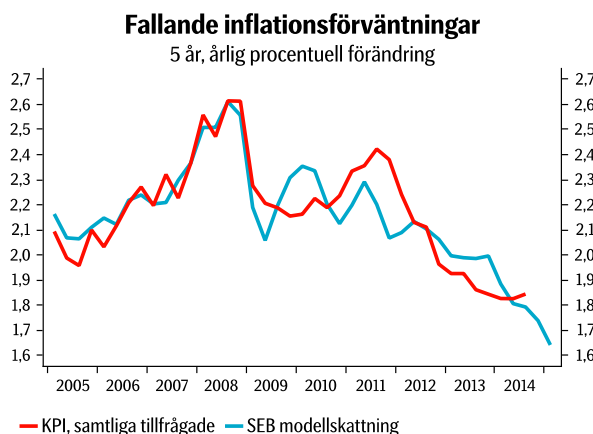
Källa: SCB, SEB

Den senaste tiden har **utfallen för de offentliga finanserna varit starkare än väntat**. Sådana positiva överraskningar är inte ovanliga när tillväxten drivs av högt beskattade delar som sysselsättning och konsumtion. Finansminister Magdalena Andersson har ändå aviserat att regeringen **inte har ambitionen att nå målet om en procents överskott vid slutet av mandatperioden 2018**. En sådan uppmjukning av finanspolitiken förefaller rimlig mot bakgrund av det relativt låga resursutnyttjandet och att den konventionella penningpolitiken nått vägs ände. Att ankaret för budgetpolitiken därmed försvinner kan dock på sikt skapa problem för finansministern. Trycket utgiftssidan lär öka på en rad områden kopplade till t ex migration, sjukförsäkring, skola, sjukvård och försvar.

Tema: Inflationsförväntningarna faller ytterligare

- 5-åriga förväntningar ännu nära målet
- Modellskattning tyder dock på fortsatt fall
- Lång period med låg inflation ökar risken för beteendeförändringar

Den låga inflationen de senaste åren har gradvis pressat ned inflationsförväntningarna, framför allt på kort sikt. Hushållens KPI-förväntningar 12 månader framåt låg t ex på 0,4 procent i oktober efter att ha legat på rekordlåg nivå ett antal månader dessförinnan. Penningmarknadens förväntningar enligt Riksbankens undersökning (Prospera) visar fallande KPI-förväntningar på ett och två års sikt; nivåerna ligger nu i paritet med de lägsta noteringarna runt år 2000. **Förväntningarna på fem års sikt var dock oförändrade på 1,8 procent.**

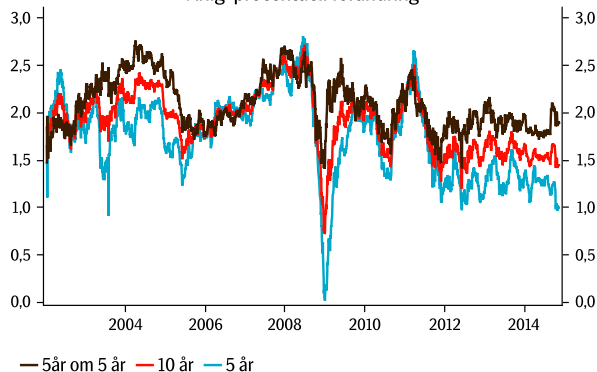


För Riksbankens del är det viktigast att förtroendet för inflationsmålet på lång sikt är stabilt eftersom man kan hävda att kortsiktiga förväntningar starkt influeras av dagens faktiska inflation. Vi har skattat en modell för inflationsförväntningarna som indikerar att även förväntningarna på 5 års sikt är på väg ned och att utfallet i decembermätningen **ska sjunka ned mot 1,6 procent.**

Det finns även andra indikationer som är intressanta. Den så kallade break-even inflationen, som beräknas som skillnaden mellan räntan på nominella och reala obligationer, visar att marknaden förväntar sig att KPI ska öka med 1,0 procent som årsgenomsnitt de närmaste 5 åren och med 1,5 procent för de närmaste tio åren. Den implicit förväntade inflationen under perioden 5 till 10 år framåt, ett mått som Fed ser som en viktig indikation, ligger dock fortfarande på 1,9 procent. Man kan möjligen hävda att detta mått skulle ligga lite högre än 2 procent om man tar hänsyn till att de som köper skydd mot inflation rimligen borde betala en riskpremie.

Break-even inflation

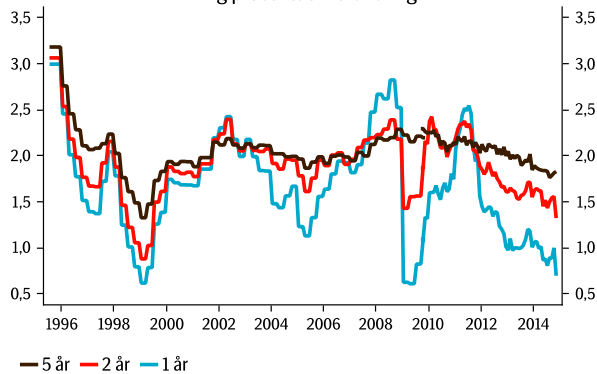
Årlig procentuell förändring



En annan aspekt på trovärdigheten är att offentliga prognosmakare, som regeringen och Konjunkturinstitutet, nu bedömer att inflationen når målet först 2018. **Frågan är hur lönebildningens parter kommer att agera i en sådan situation.** Kommer avtal att slutas på en lägre nivå med hänsyn till att reallönerna ändå hålls uppe med regeringens och KI:s prisprognoser eller kommer man istället att proklamera sitt fulla förtroende för Riksbankens inflationsmål trots den långa perioden med låg inflation?

Penningmarknadens inflationsförväntningar faller

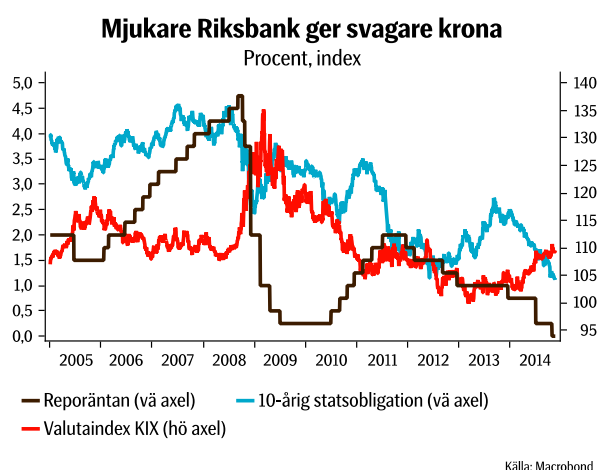
Årlig procentuell förändring



Dagens situation är inte unik; historiskt har vi sett perioder där förväntningarna avvikit än mer från målet. Kortsiktiga förväntningar ensidigt under målet under flera år och att trenden fortsätter nedåt ökar dock risken för att ekonomiska aktörers beslut börjar påverkas. IMF har också visat att BoJ under 1990-talet alltför mycket förlitade sig på stabila femåriga förväntningar och underskattade skadan av varaktigt låga kortsiktiga förväntningar. I direktionen har t ex Martin Flodén plockat upp denna tråd och betonat att kortsiktiga förväntningar kan vara väl så viktiga som långsiktiga. Våra skattningar att även de 5-åriga förväntningarna är på väg ner tyder på att **direktionens bekymmer kommer att tillta de närmaste månaderna.**

- Fokus på inflationsförväntningar och krona
- Höjd beredskap för nya verktyg
- Statspappersköp efter sänkt räntebana
- Valutainterventioner knappast aktuellt

Riksbanken har under kort tid sänkt styrräntan från redan låga 0,75 procent till dagens **rekordnivå 0,00 procent**. Även den reala reporäntan har sjunkit då t ex inflationsförväntningarna (enligt bl a Prospera) inte har fallit i samma snabba takt som Riksbanken har korrigerat ned räntan. Sänkningarna har skett trots **ökande kredittillväxt för hushållen** (5,7 procent i årstakt i september), **stigande bostadspriser** och **stark sysselsättningsstillväxt**.



Riksbanken försvarar inflationsmålet

Agerandet bekräftar att Riksbankens inflationsmål på 2 procent nu helt står i fokus för penningpolitiken. Flera faktorer har samverkat och bidragit till att Riksbanken tömt den konventionella penningpolitikens verktygslåda (räntan):

- Inflationen har upprepade gånger överraskat på nedsidan vilket **ökat risken för fallande inflationsförväntningar**.
- **Tillväxtriskerna** har ökat p g a ett svagt Europa och Asien samt ökade geopolitiska risker i närområdet.
- **ECB:s nya stimulanser** med låga och negativa styrräntor samt förnyad expansion av balansräkningen riskerar att ge en starkare krona mot euron.
- **Makrotillsynen** har fått tydligare konturer sedan 2013 även om Riksbanken ännu inte är helt tillfreds med läget.
- **Kritiken** mot Riksbanken har blivit allt hårdare, inte bara i Sverige utan även i internationella sammanhang.

Vid beslutet att sänka räntan till 0 procent i slutet av oktober var Riksbankens **direktion enig**. Det innebär att riksbankschef Stefan Ingves och förste vice riksbankschef Kersin af Jochnick ställde sig bakom beslutet efter att tidigare ha förespråkat en mer försiktig räntestrategi med tanke på riskerna för att driva upp bostadspriser och hushållens skuldsättning.

Förändrad ansvarsfördelning

Enligt riksbankslagen ska Riksbanken med sina policyverktyg, förutom att **säkerställa ett säkert och effektivt betalningsväsende, även upprätthålla prisstabilitet**, något som Riksbanken operationaliserat som KPI-inflation på 2 procent. Politiken ska utformas på ett sådant sätt så att den *"stödjer målen för den allmänna ekonomiska politiken i syfte att uppnå en hållbar tillväxt och hög sysselsättning"*.

Sveriges ränteläge utgör sedan länge knappast ett hinder för ekonomisk tillväxt och därmed ökad sysselsättning.

Flera undersökningar (tex SEB:s Finanschefindex) tyder på att företagens investeringar främst hämmas av svag internationell efterfrågan, global överkapacitet och förhöjd geopolitisk osäkerhet. Men Riksbankens **nollränta accentuerar ändå frågan om ansvarsfördelningen i den ekonomiska politiken**. Nu blir det i första hand regeringens uppgift att via finanspolitiken försöka stimulera tillväxt och sysselsättning. Huvudansvaret för den nya makrotillsynen har enligt beslutet 2013 lagts på regeringen och dess myndighet Finansinspektionen. Därmed har penningpolitiken i hög grad avlastats ansvar för obalanser kopplade till uppdrivna nivåer för bostadspriser och hushållens skuldsättning. Riksbanken har visserligen ett fortsatt ansvar för finansiell stabilitet. Det är dock tydligt att Riksbanken de närmaste åren helt kommer att inrikta penningpolitiken på att försvara inflationsmålets trovärdighet och istället försöka påverka andra aktörer att inom makrotillsynens och finanspolitikens ramverk agera för att minska hoten mot finansiell stabilitet.

Vägval för okonventionell penningpolitik

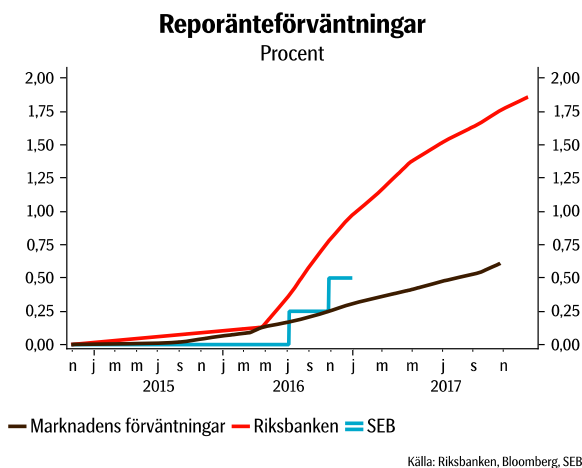
Riksbanken står inför en ganska svår uppgift när man nu ska säkerställa trovärdigheten för inflationsmålet. Den låga inflationen är i många avseenden ett globalt fenomen och ökad konkurrens och rörlighet pressar både löner och företagens möjligheter att höja priser. I denna miljö verkar Riksbanken främst vilja agera genom två kanaler för att på sikt få upp inflationen:

1. Säkerställa **väl förankrade inflationsförväntningar** vid målet 2 procent och därmed förhindra att förväntningarna når så låga nivåer att de påverkar lönebildning och hämmar konsumtion och investeringar;
2. Föra en politik, relativt omvärlden, som medverkar till att **kronan förblir svag** för att därmed stimulera exportindustrin och medverka till att den importerade inflationen inte sjunker.

Dessa ambitioner kommer att avgöra **valet av verktyg** om Riksbanken går vidare med okonventionella åtgärder inom penningpolitiken. Nedan listas några olika policyverktyg och vad som kan ses vara målet med åtgärden:

Instrument	Förväntad/önskad effekt
Direktutlåning	Likviditetseffekt och bättre kreditförsörjning .
Negativ ränta	Ska medverka till att ge ökad bankutlåning till privat sektor samt försvaga valutan .
Köp av inhemska värdepapper (stats-, bostads- och/eller företagspapper)	Ger en omallokering av privata sektorns värdepappersportföljer som ökar utlåningskapaciteten och/eller ger en prisseffekt på värdepapper (räntefall och allmänt stigande tillgångspriser). Åtgärden har också ett signaleringsvärde , d v s att räntan ska förbli låg länge vilket kan påverka även valutan och inflationsförväntningarna. Köpen väntas vara osteriliserade (nyskapad likviditet binds inte upp på centralbankens balansräkning genom olika "dräneringsoperationer").
Köp av utländska värdepapper	D v s valutainterventioner som främst syftar till att påverka växelkursen. Köpen väntas vara osteriliserade (se ovan).

Till skillnad från t ex eurozonen har Sverige inte problem med **kreditfragmentering mellan länder och sektorer**; utlåning till både hushåll och företag fungerar på ett tillfredsställande sätt. Tillgången på **likviditet** är också mycket god och "smidigheten" i det finansiella systemet åskådliggörs t ex av att penningmängden M3 uppvisar en tillväxt på nästan 6 procent (september). Till skillnad från både eurozonen, och tidigare Storbritannien och USA, finns heller inget behov av att lyfta av ränte- eller kreditrisk från den privata sektorn för att därmed pressa ned **räntenivåer** för t ex hushåll och företag.



Statsobligationer – om behov uppstår...

Men innan Riksbanken tar steget och låter balansräkningen växa kommer sannolikt bankens **prognos över reporäntan att sänkas**. I dag säger Riksbanken att styrräntan ska börja höjas från mitten av 2016 och att den till hösten 2017 ska höjas till knappt 2 procent. Att sänka banan, om det uppfattas som trovärdigt, kan pressa kronan till svagare nivåer och höja inflationsförväntningarna något. I praktiken innebär dock en sänkning av banan att Riksbankens prognos bara anpassas till det som marknaden redan förväntar. Signalvärdet skulle bli starkare om Riksbanken, och mer explicit än hittills, ställer ut

ett **"löfte" om att inte höja förrän inflationen varaktigt går över 1,5 procent** på det sätt som vice riksbankschef Per Jansson föreslagit. Det ger en starkare koppling till inflationen och målet 2 procent.

Går Riksbanken vidare med okonventionell penningpolitik är det sannolikt att **valet faller på köp av statsobligationer med löptider på 3-5 år**; kortare löptider innebär ett enklare avvecklingsförfarande när behovet uppstår. Vår bedömning är att volymen kan bli runt **50 miljarder kronor**. Det motsvarar en 10-procentig expansion av Riksbankens balansräkning och utgör 8,5 procent av utestående statsobligationsstock. Köpen kommer troligen att ske i flera omgångar. Vid behov, om bristen på obligationer blir för stor, finns en möjlighet för **Riksgälden att öka obligationsutbudet** utöver vad som krävs av upplåningsbehovet och placera ett eventuellt likviditetsöverskott i banksystemet. Statspappersmarknaden är ryggraden i räntemarknaden och räntorna på både bostads- och företagsobligationer kommer troligen att pressas nedåt. Bostadsobligationsstocken är större än mängden utgivna statsobligationer men eventuella riksbanksköp av bostadspapper kommer att ställa Riksbanken inför svåra pedagogiska utmaningar om man samtidigt hårt propagerar för att makrotillsynen måste agera för att minska hushållens skuldsättning och dämpa prisutvecklingen på bostäder.

Valutaköp förutsätter allvarligt krisläge

Köp av utländska värdepapper, d v s **valutainterventioner** i syfte att försvaga kronan, ger om de lyckas exportstimulans och högre importerad inflation (om svenska importföretag väljer att föra kostnaden vidare mot konsumenterna). Effektiviteten i verktyget är hög men sannolikheten för att Riksbanken tar detta valutasteg är låg av följande skäl:

1. Kronan är i dag ca 10 procent **undervärderad** mot euron och ett bytesbalansöverskott på 6 procent av BNP gör att det blir **svårt att få omvärldens stöd för åtgärden**, speciellt i ett läge då svensk tillväxt framöver ser ut att bli relativt hög (enligt konsensusprognosen) samtidigt som sysselsättningen ökar tämligen snabbt.
2. Sverige möter **inte ett strukturellt inflöde** av kapital som t ex Schweiz gjorde under eurokrisen (safe-haven); därmed finns inte samma behov för Riksbanken att bemöta kapitalinflöden och utöka valutareserven.
3. Att införa ett valutagolv som t ex Schweiz ökar risken för att **frågor börjar resas kring Sveriges penningpolitiska regim med inflationsmål och rörlig växelkurs**.

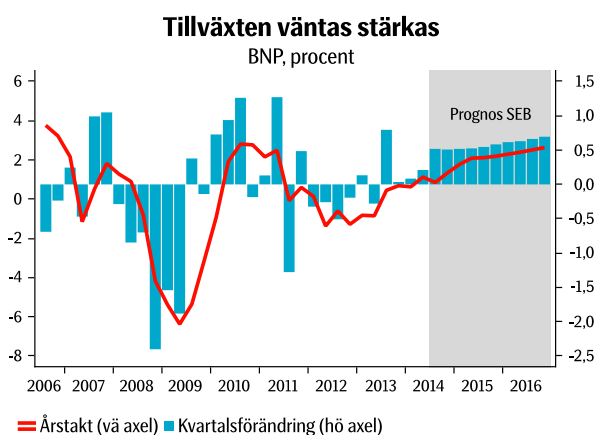
Negativ styrränta är också ett effektivt verktyg att försvaga en valuta. Tidigare riksbankserfarenheter visar dock att den kan ge problem i interbanksystemet. Det uppväger de eventuella fördelar som uppkommer genom en svagare krona.

Sammantaget visar vår genomgång att Riksbanken fortfarande har visst utrymme att **göra penningpolitiken mer expansiv** genom att **sänka räntebanan** med upp till två procentenheter. Därefter förefaller **statspappersköp** vara det bästa verktyget och signaleringsinstrumentet för att förankra inflationsförväntningarna så nära målet 2 procent som möjligt och säkerställa att kronan förblir undervärderad.

Europa är tillväxtjokern

- Tillväxten på gång men riskerna ökar
- Mjukare finanspolitik 2015
- Stark krone leder till räntesänkning

Svag **BNP-tillväxt** andra kvartalet har föranlett en nedrevidering av tillväxtprognosen till **1 procent 2014** och **2 procent 2015**. Prognosen för **2016** ligger kvar på **2,5 procent** samma som i *Nordic Outlook* augusti. Tillväxttakten har stigit långsamt senaste tre kvartalen. Även om vi fortfarande förväntar oss att tillväxten når 2,5 procent vid slutet av prognosperioden gör divergerande trender för inhemsk och extern efterfrågan att det finns risker på både upp- och nedsidan speciellt i år och 2015. Om svagheten i den europeiska tillverkningsindustrin avtar snabbare än väntat skulle förstärkningen av de inhemska drivkrafterna kunna pressa upp tillväxten ytterligare. Om rysk-ukrainska konflikten istället eskalerar, sanktionerna stramas åt eller den resulterande osäkerheten sprider sig till tjänstesektorn i eurozonen och/eller Danmark skulle prognoserna behöva revideras ned.

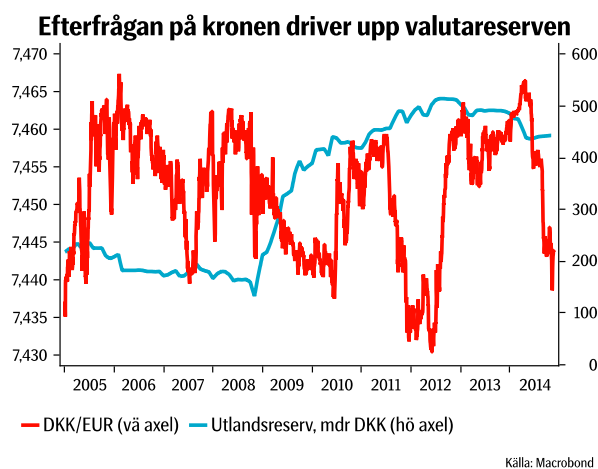


Prognosen för eurozonen är dämpad tillväxt med risker i huvudsak på nedsidan. Senaste sex månaderna har den tyska industriproduktionen och förtroendet i tillverkningssektorn tydligt försvagats. När Danmarks viktigaste handelspartner bromsar in slår det vanligtvis igenom på tillverkningsindustrin. Barometerindikatorn för dansk industri har fallit rejält och ligger på lägsta nivå sedan 2009. De senaste observationerna pekar på en stabilare trend för tjänstesektorn och indikatorerna har nått treårshögsta. Oron i industrin har än så länge inte spritt sig vidare. Konsumentförtroendet ligger fortfarande nära toppnoteringen i somras och arbetslösheten höll sig stabil under sommaren. Bedömningen är att optimism bland hushåll-

len, stigande bostadspriser samt ökande sysselsättning resulterar i starkare konsumtion. För tillfället verkar dock ekonomin ligga i vänteläge i avvaktan på tydligare riktning för europeisk tillväxt. Svaga löneökningar och envist låg inflation utgör risker mot konsumtionen.

Finanspolitiken utgör också en positiv drivkraft. Budgetförhandlingarna har avslutats och de styrande partierna har tagit den sista chansen att skicka ut valflask inför nästa års val. Finanspolitiken blir 2015 mjukare än senaste åren. Regeringen kommer att utnyttja flexibiliteten i EU:s stabilitets och tillväxtpakt till fullo. Detta innebär en förlängning av det tillfälliga erbjudandet till minskad skatt på pensioner om dessa betalas ut direkt vilket ger finanspolitiskt manöverutrymme. Generellt ger detta ett viss positivt tillväxtbidrag.

ECB:s aggressiva stimulansplaner skapar ett intressant läge för den normalt sett stadiga kronen. EUR/DKK föll under 7,44 i början av november och kronen ligger trots viss återhämtning kvar i den starkare delen av intervallet.

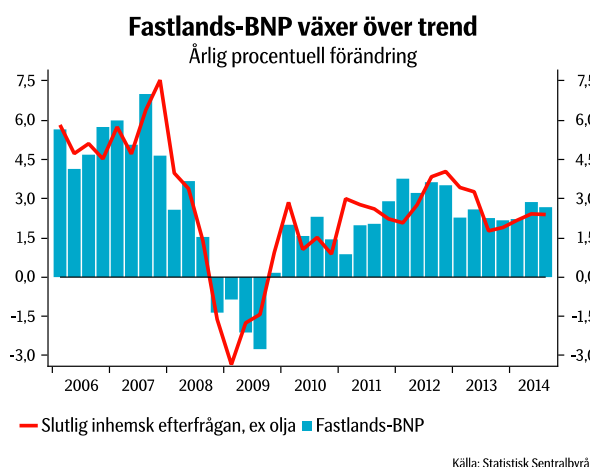


Om kronen fortsätter att stärkas kommer tryck på en styrräntesänkning att byggas upp för att minska räntedifferensen mellan Danmarks Nationalbank (DNB) och ECB. Till att börja med väntas dock DNB ackommodera valutainflödena genom att låta valutaservan, som stigit sedan i våras, fortsätta öka. En av anledningarna är att räntespreadarna på säkerställda euroobligationer minskat tack vare förväntningar om ECB-köp medan DNB inte uppgett planer på att köpa danska bostadsobligationer. Ränteskillnaderna har därför inte ändrat sig så mycket. Detta kan resultera i en period med kapitalinflöden tills ränteskillnaderna anpassat sig. En ackommoderande hållning kan vara det enklaste sättet för DNB att anpassa sig till ECB:s kvantitativa lättnader.

Tillväxten saktar in under trend 2015

- **Lägre oljeinvesteringar dämpar tillväxten markant 2015**
- **Kärninflation har legat fortsatt vid målet**
- **Norges Bank på is till långt in i 2016**

Momentum i norsk ekonomi hölls uppe väl under sommaren, även om indikatorer har spretat något. Den konsekutiva tillväxten i fastlands-BNP – dvs BNP exklusive olja/gas och sjöfart – bromsade in under tredje kvartalet efter ett mycket starkt avslut andra kvartalet, men årstakten på 2,7 procent var alltså över trend. Ändå visade Arbetskraftsundersökningen (AKU) att sysselsättningen stagnerade under tredje kvartalet. Samtidigt som privat konsumtion tog en abrupt paus fortsatte bopriserna att gå trendmässigt högre vilket tyder på att konsumenterna är fortsatt väl till mods.



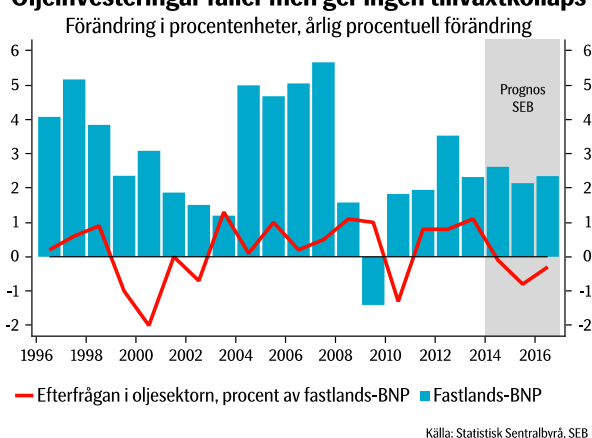
Vår prognos är att fastlands-BNP ökar med 2,6 procent 2014. **Nästa år saktar fastlandstillväxten in till 2,1 procent för att åter öka till 2,4 procent 2016. Tillväxten i hela ekonomin hamnar på 1,2 procent nästa år och accelererar till 1,9 procent 2016.** Prognoserna för de närmaste åren har reviderats ned jämfört med NO i augusti.

Anpassning till det nya normala

En viktig osäkerhetsfaktor för den ekonomiska prognosen är graden av nedväxling i oljesektorns investeringscykel. Till redan annonserade nedskärningar – som dels är cykliska, dels kostnadsbesparingar för att förbättra kassaflöde – ska läggas att de kraftigt lägre oljepriserna kan få en negativ inverkan på utsikterna från och med 2016. Vi har sänkt prognoserna ytterligare och räknar med att **oljeinvesteringarna ska falla med 12,1 procent 2015 och ytterligare 3,5 procent 2016.**

Våra beräkningar för 2015 visar att nedgången ger ett bortfall på 0,75 procentenheter i årlig tillväxt på fastlands-BNP. Effekten kan bli något högre då investeringar med ett lägre importinnehåll väntas uppvisa kraftigast nedgång. Samtidigt är skattningen osäker på grund av potentiella sekundära effekter. Det finns också faktorer som verkar i motsatt riktning så som en svagare växelkurs som ger stöd åt exporten av icke-oljeprodukter.

Oljeinvesteringar faller men ger ingen tillväxtkollaps



Det bör understrykas att investeringar i den norska kontinentalsockeln ändå förblir betydande i flera år framöver. För det första är investeringar i fält som är i drift (de utgör hälften av totalen) nödvändiga bara för att upprätthålla produktion och öka utvinnsgrad eftersom fälten åldras. För det andra kommer fält där partners har tillstånd och som är under utveckling att slutföras trots fallet i oljepriser; det största är det vidsträckta Johan Sverdrup-fältet där investeringar på NOK 100-120 mdr uppskattas under den första fasen från 2015 till produktionsstarten sent 2019. Därutöver kan utveckling av ett antal mindre projekt, vart och ett med en investering på NOK 10-20 mdr, komma att påbörjas 2015-2018. Samtidigt kan små fält och fynd som ännu ej fått tillstånd komma att läggas på is om bestående låga oljepriser gör dem oattraktiva att utveckla.

Industrin kan komma att bromsa in

Tillverkningsindustrins produktion hölls uppe överraskande väl under sommaren trots nedväxling i oljesektorns investeringar. Produktionen ökade med 1,1 procent under det tredje kvartalet, ungefär lika mycket som under de två föregående kvartalen, vilken gav en tillväxt i årstakt på hyggliga 3,3 procent. En brant nedgång i september, om än preliminär, indikerar dock svaghet framöver. En sådan utveckling skulle vara i linje med den senaste konjunkturbarometern för tillverkningsindustrin som visar att framtidsstron sjunkit till den lägsta nivån sedan våren 2012, en nivå som är förenlig med stagnerande produktion på årsbasis. Särskilt uppgav företagen att inkommande

order vänt till försvagning vilket drog ned produktionsförväntningarna till en femårslägst notering.

Inte oväntat var den större delen av den rapporterade svagheten koncentrerad till investeringsvarusektorn där framtidstron stördök till en nivå som inte setts sedan 2010, senast som oljesektorns investeringar gick ned. Som kontrast minskade framtidstron bara måttligt inom sektorerna för insatsvaror och konsumentvaror. Detta återspeglar att den faktiska efterfrågan ännu är hygglig och att förväntningarna om orderutvecklingen ligger kvar över historiska genomsnitt.

Arbetslösheten kryper uppåt 2015

Arbetsmarknaden har till synes påverkats markant av den kraftiga dämpningen av momentum i ekonomin under sommaren. Enligt AKU sjönk sysselsättningen en aning under tredje kvartalet jämfört med kvartalet dessförinnan och arbetslösheten studsade upp från 3,2 till 3,7 procent.

Den 0,6-procentiga ökningen i AKU-sysselsättning över de senaste två kvartalen är mer indikativ för trenden. Sysselsättningen enligt nationalräkenskapernas mått har hållit upp bättre (med bestående tillväxt i den privata sektorn). Dessutom har det mer pålitliga måttet över registrerad arbetslöshet ökat bara måttligt hittills under 2014 och faktiskt minskat om man inkluderar personer i arbetsmarknadsåtgärder. Mot denna bakgrund och med en särskild uppgång från växande uppsägningar i oljesektor och därtill relaterade sektorer så räknar vi med att **AKU-arbetslösheten ökar från 3,5 procent som årsgenomsnitt 2014 till 3,8 procent 2015.**

Kärninflationen överraskande stadig

Kärninflationen mätt med KPI exklusive energi och skatter har varit hackig sedan förra vintern. I linje med detta mönster har den årliga ökningstakten stigit från 2,2 procent i augusti till 2,5 procent i oktober, medan genomsnittet hittills i år på 2,4 procent ligger i stort sett prick på Norges Banks medelfristiga mål. Den breda KPI-inflationen dämpades till 2,0 procent i oktober, drivet av lägre energipriser.

Inhemsk kärninflation har varit ganska stabil under de senaste månaderna. Långsammare hyresinflation och viss moderation för inhemskt producerade varor har motverkats av något högre tjänsteinflation. En del av det senare återspeglar volatila priser på flygresor som kan komma att dämpas framöver. Samtidigt är det tveksamt om nedväxlingen på 1,3 procentenheter i årlig hyresinflation (en femtedel av kärn-KPI-korgen) under det senaste året fortsätter så mycket till. Inflationen på importerade varor (nästan en tredjedel av kärn-KPI) kan komma att avta på kort sikt. Med en normal eftersläpning kan samtidigt den senaste tidens markanta NOK-depreciering räknat på importvägd basis komma att hålla sådana priser högre än tidigare förväntat. Sammantaget väntas den årliga **kärninflationen dämpas från 2,4 procent 2014 till 2,0 procent nästa år för att sedan stiga till 2,2 procent 2016.**

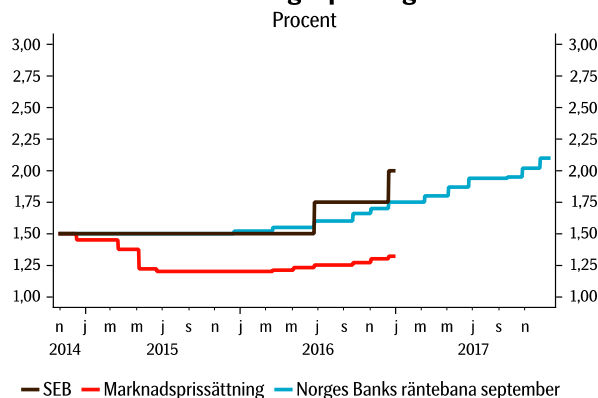
Norges Bank återtar en duvaktig hållning

Norges Banks penningpolitiska rapport i september stängde i praktiken dörren för en räntesänkning, men det senaste raset i oljepriser och lägre räntor utomlands har gett bränsle åt för-

väntningar om mer stimulans. Vi anser att förväntningar om en räntesänkning före årsskiftet är alltför aggressiva. Osäkerheten har ökat men det är knappast tillräckligt för att försvara ett aggressivt agerande då centralbanken så sent som i september förutspådde att både fastlands-BNP och kärn-KPI ska öka med 2,25 procent 2015. I stället väntas bankens räntebana justeras ned vid policymötet den 11 december.

Även om det medges att osäkerheten har stigit så tror vi fortfarande att Norges Bank avstår från att sänka räntor. Priser på befintliga bostäder har åter accelererat och inflationen beräknas hålla sig nära målet trots något högre arbetslöshet nästa år. En sådan miljö kräver ingen ytterligare monetär stimulans. Icke desto mindre tyder den på att Norges Bank kommer att hålla räntan oförändrad en längre tid än vad vi tidigare antagit. Vi räknar nu med en **första höjning i juni 2016 och att styrräntan är 2,00 procent i slutet av 2016.**

Ränteförväntningar på Norges Bank



Källa: Norges Bank, SEB

Eftersom Norges Bank historiskt har varit försiktig under perioder av förhöjd osäkerhet väntar vi oss att den **återtar en duvaktig hållning**. Den innebär att centralbanken signalerar att den är **beredd att sänka styrräntan om nedåtriskerna för tillväxten materialiseras**. I sådant fall kommer troligen styrräntan att sänkas tidigare snarare än senare nästa år.

Ökande marknadsförväntningar om en räntesänkning tidigt i början av nästa år har i kombination med det skarpa oljeprisfallet tyngt kronen. På kort sikt ser vi litet stöd för kronen men tror fortfarande på förstärkning sett på längre sikt, grundat på våra förväntningar om att Norges Bank inte sänker räntan, att oljepriserna stabiliseras och att kapitalflödena blir positiva.

EUR/NOK väntas stå i 8,30 i mitten av 2015 och 7,95 i slutet av 2016. Vi anser att norska statsobligationer är attraktiva i förhållande till tyska, trots att de den senaste tiden utvecklas bättre än de tyska. Gradvis högre internationella räntor, en fortsatt låg styrränta och mindre bruttoutbud bör ge stöd för en **gradvis krympning av 10-årsspreaden mot Tyskland**; vi spår en **spread på 80 punkter i slutet av 2015.**

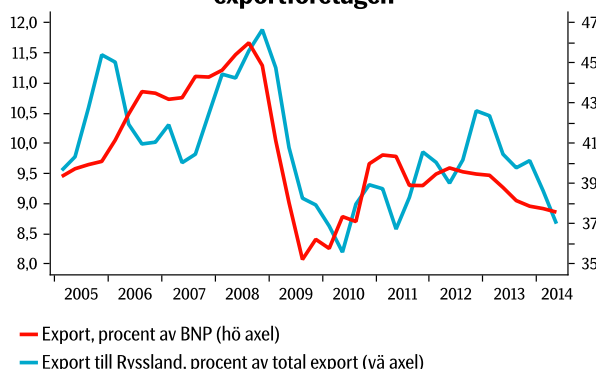
Tredje året med fallande BNP

- **Bredbaserade svagheter**
- **Försiktiga hushåll men exporten stöts av svagare euro**
- **Finanspolitiken fortsatt åtstramande**

Den finska ekonomin brottas med flera svagheter. BNP faller i år för tredje året i rad och nivån ligger nu ca 7 procent lägre än innan krisen. Indikatorer pekar på en svag avslutning av 2014 och utsikterna är svaga också på lite längre sikt. Strukturella problem inom skogs- och IKT-sektorena, stor handels-exponering mot Ryssland samt offentliga åtstramningar hämmar tillväxten. **BNP väntas falla med 0,3 procent 2014 och stiger därefter med svaga 0,5 och 0,9 procent 2015 och 2016.** Riskerna ligger därtill på nedsidan; effekterna av restriktionerna i rysslandshandeln kan bli större än vi räknar med samtidigt som ett mer markerat fall i bopriserna kan få stora effekter på inhemsk efterfrågan.

Indikatorer pekar på svaga utsikter. EU-kommissionens indikator har trendmässigt försvagats den senaste tiden även om en svag uppgång noterades i oktober. För industrin ligger nivån lågt men har inte försvagats ytterligare. Den tydligaste nedgången gäller istället inhemsk sektor där tjänste-producenter blivit mer negativa samtidigt som framtidsstron i byggsektorn har fallit tillbaka kraftigt.

Fortsatt minskad handel med Ryssland pressar exportföretagen



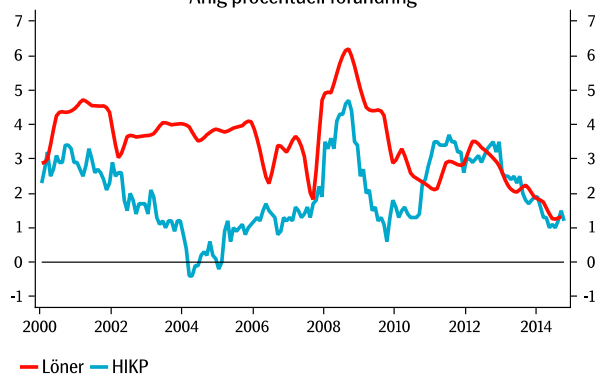
Källa: Statistics Finland

Exporten har stabiliserats och ökar nu svagt, delvis beroende på en svagare euro. Men det är tydligt att **minskad handel med Ryssland gör att förhoppningar om en stark export-driven tillväxt måste skjutas på framtiden.** Nedgången i rysslandsexporten förstärks nu av ryska importrestriktioner men har pågått i flera år orsakat av en inbromsning i Ryssland. Exempelvis föll matexporten med 17 procent på årsbasis i

augusti; en tydlig konsekvens av de ryska importrestriktionerna på livsmedel och jordbruksvaror som infördes i början av augusti. Låg efterfrågan och ledig kapacitet i industrin gör att **investeringarna fortsätter att vara svaga.** Osäkerheten kring bomarknaden i kombination med hushållens svaga inkomstökningar leder till fallande bostadsinvesteringar. Totalt faller investeringarna i år, för tredje året i rad och ökar därefter långsamt 2015 och 2016.

Oförändrade reallöner

Årlig procentuell förändring



Källa: Finlands Statistik

Trots fallande BNP har arbetslösheten sjunkit tillbaka under 2014. Sysselsättningen har visserligen minskat, men demografiska faktorer har bidragit till minskande arbetsutbud. Nästa år kommer en långsamt förbättrad tillväxt att stabilisera sysselsättningen. Antalet lediga platser ligger på en hög nivå, givet den höga arbetslösheten, vilket kan vara en indikation på matchningsproblem på arbetsmarknaden. **Inflationen ligger över snittet i eurozonen,** men faller framöver i takt med lägre löneökningar och större genomslag av den senaste tidens internationella prisfall på mat och energi. Hushållens förtroende har kraftigt försämrats vilket även syns i fallande konsumtion. Löneökningstakten har växlat ner och ligger nu på samma nivå som inflationstakten, vilket innebär att reallönerna i stort sett är oförändrade. Konsumtionen ökar endast svagt och sparkvoten faller 2014-2016.

Parlamentsvalet 2015 gör att någon förändring i finanspolitiken inte är sannolik den närmsta tiden. Åtstramningen fortsätter trots stimulansbehov. Svag tillväxt gör att det **offentliga sparande endast förbättras marginellt trots besparingar; underskottet minskar från 2,2 procent av BNP 2014 till 1,8 procent 2016.** Oro över den offentliga sektorns finansiella ställning bidrog till att Standard and Poors sänkte kreditbetyget tidigare i år. Investerare har dock fortsatt förtroende för ekonomin och ränteskillnaden mot Tyskland har minskat under året.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2013	2014	2015	2016
BNP OECD	1,4	1,9	2,4	2,4
BNP världen (PPP)	3,3	3,5	3,8	3,9
KPI OECD	1,6	1,7	1,1	1,7
Exportmarknad OECD	2,7	3,6	5,1	4,8
Oljepris Brent (USD/fat)	108,7	101,0	85,0	85,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr USD	2013	2014	2015	2016
BNP	17 078	2,2	2,3	3,4	3,1
Privat konsumtion	11 653	2,4	2,3	3,0	2,6
Offentlig konsumtion	3 143	-2,0	-0,1	0,5	0,0
Bruttoinvesteringar	2 395	4,7	5,2	8,0	8,4
Lagerinvesteringar	1 936	0,0	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	2 325	3,0	3,7	6,1	6,1
Import	2 788	1,1	3,6	5,2	5,7
Arbetslöshet (%)		7,4	6,2	5,4	4,9
KPI		1,5	1,7	1,0	2,3
Hushållens sparkvot (%)		4,9	5,3	5,9	6,3

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr EUR	2013	2014	2015	2016
BNP	9 881	-0,5	0,9	0,9	1,3
Privat konsumtion	5 537	-0,7	0,5	0,6	1,0
Offentlig konsumtion	2 086	0,2	0,3	0,3	0,4
Bruttoinvesteringar	1 936	-2,4	1,2	1,4	2,0
Lagerinvesteringar		-0,1	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	4 312	2,0	2,8	3,0	4,2
Import	3 971	1,2	2,3	2,8	4,0
Arbetslöshet (%)		12,0	11,6	11,3	11,1
KPI		1,4	0,5	0,5	1,0
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	2,5
Japan	1,5	0,4	0,9	1,1
Tyskland	0,1	1,3	1,2	1,6
Frankrike	0,4	0,4	0,5	0,9
Italien	-1,9	-0,3	0,3	0,8
Kina	7,7	7,4	7,0	6,7
Indien	4,7	5,4	5,8	6,2

Inflation

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

Arbetslöshet, (%)

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

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	2,8	0,1	1,6	1,9
Lettland	0,0	0,7	2,1	2,1
Litauen	1,2	0,2	1,0	1,5
Polen	0,8	0,0	1,3	2,0
Ryssland	6,8	7,7	6,7	5,7
Ukraina	-0,3	11,5	10,5	7,0

FINANSIELLA PROGNOSE

		20-nov	dec-14	jun-15	dec-15	jun-16	dec-16
Officiella räntor							
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	1,00	1,75	2,25
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Eurozonen	Refiränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,25
Obligationsräntor							
USA	10 år	2,34	2,35	2,45	2,90	3,05	3,20
Japan	10 år	0,47	0,50	0,50	0,55	0,60	0,65
Tyskland	10 år	0,80	0,70	0,90	1,20	1,35	1,50
Storbritannien	10 år	2,11	2,00	2,30	2,80	3,05	3,30
Växelkurser							
USD/JPY		116	118	125	130	135	140
EUR/USD		1,25	1,23	1,18	1,16	1,14	1,13
EUR/JPY		145	145	148	151	154	158
GBP/USD		1,56	1,52	1,49	1,51	1,50	1,51
EUR/GBP		0,80	0,81	0,79	0,77	0,76	0,75

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr SEK	2013	2014	2015	2016
BNP	3 776	1,5	2,1	2,7	2,7
BNP, dagkorrigerat		1,5	2,2	2,5	2,5
Privat konsumtion	1 764	2,1	2,7	3,0	2,7
Offentlig konsumtion	990	2,0	0,8	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	836	-0,1	4,5	4,5	5,5
Lagerinvesteringar		0,0	0,1	0,1	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 653	-0,5	2,1	3,4	4,9
Import	1 461	-0,8	3,5	3,7	5,4
Arbetslöshet (%)		8,0	8,0	7,6	7,2
Sysselsättning		1,1	1,4	1,3	1,0
Industriproduktion		-4,0	-2,0	2,5	3,0
KPI		0,0	-0,2	0,3	1,5
KPIF		0,9	0,5	1,0	1,5
Timlöneökningar		2,6	2,7	2,8	3,5
Hushållens sparkvot (%)		15,3	15,6	15,3	14,4
Real disponibel inkomst		2,1	3,0	2,8	1,9
Handelsbalans, % av BNP		1,4	1,0	0,5	0,7
Bytesbalans, % av BNP		6,6	6,0	5,5	5,3
Statligt lånebehov, mdr SEK		131	45	20	-15
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,2	-1,5	-0,9	-0,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38,6	39,7	39,0	37,7

FINANSIELLA PROGNOSE	20-nov	dec-14	jun-15	dec-15	jun-16	dec-16
Reporänta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50
3-månaders ränta, STIBOR	0,27	0,30	0,35	0,35	0,35	0,85
10-års ränta	1,13	0,95	1,10	1,50	1,90	2,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	33	25	20	30	55	70
USD/SEK	7,43	7,60	7,80	7,76	7,81	7,79
EUR/SEK	9,25	9,35	9,20	9,00	8,90	8,80
TCW	125,7	127,0	126,0	123,9	122,9	121,8
KIX	109,3	110,4	109,6	107,8	106,9	105,9

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr NOK	2013	2014	2015	2016
BNP	2 987	0,7	2,1	1,2	1,9
BNP (Fastlandet)	2 347	2,3	2,6	2,1	2,4
Privat konsumtion	1 201	2,1	2,1	2,7	3,0
Offentlig konsumtion	629	1,7	3,2	2,1	2,0
Bruttoinvesteringar	705	6,8	1,1	-1,8	2,2
Lagerinvesteringar		0,4	0,4	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 169	-3,0	0,4	2,6	2,2
Import	857	4,3	1,1	3,4	3,8
Arbetslöshet (%)		3,5	3,5	3,8	3,6
KPI		2,1	2,0	1,9	2,1
KPI-JAE		1,6	2,4	2,0	2,2
Årslöneökningar		3,9	3,5	3,3	3,5

FINANSIELLA PROGNOSE

	20-nov	dec-14	jun-15	dec-15	jun-16	dec-16
Folioränta	1,50	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00
10-års ränta	1,98	1,80	1,90	2,00	2,20	2,35
10-års räntedifferens mot Tyskland	118	110	100	80	85	85
USD/NOK	6,78	6,91	7,03	7,03	7,11	7,04
EUR/NOK	8,45	8,50	8,30	8,15	8,10	7,95

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr DKK	2013	2014	2015	2016
BNP	1 891	-0,1	1,0	2,0	2,5
Privat konsumtion	894	0,2	0,9	2,3	2,7
Offentlig konsumtion	524	0,7	1,3	0,9	0,0
Bruttoinvesteringar	321	0,5	2,4	2,4	3,5
Lagerinvesteringar		0,2	-0,1	0,1	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 019	1,0	2,4	3,0	4,7
Import	914	1,4	3,9	3,2	4,2
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	0,8	1,4
Timlöneökningar		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	-1,5	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,5	43,5	43,0	41,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	20-nov	dec-14	jun-15	dec-15	jun-16	dec-16
Utlåningsränta	0,20	0,20	0,10	0,10	0,10	0,10
10-års ränta	0,85	0,75	0,95	1,25	1,40	1,55
10-års räntedifferens mot Tyskland	5	5	5	5	5	5
USD/DKK	5,98	6,05	6,31	6,41	6,53	6,58
EUR/DKK	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2013, mdr EUR	2013	2014	2015	2016
BNP	201	-1,2	-0,3	0,5	0,9
Privat konsumtion	111	-0,7	-0,4	0,3	0,5
Offentlig konsumtion	50	1,5	0,3	0,3	0,5
Bruttoinvesteringar	43	-4,8	-1,2	0,7	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	-0,3	1,3	3,5
Arbetslöshet (%)		8,5	8,5	8,3	8,0
KPI, harmoniserat		2,2	1,3	1,1	1,1
Timlöneökningar		2,1	1,5	1,5	1,8
Bytesbalans, % av BNP		-1,3	-1,4	-1,2	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,4	-2,2	-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 september 2014 uppgick koncernens balansomslutning till 2 840 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 632 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.