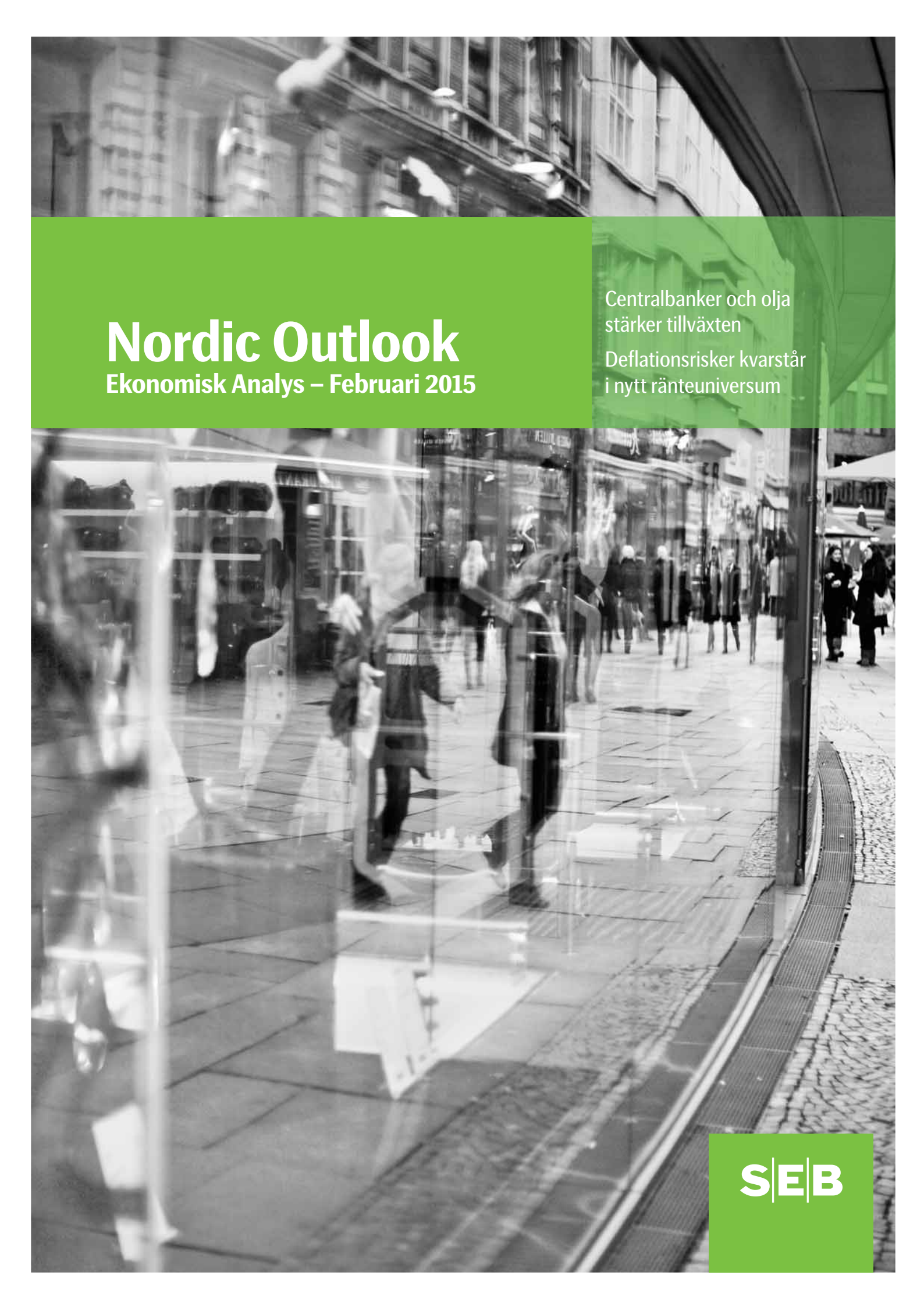


A black and white photograph of a city street scene, likely in a European city, showing a sidewalk, a street with a tram track, and buildings in the background. A green overlay covers the top half of the image, containing text. The bottom right corner features a green square with the SEB logo.

# Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Februari 2015

Centralbanker och olja  
stärker tillväxten

Deflationsrisker kvarstår  
i nytt ränteuniversum

SEB



|                                                    |    |
|----------------------------------------------------|----|
| Internationell översikt                            | 5  |
| Tema: Oljepriset söker ny jämvikt                  | 13 |
| Tema: Nytt ränteuniversum                          | 14 |
| USA                                                | 16 |
| Japan                                              | 20 |
| Asien                                              | 21 |
| Eurozonen                                          | 24 |
| Storbritannien                                     | 28 |
| Östeuropa                                          | 29 |
| Baltikum                                           | 31 |
| Sverige                                            | 32 |
| Tema: Riksbanken och okonventionell politik        | 37 |
| Danmark                                            | 38 |
| Norge                                              | 40 |
| Tema: Hur bör fallande oljeinvesteringar hanteras? | 43 |
| Finland                                            | 44 |
| Nyckeldata                                         | 46 |

## Fördjupningsrutor

|                                                              |    |
|--------------------------------------------------------------|----|
| Internationell översikt: Grekland skakar om eurozonen - igen | 7  |
| Internationell översikt: Uppåtrisker överväger               | 8  |
| USA: Varför ökar inte timlönerna snabbare?                   | 18 |
| Sverige: 2014 ungefär som väntat, trots allt                 | 33 |
| Sverige: Ny spelplan efter överenskommelsen                  | 36 |
| Danmark: Valutapeggen och penningpolitikens dynamik          | 39 |

Denna rapport publicerades den 10 februari 2015.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 5 februari 2015.

---

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

## Ljusare tillväxtutsikter men kvarstående deflationsrisker

- **Stark USA-tillväxt ger global draghjälp**
- **Ljusare tillväxtutsikter i eurozonen men ökade politiska spänningar**
- **Oljepriset till ny jämvikt på 70 USD/fat**
- **Fed höjer i september 2015 trots låg KPI**
- **EUR/USD sjunker gradvis mot paritet**
- **Riksbanken sänker till negativ styrränta**

De senaste månaderna har konjunkturutvecklingen i världsekonomin varit blandad. I **USA** har återhämtningen blivit allt tydligare även om BNP för fjärde kvartalet 2014 blev lite svagare än väntat. I **Japan** syns tecken på att draghjälp från USA-uppgången lyfter exporten; de långsiktiga utmaningarna är dock fortfarande olösta. I Väst Europa har uppgången i den **brittiska** ekonomin fortsatt samtidigt som situationen i **eurozonen** stabiliserats. I tillväxtekonomierna (Emerging Markets, EM) har signalerna också varit lite spretiga. I Kina fortgår mjuklandningen ungefär som väntat; BNP-siffran för fjärde kvartalet överraskade något på uppsidan. Oljeprisfall och ekonomiska sanktioner gör att den **ryska** ekonomin är på väg ned i en djup recession och även i **Brasilien** har utsikterna försämrats.

När vi blickar framåt är det tydligt att de globala förutsättningarna den senaste tiden har förändrats på ett sätt som ställer prognosmakare inför nya utmaningar. **Prisfallet på råolja har fortsatt** och även om vi räknar med en viss rekyl uppåt under andra halvåret kommer priset att permanentas på en lägre nivå än vi vant oss vid. **ECB har nu levererat det sedan länge annonserade programmet för tillgångsköp (QE-program)**. Programmet blev något mer kraftfullt än väntat, bl a genom att ECB förbinder sig att fortsätta köpen till dess inflationen verkligen reagerat på önskat sätt. ECB:s QE-program och amerikansk konjunkturstyrka har nu **resulterat i en betydande dollarförstärkning** och mycket tyder på att denna kommer **att gå längre än vi tidigare trott**. Förutsättningarna för en global återhämtning förbättras om USA kan bära en starkare USD och inte behöver trappa upp det valutakrigsspel som många länder nu är inne i.

Sammantaget bidrar dessa faktorer till att vi reviderat upp tillväxten något i OECD-området. Vi räknar nu med en **BNP-tillväxt på 2,6 procent både 2015 och 2016**, vilket kan jämföras med 2,4 procent båda åren i novemberprognosen. Försämrade utsikter i främst Ryssland och Brasilien gör dock att nedrevideringen i EM-ekonomierna blir än större. Prognosen för den globala tillväxten har därför justerats ned något och vi

räknar nu med en måttlig acceleration från **3,5 procent 2014 till 3,7 respektive 3,9 procent 2015 och 2016**.

### Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Prognosen innebär en försiktig bedömning av konsekvenserna av de mer expansiva förhållandena. **Genomslaget av lägre oljepris** dämpas av att ökade realinkomster hos hushållen i många länder kommer att gå till ökat sparande och skuldkonsolidering (se teamartikel). **Effektiviteten av den exceptionella penningpolitiska stimulansen är därtill fortfarande osäker** och debatten om huruvida de utvecklade ekonomierna befinner sig i en långvarig (sekulär) stagnation är inte avgjord.

Oljeprisfallet sätter nu tydliga avtryck i inflationsprognoserna och **KPI-inflationen blir negativ i många länder under 2015**. Effekterna på kärninflationen och konsekvenserna för inflationsprocessen på längre sikt är dock tveeggade eftersom den högre ekonomiska aktivitetsnivån ger inflationsimpulser på uppsidan. Fallande inflationsförväntningar indikerar dock risker för att deflationstrycket förstärks, framför allt i eurozonen och Japan. Vi räknar med att en förlamande deflationsprocess kan undvikas men den underliggande inflationen kommer att ligga kvar klart under centralbankernas mål och därmed **tvunga penningpolitiken att fortsatt prioritera kampen för att bevara inflationsmålets trovärdighet**. Sjunkande inflationsförväntningar och nedreviderade inflationsprognoser har bidragit till ökad osäkerhet avseende den amerikanska centralbanken (Feds) möjligheter att leverera de styrränthöjningar som man signalerat. Vår bedömning är dock att det snabbt stigande resursutnyttjandet gör att Fed har goda argument för att inflationen så småningom vänder upp och **vi räknar därför med att försiktiga räntehöjningar inleds efter sommaren**.

Den penningpolitiska utvecklingen fortsätter att sätta avgörande avtryck på olika finansiella marknader de närmaste åren.

Vi räknar med att obligationsräntorna fortsätter nedåt ytterligare en bit innan de bottenar ut i mitten på året. **US-dollar fortsätter att förstärkas både mot euron och yenen i denna miljö.** Något starkare tillväxt i kombination med fortsatt exceptionell lågräntemiljö gör att **utsikterna för börserna på medellång sikt är relativt goda.**

Samtidigt som det är rimligt att tro att de mer expansiva förhållandena i världsekonomin kommer att få effekt på realekonomi och finansiella marknader kvarstår en rad orosmoln. De hotbilder som vanligen diskuteras kan grovt delas in i tre olika kategorier som i viss mån är kopplade till varandra. 1) **Förhöjd geopolitisk osäkerhet** i en värld där USA:s dominans inte längre är självklar och där olika aktörer inte minst Ryssland och Kina söker nya roller. 2) Fortsatt **långsiktig osäkerhet kring europrojektets framtid** i en situation där integrationen tycks ha avstannat och där politiska krafter som inte accepterar rådande principer för krishanteringen växer i styrka. 3) **Generell osäkerhet om hur de massiva centralbanksstimulanser** som nu i hög grad driver världsekonomin **ska kunna reverseras** utan att äventyra den finansiella stabiliteten.

Ofta står de två första områdena i fokus eftersom de mera konkret får genomslag i den politiska och ekonomiska nyhetsrapporteringen men frågan är om inte det tredje området är mest avgörande för utvecklingen på medellång sikt. Att stimulanspolitiken förmår pumpa upp tillgångspriserna har ständigt bekräftats de senaste åren. De realekonomiska spridningseffekterna har dock **hämmats av att förmögenhetseffekterna är ojämnt fördelade** och i hög grad hamnar hos hushåll med låg benägenhet att konsumera. På investeringssidan är frågetecknen ännu större, bl a därför att **höga avkastningskrav gör att många utbyggnadsinvesteringar blir svåra att räkna hem.** Ytterligare stimulanser och flera år med fortsatt lågräntemiljö riskerar att vidga förmögenhetsklyftorna och öka riskerna för att nya tillgångsprisbubblor byggs upp.

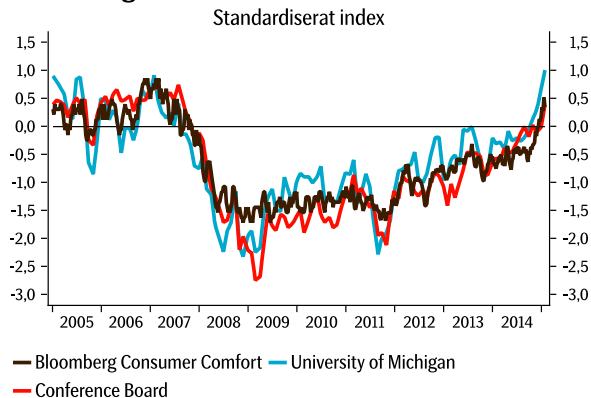
Att investerare är beredda att köpa placeringsinstrument med negativ ränta under en ganska lång tidsperiod indikerar en tydlig misstro mot att reflateringspolitiken kommer att lyckas (se temaartikel "Nytt ränteuniversum"). Centralbanker med BIS i spetsen varnar också för att det finns en latent hög volatilitet i det finansiella systemet som för närvarande döljs av centralbankernas balansräkningsexpansion på hittills ca 15 000 miljarder dollar. Stressen synliggjordes t ex den 15 oktober 2014 då en amerikansk 10-årig statsobligationsränta föll med 40 punkter på bara några timmar. Lågräntemiljön och fortsatt höga avkastningskrav ligger förmodligen bakom volatiliteten och sannolikt beror stressen också på en minskad riskabsorption- och buffertförmåga på grund av nya regelverk och höjda krav på banksystemen.

## USA-återhämtning på allt fastare mark

De senaste 3-4 åren har den globala tillväxten kännetecknats av en syrefattig återhämtning. Upprepade gånger har förväntningarna i början på året om en mer tydlig återhämtning kommit på skam. Uppblossande skuldkriser i euroländer, japanska naturkatastrofer samt amerikanska budgetbråk eller extremväder har utgjort störningar som analytiker tagit som intäkt för att förklara nedrevideringar av prognoserna. I de flesta fall är

det dock lite svårt att förstå varför sådana händelser ska föra med sig en permanent lägre produktionsnivå; normalt borde rekylar följa som på lite sikt ger en extra tillväxtskjuts. **Det är därför rimligt att tro att underliggande tillväxtförutsättningar inte funnits på plats** för att säkerställa en hållbar återhämtning. Detta ligger också väl i linje med historiska erfarenheter från tidigare balansräkningskriser där läkeprocesserna ofta tar 6-8 år.

### Stigande konsumentförtroende i USA



Källa: Bloomberg, Conference Board, SEB

När vi nu går in i 2015 gör vi bedömningen att situationen förändrats och att den amerikanska ekonomin kommer att växa i en snabbare takt än på länge. Stark arbetsmarknad, stigande realinkomster bl a drivet av det låga oljepriset samt växande förmögenheter genom prisökningar på aktier och bostäder skapar starka fundament för en konsumtionsdriven tillväxt. Vi ser också goda förutsättningar för att en sådan sedan sprider sig till en bredare investeringsuppgång med tanke på ett allt mer ansträngt resursutnyttjande och en stark finansiell situation i företagssektorn. **Sammantaget räknar vi med en BNP-tillväxt på 3,5 procent 2015 och 3,2 procent 2016; klart över trend.**

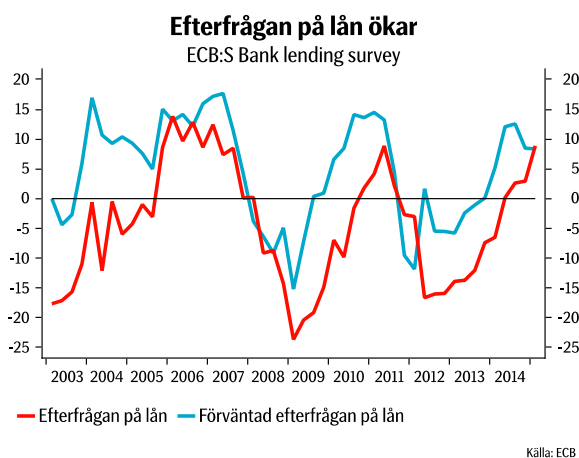
## Botten nådd i eurozonen

Har vi var rätt i vår prognos att EUR/USD kan röra sig mot paritet samtidigt som den amerikanska ekonomin fortsätter att växa klart över trend blir draghjälpen för Väst Europa större än vi tidigare räknat med. Inte minst stärks den tyska industrins konkurrenskraft kraftigt, vilket ger ökade möjligheter att ta över som draglok i ett senare skede av återhämtningen. Att eurozonen är **en utpräglad nettoimportör av råolja gör att man tydligt gynnas av lägre oljepris.** Den inkomstförstärkning som hushållen erhåller kommer dock till stor del att gå till ökat sparande i en situation med fortsatta behov av skuldbantning och osäkra politiska framtidsutsikter i många länder.

Effekterna av ECB:s QE-program beror på flera faktorer. Jämför man med erfarenheterna från USA tyder mycket på att **stimulansseffekten via växelkurskanalen blir större.** Däremot är det troligt att effekterna på de nominella räntorna blir mindre än i USA och Storbritannien, åtminstone i kärnländerna där räntenivåerna redan i utgångsläget är mycket nedpressade. Lättnaden på kreditmarknaden förstärks dock av att stresstesterna av bankerna nu är genomförda och att många banker stärkt sin kapitalbas. Inflationsförväntningarna blir centrala för om programmet generellt ska bli lyckosamt eftersom de påver-



kar både realränta och framtidsstro hos hushåll och företag. Tidiga signaler indikerar en initial uppgång i inflationsförväntningarna men det är för tidigt att dra några starka slutsatser av detta.



Sammantaget gör vi en försiktig bedömning av effekterna av de starkare tillväxtkrafterna. Vi har reviderat upp BNP-tillväxten med 0,3 procentenheter de kommande åren och räknar med **att BNP ökar med 1,2 procent 2015 och med 1,7 procent för 2016**. Den ekonomiska integrationen har i hög grad gått i stå och samarbetet inom eurozonen ställs inför påfrestningar som hämmar konsumtion och investeringar. Att stora länder som Frankrike och Italien brottas med stora strukturella problem bidrar också till att tillväxten i eurozonen får svårt att lyfta. Spanien har däremot fortsatt att överraska positivt den senaste tiden och tillväxten 2015 blir hyggliga 2 procent.

Framtidstron i den tyska ekonomin är åter på väg upp efter en svacka under 2014 som till stor del drevs av handelsstörningar kopplade till Rysslandskonflikten. Det stora exportberoendet gör att ekonomin nu gynnas extra mycket av den svaga euron. Med EUR/USD på väg mot paritet kommer bytesbalansen att öka ytterligare från redan rekordhöga nivåer. **Tyskland**

### Grekland skakar om eurozonen – igen

Den senaste tidens politiska utveckling i Grekland har åter satt fokus på regionens krishantering. Hittills har det huvudsakliga receptet varit stödlån från euroinstitutioner och IMF kopplat till krav på besparingar och strukturella reformer. De senaste årens erfarenheter tyder på att detta tillvägagångssätt fått **större negativa tillväxteffekter än väntat**.

**Eurokrisen är nu på väg in i ett nytt skede** då besparingspolitiken utmanas av nya politiska krafter runt om i EU som inte är lika kompromissvilliga som sina föregångare. Grekland är nu det första exemplet där missnöje med krispolitikens fleråriga besparingar lagt grunden för vänsterradikala Syrizas valseger i januari. Liknande strömningar finns i andra länder, bl a i Spanien där Podemos leder i opinionsundersökningarna inför valet senare i år. Vi är nu återigen inne i en typ av **"chicken race" mellan den nya grekiska regeringen å ena sidan och trojkan (eurozonen/ECB/IMF) å den andra**. Viktiga principiella positioner bryts mot varandra när länder som Tyskland, Finland och Nederländerna motsätter sig en skuldnedskrivning och kräver att Grekland står fast vid reformprogrammet. Den grekiska regeringen hamnar i svår position; man vann valet på löften om att kräva betydande lättnader men bakbinds delvis i förhandlingar av att det grekiska folket enligt opinionsmätningar vill behålla euron.

I nuläget är det svårt att bedöma hur mycket förhandlingsmän som finns hos aktörerna vilket ger förhöjd osäkerhet. Sedan nyvalet utlystes i december har grekiska räntor stigit och börsen fallit. Vi ser även kapitalutflöden ur grekiska banker som är beroende av centralbankslikviditet. Samtidigt är det tydligt att smittoeffekterna till andra krisländer är klart mindre än tidigare; ECB:s agerande, stödmekanismer som OMT-programmet och genomförda budgetbesparingar i flera länder har uppenbarligen fått effekt.

Det finns **tre huvudsakliga vägar framåt för Grekland och eurozonen**. Vilken väg som tas är principiellt viktigt eftersom det visar hur regionen kan komma att lösa liknande konflikter framöver. **Vårt huvudscenario är att en förhandlingslösning nås där Grekland får påtagliga lättnader i form av lägre räntor och längre löptider**. Eventuellt införs även ett skuldmoratorium som innebär att landet slipper betala räntor under en viss tidsperiod (5-10 år) eller till dess att tillväxten når en viss nivå. **Alternativ två är att Grekland får en faktisk skuldnedskrivning**, troligen då till en nivå kring 120 procent av BNP så att landets offentliga skuld fortsatt är högst av krisländerna. Detta kopplas till fortsatt samarbete med eurozonen, ECB och IMF, vilket kan avskräcka de andra krisländerna som redan lämnat/vill lämna trojkans övervakning. Det  **tredje alternativet**, som ingen säger sig vilja ha, är att **Grekland unilateralt ställer in betalningarna och lämnar eurosamarbetet**. Det finns en risk att den hårda retoriken, tysk ovilja att ge med sig och svårigheter för Syriza att hantera en inrikespolitisk sveddiskussion **leder till att Grekland "ofrivilligt" hamnar i en sådan situation**.

**Vårt huvudscenario innebär en kompromiss som mildrar de finansiella orostendenserna**. Men det är en öppen fråga om denna lösning leder Grekland och regionen in på rätt väg på sikt. Risken är att man skjuter problemen framför sig och att de kompromisslösningar som nåts i olika faser av den grekiska krisen i den framtida historieber beskrivningen kommer att beskrivas som orsaken till 5-10 förlorade år när det gäller ekonomiska framsteg. Situationen illustrerar det dilemma som uppstår när olika aktörer är bundna av **inrikespolitiska överväganden** som gör det svårt att **nå en lösning som är bra för regionen som helhet**.

**kommer därmed att vara i fokus, såväl när det gäller obalanser globalt, som inom eurozonen.** Kritiken från omvärlden mot att Tysklands inte stimulerar sin ekonomi i syfte att mildra problemen med handelsobalanser och deflationstryck i eurozonen kommer troligen att tillta. Den enorma förmögenhetsuppbyggnad som bytesbalansöverskotten genererar kommer också att tas som intäkt för att landet borde kunna inta en mjukare hållning i diskussionerna om skuldavskrivning i Grekland (se fördjupningsruta ovan). Vi tror dock inte att några större stimulanspaket kommer att lanseras, bl a mot bakgrund av det höga resursutnyttjandet. Tyska politiker pressas också av en inhemsk opinion och ECB:s QE-program gör nog att motståndet mot ytterligare eftergifter i europapolitiken kommer att öka.

### Blandade utsikter för EM-ekonomier

EM-ekonomiernas roll i världsekonomin blir trendmässigt allt viktigare. Det gäller inte minst på det ekonomisk-politiska området där Brics-ländernas samarbete utvecklas alltmer. Kina har också ambitioner att bygga nya allianser som ibland konkurrerar med traditionella OECD- och USA-dominerade institutioner. Detta gäller inte minst relationer med olika afrikanska länder, men Kinas erbjudande om finansiellt stöd till Ryssland i nuvarande krissituation är ett annat viktigt exempel.

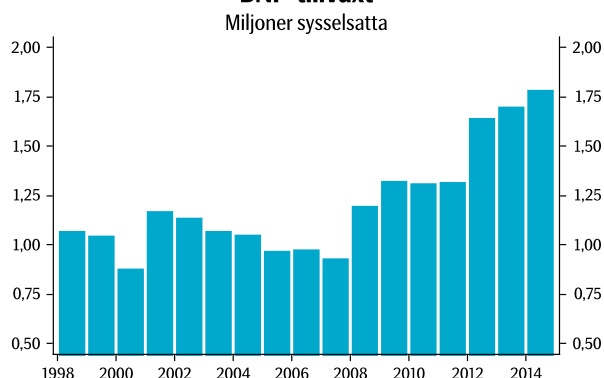
De mer kortsiktiga konjunkturutsikterna är däremot mer blandade. BNP väntas accelerera försiktigt 2015 och 2016 i de flesta asiatiska tillväxtekonomier. Effekterna av lägre oljepriser blir generellt ganska små, men lägre inflation gör att centralbankerna i regionen kan fortsätta sin mjuka penningpolitik.

**Kina** går fortsatt mot strömmen; **BNP-tillväxten** väntas fortsätta bromsa in från **7,4 procent 2014 till 7,0 procent 2015**

### Uppåtrisker överväger

Sedan en tid har vårt högtillväxtscenario grundat sig på en utveckling där spridningseffekterna från den amerikanska återhämtningen till övriga världen, och framför allt Väst Europa, blir kraftigare än väntat och mer i linje med historiska erfarenheter. **Sannolikheten för att ett sådant scenario ska realiseras har ökat den senaste tiden.** Dollarns utveckling är en viktig ingrediens i detta eftersom en starkare valuta utgör en test på den amerikanska ekonomins förmåga att agera globalt tillväxtlok. Om vi har rätt i vår prognos att EUR/USD kan röra sig mot paritet samtidigt som den amerikanska tillväxten fortsätter att växa klart över trend blir draghjälpen till Europa betydande. Inte minst ökar tyska industrins möjligheter att agera motor i ett senare skede av återhämtningen. Även effekterna av oljeprisnedgången utgör en potential för snabbare tillväxt eftersom vår grundprognos baseras på antagandet om att effekterna blir mindre än vad traditionella känslighetsanalyser indikerar. **Vi bedömer att sannolikheten för högtillväxtscenariot ökat till 30 procent jämfört med bedömningen på 25 procent i NO November 2014.**

### Ökning av urban sysselsättning per procentenhet BNP-tillväxt



Källa: IMF, National Bureau of Statistics of China, SEB

och **6,7 procent 2016**. Arbetsmarknaden har dock god motståndskraft mot BNP-dämpningen. Detta beror bl a på att en snabb expansion av den sysselsättningsintensiva tjänstesektorn gör att **fler jobb än tidigare skapas vid en given BNP-tillväxt**. Risken för en allvarig nedgång på bostadsmarknaden har minskat men överutbudet av bostäder kommer att fortsätta hämma byggandet och därmed även tillväxten under lång tid framöver. Myndigheterna prioriterar nu tillväxstöttande politik men i likhet med 2014 krävs en balansgång så att inte kreditillväxten skjuter fart.

**I Indien** skapar en kraftig inflationsdämpning utrymme för att mjuka upp penningpolitiken, vilket ger visst stöd till tillväxten. Regeringspartiet BJP fortsätter reformarbetet trots hårt motstånd från opposition och särintressen. Framsteg har gjorts men de riktigt tunga reformerna lyser ännu med sin frånvaro. **BNP-tillväxten** i Indien väntas accelerera försiktigt till **7,3**

Samtidigt finns också en rad nedåtrisker i prognosen.

**Spänningarna mellan Ryssland och Västvärlden kan eskalera och ge större ekonomiska effekter.** Inte minst finns risker för en ekonomisk kollaps i Ryssland. Även om EU-länderna är måna om att undvika en sådan utveckling visar erfarenheterna att det kan vara svårt att bryta låsta positioner inom utrikes- och säkerhetspolitik. Ökade spänningar inom eurosamarbetet som diskuterats tidigare kan också leda till osäkerhet som hämmar tillväxten. På lite sikt ser vi också risker för att processen mot mer normala penningpolitiska förhållanden kan utlösa finansiell turbulens. Ett första test blir hur världsekonomin reagerar på amerikanska räntehöjningar. Sannolikheten bedöms dock vara ganska låg för att detta ska störa den globala återhämtningen, inte minst mot bakgrund av Feds betydande manöverutrymme. **Sammantaget gör vi bedömningen att riskerna för en sämre utveckling de närmaste åren har minskat till 20 procent (jämfört med 30 procent i november).** Flera av de nedåtrisker som diskuteras ovan kan dock bli mer kritiska i ett lite längre tidsperspektiv



**procent 2015 och till 7,6 procent 2016.** Bortom prognoshorisonten finns potential för ytterligare högre tillväxt drivet av mjukare penningpolitik och fortsatt reformarbete.

I **Brasilien** är tillväxten fortsatt trög. Även om BNP-tillväxten väntas accelerera från 0 procent 2014 till 2,5 procent 2016 ligger den ändå långt under tidigare års nivåer. Trots vissa reforminitiativ från president Dilma Rousseff behövs mer omfattande strukturreformer för att få fart på ekonomin. I närtid hämmas tillväxten av ett besparingsprogram som syftar till att komma till rätta med underskotten i statsbudgeten. Centralbanken har inte lyckats få bukt med inflationen som väntas bryta igenom inflationsmållets övre gräns på 6,5 procent.

Ryssland står inför en djup recession i spåren av oljepriskollaps och rubelkrasch i slutet av 2014. Vi räknar med att **BNP faller med 5,5 procent 2015** när budgettåstramningar, ekonomiska sanktioner samt rubelkollaps pressar ekonomin. Rubeln fall bidrar bl a till en inflationschock som dramatiskt försvagar hushållens köpkraft. Rubeln förblir under press även om en återhämtning av oljepriset ger visst stöd. BNP-fallet dämpas 2016 till 1,0 procent men riskerna ligger på nedsidan, inte minst mot bakgrund av att Ukrainakrisen hotar att eskalera till en mer tydlig konflikt mellan NATO och Ryssland. Trots dessa ekonomiska och finansiella påfrestningar har Ryssland tillräckligt med muskler för att undvika en statsfinansiell kris de närmaste åren.

## Norden står emot påfrestningar

De nordiska ekonomierna har den senaste tiden utsatts för olika typer av påfrestningar. Försvagningen i eurozonen, och framför allt i Tyskland, hämmade exporten under en stor del av 2014. Den ryska krisen har därtill satt speciellt stora avtryck i Finland samtidigt som norsk ekonomi pressas hårt av oljeprisfallet. I Danmark är nu den 33 år gamla valutapeggen under press av ett massivt valutainflöde i spåren av ECB:s QE-program och omläggningen av valutapolitiken i Schweiz. Sverige har präglats av en viss ekonomisk-politisk dramatik i spåren av regeringskrisen i slutet av 2014 och Riksbankens drastiska åtgärder för att försvara inflationsmållets trovärdighet.

Vi ser ändå goda skäl till att stå fast vid en ganska optimistisk syn. Lite ljusare tillväxtutsikter i eurozonen och framför allt för Tyskland ger stöd. Därtill kommer att valutorna i de skandinaviska länderna att följa med eurons försvagning mot andra ledande valutor. Den svenska tillväxten får också stöd i snabb uppgång av bostadsbyggandet som bidrar till att BNP-växer med 2,7 procent både 2015 och 2016. Den norska tillväxten är visserligen nedjusterad för 2015 som en följd av oljeprisnedgången, men tillväxten vänder upp igen 2016 när oljepriset rekylerar uppåt. Finanspolitiken kommer att stå i främsta ledet om oljeprisfallet skulle ge större effekter på tillväxten än vi räknar med. Den danska ekonomin får också stöd av en mer expansiv finanspolitik samtidigt som ECB:s stimulanser får genomslag också på danska monetära förhållanden. Ytterligare räntesänkningar kan bli nödvändiga för att försvara valutakopplingen till euron. Den finska ekonomin förblir svag, men återhämtningen i övriga eurozonen och en svagare valuta kompenserar för en ytterligare försvagning i Ryssland

## Norden och Baltikum, BNP-tillväxt

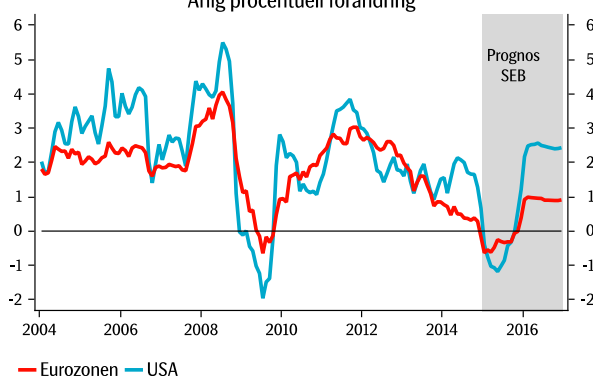
Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

## KPI-inflation

Årlig procentuell förändring



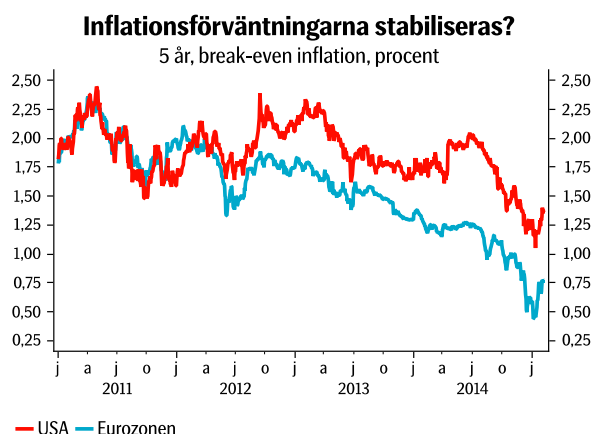
Källa: Eurostat, BLS, SEB

## Oljan pressar ned inflationen ytterligare

Fortsatt fallande oljepriser har bidragit till att vi justerat ned inflationsprognoserna för 2015 på bred front. Genomslaget på KPI-inflationen är klart störst i USA. **Jämfört med t ex eurozonen och Sverige blir effekten av en given oljeprisförändring mer än dubbelt så stor.** I Sverige och eurozonen finns ett betydande volymbaserat skattepåslag som gör totalpriset på t ex bensen mindre beroende av prisförändringar för råolja. Skillnaderna i inflationsgenomslag förstärks ytterligare av att lägre oljepriser ofta sammanfaller med en stigande dollartrend, vilket i sin tur dämpar prisrörelsen i nationell valuta i de europeiska ekonomierna jämfört med USA. I USA räknar vi med att inflationen totalt sett blir ca -½ procent som genomsnitt för 2015. Även i eurozonen förutser vi en viss negativ inflationstakt när oljeeffekter förstärker starka underliggande deflationistiska krafter.

En rekyll uppåt i oljepriset under senare delen av 2015 bidrar till vår prognos om att totalinflationen vänder uppåt 2016. Att inflationsförväntningarna nu faller även på längre sikt reser dock frågan vilka spridningseffekter som oljeprisfallet för med sig. Ett visst genomslag på kärninflationen sker nära nog med automatik på områden där oljan är en viktig insatsvara t ex när det gäller transporter och resor. Går man igenom olika komponenter i konsumentkorgen kan man teoretiskt få fram ett genomsnitt av samma storleksordning som den direkta effekten. I praktiken är det dock osäkert i vilken grad företagen verkligen genomför prisförändringar i konsumentledet och med hur lång

eftersläpning detta i så fall sker. Våra analyser tyder på att **genomslaget på kärninflationen i USA av den oljeprisnedgång vi hittills sett ligger runt en kvarts procentenhet per år under en treårsperiod**. I eurozonen och Sverige är genomslaget något större. Att genomslaget inte blir större beror också på att de direkta effekterna motvägs av den positiva inflationsimpuls som den högre aktivitetsnivån i ekonomin ger upphov till.



Källa: Bloomberg, SEB

## Lönerna på sikt avgörande för inflationen

Reaktionen på lönesidan blir avgörande för inflationsmiljön på lite sikt. De senaste åren har globalisering och ökad utbildningsnivå i snabbväxande ekonomier bidragit till att pressa ned löneökningstakten i OECD-länderna. Om fallande inflationsförväntningar i oljeprishockens spår leder till en ytterligare generell press nedåt på löneökningstakten riskerar den deflationistiska miljön att permanentas. Det är först då som argumentet att lägre inflation ökar hushållens skuldbörda egentligen blir relevant.

Den utbudsdrivna inflationsnedgång vi nu ser har dock också potential att pressa lönerna uppåt eftersom **lägre insatskostnader i företagen ökar lönebetalningsförmågan samtidigt som en högre aktivitetsnivå bidrar till ökad sysselsättning**. Denna mekanism har större utsikter att göra sig gällande i ett läge med relativt högt resursutnyttjande. Vi tror att löneökningarna är på väg uppåt i USA och Storbritannien medan hög arbetslöshet och fortsatta behov av kostnadsanpassning i många euroländer talar för fortsatt lönepress.

I länder där centrala avtal har stor betydelse för lönebildningen finns en risk för att den nedpressade inflationstakten tas som intäkt för nedpressade löneavtal. I Tyskland är det svårt att skönja sådana tendenser, delvis beroende på att både Bundesbank och ledande politiker har deklarerat att högre löneökningar kan bidra till minskande obalanser i eurozonen. I Sverige finns däremot tecken på att den **tillfälligt nedpressade inflationen riskerar att sätta avtryck i förväntningsbilden hos arbetsmarknadens parter**.

Vi kan också se trevande försök att få upp löneökningstakten genom politiska beslut och rekommendationer. I Japan har regeringen tydligt deklarerat att det är önskvärt att näringslivet släpper fram högre löneökningar. Höjda minimilöner i länder som USA, Storbritannien och Tyskland är en annan väg. Sam-

mantaget är det troligt att lönerna kommer att fortsätta öka i en långsam takt i OECD-området som helhet. **Sannolikheten för att fallande löner ska driva in ekonomierna i en förlamande deflationsspiral är dock liten.**

## Fortsatt expansiv penningpolitik

Penningpolitiken har hittills varit effektiv när det gäller att driva upp tillgångspriser men effekterna på konsumtion och investeringar har inte övertygat, särskilt inte i frånvaro av strukturella reformer. Effekterna på inflationen tycks främst gå genom växelkurskanalen vilket innebär **att penningpolitiken fungerar som vapen i pågående valutakrig men att effekterna på den globala inflationen i stort är mer tveksamma**.

2015 har också inletts med dramatiska centralbanksbeslut: nya räntesänkningar, kraftigt negativa styrräntor med valutachock i Schweiz och ett omfattande program med statspappersköp från ECB. Sammantaget fortsätter de globala monetära förhållandena 2015 att gå i en mer expansiv riktning med hjälp av bl a ECB och Bank of Japan trots att Fed påbörjar en försiktig höjningscykel i höst. **Global penningpolitik förblir kraftigt expansiv även 2016.**

Schweizisk penningpolitik – med en målränta på -0,75 procent och långa statsräntor upp till 12 år en bra bit under nollstrecket – har tagit världen in i ny oprövad penningpolitisk terräng. För Schweiz, och även Danmark, har syftet med tydligt negativa inlåningsräntor varit att motverka kapitalinflöden. Men för flertalet centralbanker med flytande växelkurs är det ändå **troligt att nollränta, eller nivåer strax därunder, utgör ett räntegolv**. Vi tror därför att ytterligare monetär stimulans kommer att ske via balansräkningen.

Fallande långsiktiga inflationsförväntningar kombinerat med svag tillväxt tvingade ECB att sjösätta sitt kraftfulla QE-program med tillgångsköp motsvarande 60 miljarder euro i månaden. För att verkligen kunna påverka inflationsförväntningar var det också **viktigt att direkt signalera att programmet är "open-ended" och kan förlängas bortom september 2016** om inte inflationen reagerar på önskvärt sätt. Även den japanska centralbanken kommer att behöva bemöta risker för förnyade deflationstendenser och därför lansera ytterligare QE-program som gradvis för balansräkningen mot en hisnande nivå på 80-85 procent av BNP.

## Centralbankers styrräntor

Procent

|                 | Feb 2015 | Dec 2015 | Dec 2016 |
|-----------------|----------|----------|----------|
| Federal Reserve | 0-0,25   | 0,75     | 1,75     |
| 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     | -0,10    | 0,50     |
| Norges Bank     | 1,25     | 1,00     | 1,25     |

Källa: Centralbanker och SEB

Även i USA noteras nu ett fall i långsiktiga inflationsförväntningar. Men den snabba förbättringen på arbetsmarknaden gör att Fed fäster vikt vid oljeprisets positiva tillväxteffekter och på

goda grunder kan hävda att KPI-deflationen är temporär. Den låga inflationen skapar ändå kommunikativa utmaningar men vi räknar med att första höjningen kommer efter sommaren. **I slutet av 2015 ligger styrräntan på 0,75 procent och i slutet av 2016 på 1,75 procent;** fortfarande klart under normalränta. Storleken på värdepappersportföljen behålls oförändrad. Det är dock tydligt att dollarns väntade förstärkning framöver kommer att spela roll för hur penningpolitiken utformas i relation till omvärlden. I Storbritannien räknar vi med **Bank of England påbörjar höjningar i början av nästa år** och att styrräntan vid slutet av 2016 ligger på 1,25 procent.

I Sverige blir inflationsmålspolitikens paradoxer extra tydliga. Fallande inflationsförväntningar på bred front gör att vi räknar med att Riksbanken **sänker reporäntan till -0,10 procent i februari och under 2015 genomför ett mindre QE-program**, bl a för att motverka en kronapreciering i spåren av ECB:s QE-program. Detta sker dock i en miljö med ganska god tillväxt, väl fungerande kreditmarknad samt överhettningrisker på bostadsmarknaden. Den relativt starka tillväxten gör att höjningar blir aktuella under andra halvåret 2016.

Norges Bank verkar tillfälligt ha övergett inflationsmålet till förmån för ytterligare stöd till den reala ekonomin och har indikerat en hög sannolikhet för ytterligare en sänkning. Sedan den senaste penningpolitiska rapporten i decembremötet har oljepriserna fallit ytterligare och andra centralbanker har lättat ytterligare på penningpolitiken. Vi räknar därför med att **Norges Bank levererar ytterligare en sänkning med 25 punkter i mars**. De ekonomiska utsikterna måste troligen försämrats ytterligare om marknadens aggressiva förväntningar på räntesänkningar ska realiseras.

Centralbankspolitik i t ex Kina, Turkiet, Indien och Singapore – och i råvarulandet Kanada – antyder att **global penningpolitik fortsätter att konvergera mot lägre styrräntenivåer** i takt med sjunkande inflationstakt, strukturella reformer och behov av tillväxstimulans. Men det blir en svår balansgång. Å ena sidan kan lägre EM-räntor minska attraktionskraften för EM-tillgångar och skapa kapitalutflöden. Å andra sidan kan också USA:s mindre expansiva penningpolitik – och en starkare dollar – fördyra den globala dollarfinansieringen; BIS uppskattar att den kan ligga på ca 9 000 miljarder dollar. Risken minskar om USA:s ekonomi visar styrka som ger en god exportefterfråga för EM-länderna.

## Långa räntor mot nya historiska bottnar

Oljeprisfall, sjunkande inflationsförväntningar, jakt på avkastning och en ny våg av centralbankslättnader har tagit internationella 10-åriga obligationsräntor till nivåer allt närmare, och i vissa fall till och med under, noll.

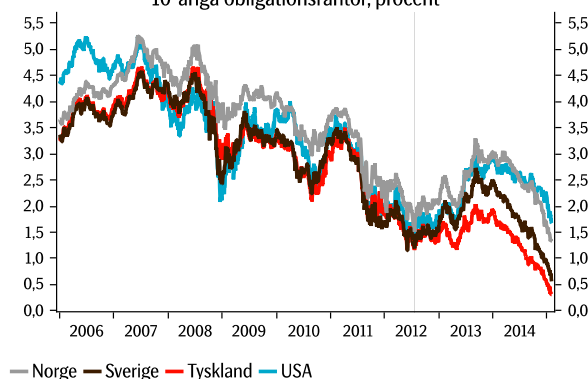
På kort sikt fortsätter tyska räntor att pressas nedåt av starka krafter. BNP-viktningen av ECB:s QE-program innebär att en stor del av köpen ska göras i tyska statsobligationer i ett läge där Tysklands nettouplåning ligger nära noll givet att Tyskland siktar på budgetbalans. Samtidigt kan krisen i Grekland skapa ökad osäkerhet om eurons framtid och kortsiktigt ha ökat aptiten på tyska, potentiellt D-marksdenominerade, obligationer. Botten för tyska räntor är därför troligen ännu inte

nådd. Om ECB:s QE-program lyckas med uppgiften att få inflationsförväntningarna att vända uppåt ser vi dock utsikter för stigande räntor på sikt i linje med vad som tidigare skett i USA. Även stabilare konjunkturutsikter i eurozonen, och framför allt i Tyskland, bidrar till att tyska 10-åriga obligationer gradvis börjar dra sig uppåt till en nivå på **0,50 procent i slutet av 2015 och 0,90 procent i slutet av 2016**.

Feds höjning i september bör avspeglas i en stigande räntespread mot Tyskland. Global jakt på avkastning, med i relativa termer attraktiva räntenivåer i USA samt utsikter till stigande dollarkurs, kan dock på kort sikt pressa ned obligationsräntorna i USA i förhållande till Europa. Samma faktorer talar för en flackning av räntekurvan (10 år – styrränta), när Fed väl inleder höjningarna. **10-åriga USA-räntor ligger på 2,00 och 2,50 procent i slutet av 2015 respektive 2016.**

## Långräntefallet tog ny fart nedåt

10-åriga obligationsräntor, procent



Källa: Macrobond

Den svenska räntespreaden mot Tyskland kommer att pressas ytterligare på kort sikt av Riksbankens agerande. Den svenska 10-åriga obligationsräntan sjunker till nya historiska bottennoteringar under våren. På sikt talar dock skillnader i relativ tillväxt och penningpolitik mellan Sverige och eurozonen för en snabbare ränteuppgång i Sverige och under loppet av 2016 ökar räntespreaden från 15 till 50 räntepunkter. **Svenska 10-åriga räntor står i 0,65 procent i slutet av 2015 och i 1,40 procent i slutet av 2016.** Räntan på norska statsobligationer har sjunkit sedan i höstas drivet av utbuds-/efterfrågefaktorer och lägre oljepriser. Vi väntar oss att 10-årsspreaden mot Tyskland minskar ytterligare i takt med att obligationsutbudet sjunker till endast 50 mdr NOK i år. **I slutet av 2015 ligger den norska 10-årsspreaden mot Tyskland på 70 punkter.**

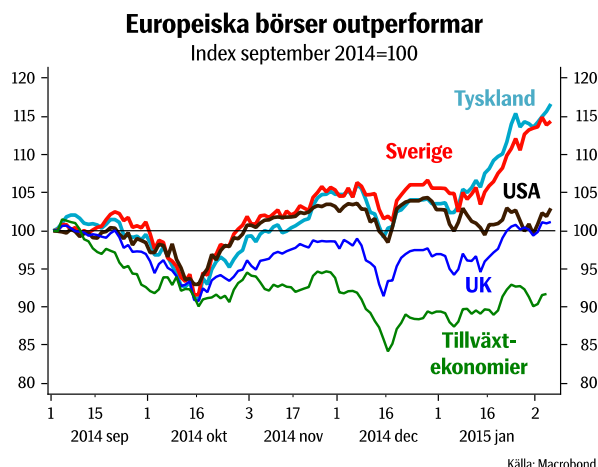
## Generellt talar centralbankernas agerande för en ytterst måttlig uppgång i långa räntor under prognosperioden:

Det finns ett starkt intresse av att hålla nere nivån på långa räntor. Läs mer i temaartikeln "Nytt ränteuniversum".

## Centralbanksstimulans lyfter europabörser

Låga räntor, penningpolitiska lättnader och utsikter till en försiktig återhämtning i global ekonomi skapar ett gynnsamt klimat för aktiemarknaden. Det gäller inte minst i Västeuropa och Norden där 2015 börjat starkt drivet av bl a ECB:s obligationsköp och svagare valutor.

Fed-höjningar kan tillfälligt dämpa börshumöret i USA men om höjningarna är motiverade av en starkare ekonomi får börsen i stället stöd från stigande vinster. Politiska risker, t ex Ryssland och Latinamerika, och skilda effekter av oljeprisfallet på import- och exportländer skapar en blandad bild för EM-aktier. Starkare utrikeshandel tack vare svagare valutor och stigande global efterfrågan är dock positiv för många EM-länder. Trots generellt ljusa utsikter för aktier kan nya bakslag inte uteslutas i en alltför skör global konjunktur.



Största hotet mot den relativt ljusa börsbilden är att värderingen av framtida vinster, mätt med exempelvis framåtblickande p/e-tal, är hög. Nordisk aktiemarknad handlas t ex nu 25 procent högre än snittvärderingen för de senaste tio åren och högre än någon gång sedan 2002. Ställt i relation till historiskt låga riskfria räntor (lång statsobligationsränta) ger aktier dock fortfarande bra avkastning. Även om inte dagens extremt låga räntor består under en längre tid bör lägre räntor än genomsnittet de senaste 10-20 åren leda till att varje intjänad "vinstkrona" värderas högre än tidigare. Att bolagen anpassat verksamheten till rådande makromiljö innebär att vinsterna kan växa även med en svag efterfrågan, medan försiktiga investeringar skapar utrymme för höga utdelningar och en god direktavkastning i förhållande till räntenivån. Direktavkastningen på Stockholmsbörsen ligger t ex strax under 4 procent att jämföra med en lång ränta en bra bit under 1 procent. På längre sikt innebär dock kombinationen av höga utdelningar och låga investeringar ett hot mot långsiktig tillväxt och därmed i förlängningen företagens vinstpotential.

## Dollarutveckling i händerna på Fed

Penningpolitiken har en tid spelat en avgörande roll för valutärörelserna. Nu blir också det omvända beroendet alltmer tydligt när **penningpolitiken blir ett viktigt vapen i den typ av valutakrig som nu pågår**. Råvaruprisfallet har ytterligare förstärkt många länders behov av att skapa inflation med hjälp av svagare valuta. Detta beteende tycks också bidra till ökad volatilitet på valutamarknaden.

Växande ekonomisk och penningpolitisk divergens mellan USA och eurozonen har banat väg för en markant svagare euro. EUR/USD föll med 12 procent under 2014 medan euroförsvagningen i handelsvägda termer var mer blygsam. I en situation med räntor nära noll och svag bankutlåning kommer

en deprecierande valuta att utgöra en nyckelfaktor när det gäller eurozonens möjligheter att motverka stagnation och deflationsrisker. ECB:s QE-leverans kommer nu att pressa ned euron ytterligare och vi räknar med att **EUR/USD når paritet under 2016**. En fortsatt dollarförstärkning av denna storlek är dock i hög grad beroende på Feds agerande. I en situation med exceptionellt låg inflation och måttlig lönetillväxt har Fed stort manöverutrymme. Ett scenario där Fed skjuter på räntehöjningar för att dämpa dollaruppgången innebär en risk för valutaprognozen.

Med en rörelse i EUR/USD från 1,40 till paritet på bara några år kommer eurons svaghet och dollarns styrka att skapa spänningar i det globala valutasystemet. I Europa har vi sett hur kapitalinflöden tvingade Schweiz att ge upp sitt tillfälliga valutatak mot euron och nu utsätts också den drygt 30-åriga danska valutapeggen för påfrestningar. **På omvänt sätt kommer länder med dollarpegg i Latinamerika och Asien att få problem med valutautflöden och konkurrenskraft.** Costa Rica är ett exempel på ett litet land som nyligen fått ge upp sin dollarkoppling men spänningarna påverkar också stora ekonomier. Kinas situation förändras t ex av "superdollarn". Vi förutser en rörelse i JPY/USD upp till 140 som en konsekvens av divergerande penningpolitik mellan Japan och USA. Även med en ganska försiktig appreciering av den kinesiska yuanen mot USD kommer Kinas konkurrenskraft att försämrans dramatiskt gentemot Japan.

Det brittiska pundet har försvagats mot dollarn men stärkts mot euron sett sedan halvårsskiftet i fjol. Relativ centralbankspolitik talar för att den senaste tidens pundtrender håller i sig. Låg inflationstryck gör att Bank of England avvaktar med räntehöjningar till i början på 2016. EUR/GBP gradvis rör sig ned mot 0,70.

Valutadramatiken i Schweiz och Danmark kan komma att smitta av sig och generera kapitalinflöden också till Sverige och Norge. Valutaeffekterna lär dock bli små; vi tror inte ekonomerna i nuläget är tillräckligt starka för att uppfattas som säkra hamnar på det sätt de gjorde för några år sedan. Riksbankens nästa steg kommer istället att bli avgörande för den svenska kronans utveckling. Vår prognos om att Riksbanken inför negativ reporänta och annonserar **QE-åtgärder gör att EUR/SEK rör sig uppåt mot 9,60 de närmaste månaderna**. Men mot bakgrund av situationen i svensk ekonomi är det inte rimligt att tro att Riksbanken ska matcha ECB:s balansräkningsexpansion på sikt. Därför räknar vi med att kronan vänder upp efter att ha bottnat i handelsviktade termer under första kvartalet och att EUR/SEK når 9,00 i slutet av 2015. USD/SEK fortsätter dock gradvis uppåt och når upp till 8,90 mot slutet av 2016.

Norska kronen tyngs på kort sikt av det nedpressade oljepriset och penningpolitiska lättnader. Att Norges Bank har ökat sina NOK-köp till 700miljoner/dag för att reglera Statens Pensionsfond Utlands flöden mildrar dock pressen. Vi räknar med att EUR/NOK handlas över 9,00 senare i vår. Därefter bidrar oljeprisuppgången andra halvåret samt räntehöjningar från Norges Bank till att EUR/NOK tar sig tillbaka till 8.50 i december 2015.



- **Starka krafter pressar oljepriset på kort sikt**
- **Bättre balans ger prisrekyl uppåt i höst**
- **Liten, men inte obetydlig, tillväxtstimulans**

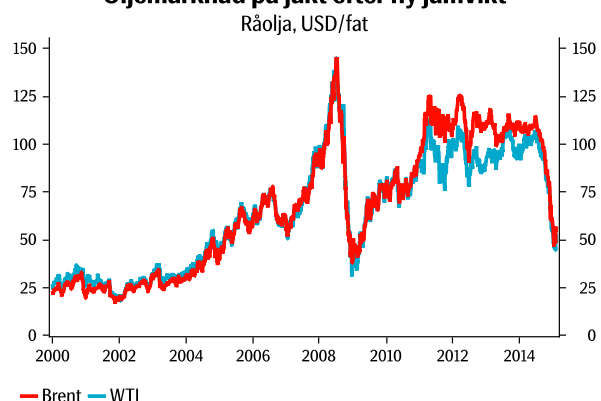
Oljepriset har fortsatt nedåt i dramatisk takt den senaste tiden. På ett drygt halvår har priset mer än halverats från 110-115 USD/fat till nivåer kring 50 USD. I temaartikeln "energipriser och makrokonsekvenser (Nordic Outlook November 2014)" diskuterade vi orsaker och konsekvenser av priset. Vi prognostiserade då ett genomsnittligt oljepris på 85 USD/fat för Brent under 2015-16. Den fortsatta prisnedgången ger skäl för en ny bedömning av såväl oljepriset i sig som dess stimulans effekter.

En utgångspunkt är att undersöka vilka faktorer som drivit på det senaste prisfallet. Historiskt har det funnits ett starkt samband mellan dollarrörelser och oljepriset mätt som USD/fat. **Ytterligare dollarstyrka bidrar därför till att pressa ned priset ytterligare.** Därutöver har **Opec varit oväntat ovillig att anpassa produktionen** ens till säsongsmässiga svängningar i efterfrågan. Eftersom efterfrågan normalt är lägre under det första halvåret resulterar detta i **växande oljelager som på kort sikt pressar oljepriset.** Slutligen har produktionen av **skifferolja i USA varit oväntat motståndskraftig.** Bedömningar av vid vilken prisnivå det lönar sig att utvinna skifferolja i USA är osäkra, men landar i intervallet 60-70 USD/fat (WTI). Kostnaden för att borra nya hål inom ramen för redan utbyggd infrastruktur är emellertid bara hälften så stor. Således kan USA:s skifferoljeproducenter fortsätta att borra nya hål under ytterligare något år innan ny infrastruktur måste till. Detta kommer att hålla uppe produktionen på kort sikt. På lite längre sikt finns det skäl att tro på en gradvis bättre balans mellan utbud och efterfrågan. Vår prognos om en fortsatt – om än dämpad – USA-driven tillväxtacceleration i världsekonomin innebär att oljepriset framöver får visst **stöd från en växande efterfråga.** Amerikanska oljemyndigheten EIA:s efterfrågeprognos utgår till exempel från en USA-tillväxt på 2,5 procent 2015, ungefär en procentenhet lägre än SEB. Oljepris på dagens låga nivå bidrar också till att utbudet av icke-Opecolja begränsas, vilket innebär en uppåtpress för oljepriset framöver. Bank of Canada bedömer att 1/3 av nuvarande oljeproduktion är olönsam vid ett pris under 60 USD/fatet. Det finns tecken på att investeringarna i USA redan börjat dras ned. Det talar för att oljepriset nu ligger under långsiktigt hållbara nivåer. **Vår prognos för hela 2015 är ett oljepris på i genomsnitt 60 USD/fatet och att oljepriset planar ut kring 70 USD/fatet,** strax över prissättningen på terminsmarknaden.

Den nya oljeprisprognosen innebär en ökad stimulansdos jämfört med våra bedömningar i november. Vi antog då en relativt begränsad BNP-effekt runt ½ procent under de första

två åren; liknande tumregler pekar nu mot en stimulans kring 3/4 procent. Generellt medför en oljeprisnedgång en överflyttning av resurser från export- till importländer. Eftersom konsumtionsbenägenheten normalt är högre i de sistnämnda är oljeprisnedgångar vanligen positiva för världsekonomin. De viktigaste kanalerna är stärkt köpkraft för hushållen, lägre insatsvaru- och produktionskostnader i industrin, förbättrade relativpriser i utrikeshandeln (terms-of-trade) samt möjliga penningpolitiska lättnader på grund av en lägre inflation.

**Oljemarknad på jakt efter ny jämvikt**



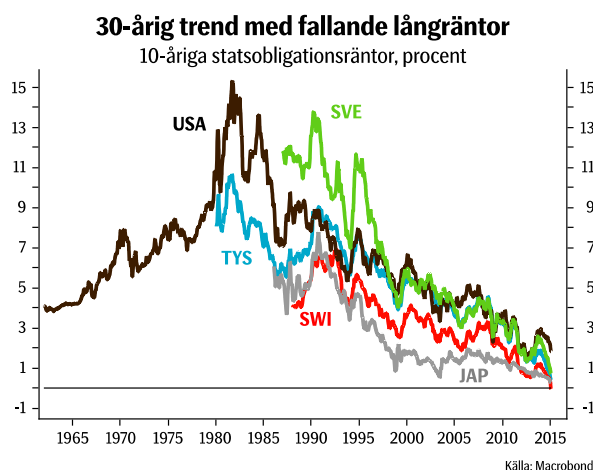
Källa: Macrobond

Liksom tidigare ser vi i dagsläget **skäl till försiktighet vad gäller draghjälpen från billigare olja.** Ökad skuldsättning efter krisen innebär att konsumenterna i importländerna i hög grad använder det ökade konsumtionsutrymme till att betala av på sina skulder och öka sitt sparande. I vissa EM-länder väntas prisfallet mötas av minskade bränslesubventioner, och budgetförstärkningar. I till exempel Japan och eurozonen uppvägs prisfallet också delvis av en svagare valuta. Centralbankernas reaktionsfunktion är en annan viktig faktor och räntor kring noll begränsar utrymme för penningpolitiska lättnader i oljeprisfallets spår. **Att ECB nu tagit steget in i ett fullskaligt QE-program talar för en mera positiv tolkning av oljeprisfallets effekter på eurozonen än i november.** Nettoeffekten av lägre oljepris i USA är positiv men expansionen i oljeindustrin, som lett till att USA nu producerar över hälften av den olja som konsumeras i landet, talar likväl för att stimulansen för USA:s del blir mindre än tidigare. För producentländer innebär de dramatiska prisfallen att oljepriset på många håll ligger under de nivåer som krävs för budgetbalans. **Det ökar risken för finansiella störningar, valutaförsvagningar och inflation** i särskilt länder med begränsat finanspolitiskt manöverutrymme. Skakig ekonomi utgör också en källa till (geo-)politiska risker, och negativa sentimentseffekter kopplade till Ryssland och delar av Mellanöstern. Det är en risk för inte minst Europa.



- Rimlig logik bakom negativa långräntor
- Utrymme kvarstår för ytterligare räntefall
- Negativa räntor ger önskad skuldsanering

I en fördjupningsruta i *Nordic Outlook Augusti 2010* ställdes frågan: **På väg mot japanräntor?** I ärlighetens namn kunde vi då aldrig tro att räntan på flera länders långa statsobligationer, i Schweiz fall med löptider t o m överstigande 10 år, skulle passera nollstrecket för att **handlas till negativ ränta**. Vi har nu när vi inlett 2015 onekligen hamnat i ett nytt ränteuniversum.



**Trenden med fallande långräntor är stabil och har pågått i 30 år.** När räntorna föll kraftigt 2008-2009 var det ett uttryck för allvarlig och exceptionell tillväxt- och finansoro och flykt till säkra statspapper. När eurokrisen därefter blommade upp med kraft uppstod liknande flykt till säkerhet p g a ökad risk för eurokollaps. **Att den fallande trenden fortsatt, och periodvis accelererat, antyder andra drivkrafter än enbart fruktan.**

## Vad driver långräntorna nedåt?

Långa räntors utveckling styrs av främst tre byggstenar: (1) förväntad kort[real]ränta, (2) förväntad inflation samt (3) löptidspremien. Att **styrräntorna** förblir låga ett bra tag till får stöd av låg inflation, nya verktyg (makrotillsynspolitik) som avlastar penningpolitiken, långsiktigt lägre tillväxt p g a åldrande befolkning och långsammare produktivitetstillväxt. Det finns t o m förväntan om negativa styrräntor speciellt för länder som måste motverka kapitalinflöden (Schweiz, Danmark). **Förväntad inflation** på historiskt lägre nivåer får stöd av inte bara oljeprisfall utan även outnyttjade produktionsresurser, låg lönetillväxt och mer effektiv resursanvändning (t ex automatisering).

**Löptidspremien** är ersättningen för den extra risk det innebär att hålla en placering under viss tid. Denna premie bidrar till att ge avkastningskurvan dess karaktäristiska positiva lutning

(tillsammans med normala förväntningar om stigande styrräntor). Premien borde vara positiv mot bakgrund av osäkerhet om framtiden (och närhet till "nollpunkten") och ökad risk för kapitalförluster vid stigande räntor t ex orsakat av oväntad inflation eller sämre kreditvärdighet. Om ränteläget väntas bli stabilt lågt under lång tid minskar dock behovet av risksättning. Avslutningsvis påverkas långa räntor av dagens globala sparöverskott och låg investeringsvilja, liksom regleringar/krav på säkra placeringar som medverkar till uppenbar nedåtpress på räntenivåer.

## Men vem vill räkna hem säker kursförlust?

Att köpa placeringsinstrument till negativ ränta (eller till värdet 100 som blir t ex 95 vid förfall) innebär en säker kapitalförlust. Under vilka exceptionella förhållanden accepterar en investerare detta utfall – och särskilt om det gäller en lång tidsperiod?

**1. Förväntan om deflation.** Även om den nominella avkastningen är negativ under placeringens löptid kan **långvarig deflation** ändå göra investeringen **lönsam – i reala termer**. Det förutsätter misstro mot centralbankers penningpolitik och deras möjligheter att varaktigt få upp inflationen. Det förutsätter också att deflationsförväntningar uppstår på det sätt som varit fallet i t ex Japan. I dag är långsiktiga inflationsförväntningar fortfarande positiva (marknadsprissatta, 5-10 år) men fallande.

**2. Förväntan om valutaförstärkning.** En ränteplacering till negativ ränta kan i slutänden ge positiv avkastning om den är förenad med **valutarisk**. Schweiziska ränteplaceringar, även långa, kan bli lönsamma om schweizerfrancens värde störs. Även en dansk ränteplacering blir lönsam om Nationalbanken misslyckas med att försvara valutapeggen mellan kronen och euron.

**3. Centralbanksköp (QE).** Starka tro på nya och oväntade värdepappersköp av centralbanker kan göra att en ränteplacering som i dag ger negativ avkastning (vid förfall) ändå ger en positiv kapitalvinst om **långräntorna faller ytterligare** och placeringen avyttras innan löptidens slut.

**4. Tvingande regleringar.** Även om en placering är oattraktiv ur avkastningssynvinkel kan myndigheters regleringar kräva att t ex banker **måste hålla vissa värdepapper som säkerhet**.

**5. Frukten.** Lehmankollapsen och eurokriserna har de senaste åren visat flera exempel på situationer med tillflykt till säkra värdepapper som i bästa fall **minimerar en placerares förluster**.

## Positiva & negativa effekter av låga räntor

Rådande lågränteläget skapar mycket förmånlig finansiering av långsiktiga offentliga investeringar, t ex **infrastrukturprojekt**. Det är bra för tillväxten kort- och medelfristigt och länders produktionsförmåga långsiktigt. Det innebär även att ett visst **finanspolitiskt stimulansutrymme** gradvis kan växa fram genom sjunkande statsskuldräntor. Även inom privat sektor skapar låga räntor **investeringar** och underlättar omstrukturering inom branscher som ger långsiktigt **förbättrad konkurrenskraft**. Bättre förutsättningar att underhålla både privat och offentlig skuldsättning, som är rekordhög i flera länder, **reducerar kreditrisken i ekonomin** och underlättar ekonomins **kre-**

**ditförsörjning.** Därtill innebär en situation med permanent lägre räntor att **tillgångspriser stiger** (d v s en diskonteringseffekt för t ex aktier, fastigheter och obligationsportföljer), vilket även reducerar kreditrisken i systemet och höjer tillväxtkraften.

Men såväl krafterna bakom de extrema räntenivåerna – t ex låg investeringsvilja, osäkerhet, deflationsrisker – som historiskt låga nivåer innebär **nya oprövade ekonomiska och finansiella landskap vilket riskerar att tillföra ny osäkerhet**. Att placera sig är villiga att äga en obligation som ger negativ avkastning visar ju att man bedömer att det finns **alternativ som är värre än att få en negativ avkastning**. Låga räntor kan också leda till **felinvesteringar** som under andra finansiella förhållanden aldrig skulle/borde komma till stånd. Men avkastningskraven är tröganpassade nedåt. Det innebär ökat **risktagande** – på både frivillig och ofrivillig basis; aktörer tvingas söka ränta allt längre ut på avkastningskurvan och i placeringar med högre risk. Det är en miljö där pensionssystemen möter växande utmaningar med lägre avkastning och snabbt åldrande befolkningar.

### Vad vill centralbankerna... egentligen?

Mycket talar för att **styrräntor på 0 procent**, eller nivåer strax därunder, ändå utgör **den absoluta botten**. Interbankmarknadens funktionssätt kan påverkas negativt och risken ökar för att hushållen rusar till sedlar och mynt om styrräntan blir alltför negativ under långa tidsperioder. Både Schweiz och Danmarks huvudargument till att ha inlåningsräntor på -0,75 och -0,50 procent är kopplade till kapitalinflöden och en alltför stark valuta; för länder med flytande valutor förväntas utbud och efterfrågan hela tiden klaras till en marknadskurs, vilket inte är fallet där länder försöker försvara en viss valutavärde.

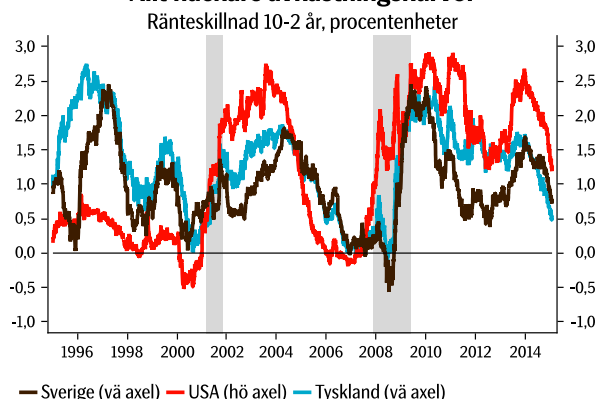
Det är en **medveten, och tydlig, centralbanksstrategi** att driva långa räntor nedåt genom att sänka styrräntor, guida marknaden mot lägre nivåer och genomföra omfattande köp av olika tillgångar. Syftet har varit att mildra hushålls och företags **räntebörda** i svårt ekonomiskt läge, få upp **tillgångspriser** för att påskynda reparationer av balansräkningar och stötta den ekonomiska återhämtningen samt att påverka **valutautvecklingen**. Policykantringen i bl a eurozonen från fiskal disciplin till efterfrågeskapande fiskal expansion underlättas av om en allt större andel av de nationella statsskulderna nu lyfts in på centralbankernas balansräkningar.

### Avkastningskurvan ändrar utseende

Centralbankernas agerande får därmed stor effekt också på avkastningskurvornas utseende. Avkastningskurvan har i flertalet länder fortfarande positiv lutning (10 årig minus 2-årig ränta). Det beror bl a på att den 2-åriga statsräntan är negativ jämfört med styrräntan. Kurvans lutning reser tre frågor: är det **möjligt att ha negativ lutning, kan hela avkastningskurvan ligga under nollstrecken och säger kurvans lutning något om den framtida konjunkturen?** En obligationsportfölj kan behöva billig(are) kortfristig finansiering, vilket försvåras om lutningen är negativ. Emellertid kan, som sagts ovan, en negativ nominell avkastning i slutänden bli lönsam i ett deflationsläge; den **reala avkastningen blir positiv**. Historiskt sett har ju kurvans lutning varit negativ vid flera tillfällen men ofta under kortare (1-2 år) perioder. Det finns heller inget, som vi ser det, som utesluter

att stora delar av avkastningskurvan ligger under nollstrecket, även om det systemtekniskt kan orsaka stora utmaningar.

### Allt flackare avkastningskurvor



Källa: Macrobond

Historien, och Fedforskning, har visat att avkastningskurvans lutning har viss **förutsägelsekraft**: en negativ/inverterad avkastningskurva brukar förebåda en recession inom 1-2 år. Som framgått ovan har flera länder fortfarande positiv kurvslutning även om ytterligare flackningstendens kan väntas. Med tidigare tumregel skulle det förebåda **ny recession om kanske 3-4 år**. Vår slutsats är emellertid att centralbankernas okonventionella politik sätter avkastningskurvans **prediktiva förmåga ur spel**.

### Skuldsanering genom negativa räntor

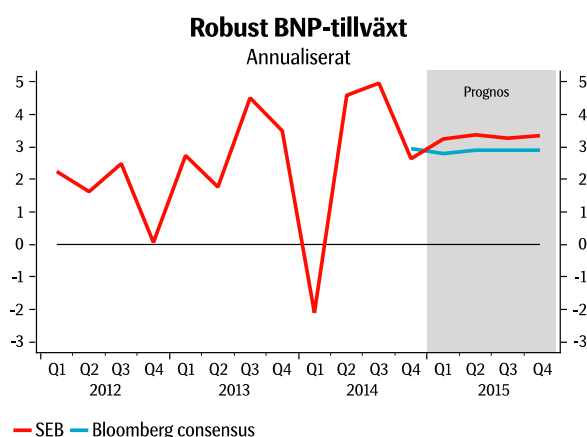
Det är svårt att avgöra om vi är inne i en ovanligt lång period med lågt resursutnyttjande och deflationstryck eller om de låga räntorna bekräftar anpassningsprocesser kopplade till **sekulär stagnation**, d v s utdragen period med låg ekonomisk tillväxt. Om sparandet är för stort och investeringsviljan för låg – av strukturella skäl – behövs fortfarande lägre (real)räntor för att återfå balans. När samtidigt inflationen är låg och i vissa fall negativ (deflation) måste nominella räntor pressas ned så mycket att en ny jämvikt infinner sig för att uppnå balans och ny jämvikt mellan sparande och investeringar.

**Ett annat synsätt** på dagens negativa obligationsräntor är att de bekräftar en pågående **balansräkningsreduktion** (minska skulder och tillgångar). Negativ ränta på obligationer kan ses som ett mjukt sätt att minska skuldsättning. Den globala skuldsättningen som andel av BNP har fortsatt att stiga efter finanskrisens utbrott 2008 till, för många länder, ohållbara nivåer. Skulder kan bringas ned till uthålliga nivåer genom amorteringar, ekonomisk tillväxt och inflation (alla svåra att hoppas på i en disinflationistisk värld med låg tillväxt). Ett ytterligare alternativ är regelrätta hårda skuldnedskrivningar. **Men genom negativ ränta uppnås motsvarande men långsammare och mjukare skuldsanering: såväl långivare som placerare får se lägre skuld och krympande tillgångar vid löptidens slut.** Det tar världen mot en mer hållbar och stabil situation, men krympande tillgångsstockar skapar självklart andra utmaningar, t ex för våra pensionssystem.

## Amerikanska hushåll vaknar på allvar

- **Oljeprisfallet nettopositivt för ekonomin**
- **Arbetslösheten faller under NAIRU**
- **Energipriserna driver inflationen till minus**
- **Fed krattar manegen för räntehöjningar**

Förutsättningarna är på plats för att amerikansk ekonomi ska lägga i den högsta återhämtningsväxeln. Med hushållen som draglok **spås BNP-tillväxten till 3,5 procent i år respektive 3,2 procent 2016**. Oljeprisfallet lyfter hushållens köpkraft och förtroendeindikatorer och dominerar över effekten av den starkare dollarn som drar åt andra hållet. Arbetsmarknaden, som gick som tåget i fjol, fortsätter förbättras. **Arbetslösheten**, som redan nästan matchar jämviktsarbetslösheten, **faller till låga 4,4 procent i slutet av 2016**. Alternativa mått på resursutnyttjandet tyder samtidigt på att det fortfarande finns gott om lediga arbetsmarknadsresurser, vilket i så fall stödjer vår optimistiska konjunktursyn med tillväxt över trend 2015 och 2016.



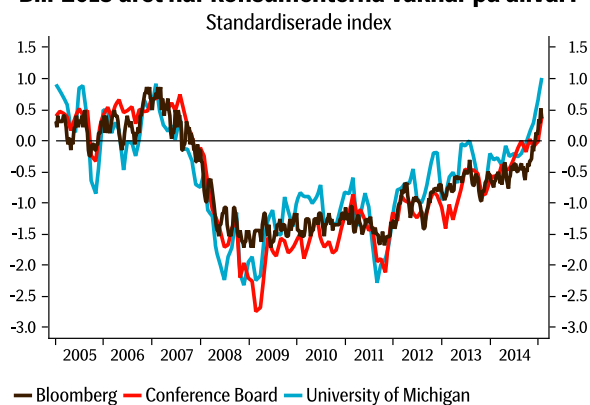
**Inflationen faller brant** under första halvåret och uppgår som **årsgenomsnitt till -0,4 procent 2015 respektive 2,4 procent 2016**. Också kärninflationen faller tillbaka en del. Trots detta räknar vi med att det allt stramare resursläget gör att Fed fullföljer sina intentioner att påbörja räntehöjningar: **första steget i normaliseringen väntas komma i september 2015** att jämföra med ekonomkollektivet som tror på höjning redan i juni. I slutet av 2015 ligger styrräntan på 0,75 procent och i slutet av 2016 på 1,75 procent. Samtidigt som prognosen för styrräntan ligger klart över marknadsprissättningen understiger den Feds prognoser och höjningstakten är långsammare

jämfört med såväl det historiska mönstret som våra tidigare prognoser.

### Hushållen lägger in högre växel

**Förutsättningarna är på plats för en varaktigt starkare hushållskonsumtion.** Trots att timlönerna fortfarande hackar ger medvinden på arbetsmarknaden stora inkomstlyft samtidigt som oljeprisfallet lyfter köpkraften rejält. Bilförsäljningen är på 9-årshögsta och bensinpriserna på 6-årslägst samtidigt som **hushållens förtroendeindikatorer rusar uppåt**; framför allt enligt Michiganundersökningen som stigit till den högsta nivån på mer än tio år.

### Blir 2015 året när konsumenterna vaknar på allvar?



Mätt som årsgenomsnitt växer **hushållens konsumtion med 3,3 procent 2015 och 2,8 procent 2016**. Därmed blir 2015 det starkaste konsumtionsåret sedan 2004. I och med att vi har lagt in en tydlig uppgång i sparkvoten ligger risken i konsumtionsprognosen sannolikt på uppsidan. En modell där sparkvoten förklaras av förmögenhet, kreditläge och arbetsmarknad pekar faktisk mot lägre hushållssparande kommande år.

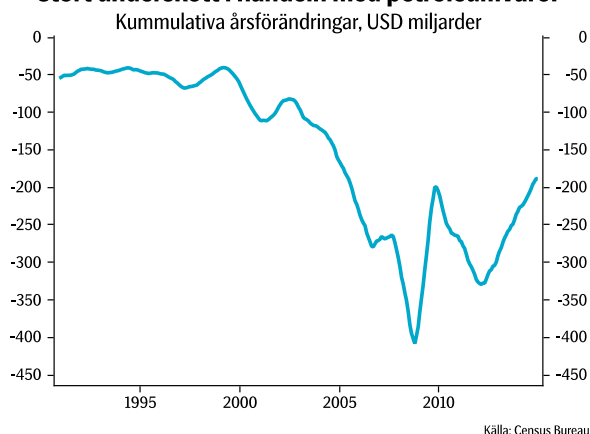
### Allt mer optimistiska småföretag

Samtidigt som hushållens förtroendeindikatorer marscherar uppåt har ISM fallit tillbaka från fjolårstoppen och är numera förenligt med BNP-tillväxt på omkring 3 procent. Ett skäl till att ISM för tillfället visar lägre tillväxtsiffror jämfört med vår prognos kan vara att den speglar förtroendet i storföretagen där svag omvärldsefterfrågan och starkare dollar redan slagit igenom samtidigt som det inhemska efterfråglyftet ännu inte helt realiserats.

Att **inhemsk efterfrågan är på väg att bryta sig upp ur de senaste årens modesta trend** tyder inte minst småföretagarindex NFIB på. Den förtroendebarmetern, som täcker

nästan 600 företag verksamma inom såväl som utanför energisektorn, har stigit brant på sistone. Uppgången i småföretagarindex är också en indikator på att **oljeprisfallet är netto-positivt för ekonomin**. Den slutsatsen ger också hårddata vid handen: underskottet i den amerikanska handeln med olja uppgick till omkring 200 miljarder dollar i fjol. **Att USA konsumerar mer olja än vad det exporterar tyder på att oljeprisfallet är positivt för ekonomin**. Också Feds modeller pekar på att lägre oljepriser lyfter såväl BNP som sysselsättning.

### Stort underskott i handeln med petroleumvaror



I en relativt sluten ekonomi som den amerikanska är det mycket sannolikt att stigande efterfrågan från hushållen med viss eftersläpning leder till en investeringsuppgång. Ett annat skäl till investeringsoptimism är att företagen drar nytta av ränteläget och har ökat den genomsnittliga löptiden på utestående obligationslån rejält till 16 år i genomsnitt. Vissa företag emitterar till och med på 50 år. Därmed kommer sannolikt inte kreditvärdigheten att försämrats när Fed börjar lyfta avkastningskurvan vad det lider. Hög kapacitetsutnyttjande i industrin och företagens starka vinster och kassor bidrar också till god investeringskonjunktur, liksom behovet av att förnya den föråldrade maskinparken. Sammantaget räknar vi med att **företagens investeringar växlar upp från en ökningstakt på 5 procent 2014 till 8 procent i genomsnitt 2015-2016**.

### Starkare dollar en motvind

Dollarn har stärkts med omkring 11 procent i handelsviktade termer sedan halvårsskiftet 2014 och väntas fortsätta upp kommande år. Flera faktorer har bidragit till dollarstyrkan. Amerikansk konjunktur har överraskat på uppsidan och samtidigt som Fed krattar manegen för räntehöjningar skruvar andra centralbanker penningpolitiken åt det mjukare hållet. Oljeprisfallet och svag efterfrågan i omvärlden kan också ha bidragit. **Dollarstyrkan motverkar delvis den positiva effekten av oljeprisfallet** men ett finansiellt index där förutom dollarn också börs och räntor ingår, visar att finansiella förhållanden sammantaget är lättare i dag jämfört med för ett halvår eller ett år sedan. Exempelvis tyder Feds egen forskning på att 50 punkters lägre långränta kan sägas motsvara en styrräntesänkning på 200 punkter – **lägre långräntor utgör därmed en viktig motvikt till dollarförstärkningen**.

Exportordergången har dock fått grus i maskineriet och exportprognosen har dragits ned. **Utrikeshandeln ger negativa tillväxtbidrag 2015-2016**. Underskottet i bytesbalansen, som beräknas till 2,5 procent av BNP i fjol, växer till 3,1 procent av BNP 2016.

### Bostadsmarknaden stärks

Efter den tröga utvecklingen i fjol ljusnar bostadsmarknaden. **Det stora bostadsutbudet har äntligen betats av**; antalet lediga bostäder som andel av den totala bostadsstocken noteras numera på historiska snitt. Sysselsättningen har ökat starkt också bland de viktiga förstagångs köparna samtidigt som antalet hushåll väntas öka med drygt 1,2 miljoner årligen. Det ger sammantaget robusta ökningstal i påbörjade nybyggnationer 2015-2016.

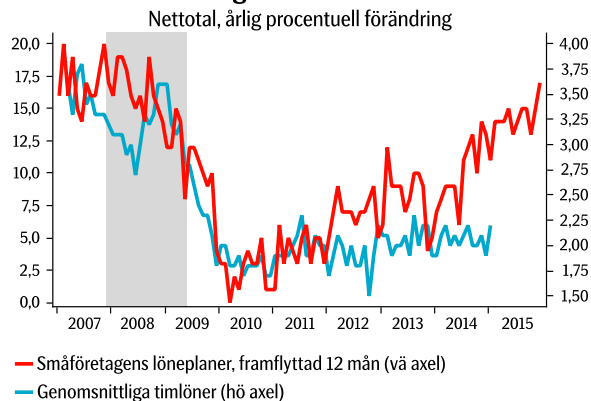
### Överutbudet på bostäder har betats av



### Sysselsättningen går som tåget

Sysselsättningstillväxten 2014 var den starkaste på 15 år. Amerikansk ekonomi skapade 2,9 miljoner jobb i fjol varav 2,7 miljoner var heltidsjobb – högsta noteringen sedan 1984. Fjolårets arbetslöshetsfall blev dessutom det näst största sett över de senaste trettio åren och **arbetslösheten ligger nu nära en nivå som kongressens budgetkontor bedömer som jämviktsarbetslöshet**. 2015 års sysselsättningstillväxt matchar fjolårets med snittökning på 260 000 enligt vår prognos. Arbetslösheten, som noteras på 5,7 procent i januari, sjunker till 4,4 procent i slutet av 2016.

### Genomsnittliga timlönerna och indikator



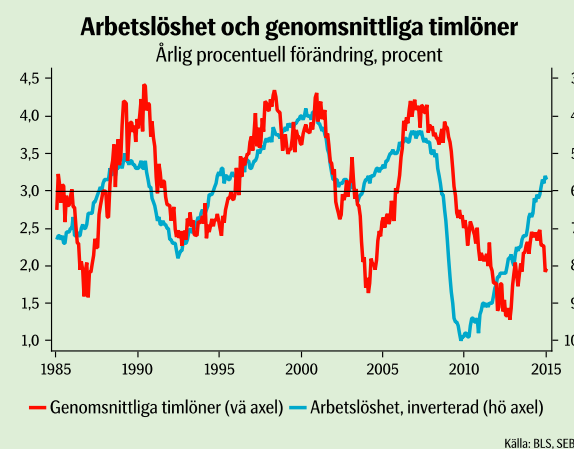


Trots oväntat svaga utfall i fjol talar ett stramare resursläge för att **timlönerna växlar upp 2015**. Arbetskraftsefterfrågan stiger stadigt: antalet lediga jobb ligger på 14-årshögsta och kvoten mellan lediga jobb och nyanställningar är rekordhög. Därmed borde arbetstagarnas förhandlingspositioner förbättras vilket talar för högre reala löneökningar. Småföretagens löneförväntningar har redan stigit och är för närvarande fören-

liga med timlöneökningar på omkring 3,5 procent – klart högre jämfört med dagens nivåer. Sammantaget **spås genomsnittliga timlöner öka med 2,7 procent respektive 3,5 procent 2015-2016**. Om timlönerna, tvärtom våra prognoser, fortsätter kräftgången kan däremot **normaliseringen av penningpolitiken senareläggas**.

### Varför ökar inte timlönerna snabbare?

Att arbetslösheten redan nästan matchar jämviktsarbetslösheten NAIRU talar för stigande lönetillväxt. **Enligt kvartalsvisa ECI ökar lönerna redan i linje med förra återhämtningen** och också trenden i genomsnittliga veckolöner pekar uppåt. Men marknadsfokus är på genomsnittliga timlöner där ökningstakten tvärtom fallit tillbaka i vinter.

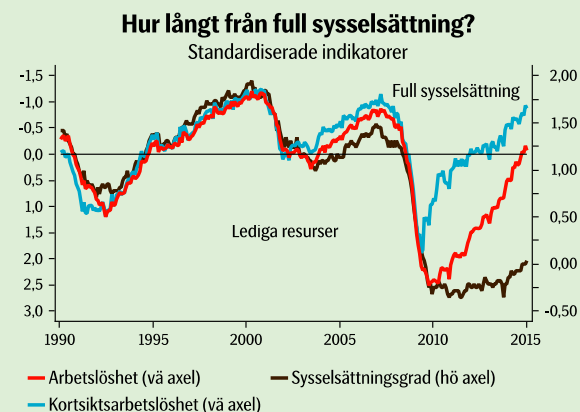


Lönestelhet under den djupa recessionen 2008-2009 är en förklaring som lyfts fram varför timlönerna hackar. Trots att arbetslösheten steg till tvåsiffriga nivåer fortsatte lönerna upp under krisåren. De uppskjutna lönesänkningarna har troligen nu slagit tillbaka i form av oväntat låga ökningstal. Historiskt borde dagens **arbetslöshetsnivå vara förenlig med genomsnittliga timlöneökningar på drygt 3 procent**.

Eftersläpningen mellan resursläge och löner kan vara lång och varierande. Också efter förra recessionen i början 2000-talet tog det lång tid innan lönetillväxten kom igång. En ännu längre historisk tillbakablick tyder dessutom på att **sambandet mellan resursläget på arbetsmarknaden**

**och löneinflationen har försvagats** de senaste decennierna; före centralbankschefens Volckers krafttag mot inflationen på 1980-talet var sambanden starkare.

På den tiden var Feds trovärdighet som inflationsbekämpare lägre och inflationsförväntningarna mindre förankrade. Dessutom var det vanligare förr att lönerna indexerades till inflationen. Sedan 1990-talet har också globaliseringen haft växande påverkan på löner och priser, vilket nog har försvagat sambanden.



**Ytterligare en förklaring är att resursläget är betydligt mindre ansträngt än vad arbetslösheten indikerar.**

Samtidigt som olika normaliserade arbetslöshetsmått tyder på att ekonomin redan är i full sysselsättning har sysselsättningsgraden knappt stigit alls hittills i återhämtningen – och det kan inte demografiska faktorer till fullo förklara. Om det nu är så att det fortfarande finns gott om lediga resurser i ekonomin är det **goda nyheter för konjunkturåterhämtningen i USA**; vi kan i så fall se fram emot flera års BNP-tillväxt över trend innan ekonomin slår i kapacitetstaket.

### Finanspolitiskt samarbete eller konfrontation?

Förbättringen av statens finanser sedan 2010 har varit den snabbaste på 50 år och avseende budgetåret 2014 var underskottet 2,8 procent av BNP – lägre än 30-årsnittet på strax över 3 procent. De närmaste åren ligger budgetunderskottet kvar nära dagens nivåer och **finanspolitiken ger neutrala tillväxtbidrag**.

De hyfsade statsfinanserna minskar incitamenten att ta tag i jobbigena medel- och långfristiga finanspolitiska utmaningar. Den nya kongressen, med republikansk majoritet i såväl senaten som representanthuset, har annars goda förutsättningar att lägga fram betydligt fler lagförslag jämfört med tidigare år.

Samtidigt återstår det att se om president Obama utnyttjar vetorätten och regelmässigt skjuter republikanernas förslag i sank. Beslutet i slutet av i fjol att driva igenom en reform av immigrationspolitiken utan kongressens godkännande retade upp republikanerna och ökar konfrontationsrisken. Vi är dock **fortfarande optimister avseende samarbetsklimatet i den federala politiken**: genom att sparsamt använda vetorätten kan såväl presidentens eftermäle som demokraternas chanser i valen 2016 förbättras.

Därmed är bedömningen att **de flesta deadlines kommer att mötas i tid**. Med tanke på haveriet hösten 2013 när Washington tillfälligt tvingades stänga ned en rad myndighetsfunktioner finns en naturlig oro inför skuldtaksfrågan. Skuldtaket, som handlar om gränsen för hur mycket som får lånas, kommer att



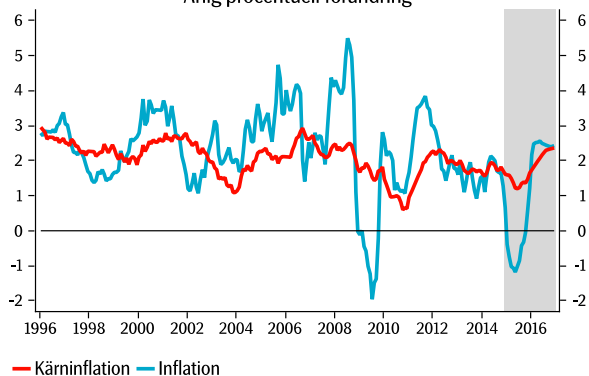
formellt aktualiseras i mitten av mars men restriktionen blir inte bindande förrän efter sommaren.

## Inflationen faller kraftigt

Oljeprisfallet ger dramatiska effekter i år och inflationen faller till som lägst -1,2 procent under våren. Även om nedgången troligen blir tillfällig blir också årsgenomsnittet negativt 2015 – **vi spår att inflationen blir -0,4 procent i år respektive 2,4 procent 2016**. Det kraftiga inflationsfallet 2015 motsvarar ett rejält realinkomstlyft som stimulerar konsumtionen och därmed bidrar till att **oljeprisfallet ger tveeggade effekter när det gäller Feds beslutssituation**. Konsekvenserna för de mer långsiktiga inflationsförväntningarna blir troligen viktiga. Hitills kan konstateras att marknadens inflationsförväntningar har fallit medan de varit stabila bland hushållen. Enligt Michigans enkät ser endast 1 procent av hushållen deflation de närmaste fem åren och långa inflationsförväntningar ligger förankrade på 2,8 procent.

### Inflationen faller fritt 2015

Årlig procentuell förändring



Källa: BLS, SEB

Vid sidan av inflationsförväntningarna är kärninflationen i centralbankens kikarsikte. Vår bedömning är att **kärninflationen**, där mat och energi exkluderas, **dämpas med 3 tiondelar under 2015**. Dollarförstärkningen sedan i somras gör importerade varor billigare och importerad inflation lägre, samtidigt som vissa andrahandseffekter från oljepriset kommer via exempelvis flygpriserna som föll med besked i december. Vår sammantagna bedömning är att **kärninflationen hålls uppe på 1,4 procent 2015 respektive 2,1 procent 2016**, nära marknadskonsensus.

Riskerna i inflationsprognosen ligger på nedsidan. Ändå bedömer vi att **sannolikheten är låg för en bredare deflations-spiral**. Att inflationen redan dämpats rejält förklaras helt av nedgången i energiindex – exklusive energi ökar konsumentpriserna med 1,9 procent enligt den senaste noteringen vilket är fyra tiondelar högre jämfört med i januari i fjol. Enligt alternativa mått som Cleveland Feds medianviktade KPI stiger priserna med 2,1 procent och sett till tjänstesektorn är den årliga ökningstakten 2,4 procent för tillfället.

## Fed krattar manegen för räntehöjningar

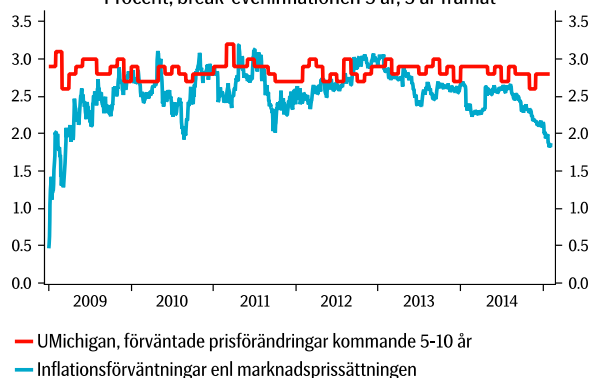
Sett till vad som för närvarande kommuniceras från centralbankshåll verkar **beslutsfattarna anse att juni är en bra tidpunkt att börja normalisera** penningpolitiken. Det har

också ekonomkollektivet tagit fasta på där drygt 60 procent ser juni som den troligaste startpunkten för räntehöjningar. Vår realekonomiska prognos med en stark BNP-tillväxt och fallande arbetslöshet talar också för relativt tidiga räntehöjningar. Men samtidigt talar en cocktail bestående av inflationsförväntningar, dollar och kärninflation för att Fed ska avvakta längre. Feds beslutssituation har således blivit svårare när det gäller att balansera det låga inflationstrycket mot riskerna för ett alltför stramt resursläge och uppkomsten av finansiella bubbler.

Vår prognos är att den **första räntehöjningen kommer i september 2015**. När centralbanken väl inlett höjningscykeln är det historiska mönstret att räntenormaliseringen sker stegvis vid varje penningpolitiskt möte – det var mönstret vid förra höjningscykeln 2004-2006 och det är också detta som ger störst penningpolitisk transparens. Tempot i åtstramningen beror samtidigt på hur finansiella förhållanden reagerar och är inte huggen i sten. Vår prognos är att **Fed höjer räntan till 0,75 procent vid slutet av 2015 respektive 1,75 procent i slutet av 2016**. Det innebär att Fed väljer att höja räntan vid vartannat penningpolitiskt möte den här gången. Också ett sådant förfarande ger betydligt snabbare räntehöjningar än vad som ligger i dagens marknadsprissättning, men samtidigt en mjukare bana än vad Fed själva signalerar.

### Marknadens inflationsförväntningar faller

Procent, break-eveninflationen 5 år, 5 år framåt



Källa: Bloomberg

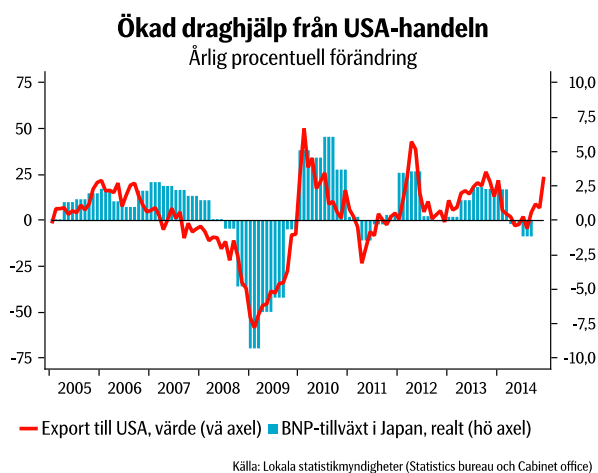
**Risken att räntenormaliseringen skjuts ännu längre på framtiden är större** än risken för snabbare räntehöjningar.

Om genomsnittliga timlöner fortsätter sin kraftgång och också hushållens inflationsförväntningar börjar tappa mark finns skäl för Fed att sitta still längre i båten. Om kärninflationen faller så lågt som till enprocentsnivå dröjer sannolikt den första höjningen till 2016 enligt vår bedömning.

## Ljusning för exporten – strukturreformer dröjer

- Mer expansiv finans- och penningpolitik
- Ökad draghjälp från USA lyfter exporten
- Monetarisering oroar inte räntemarknaden

Japans ekonomi gick i fjol in i den fjärde recessionen på sex år. Tillväxten för hela 2014 ser ut att stanna vid 0,2 procent – en stor besvikelse jämfört med förväntningarna i början av året. **Vi prognostiserar en tillväxt på 1,1 procent under både 2015 och 2016.** Det är över den långsiktiga trenden på runt 0,5 procent, men under de optimistiska bedömningarna som gjordes när den nya ekonomiska politiken – Abenomics – lanserades för ungefär två år sedan. Prognosen innebär en viss upprevidering för innevarande år jämfört med *Nordic Outlook* i november. Huvudskälen till denna mer positiva bedömning är **ökade policystimulanser och ökad draghjälp från USA** vilket tillsammans med förstärkt konkurrenskraft **börjar sätta avtryck i utrikeshandeln**. Den svaga responsen från exporten på valutaförsvagningen har varit en av de stora besvikelserna i omdaning av den japanska ekonomin. Nu syns dock tecken på att exporten börjar ta fart, drivet av ett uppsving under fjärde kvartalet i leveranserna till USA, asiatiska NIC-länder samt i viss mån Kina. Sjunkande oljepris, samt på lite längre sikt minskat behov av importerad energi när Japan återstartar sin kärnkraftsproduktion, kan samtidigt dämpa ökningstakten i importen framöver.



Även i övrigt ökade aktiviteten i ekonomin under årets sista kvartal då privat konsumtion och industriproduktion gradvis började återhämta sig från de skarpa fallen tidigare under året. Sentimentet bland företag och hushåll visar tecken på att i vart fall stabiliseras medan arbetslösheten planar ut på en låg nivå

kring 3,5 procent. En viktig fråga framöver är i vilken grad den strama arbetsmarknaden påverkar lönebildningen. Storföretagen, som dragit mest nytta av en svagare yen, pressas av regeringen att höja lönerna i vårens förhandlingsomgång. Tudelningen på arbetsmarknaden, med en ökad andel anställda på lösare kontrakt, talar dock för att det kan bli **svårt att få till bredbaserade löneökningar i ekonomin**. Inflationen har lyfts av stigande importpriser samt framförallt höjningen av konsumtionsskatten, men faller nu snabbt tillbaka, delvis som en följd av lägre energipriser. Vi räknar med en **inflation på 1,0 och 0,7 under 2015 och 2016, kvar under Bank of Japans mål** på två procent.

**Den ekonomiska politiken kommer att ge ett ökat stöd för tillväxten på kort sikt.** Den första pilen i Abenomics – kraftfulla penningpolitiska stimulanser – förstärktes ytterligare i oktober, då Bank of Japan beslutade att utöka sina tillgångsköp till 80 000 miljarder JPY om året. I april tror vi att den låga inflationen resulterar i att takten i de kvantitativa lättnaderna höjs till 100 000 miljarder JPY/år. Den andra pilen – kortsiktiga finanspolitiska stimulanser följt av åtgärder för att styra in statsfinanserna på en långsiktigt hållbar bana – har också återlanserats. Nästa steg i den planerade höjningen av konsumtionsskatten har skjutits upp till 2017 och regeringen beslutade efter valet i december om ett nytt stimulanspaket på ca 0,7 procent av BNP, riktade till hushåll och infrastruktur, medan bolagsskatten ska sänkas med 2,5 procentenheter i april.

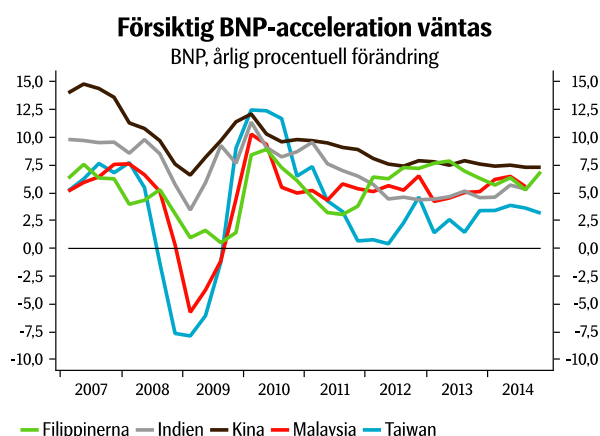
Den tredje pilen – strukturreformer för att höja den långsiktiga tillväxten – går alltså trögt även om regeringen bl a tar steg för att öka arbetskraftsdeltagandet bland kvinnor och underlätta rekryteringen av utländsk arbetskraft. Omvalet stärker Abes mandat men reformtakten är för långsam för att göra någon skillnad för den underliggande tillväxtpotentialen inom vår prognoshorisont. De demografiska utmaningarna, med en snabbt åldrande befolkning, utgör samtidigt ett växande hinder i ett läge där de lediga resurserna nu är i stort sett uttömda och produktionsgapet sluts. Underskotten i de offentliga finanserna finansieras nu fullt ut av "sedelpressen" eftersom **Bank of Japan köper mer statsobligationer än vad som emitteras**. Det är inte hållbart i längden men inget hot mot stabiliteten på kort sikt. Tioåriga obligationsräntor har fortsatt ned till nya rekordlåga nivåer på som lägst 0,20 procent. Det visar att **räntemarknaden ännu inte oroas av inflationsrisker från statsskuden** utan snarare diskonterar fortsatt alltför låg inflation. Vad gäller växelkursen har yenen handelsvägt tagit tillbaka hela den tidigare förstärkningen under krisen. Vi räknar med att Bank of Japans stimulanser fortsätter att försvaga yenen till **140 för USD/JPY** i slutet av perioden.

## Nedåtpress på inflationen ger lättare penningpolitik

- **Försiktig tillväxtacceleration i de flesta ekonomier**
- **Fortsatt inbromsning för kinesisk tillväxt**
- **Indisk inflationsdämpning, uppreviderad BNP-tillväxt**

**BNP-tillväxten bedöms accelerera 2015 och 2016 i flertalet tillväxtekonomier i Asien.** Kina utgör dock ett viktigt undantag och den kinesiska inbromsningen bidrar till att accelerationen i övriga länder blir måttlig trots draghjälp från den starka USA-ekonomin. Dessutom mattas den kreditdrivna inhemska efterfrågan av i många ekonomier. Inklusivt Kina stagnerar tillväxten på en nivå runt 6 procent 2015 och 2016.

De flesta tillväxtekonomier i Asien är nettoimportörer av energi och gynnas därför av det kraftiga oljeprisfallet. I kombination med ett lågt underliggande inflationstryck medför detta att inflationen periodvis blir negativ under 2015. Deflationstendenserna bedöms dock bli kortvariga och priserna stiger åter 2016. De **positiva tillväxteffekterna från lägre inflation** varierar mellan ekonomier men blir generellt **begränsade**. Även effekternas kanaler skiljer sig åt. I ekonomier med energisubventioner, som exempelvis Indonesien, gynnas statsfinanserna snarare än hushållen. I andra länder får hushållen betydande realinkomstökningar men läckage i form av ökad import och sparande begränsar effekterna på BNP. En annan konsekvens av nedåtpressen på inflationen är att **centralbankerna kan fortsätta bedriva en mjuk penningpolitik**. I några ekonomier såsom Indien, Sydkorea och Thailand bidrar inflationsnedgången till ytterligare styrräntesänkningar.



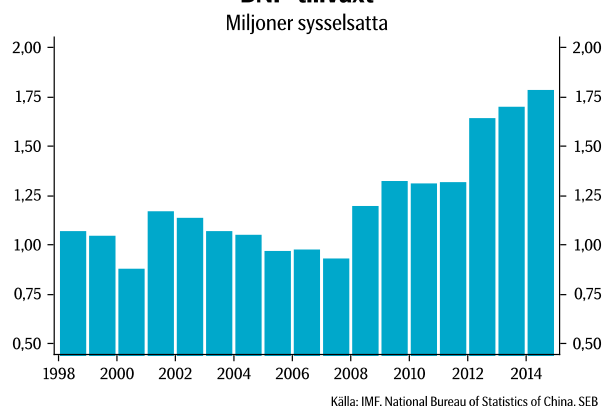
Konsekvenserna av Feds förväntade räntehöjningar utgör en riskfaktor. Vår huvudprognos är dock att en finansiell turbulens i den omfattning som uppstod sommaren 2013 kan undvikas. Feds höjningar kommer med största sannolikhet att vara väl annonserade samtidigt som de flesta ekonomier i regionen förstärkt sin motståndskraft bl a genom förbättrade bytesbalanser. Vi räknar därför med att de flesta valutorna i de asiatiska tillväxtekonomierna stärks mot USD under 2015. Indonesien är alltså den ekonomi som ser mest sårbar ut.

### Kina: Inbromsning ger fortsatt policyuppmjukning

BNP-tillväxten fjärde kvartalet hamnade på 7,3 procent, vilket var något högre än väntat. Sett till **helåret 2014** fortsatte dock inbromsningen och tillväxten blev **7,4 procent**. Kina kan därför anses ha uppnått tillväxtmålet för 2014 på "omkring 7,5 procent". Målet för 2015 sänks troligen till 7,0 procent. En **gradvis tillväxtinbromsning** ned mot mer hållbara tillväxttall är ett **positivt scenario för Kina**.

Kinesiska policymakare fäster stor vikt vid utvecklingen på arbetsmarknaden. Som vi understrukt i tidigare analyser väntas arbetsmarknaden kunna stå emot tillväxtinbromsningen utan allvarigare konsekvenser (se t ex *Economic Insights*, "China's labour market can cope with a decline in GDP growth without weakening", januari 2015). Detta beror dels på ett **minskande utbud av arbetskraft**, dels på att en snabb expansion av den sysselsättningsintensiva tjänstesektorn gör att **fler jobb än tidigare skapas vid en given BNP-tillväxt**.

### Ökning av urban sysselsättning per procentenhet BNP-tillväxt



Trots lägre tillväxtambitioner blir det en utmaning att nå det nya tillväxtmålet och den ekonomiska politiken kommer att ställas inför avvägningar mellan behovet av tillväxtstimulanser och ambitionerna att minska riskerna för en ohållbart snabb kredittillväxt. Balansgången försvåras än mer av det snabba

reformarbetet. Det har dock blivit allt tydligare att myndigheterna prioriterat upp tillväxtstöttande politik och visat beredskap för att göra avkall på målet om att tydligt bromsa in kreditillväxten. Både penning- och finanspolitik väntas därför bli mer expansiv. Bedömningen är att **styrräntesänkningen i november 2014 till 5,60 procent följs upp med ytterligare en sänkning till 5,20 procent**. Bankernas reservkrav sänktes i början av februari och ytterligare sänkningar väntas framöver samtidigt som centralbanken kommer att fortsätta att injicera likviditet i banksystemet. Även **finanspolitiken bedöms bli något mer expansiv** och offentliga budgetunderskottet som ligger kring 2 procent av BNP väntas stiga mot 3 procent under prognosperioden.

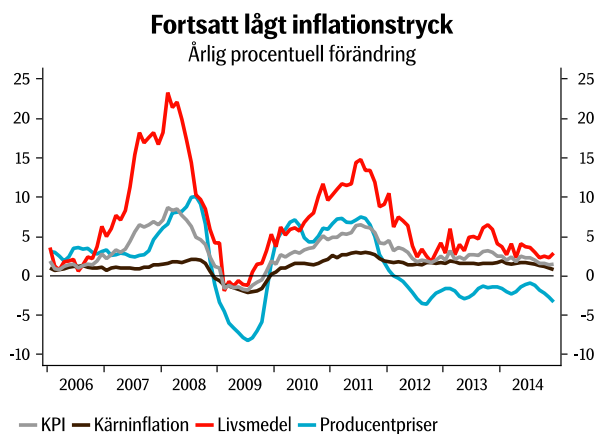
Det **ambitiösa reformarbetet väntas fortsätta**. Den revidering av budgetlagen som antogs i fjol har nu trätt i kraft, vilket minskat risken för att kommuners skuldsättning ska utgöra ett hot mot det finansiella systemet. Regeringen presenterade i slutet av november en plan för en **insättningsgaranti** av liknande typ som finns i de flesta utvecklade länder. Garantin hamnar på en halv miljon yuan och är ett steg på vägen mot att avreglera räntorna på inlåningen. Reformerna inom finanssektorn går fort men även andra satsningar genomförs. Exempelvis ska **pensionssystemet** reformeras så att villkoren för anställda i offentlig och privat sektor blir mer likvärdiga.

Frågan är nu i vilken grad den mer expansiva politiken kan bryta tendenserna mot ekonomisk avmattning. Både **indikatorer och hårddata utvecklades svagt under slutet av 2014**. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har fallit. I januari låg både officiella PMI och HSBC/Markits index strax under 50-strecket. De flesta hårddata försvagades också i slutet av 2014 när industriproduktion, investeringar och detaljhandel bromsade in. En ljuspunkt är exporten som hållits uppe. Importen har dock minskat i årstakt senaste månaderna. Den svaga importutvecklingen väntas fortsätta då den till stor del orsakats av dämpad efterfrågan på råvaror, en trend som fortsätter då vare sig en tydlig uppgång för bostadsmarknaden eller en stimulansdriven investeringsboom ligger i korten.

I likhet med 2014 väntas starkare extern efterfrågan och ökade stimulanser inte fullt ut kunna motverka svag underliggande efterfrågan på hemmaplan. Situationen på bostadsmarknaden blir central för den inhemska utvecklingen framöver. Som månadsförändring föll bostadspriserna (mätt i större 70 städer) hela andra halvåret 2014. Prisfallet har dock mattats av samtidigt som antalet försäljningar börjat återhämta sig. Sammantaget är därför bedömningen att **risken för en mer allvarlig sänkning på bostadsmarknaden har minskat tydligt** senaste tiden bl a beroende på uppmjukningen av den strikta bostadsmarknadspolitik. Bostadsmarknaden **kommer dock att fortsätta hämma tillväxten** genom det stora överutbudet av bostäder som dämpar byggandet. Problemen på bostadsmarknaden är en viktig förklaring till dämpningen av totala investeringarna inte minst för att aktiviteten i en rad närliggande sektorer dämpas. En annan sidoeffekt av svag bostadsmarknad är minskad försäljning av land som resulterat i att lokala myndigheters intäkter minskat vilket försvårar finansieringen av investeringar i bl a infrastruktur. Sammantaget är vår

bedömning att **BNP-ökningen dämpas till 7,0 procent 2015 och till 6,7 procent 2016**.

**Helåret 2014 hamnade KPI-inflationen på 2,0 procent** efter att under slutet av året ha dämpats till 1,5 procent. Även den redan låga kärninflationen har modererats de senaste månaderna. Oljeprisfallet kombinerat med prisnedgångar på andra råvaror har ytterligare pressat ned den sedan länge negativa producentprisinflationen. KPI-inflationen är dock mindre känslig för oljeprisförändringar än i de flesta andra länder. Kina är visserligen en stor nettoimportör av olja men priskontroller innebär att oljeprisnedgången endast får begränsat genomslag samtidigt som energi utgör en liten andel av KPI-korgen. Livsmedelspriserna utgör omkring en tredjedel av korgen och det är i första hand dessa som pressat ned KPI-inflationen under andra halvåret 2014. Sammantaget gör oljeprisfallet kombinerat med prisnedgångar på flera jordbruksråvaror att inflationen fortsätter dämpas i närtid. **Helåret 2015 bedöms inflationen bli 1,7 procent**; en nedrevidering av prognosen i *Nordic Outlook* november 2014 med tre tiondelar. **2016 accelererar inflationen till 2,0 procent**.

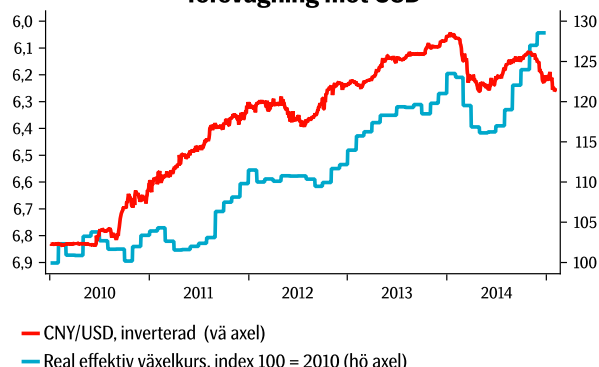


Källa: National Bureau of Statistics of China

Det låga inflationstrycket har skapat oro för deflationstenden- ser och det finns en klar risk att inflationstrycket blir än lägre än i vår prognos. **Vår bedömning är ändå att sannolikheten för att Kina skulle fastna i en farlig, nedåtgående deflationsspiral är liten**. Nedåtpressen på inflationen drivs av råvaru- och livsmedelspriser samtidigt som lönerna fortsätter att öka i god takt och företagen verkar inte vara under press att sänka priserna på sina produkter.

Under 2014 försvagades **yuanen** med omkring 2,5 procent gentemot USD. Mätt i handelsviktade termer stärktes dock valutan. Även om exporten skulle få ytterligare skjuts av en fortsatt depreciering mot USD tror vi att myndigheterna vill undvika en sådan utveckling med hänsyn till riskerna för amerikanska handelssanktioner. En svagare valuta riskerar även att resultera i kapitalutflöden som kan destabilisera det finansiella systemet och dessutom motverka målet att yuanen på sikt ska nå statusen som en globalt viktig valuta. **USD/CNY väntas stå i 6,00 vid slutet av 2015 och 2016**.

### Starkare real effektiv växelkurs 2014 men försvagning mot USD



Källa: BIS, Macrobond

## Indien: Kraftigt reviderade BNP-utfall ger ljusare bild

I slutet av januari publicerade statistikmyndigheten kraftigt uppreviderade BNP-utfall. **För det budgetår som avslutades i mars 2014 reviderades BNP-tillväxten från 4,7 procent till hela 6,9 procent.** Även tillväxten under det föregående budgetåret reviderades upp men i mindre utsträckning. Upprevideringarna är en följd av en omfattande förändring av beräkningsmetoderna. Basåret har ändrats samtidigt som BNP nu beräknas enligt marknadspriser istället för till faktorkostnad. BNP är dessutom mer heltäckande än tidigare. Kvaliteten på BNP-data bedöms därför bli bättre och mer i linje med internationellt vedertagna principer.

Även om **statistikrevideringen** är ett steg i rätt riktning **försvårar** den **bedömningen av läget i ekonomin**. Dessutom skapas osäkerhet kring tillväxtprognoserna. Den betydligt ljusare bild som de reviderade BNP-utfallen ger är svår att få ihop med indikatorer och hårddata. Exempelvis pekar industriproduktionen på svag utveckling under samma period som BNP accelererade rejält. En betydande del av BNP-revideringen härrör dock från industrisektorn. Sannolikt skulle därför även en revidering av industriproduktionsdata resultera i en ljusare bild.

Oavsett revideringen håller vi fast vid bilden att **tillväxtaccelerationen blir relativt försiktig framöver**. Hög skuldsättning i företagssektorn håller tillbaka investeringsuppgången trots räntesänkningar. Modi-regeringens reformer går i rätt riktning men hårt motstånd väntas mot mer genomgripande och viktiga reformer såsom en uppluckring av arbetsmarknadslagstiftningen. Dessutom dröjer det innan redan implementerade reformåtgärder får effekt på tillväxten. BNP-revideringarna kan också påverka reformmöjligheterna negativt då BJP använde den tröga tillväxten under den föregående regeringen som ett viktigt argument för reformer i valrörelsen inför parlamentsvalet i maj 2014. En betydligt högre historisk tillväxt kan därför göra att motståndet mot reformer hårdnar ytterligare.

Förutom ansträngningarna att minska budgetunderskottet har den Modi-ledda regeringen kommit med fler reforminitiativ. Exempelvis ser en **nationell försäljningsskatt** ut att kunna implementeras trots motstånd. Skatten ska ersätta ett sam-

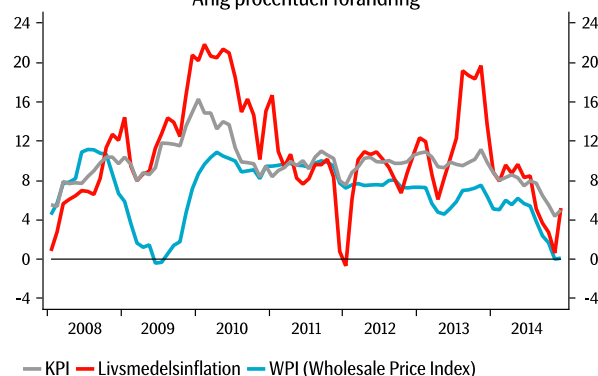
melsurium av olika skatter i delstaterna och därmed göra det enklare för företag att ha verksamhet i flera olika delstater. De riktigt tunga reformerna lyser dock ännu med sin frånvaro.

Sammantaget innebär dock revideringarna att BNP-prognosen blir klart högre än i *Nordic Outlook* november 2014. **Tillväxttakten stiger försiktigt från 7,0 procent 2014 till 7,3 respektive 7,6 procent 2015 och 2016.** Med fortsatt reformarbete och en mjukare penningpolitik finns **potential för ytterligare tillväxtacceleration bortom prognoshorisonten.**

**I mitten av januari sänkte centralbanken (RBI) styrräntan** från 8 procent till 7,75 procent på ett extrainsatt möte. Även om räntesänkningen kom tidigare än väntat var den i linje med vår prognos om en första sänkning under första kvartalet 2015. Motiveringen till sänkningen var att inflationsdämpningen nu skapat utrymme för en uppmjukning av penningpolitiken i syfte att stötta tillväxten. **Inflationen har dämpats rejält** senaste månaderna, KPI-inflationen, som utgör centralbankens målvariabel, var i december 2014 5 procent jämfört med nära 10 procent i början av året. En dämpning av olje- och livsmedelspriserna har drivit nedgången. Även inflationsförväntningarna har fallit tillbaka kraftigt. RBI lämnade räntan oförändrad på det ordinarie mötet i februari. Enligt pressmeddelandet kan upprevideringen av BNP-tillväxten påverka centralbankens egna prognoser framöver. Vår bedömning är dock att den kraftiga inflationsdämpningen skapat utrymme för fler sänkningar och **RBI väntas sänka räntan med ytterligare 75 baspunkter. Styrräntan** bedöms därför ligga på **7,0 procent vid slutet av 2015**. Centralbankens långsiktiga mål är att inflationen ska vara 6 procent i början av 2016; ett mål som nu ligger klart inom räckhåll. Mätt som helårsgenomsnitt hamnade KPI-inflationen 2014 på 7,2 procent. **2015 dämpas inflationen till 5,7 procent. 2016 blir inflationen 5,4 procent.**

### Kraftig dämpning av KPI-inflationen

Årlig procentuell förändring



Källa: Ministry of Commerce and Industry

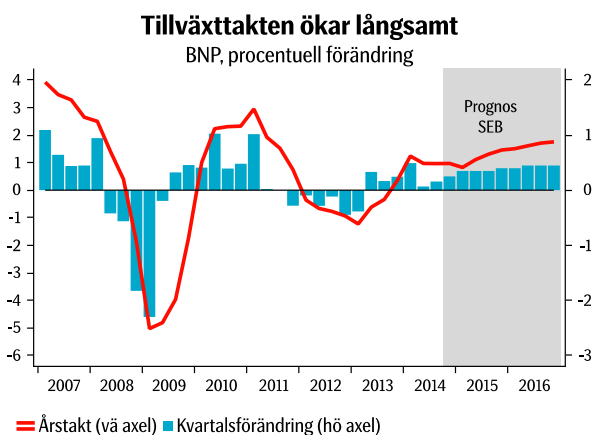
Rupien avslutade 2014 nära de nivåer mot USD som förelåg i början på året. Inte heller framöver väntas några kraftigare förändringar av växelkursen; **vid slutet av 2015 och 2016 bedöms rupien ligga på 60,0 mot USD.** Det lägre oljepriset ger stöd genom en förstärkning av handelsbalansen och rupien har nu starkare motståndskraft mot valutaoro.



## ECB och lågt oljepris stöttar tillväxten

- **Hög skuldsättning och politisk osäkerhet hämmar utvecklingen**
- **Konsumentpriserna faller 2015 men bred deflation kan undvikas**
- **Greklandskrisen illustrerar eurozonens inbyggda spänningar**

Trots successivt förbättrade tillväxtutsikter släpar eurozonen efter i den internationella återhämtningen. Lägre oljepris i kombination med svagare euro och en mer expansiv räntemiljö i kölvattnen av ECB:s kraftfulla åtgärder innebär en ganska kraftig **stimulansimpuls för ekonomin**. Men samtidigt finns starka bromskrafter i form av hög skuldsättning, fragmentisering av kreditmarknader samt politisk osäkerhet såväl på hemmaplan som när det gäller relationerna med Ryssland. Det innebär att tillväxten blir fortsatt alltför svag för att tydligt lindra problemen med omfattande arbetslöshet och hög skuldsättning.



Den tyska ekonomin visar en tillväxt på 1,5-2 procent 2015-2016 samtidigt som återhämtningen i Spanien fortsätter. Där emot fortsätter Frankrike och Italien att släpa efter regionen som helhet (de fyra stora länderna utgör ca 75 procent av total BNP). Sammantaget räknar vi med att **BNP-tillväxten stiger från 1,0 procent 2014 till 1,2 procent 2015 och 1,7 procent 2016**. Prognosen är uppreviderad med tre tiondelar både 2015 och 2016 och sammanlagt är **riskbilden nu mer balanserad**. Den realinkomstökning som följer av lägre oljepriser är den främsta orsaken till revideringen.

Arbetslösheten föll under inledningen av 2014 men har legat stilla runt 11,5 procent det senaste halvåret. Lågt resursutnytt-

jande, fortsatt kostnadsanpassning i flera länder samt låga oljepriser förstärker deflationstrycket i eurozonen. Vi räknar dock med att **ECB:s åtgärder är tillräckliga för att förhindra en varaktig och förlamande deflationsprocess**. HIKP-inflationen blir negativ under större delen av 2015 och vänder därefter upp till en nivå på knappt 1 procent under 2016. Kärninflationen ligger runt ½ procent båda åren.

### BNP

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

ECB:s beslut i januari att komplettera nollräntepolitiken med ett omfattande **program för statsobligationsköp får effekter på flera områden**. Programmet bidrar till att europeiska räntor delvis kan frikopplas från den amerikanska uppgång som följer i spåren av väntade Fedhöjningar. Samtidigt motverkas trenden med fallande inflationsförväntningar. ECB:s stimulanser ger därtill en svagare valuta vilket gynnar exporten, men man ska inte vänta sig alltför stora effekter. En orsak till detta är att handelssanktioner och recession i Ryssland får negativa effekter både direkt via exporten och indirekt via framtidstro och tveksamhet avseende nyinvesteringar.

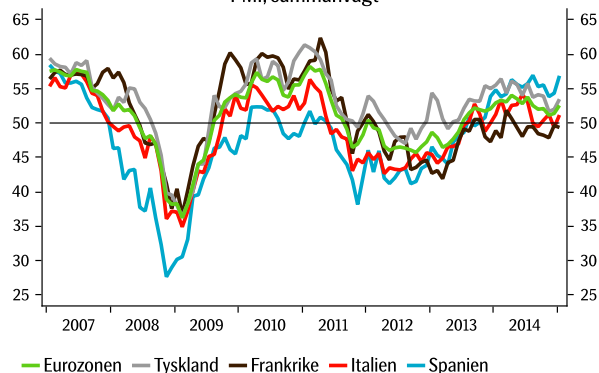
**Politiska faktorer fortsätter också att hämma utvecklingen.** Den svaga och divergerande ekonomiska utvecklingen försvårar samarbetet inom eurozonen, bl a ökar stödet för populistiska partier som är kritiska till eurozonens besparingspolitik och/eller motståndare till ökad ekonomisk samordning. Det utdragna reform- och konsolideringsarbetet tär på tålamodet och det strukturpolitiska arbetet tycks nu vara på väg att tappa fart. Bristen på framsteg inom strukturpolitiken hämmar tillväxtpotentialen främst på längre sikt. Det kan dock också dämpa hushållens och företagens framtidstro och på så sätt hålla tillbaka tillväxten också på kort sikt. En fördjupad integration är också viktig för att öka regionens motståndskraft mot större ekonomiska påfrestningar och chocker.

## Fortsatt dämpad indikatorbild

Indikatorbilderna har i viss mån konvergerat även om skillnader mellan olika länder kvarstår. **Den bredbaserade nedgången under hösten** för inköpschefsindex (PMI) bröts i december 2014 och har därefter vänt upp och låg i januari strax över 50-strecket (52,6) för eurozonen som helhet. Nivån indikerar en kvartalsmässig tillväxttakt på 0,1-0,2 procent under inledningen av 2015, vilket är i linje med utvecklingen under andra halvåret 2014. Samtidigt har EU:s ESI-indikator utvecklats sidledes och ligger på i stort sett samma nivå som i augusti. Tudelningen mellan olika länder i regionen har minskat något även om Frankrike och Italien fortfarande står och stampar på eller strax under 50-strecket. **Inhemskt inriktade tjänstesektorer visar en starkare utveckling än tillverkningsindustrin**, delvis beror detta på att tillverkningsindustrin har påverkats mer av osäkerheten kopplad till Ryssland/ Ukrainakrisen. Även om den direkta exportexponeringen mot Ryssland är liten (2-3 procent) påverkas också framtidsstro och investeringar.

### Viss konvergens, men skillnader består

PMI, sammanvägt



Källa: Markit

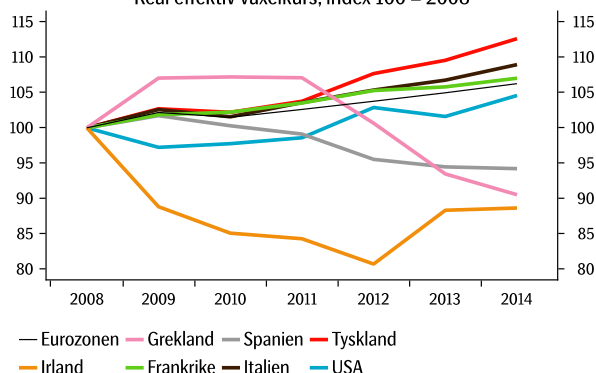
## Omvärldskonjunktur stöttar exporten

Industriproduktionens ökningstakt mattades gradvis förra året. En viss förbättring verkar nu vara på gång, bl a pekar tyska indikatorer på något ljusare förväntningar. En långsamt förbättrad världskonjunktur och svagare euro ger viss **draghjälp för både produktion och export**.

Konkurrenskraften har förbättrats i flera länder de senaste åren. Mätt som real effektiv växelkurs gäller detta framför allt Grekland och Spanien medan något trendbrott inte går att spåra i Frankrike och Italien. Frågan är nu hur stor effekt den svagare euron får för konkurrenskraft och export. Vår analys indikerar att en euroförsvagning på 10 procent lyfter exporten med 3-4 procent. Normalt förklarar dock växelkursvariationer en mindre del av exportförändringar; förändringar i global efterfrågan har större betydelse. Hittills har inte den handelsvägda försvagningen varit lika stor som utvecklingen av EUR/USD-kursen indikerar. Medan euron sedan februari 2014 försvagats med ca 16 procent mot dollarn har förändringen handelsvägt stannat vid 8-9 procent. Framöver blir skillnaden dock mindre; vi räknar med ytterligare 10 procent försvagning mot USD och 6-7 procent handelsvägt.

## Konkurrenskraften förbättras - för vissa

Real effektiv växelkurs, index 100 = 2008



Källa: OECD

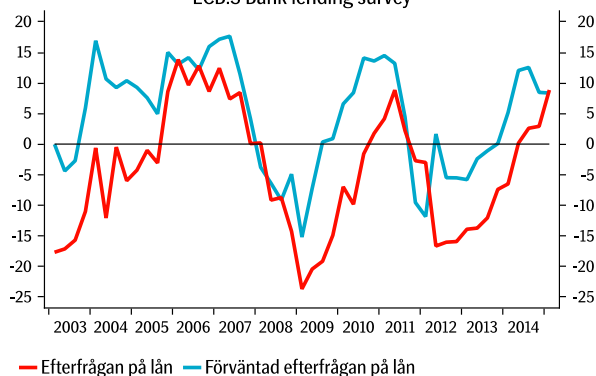
Sammantaget gör vi en relativt försiktig bedömning av exportutvecklingen de närmaste åren och räknar med en uppgång på **3,2 respektive 4,4 procent 2015 och 2016**. Importen ökar något långsammare och överskottet i bytesbalansen ligger kvar runt dagens nivå på ca 2 procent av BNP.

## Inhemsk efterfrågan förbättras successivt

Fortsatt osäkerhet kring konjunkturutvecklingen och allmänt låg efterfrågan **fortsätter att hämma investeringsutvecklingen**. Kapacitetsutnyttjandet ligger fortsatt under det historiska genomsnittet. Därtill kommer en svag industriproduktion och sviktande framtidsstro. En viss återhämtning har dock noterats senaste tiden och i Tyskland har till exempel ZEW och IFO återhämtat sig de senaste månaderna.

### Efterfrågan på lån ökar

ECB:s Bank lending survey

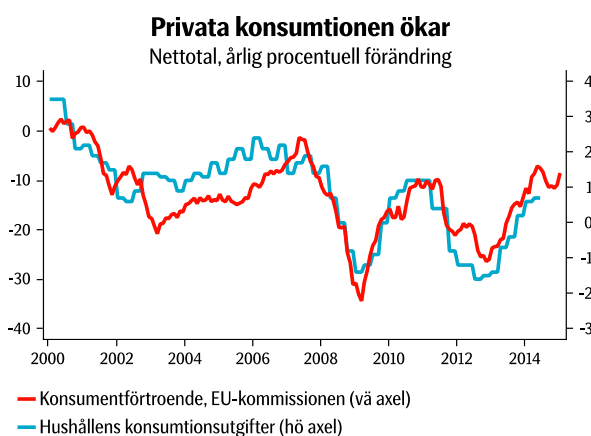


Källa: ECB

Efterfrågan på lån är fortfarande svag men en viss ljusning kan skönjas i ECB:s undersökningar. Att bankerna nu stresstestats och i vissa fall tagit in mer kapital bidrar till detta. Därtill kommer att ECB:s tillgångsköp tillför likviditet och pressar ned räntenivåer, vilket gynnar utbud och efterfrågan på krediter. Trots gynnsammare kreditmiljö tror vi uppgången i investeringar stannar vid **1,5 procent 2015 och 2,2 procent 2016**.

Konsumentförtroendet har fallit tillbaka något sedan i somras men ligger **på en nivå som talar för en ökad konsumtion**. Framöver stöds konsumtionen av stigande inkomster i spåren av låg inflation och en viss ökning av sysselsättningen. Vi räknar med att den reala inkomsten ökar med drygt 1 procent

både 2015 och 2016. Hög skuldsättning och bristande framtidstro gör dock att en del av inkomstökningen äts upp av ökat försiktighetssparande. **Konsumtionsökningen stannar därför vid 1,0 respektive 1,4 procent 2015 och 2016.**



Källa: Eurostat

## Mjukare finanspolitik

De stora besparingarnas tid är över och den ekonomiska politiken kommer att inriktas på att **använda det utrymme som finns till stimulans**. På sikt återstår utmaningen med att pressa ned skuldnivåerna för att hantera en åldrande befolkning, men givet dagens stagnationstendenser i eurozonen ligger fokus nu på att mildra krisens ekonomiska och sociala effekter. Att **missnöjespartier vinner politisk mark** bidrar till att politiker på nationell- och euro zonsnivå håller på att **omvärdera krispolitiken och acceptera en mer expansiv politik**. Detta är en process som pågått ett tag, men accentueras efter att Syriza vunnit valet i Grekland och spanska Podemos (där val hålls sent 2015) framgångar i opinionsmätningar. Båda partierna har grundats under krisen och har vuxit på missnöje med besparingspolitik, hög arbetslöshet och sociala orättvisor. Utvecklingen speglar de stora utmaningar som regionen står inför. En långsiktigt hållbar valutaunion kräver en allt starkare integration av finanspolitiska ramverk. Men om en sådan förknippas med stelbenta regler som inte är ändamålsenliga vid ekonomiska kriser kommer det knappast att gå att uppbåda politiskt stöd för fördjupat samarbete.

Med ett underskott på drygt 2 procent och en statsskuld runt 95 procent är utrymmet för finanspolitisk expansion mycket begränsat, inte minst mot bakgrund av att låg tillväxt och fallande priser ökar skuldbördan som andel av BNP. I stort sett räknar vi därför med en **relativt neutral finanspolitik de närmaste åren** som innebär att underskott och skuldnivåer i eurozonen som helhet i stort förblir oförändrade jämfört med nuläget. Det begränsade utrymmet för traditionell finanspolitik skapar ett behov av kompletterande åtgärder. Junckerplanen för ökade investeringar är till exempel ett led i detta. Vi väntar oss även mer omfördelningspolitik genom att skattehöjningar kombineras med utgiftsökningar inom områden där effekterna på konsumtion och investeringar är som störst. Troligen kommer dock dessa åtgärder inte att bli tillräckligt omfattande för att de ska få någon större direkt effekt, men de kommer ändå

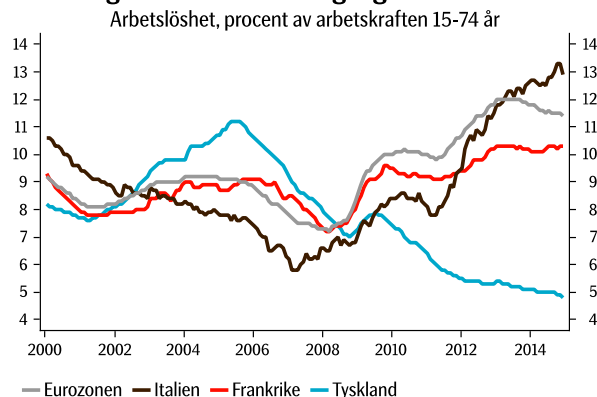
att utgöra en viktig pusselbit genom att förbättra framtidstron i regionen.

**Tyskland får en allt viktigare roll när det gäller att få igång efterfrågan inom eurozonen.** En stor exportandel gör att landet gynnas extra mycket av den svaga euron och överskottet i bytesbalansen kommer att öka ytterligare från redan rekordhög nivåer. Kritiken från omvärlden mot att Tyskland gör för lite för att stimulera den inhemska ekonomin kommer därigenom troligen att bli allt hårdare. Vi tror dock inte att några större stimulanspaket kommer att lanseras. Tyska politiker pressas också av en inhemsk opinion som motsätter sig eftergifter i europapolitiken. Tyskland försökte länge motarbeta lanseringen av ECB:s QE-program och fick eftergifter i form av att största delen av risken ligger på de nationella centralbankerna. Vad det gäller utvecklingen i Grekland räknar vi med att Tyskland kommer att motsätta sig en skuldavskrivning men istället tvingas acceptera sänkta stödlåneräntor, eventuellt i kombination med ett moratorium på räntebetalningar och amorteringar under ett antal år.

## Arbetslösheten fast på hög nivå

**Arbetslösheten har sedan våren 2014 legat relativt stabilt på 11,5 procent** och skillnaden mellan länderna i regionen speglar tydligt den divergerande utvecklingen under krisen. Tyskland å ena sidan har en arbetslöshet som är på historiskt låg nivå samtidigt som Spanien och Grekland ligger kvar kring 25 procent. I flera av krisländerna är dock trenden med stigande arbetslöshet bruten, Spanien och Grekland hade i slutet av 2014 2,0-2,5 procent lägre nivå jämfört med toppen 2013. Oroväckande är dock att arbetslösheten i Italien fortsatt att stiga samtidigt som den legat relativt stilla på en hög nivå i Frankrike det senaste året.

### Svag men successiv nedgång i arbetslöshet

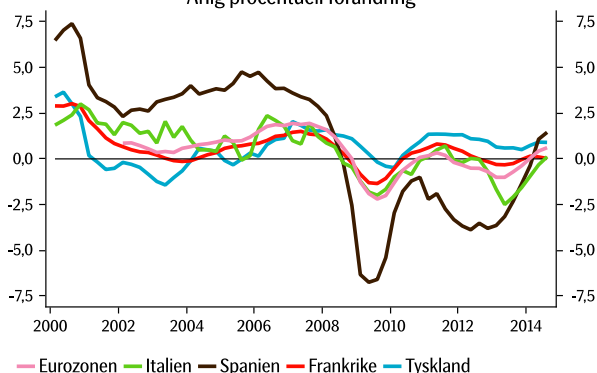


Källa: Eurostat

**Sysselsättningen ökar** relativt brett inom regionen, även i Frankrike och Italien och ger således en lite ljusare bild av arbetsmarknaden. Förklaringen till att arbetslösheten trots detta hålls uppe är att arbetskraftsdeltagandet har ökat något under senaste året; tvärt emot trenden i USA. Å andra sidan har emigrationen tagit fart i de mest krisdrabbade länderna. Stigande sysselsättning och ett arbetskraftsdeltagande som planar ut leder till att arbetslösheten faller framöver, om än långsamt. **Mätt som årsgenomsnitt blir arbetslösheten 11,2 respektive 11,0 procent 2015 och 2016.**

### Sysselsättningen ökar

Årlig procentuell förändring



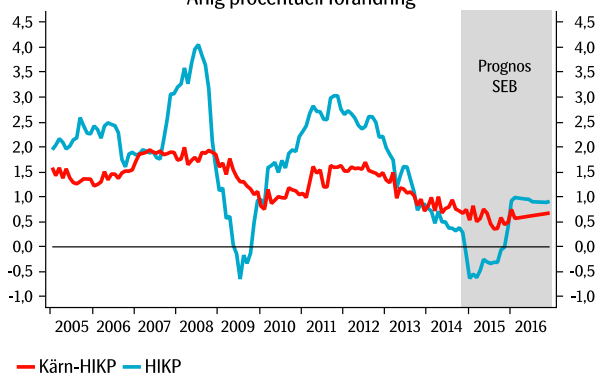
Källa: Eurostat

### Fallande priser under 2015

Oljeprisfallet pressade i januari 2015 ner den redan låga inflationen till -0,6 procent. Vår prognos innebär att **HIKP-inflationen kommer att ligga under nollstrecket under större delen av 2015**. Den låga inflationen drivs framför allt av det låga oljepriset men spridningseffekter till andra områden kommer att bli tydliga t ex inom områden som resor och transporter. Samtidigt finns ett **generellt disinflationstryck genom låga löneökningar samt svag efterfrågan** som gör det svårt för företag att höja priser. Det deflationistiska miljön förstärks också av behovet att återställa konkurrenskraften i Sydeuropa i en miljö där den tyska pris- och löneinflationen ligger mycket lågt.

### Lågt inflationstryck - deflation 2015

Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, SEB

Vår prognos innebär att **en bred deflationsprocess i eurozonen undviks och nedgången i inflationsförväntningar bryts**. ECB:s åtgärder bidrar till detta bl a genom att euron försvagas. Valutaförsvagningen ger en viss inflationsimpuls även om historiska samband visar på en relativt låg korrelation mellan växelkurs och prisutveckling.

### ECB:s QE-program ändrar spelplanen

Vid ECB:s möte i januari hölls refinansräntan och inlåningsräntorna oförändrade på 0,05 respektive -0,20 procent. Som väntat annonserades också att statsobligationsköp påbörjas i mars. Kvantiteten av ABS:er och säkerställda obligationer var helt enkelt inte tillräckligt för att få balansräkningen att växa i önskad omfattning. Även obligationer utgivna av EU-

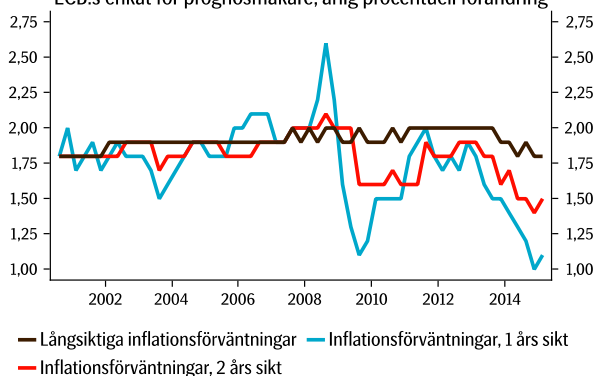
institutioner kommer att köpas framöver. Totalt ska **tillgångar för 60 miljarder euro per månad köpas från och mars 2015 till och med september 2016**. Köpen kan sedan förlängas till dess att inflationen uthålligt närmar sig målet på strax under eller nära 2 procent. Räntan på återstående LTRO-lån sänks också till en nivå som motsvarar refinansräntan (tidigare 10 räntepunkter över refinansräntan).

Som vi tidigare antagit kommer **obligationsköpen att baseras på medlemmarnas vikter i ECB:s kapital** (BNP-viktat) och sker via samordning av ECB av respektive nationella centralbanker. Det innebär att **risken för förluster** (förutom 20 procent av risken som ECB tar) **i stor utsträckning hamnar på nationell nivå**. Likviditetsmässigt bör detta inte spela någon roll, men det är svårt att tolka det på något annat sätt än att det är en eftergift för de länder som varit, och är, tveksamma till QE. För sammanhållningen och solidariteten inom eurozonen kan det tolkas negativt; eurozonen behöver mer sammanhållning och stöd till länder som drabbas av kriser.

Sammantaget har ECB det senaste året beslutat om en rad stimulansåtgärder. Inflationsförväntningarna är låga men har vänt svagt upp inför/efter ECB:s QE-beslut. Förväntningar om QE och fallande inflation har pressat räntor runt om i Europa. QE väntas pressa ränteskillnaderna inom eurozonen ytterligare i och med att förtroendet för regionen ökar och ECB:s agerande minskar den landspecifika risken. Tyska räntor har efter ECB:s besked fallit och vi väntar oss en viss ytterligare nedåtpress i närtid innan räntorna sakta stiger. I närtid väntar vi oss inte någon ytterligare politik från ECB. QE-programmet visar att räntebotten är nådd och innan det omprövas måste QE få verka. Eftersom statsobligationsköpen är ett öppet mandat i och med att det kan pågå till dess att inflationen når målet finns det utrymme att utöka köpen framöver om så behövs. Det psykologiskt och politiskt svåra var att starta programmet vilket nu är gjort.

### Låga inflationsförväntningar men svag uppgång

ECB:s enkät för prognosmakare, årlig procentuell förändring



Källa: ECB

## Spänningen stiger inför parlamentsvalet

- **Inflation under nollstrecket 2015**
- **Arbetslösheten faller under NAIRU och lönerna lyfter**
- **Stramt resursläge ger Bank of England motiv att höja räntan 2016**

Brittisk ekonomi imponerade under 2014 med en BNP-tillväxt på 2,6 procent; starkast sedan 2006. **I år och 2016 växer ekonomin med 2,8 respektive 2,5 procent**, oförändrat jämfört med förra *Nordic Outlook* och näst bäst i G7 efter USA. Viss förhöjd politisk osäkerhet i samband med parlamentsvalet stoppar inte återhämtningen utan fallande oljepriser motverkar. **Inflationen revideras ned med besked** till 0,2 procent 2015 respektive 1,4 procent 2016. Arbetslösheten, som föll brant i fjol fortsätter ned mot och så småningom under jämviktsarbetslösheten, vilket ger lönerna ytterligare skjuts. Den låga inflationen talar likväl för att Bank of England kan avvakta länge och väl med räntehöjningar: **det första steget i räntenormaliseringen kommer först om ett år**. I slutet av 2016 ligger styrräntan på 1,25 procent.

**Spänningen stiger inför parlamentsvalet den 7 maj.** Labour som länge haft övertaget i opinionsundersökningarna har tappat greppet. De senaste mätningarna visar så gott som dött lopp och varken Labour eller Tories verkar få egen majoritet. Vårt huvudscenari är en **ny koalitionsregering**. Tories nuvarande koalitionspartner Liberaldemokraterna går dock svagt – istället är det Independence Party (UKIP) som har medvind. Regeringsbildningen kan därmed bli en knivig affär – om den misslyckas kan vi få ett nyval för första gången sedan 1974. Att premiärminister **Cameron har utlovat folkomröstning om EU-medlemskap** om Tories sitter kvar vid makten bidrar till politisk osäkerhet som riskerar att hämma förtroendet hos såväl hushåll som företag. En eventuell regeringsbildning med UKIP kan dessutom leda till att folkomröstningen tidigareläggs jämfört med 2017 som nu ligger i korten. Finanspolitiken, som väntas ge små negativa tillväxtbidrag i år, blir mer åtstramande 2016. En **center-vänster koalition mellan Labour och Scottish Nationalist Party (SNP)**, som också är ett rimligt scenario, kan dock väntas ge mindre åtstramande finanspolitik.

Trots politisk småblåst finns det **goda skäl till fortsatt konjunkturoptimism**; att oljepriserna halverats sedan i somras gynnar såväl hushåll som företag. Hushållens köpkraft får en rejäl skjuts när inflationen faller till minus mätt som årsgenomsnitt 2015. Att dessutom **lönstillväxten är snabbare och kreditgivningen lättare** talar för att hushållen drar ett allt

större tillväxtlass: nominella löner spås stiga med 2,1 procent i år respektive 2,8 procent nästa år. **Sammantaget växer hushållens konsumtion med 2,6 procent i snitt 2015-2016**. Till skillnad från tidigare år vilar konsumtionen på stabil inkomstgrund och sparkvoten stiger från nuvarande rekordlåga nivåer enligt våra prognoser.

Företagens förtroendeindikatorer har samtidigt fallit tillbaka och är för närvarande inte fullt förenliga med våra ganska optimistiska prognoser. BNP-tillväxten under fjolårets sista tre månader blev dessutom måttliga 0,5 procent i kvartalstakt och var mindre bredbaserad; tjänster och jordbruk drog tillväxtlasset samtidigt som industri och bygg sackade efter. **Indikatorbilden reser därmed frågetecken kring varaktigheten i återhämtningen**, liksom också de senaste årens produktivitetstapp. Men också avseende produktiviteten är vi försiktiga optimister: med dagens låga ränteläge och stigande reallöner borde incitamenten vara starka för investeringar som kan lyfta effektiviteten hos existerande personal.

Arbetsmarknaden fortsätter förbättras men fullt så starka utvecklingstal som 2014 när sysselsättningstillväxten noterades på 25-årshögsta, spås inte avseende 2015-2016. Den låga arbetslösheten matchar nästan 10-årssnittet före krisen och tyder på **allt färre lediga resurser i ekonomin** – trots ökad invandring kan därmed inte heller sysselsättningen fortsätta upp i oförtruten takt. **Arbetslösheten**, som föll till 6 procent i slutet av 2014, **noteras på 5 procent i slutet av prognosperioden**. När oljepriserna driver inflationen lägre är det istället resursläget som ger Bank of England motiv att höja räntan så småningom. Att Fed väntas höja styrräntan i höst samtidigt som ECB nu lättar på penningpolitiken talar för att pundet försvagas mot dollarn men förstärks mot euron. **I slutet av 2016 står GBP/USD i 1,43 och EUR/GBP i 0,70 enligt våra prognoser.**



## Djup rysk recession, räddningspaket för Ukraina

- **Starka ryska reserver räcker ett-två år**
- **Skuldnedskrivning på väg för Ukraina**
- **Inhemsk efterfrågan stöttar Centraleuropa**

Redan i mitten av december i fjol sänkte SEB den ryska tillväxtprognosen för 2015 drastiskt från -0,2 till -4,0 procent. Detta omedelbart efter rubelraset (på 37 procent mot USD från slutet av november till mitten av december) som drevs fram av en oväntad fortsatt oljepriskollaps. Ett nytt lägre antagande för oljepriset (Brent) på 70 USD/fat för 2015 (jmf prognosen 85 i *Nordic Outlook* november 2014) antogs allmänt dämpa den starkt energiberoende ryska ekonomin.

**Vi tar nu ett mindre ytterligare steg nedåt i BNP-prognosen, till -5,5 procent för 2015.** Orsaken är främst en **nedrevidering av oljeprisprognosen** för 2015 till 60 USD/fat men även **nya och förlängda sanktioner från väst** samt regeringens föreslagna **budgettätstramning** om 10 procent för alla budgetområden utom "skyddade" verksamheter som försvaret. Känslighetskalkyler av oljeeffekter som gjorts av IMF och andra bedömare indikerar att en permanent nedgång i oljepriset med 10 USD på ett år resulterar i en negativ BNP-effekt i Ryssland på 1-1,5 procent. Rubelfallet väntas på kort sikt ge kraftigt negativa effekter på ekonomin via en rejäl törn mot hushållens konsumtion samt sätta press på banksystemet. Konkurrensfördelar i exporten av en så stor depreciering brukar slå igenom positivt först på sikt. Försämrat förtroende för rysk ekonomi och skarp räntestegring väntas leda till ytterligare nedgång i investeringar; just **svaga investeringar är sedan flera år ett av ekonomins främsta strukturproblem**.

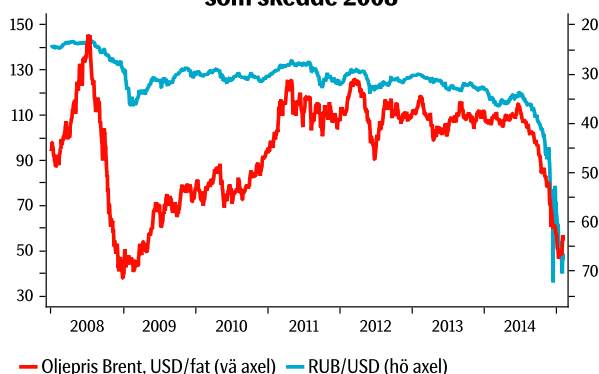
Regeringens stora krisplan som lanserades i slutet av januari 2015 väntas ge små positiva tillväxteffekter på kort sikt. Planen på ca 2 300 miljarder rubel (omkring 1,5 procent av BNP) rymmer 60 punkter och är främst inriktad på bankstöd. Dessutom ska näringsliv och jordbruk få subventioner och skattelättnader. Pengarna tas ur landets stora reservfond.

**BNP fortsätter att krympa 2016, med 1,0 procent.** Nedgången mildras av en återhämtning i oljepriset till i snitt 70 USD samt bättre förutsättningar för exporten via deprecieringseffekter samt ökad efterfrågan globalt. Försvagningen i inhemsk efterfrågan dämpas.

**Rubeln förblir sårbar och svag närmaste månaderna** på nivåer något över 70 mot USD – samma historiskt svaga fixnotering (72) som den bottnade på i december 2014. Därefter sker en gradvis förstärkning. Med stöd av en stegring av olje-

priset under andra halvåret hamnar växelkursen mot USD mot slutet av året på 55 – ännu väl under skattad jämviktsnivå på runt 45.

**Oljeprisraset har sänkt rubeln klart mer nu än vad som skedde 2008**



Källa: Macrobond

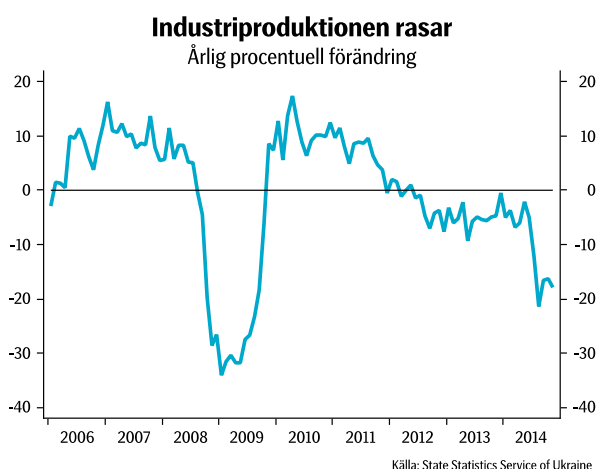
Inflationen, som stigit snabbt och var 15 procent i januari, fortsätter nu snabbt uppåt som en direkt följd av främst rubelraset men även av utbudseffekter av de ryska importrestriktionerna av livsmedel från länder som infört sanktioner mot landet. **Inflationstakten väntas kulminera nära 20 procent första halvåret 2015** för att därefter gradvis avta. Inflationen hamnar på i snitt 16,5 procent i år och 9,5 procent 2016.

Centralbanken höjde i december 2015 styrräntan kraftigt till 17 procent och gjorde massiva valutainterventioner. Men detta stabiliserade bara rubeln temporärt. I slutet av januari sänktes räntan till 15 procent. **Troligen sänks räntan försiktigt under första halvåret** av omsorg om rubeln och inflationen. Alltför stora räntesänkingssteg riskerar utlösa ny stor kapitalflykt. Mot slutet av året släpps räntan ned under 10 procent i syfte att stötta en pressad inhemsk efterfrågan.

Trots djup recession i år och på kort sikt fortsatt stress både i valuta och räntor samt i banksektor så har **Ryssland tillräckligt med muskler för att undvika en statsfinansiell kris**. Stor valutareserv på 385 mdr rubel vid senaste årsskiftet – som förvisso har krympt påtagligt från 510 mdr i december 2013 – låg statsskuld och två stora reservfonder utgör en **skyddande buffert i 1,5-2 år**. Med detta kan banksystemet klara sitt refinansieringsbehov trots att Ryssland via sanktioner från väst praktiskt taget stängts ute från den internationella USD-lånemarknaden. Även ett valuta swap-avtal med Kina ger stöd. Skulle den förutspådda återhämtningen i oljepriset senare i år utebli och/eller sanktioner från väst trappas upp rejält genom att de t ex börjar riktas även mot olje- och gassektor ökar risken för en allvarlig finansiell och ekonomisk kris.

## Ukraina på väg mot skuldrekonstruktion

Den ukrainska ekonomin är nära kollaps. **Striderna i den östra delen av landet**, där huvuddelen av industrin ligger, har intensifierats den senaste tiden och **får breda och kraftiga effekter**. Produktion, export, skatteintäkter och energiförsörjning drabbas hårt. Exempelvis föll industriproduktionen med nära 18 procent i årstakt i november 2014. Även exporten minskar rejält drivet av striderna samt problemen för den ryska ekonomin som är största exportmarknad. Detta trots en kraftig försvagning av hryvnian som drivit upp inflationen till nära 25 procent. Valutaförsvagningen slår mot hushållens konsumtion och påverkar även banksystemet genom de omfattande lånen i utländsk valuta. Kreditgivningen drabbas och därmed även ekonomin som helhet.



Den kraftigt minskande aktiviteten i ekonomin kombinerat med stigande militärutgifter har slagit hårt mot statsfinanserna och det offentliga budgetunderskottet ökar. Valutareserven fortsätter minska i snabb takt och motsvarade vid slutet av 2014 endast omkring en månads import. Risken för betalningsinställelse har ökat dramatiskt. De nuvarande stödlånen från IMF och EU på totalt 27 miljarder dollar (varav 17 miljarder från IMF) har visat sig vara otillräckliga då de baserades på alltför optimistiska antaganden. För 2015 behövs ytterligare 15-20 miljarder USD för att Ukraina ska kunna säkerställa betalningen av sina lån och samtidigt vid behov kunna genomföra rekapitaliseringar i banksystemet. **Regeringen har bett IMF att ersätta det nuvarande två-åriga stödlånet med en kreditfacilitet (EFF, Extended Fund Facility) som löper över fyra år.** Regeringen har även meddelat att den tänker ta initiativ till att **inleda diskussioner om skuldnedskrivning** med privata långivare. Inga beslut har ännu tagits i dessa två frågor även om IMF verkar vara berett att gå regeringen till mötes. Både EU och USA har dessutom utlovat mindre stödbelopp. En kreditfacilitet i kombination med mjuk skuldnedskrivning i form av en förlängning av löptiden på utlandslånen skulle sannolikt vara tillräckligt för att hantera finansieringsbehovet på medellång sikt. Faciliteten skulle även ge mer tid för att genomföra viktiga reformer.

Konflikten med Ryssland väntas bli långvarig. Det finns även en risk att Ukraina utvecklas till en konfliktyta mellan Ryssland och USA/Nato.

**2014 bedöms BNP ha minskat med 6,5 procent. Nedgången fortsätter 2015 med 5,0 procent.** Med stöd av stundande räddningspaket samt fördelar av valutadeprecieringen för exporten finns förutsättningar för en stabilisering **2016** då **BNP-tillväxten hamnar runt noll.**

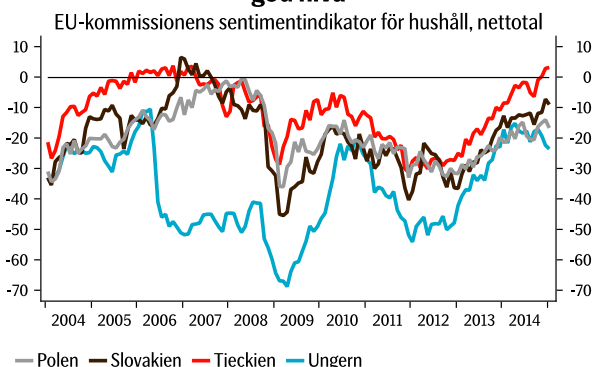
## Centraleuropa står emot väl

Tillväxten i centrala och sydöstra delen av Östeuropa har som vi förväntat varit motståndskraftig mot Ukraina-krisen och svag rysk efterfrågan. Huvudskälet är **god inhemsk efterfrågan**, där konsumtionen får näring av relativt starka realinkomster för hushållen. Generellt sett har milda dämpningar av BNP-tillväxten registrerats för flertalet länder andra halvåret i fjol. Under fjärde kvartalet låg årliga tillväxttakten i t ex Polen, Tjeckien och Ungern på 2,5-3 procent. Mätt över helåret ökade Polens BNP med 3,3 procent, vilket innebar en klar förstärkning från 1,7 procent 2013.

**Tillväxtprognoserna för Centraleuropa 2015-2016** revideras ned bara något trots klart försämrade utsikter för Ryssland. Centraleuropas export till Ryssland är relativt liten. Klart viktigare är Tyskland/eurozonen, där vi nu justerar upp prognoserna något. Den **främsta drivkraften för tillväxten** är dock inte exportsektorn utan **hushållen. I Polen och Ungern bromsas konsumtionsökningarna något av schweizerfrancens kraftiga förstärkning** eftersom en stor del av bolånen (hälften i Polen) är tagna i CHF. Samtidigt växer sysselsättningen hyggligt och räntor och inflation förblir starkt nedpressade. De lägre oljepriserna stöttar köpkraften. Ryska livsmedels sanktioner skapar därtill överutbud som håller nere matpriser.

**Investeringsstillväxten** i Centraleuropa väntas dock bli **fortsatt beskedlig** och ökar bara långsamt. Det beror till stor del på osäkerhet när det gäller Västeuropas konjunktur samt avseende utvecklingen av rysk-ukrainska konflikten. **Risken för en sämre investeringsutveckling är huvudrisk i hela vårt Centraleuropa-scenari.**

## Konsumentförtroende i Centraleuropa på historiskt god nivå



Källa: EU-kommissionen

## Hyfsad tillväxt trots press från rysk recession/sanktioner

- **Nedrevideringar för Lettland-Litauen**
- **Goda realinkomster ger robust konsumtion**
- **Arbetslöshet ned - under/på jämvikt 2016**

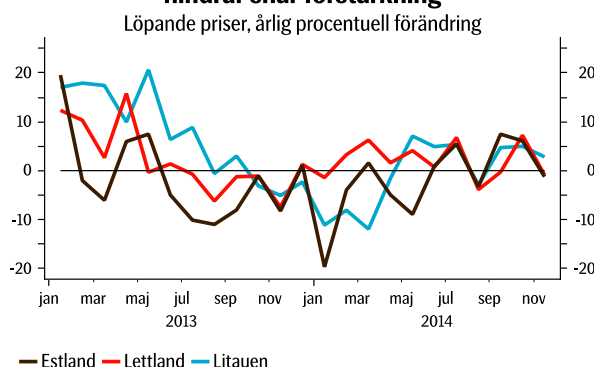
**Baltikums tillväxt dämpades måttligt förra året** – i Estland bedöms den totala ha stigit något - **trots svag efterfrågan på tunga exportmarknader** som Ryssland (gäller alla tre baltstater) och Finland-Sverige (gäller Estland) och **negativa sanktions- och förtroendeeffekter av den rysk-ukrainska konflikten** som bröt ut i februari 2014. Fortsatt god inhemsk efterfrågan, främst drivet av privat konsumtion, stöttade tillväxten. Utfall visar att Lettlands och Litauens BNP växte med 2,4 respektive 3,0 procent 2014; i linje med respektive något starkare än SEB:s prognoser i EEO- och NO-rapporterna i höstas. Estlands BNP väntas ha ökat med 1,8 procent. Att Estland i så fall för andra året i rad utmärkte sig med svagast tillväxt berodde i hög grad på stort exportberoende och försvagade offentliga investeringar.

De externa utmaningarna för 2015 har skärpts på sistone efter **rejält sänkta tillväxtutsikter för Ryssland** vars BNP nu beräknas falla med 5,5 procent i år och krympa även 2016. Lägg därtill ökad risk för förlängning av ryska livsmedelssanktioner. Mot detta står något höjda utsikter för eurozonen samt kraftigt sänkta antaganden för oljepris/inflation som spår på redan starka realinkomster för hushållen; energi väger relativt tungt i KPI i Baltikum (liksom i övriga Östeuropa). Sammanvägt blir följden att våra **lettiska och litauiska tillväxtprognoser för 2015-2016 sänks ¼-½ procentenheter per år**, mest för Litauen som har störst rysk handel; **Lettlands BNP ökar med 2,5 respektive 3,0 procent, Litauens med 2,6-3,5 procent. För Estland behåller vi dock tillväxtprognosen för 2015 på 1,8 procent och sänker marginellt för 2016 till 2,6 procent.** Orsakerna är tecken på att momentum i estniska ekonomin är litet bättre än väntat, ljusnande svensk efterfrågan samt att Ryssland väger mindre än i övriga baltstaters export. SEB:s prognoser är alla under konsensus.

**Motstridiga krafter fortsätter att prägla** Baltikums BNP-utveckling som blir mer balanserad först 2016 då exporten växer sig starkare. **Fortsatt svaga exportökningar väntas i år** när djup rysk recession hämmar. Det ryska importstoppet av jordbruksvaror/livsmedel i augusti 2014 (som är planerat att löpa ett år) bidrar negativt. Av baltstaterna, och av alla EU-länder, är Litauen mest sårbart för detta; ca 4 procent av landets totala export påverkas. **Stor transithandel** gör att baltstaterna har högst rysk exportexponering (12-20 procent av

total export) av alla EU-länder. Estland och Lettlands export till Ryssland i löpande pris föll kraftigt januari-november 2014 i årstakt, medan Litauens export dit oväntat steg (med 7 procent) tack vare stor vidareexport av maskiner och utrustning som kompenserade för stor nedgång för jordbruks- och livsmedelsvaror. Samtidigt kom rapporter om att **företag gjort sig mindre beroende av Ryssland via omorientering**, i Litauens fall främst till Vitryssland medan lettiska bolag gjorde mer affärer med t ex Storbritannien, Sverige och Centraleuropa. **Rysk turism till Baltikum minskade påtagligt** i fjol i spåren av rubelnedgången, men detta bortfall något mer än uppvägdes av ökad turism från andra länder.

### Baltikums export bottnar, men rysk recession 2015 hindrar snar förstärkning



Källa: Nationella statistikbyråer

Investeringsaktiviteten, som var svag redan innan rysk-ukrainska konfrontationen, var under 2014 fortsatt svag i främst Estland och Lettland. Detta med undantag för ett starkt byggande. **Investeringstillväxten repar sig bara gradvis** närmaste åren med stöd av EU-strukturmedel och byggande. Geopolitisk osäkerhet i närområdet samt tvivel om konjunkturuppgång i Väst Europa verkar återhållande. **Privat konsumtion förblir draglok.** De goda villkoren för hushållen består. **Starka realinkomster** driver på detaljhandel och bilförsäljning. Arbetslösheten fortsätter gradvis nedåt, delvis till följd av negativt arbetsutbud p g a emigration, till 6-10 procent (lägst i Estland, högst i Litauen) 2016 vilket troligen innebär nivåer som då är något under (Estland) eller vid jämvikt. Det bäddar för fortsatt hög nominell lönetillväxt, på 5-7 procent i år. Den mycket låga inflationen hålls på kort sikt nere av låga energi- och andra råvarupriser, även om avreglering i Lettland ger en viss knuff uppåt på hushållens elpriser i år. Även de ryska sanktionseffekterna verkar dämpande via ökat livsmedelsutbud. Över tiden stiger inflationen försiktigt i spåren av stegrande lönekostnader.

## Ljusare exportutsikter ger bredare tillväxt

- **Konsumtion och byggande driver tillväxt**
- **Svagare krona ger snabbare exportuppgång**
- **Stigande resursutnyttjande tyder på högre jämviktsarbetslöshet**
- **Inflationen nära botten**
- **Riksbanken inför negativ reporänta och sjösätter blygsamt QE-program**

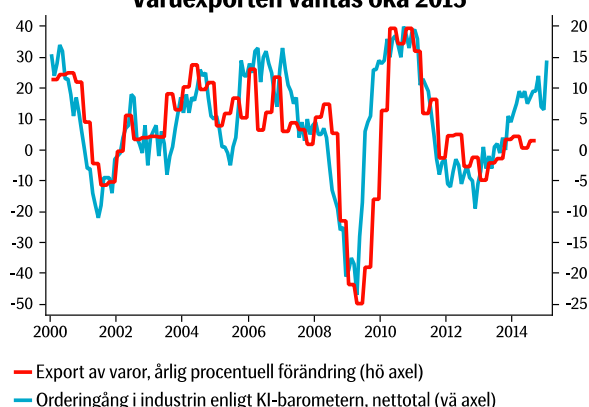
Trots motvind från ett svagt Västeuropa ser svensk ekonomi 2015 ut att växa över trend, vilket inte hänt sedan 2011. Uppgången fortsätter att drivas av bostadsinvesteringar och hushållens konsumtion, men till skillnad från 2014 väntas nu också industrisektorn ge ett positivt bidrag till tillväxten. **Vi räknar med att BNP växer med 2,7 procent under både 2015 och 2016**; oförändrat jämfört med *Nordic Outlook* November 2014.

Sysselsättningen ökade starkt i slutet av förra året och mycket tyder på att uppgången accelererar under första halvåret 2015. Arbetslösheten börjar nu också röra sig nedåt, även om stark befolkningstillväxt dämpar nedgången. Det finns tecken på att vissa företag har svårare att hitta lämplig arbetskraft, men kapacitetsutnyttjandet ligger fortfarande en bit under nivåer där lönedrivande flaskhalsar brukar uppstå. Låg inflation, delvis oljeprisdrivet, gör ändå att vi tror att Riksbanken genomför okonventionella åtgärder. Vi räknar med att reporäntan sänks till -0,10 procent vid februari-mötet och att direktionen dessutom lägger fram en konkret plan för tillgångsköp och lån till banksektorn som kan implementeras om extra stimulanser krävs. Vår prognos är att Riksbanken utökar sin balansräkning senare i år, även om omfattningen blir betydligt mindre än i eurozonen.

### Lite ljusare exportutsikter

Fjölåret blev ett svagt år för industrisektorn. De förhoppningar som kunde skönjas i både inköpschefsindex och KI-barometern grusades när industriproduktionen föll tillbaka och varuexporten rörde sig sidledes. Sedan slutet av 2014 har dock barometrarna åter börjat röra sig uppåt och i en situation med **lite starkare konjunktur i eurozonen och svagare krona** tror vi att detta kommer att bekräftas av hårddata. Enligt våra skattningar ger kronförsvagningen en extra exportimpuls med ungefär 3 procent. Jämfört med historiska uppgångar blir återhämtningen ändå svag och exportuppgången, som dessutom främst är driven av ökad tjänsteexport, stannar vid ca 4 procent i år.

Varuexporten väntas öka 2015



Källa: Konjunkturinstitutet, SCB

Även industrins investeringar stiger i år efter en svagt fallande trend de senaste tre åren. En kraftig uppgång i bostadsbyggandet medförde dock att de totala investeringarna ökade 2014. Bostadsinvesteringarna steg med över 25 procent förra året och en fortsatt uppgång i antalet påbörjade lägenheter tyder på att ökningen fortsätter i år. Eftersatt byggande under en lång period i kombination med en snabb befolkningstillväxt talar för att uppgången fortsätter 2016, även om takten gradvis avtar. År 2016 utgör bostadsinvesteringarna cirka 5 procent av BNP, vilket är relativt högt i ett historiskt och internationellt perspektiv. Fortfarande är dock nivån klart lägre än de som uppnåddes i t ex Danmark och Spanien före finanskrisen.

**Bostadsbyggandets bidrag till BNP tillväxten väntas bli nästan en procentenhet i år och 0,5 procentenheter 2016.**

Exklusive bostäder väntas en måttlig uppgång i näringslivets investeringar 2015 och 2016.

### Starka hushåll fortsätter öka konsumtionen

Fallande oljepris gör att hushållens realinkomster ökar ännu lite snabbare än vi tidigare förutspått. Stigande tillgångsvärden i AP-fonderna gör dessutom att pensionerna under de närmaste åren ökar i snabbare takt än 2013 och 2014, framför allt gäller detta 2016. Konsumtionen får därtill stöd av högre tillgångspriser och en starkare arbetsmarknad. **Den privata konsumtionen ökade 2014 med 2,6 procent och vi tror att uppgången i år blir ytterligare något starkare.** En nedgång för konsumentförtroendet under andra halvan av 2014 återspeglar ändå en viss tveksamhet som antagligen kan förklaras av skakiga utsikter i omvärlden samt osäkerhet om den inhemska politiken. Denna osäkerhet har nu minskat, åtminstone tillfälligt, även om det fortfarande är oklart vilka förslag regeringen får igenom i vårbudgeten. Vi räknar ändå med att finanspolitiken 2015 i stort sett blir neutral avseende hushållens inkomster.

## Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

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

Källa: SCB, SEB

## Fortsatt stark bostadsmarknad

Priserna på småhus har det senaste året börjat stiga i en allt snabbare takt efter att ha legat stilla under nästan 5 år. Priset på bostadsrätter har stigit med 57 procent sedan 2009 och även här har uppgången accelererat under det senaste året. Uppgångarna drivs av en snabbt ökande befolkning, lägre boräntor och stigande aktiekurser. Finansinspektionens försök att motverka utvecklingen, främst genom införandet av ett tak för bolån på 85 procent av bostadens värde och förslag till stramare regler för amorteringar, verkar hittills inte ha varit tillräckliga för att bromsa utvecklingen. Vår bedömning är därtill att finansmarknadsministern inte kommer att få något brett stöd hos andra partier när det gäller frågan om att begränsa eller avskaffa ränteavdragen.

Vi räknar med att amorteringskravet gör att prisökningen åter mattas under 2015. Genom att endast nya bolån påverkas av förslagen blir effekten på hushållens totala amorteringar visserligen mycket begränsad, ca 2 miljarder kronor under det första året. För hushåll som köper nytt boende motsvarar dock åtgärden räntehöjningar på flera procent. Uppgången i huspriser och hushållens skulder de senaste åren ökar känsligheten för räntehöjningar. När Riksbanken så småningom försiktigt börjar anpassa räntan uppåt under 2016 räknar vi med att huspriserna planar ut. **Riskerna för fallande huspriser när räntorna så småningom börjar stiga är betydande**, något som talar för att höjningarna kommer att ske mycket gradvis.

## 2014 ungefär som väntat, trots allt

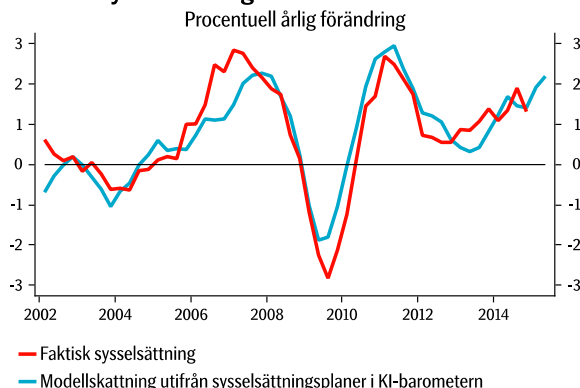
Det ekonomiska nyhetsflödet 2014 dominerades av konjunkturbesvikelse, europakris och behov av en allt mer aggressiv penningpolitisk stimulans. Ändå ser utvecklingen inte ut att hamna så långt ifrån de prognoser vi gjorde i slutet av 2013. Med tre av fyra kvartal för BNP publicerade ser visserligen tillväxten ut att bli ungefär en halv procentenhet lägre än förväntat, främst på grund av något lägre export. Den inhemska efterfrågan utvecklades dock starkare än väntat med en god konsumtionstillväxt i linje med prognosen och investeringar, som tack vare ökande bostadsinvesteringar, steg klart snabbare än väntat. Bilden av en relativt stark ekonomi bekräftas av arbetsmarknadsdata där arbetslösheten visserligen inte minskade som väntat, men där sysselsättningsökningen överträffade prognoserna med god marginal. Den höga arbetslösheten förklaras av att arbetsutbudet fortsatte att stiga i stället för att plana ut.

Trots att den realekonomiska utvecklingen alltså egentligen inte blev speciellt mycket svagare än väntat blev dock inflationen betydligt lägre.

## Stark sysselsättning och lägre arbetslöshet

Trots svagare BNP-tillväxt blev sysselsättningen under 2014 starkare än väntat och uppgången accelererade dessutom mot slutet av året. Indikatorer för de närmaste kvartalen tyder på att uppgången kan stegas ytterligare. Sysselsättningen 2015 väntas nu öka med 1,5 procent, vilket motsvarar 72 000 nya jobb.

### Sysselsättningstillväxten accelererar



Källa: SEB, SCB, Konjunkturinstitutet

Trots den starka sysselsättningsökningen kommer arbetslösheten att minska mycket långsamt eftersom arbetskraften fortsätter att öka. Minskningen av antalet långtidssjukskrivna ser visserligen ut att mattas, men befolkningen i arbetsför ålder fortsätter att öka snabbt samtidigt som antalet personer över 65 år som arbetar fortsätter att stiga. Att arbetslösheten föll mer än väntat i slutet av förra året gör ändå att vi justerar ned prognosen för arbetslösheten. Riskerna ligger dock på uppsidan; signaler från arbetsförmedlingarna tyder på att antalet jobbsökande börjat öka på nytt.

I prognoserna i slutet av 2013 räknade vi med en genomsnittlig KPIF-ökning på 1,1 procent vilket kan jämföras med ett utfall på 0,5 procent.

### Prognos för 2014 vid olika tillfällen

|                      | Nov 2013 | Feb 2015 |
|----------------------|----------|----------|
| BNP                  | 2,5      | 2,0      |
| Privat konsumtion    | 2,7      | 2,6      |
| Offentlig konsumtion | 0,8      | 1,3      |
| Investeringar        | 3        | 5        |
| Lager                | 0,1      | 0,4      |
| Export               | 3,7      | 2,3      |
| Import               | 3,5      | 5,2      |
| Arbetslöshet         | 7,8      | 7,9      |
| Sysselsättning       | 0,9      | 1,4      |
| KPIF                 | 1,1      | 0,5      |

Källa: SEB



**Arbetsmarknaden**

Årlig procentuell tillväxt

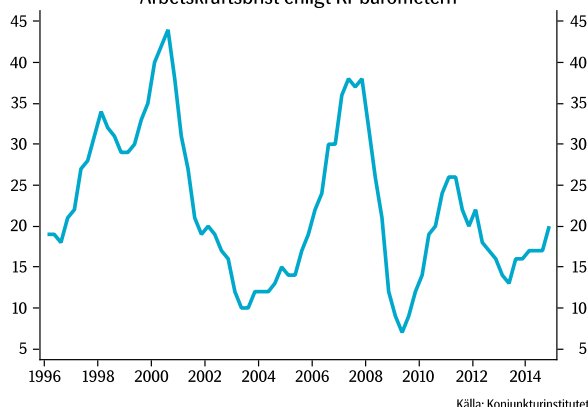
|                     | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------|------|------|------|------|
| Arbetslöshet        | 8,0  | 7,9  | 7,4  | 7,0  |
| Sysselsättning      | 1,1  | 1,4  | 1,5  | 1,1  |
| Arbetskraft         | 1,1  | 1,3  | 1,0  | 0,6  |
| Befolkning 16-64 år | 0,1  | 0,3  | 0,7  | 0,5  |
| Produktivitet       | 1,0  | 0,9  | 1,1  | 1,4  |

Källa: SCB, SEB

Andelen arbets sökande med låg utbildning och i många fall dåliga kunskaper i svenska fortsätter att öka och osäkerheten om vilka matchningsproblem som kan uppkomma under de närmaste åren är stor. **Troligen innebär detta att jämviktsarbetslösheten har ökat** och i nuläget finns inget som tyder på att regeringen ska kunna nå sitt långsiktiga mål att uppnå EU:s lägsta arbetslöshet. Att vi redan börjar närma oss jämvikt på arbetsmarknaden bekräftas av att andelen företag som uppger svårigheter att hitta lämplig arbetskraft har stigit, framför allt i byggsektorn. En betydande arbetskraftsinvandring från andra EU-länder minskar dock riskerna för lönedrivande flaskhalsar.

**Stramare resursläge**

Arbetskraftsbrist enligt KI-barometern



Källa: Konjunkturinstitutet

**Smygstart av nästa lönerörelse**

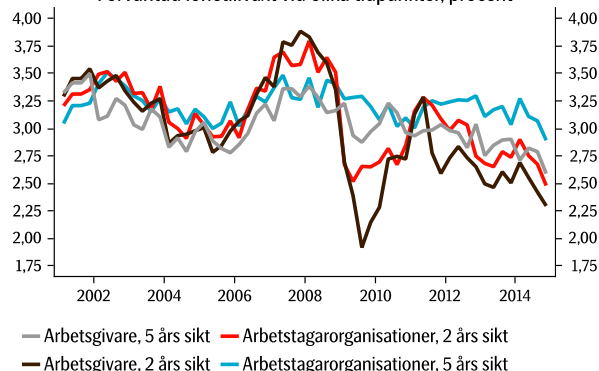
Nästa stora avtalsrörelse äger rum 2016, vilket innebär att konkreta bud inte är att vänta förrän i slutet av 2015. Ändå kan stridslinjerna börja skönjas genom att företrädare för arbetsgivar sidan pekar på den exceptionellt låga inflationen och svag produktivitet som argument för att löneutrymmet är litet (eller obefintligt). Även om detta är ett förhandlingsutspel är det ändå ett tecken på att uppfyllelse av inflationsmålet inte är en självklar utgångspunkt för parterna, vilket också understryks av att löneförväntningarna hos arbetsmarknadens parter i nuläget ligger lägre än de gjorde när nu löpande treårsavtalen slöts i början av 2013.

Ändå är det troligt att ett starkare arbetsmarknadsläge delvis kommer att motverka låga pris- och löneförväntningar. Det finns också tydliga tecken på att krav om mer jämställda löner mellan kvinnor och män kommer att leda till att lönekraven i många tjänstesektorer, inte minst inom kommunal verksam-

het, blir högre än i industrin. Sammantaget räknar vi med att avtalen i den kommande lönerörelsen hamnar ungefär i linje med den senaste, dvs. strax över två procent. Det mest troliga är också att avtal sluts för en treårsperiod. **Inklusive löneglidning bedöms lönerna under 2016 öka med tre procent; marginellt högre än de 2,8 procent vi räknar med i år.**

**Vikande löneförväntningar hos parterna**

Förväntad lönetillväxt vid olika tidpunkter, procent



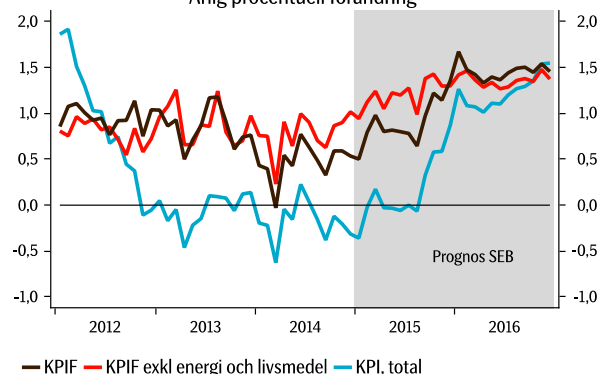
Källa: Prospera

**Ytterligare nedåtryck på inflationen**

Inflationsbilden för 2015 är lite mer splittrad i Sverige jämfört med de flesta andra länder. Inflationen förblir dock låg och KPIF ligger troligen kvar kring en halv procent under större delen av året. Det låga oljepriset ger ett negativt bidrag till KPI på ungefär 0,5 procentenheter i år trots att bensinskatten höjdes med motsvarande 0,1 procentenheter vid årsskiftet. Oljepriseffekten på KPI är dock mindre i Sverige än i de flesta andra länder i Europa. Exklusive energi väntas KPIF uppvisa en svagt stigande trend främst drivet av de senaste två årens kronförsvagning. Valutaeffekten pressar upp inflationen med 0,6-0,7 procentenheter i år. Därutöver förväntas livsmedelspriserna stiga något snabbare än de gjorde under 2014.

**Inflationen kvar under målet**

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB, SEB

En stor del av inflationstrycket från den svaga kronan motverkas dock av fallande internationella priser. Därtill kommer indirekta effekter av oljeprisfallet som motsvarar 0,2-0,3 procentenheter per år under 2015 och 2016 via lägre priser på in-satsvaror i andra sektorer. Att löneökningarna ligger under tre

procent under hela prognosperioden bidrar också till att **KPIF underskrider inflationsmålet under hela prognosperioden.**

KPI-inflationen fortsätter att ligga betydligt lägre än KPIF i år på grund av fortsatt fallande boräntor, främst till följd av Riksbankens räntesänkningar under förra året. Under 2016 gör baseffekter att inflationen gradvis närmar sig KPIF för att i slutet av prognosperioden bli något högre när Riksbanken höjer räntan.

## Negativ ränta och tillgångsköp på väg

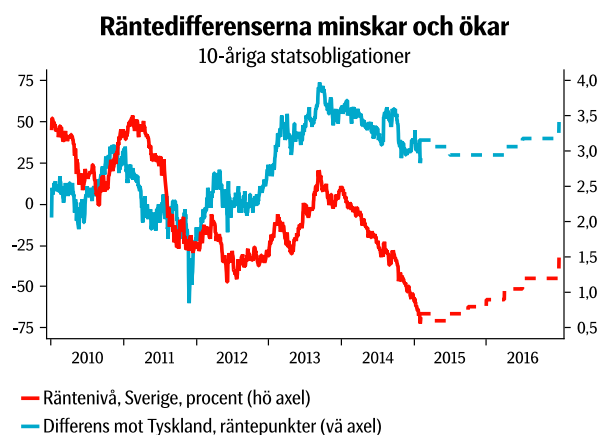
Fortsatt låg inflation och inflationsförväntningar som fortsätter falla även på längre sikt har medfört att Riksbanken nu riktar allt fokus på att bevara trovärdigheten för inflationsmålet. Därmed har man, åtminstone för en tid, tvingats överge ambitionerna att använda penningpolitiken som ett instrument för att begränsa hushållens skulder. Vi tror därför att **reporäntan sänks till -0,10 procent**, troligen redan vid det penningpolitiska mötet i februari. Vi tror sedan att Riksbanken stannar där även om man inte kan utesluta ytterligare sänkningar.

Att den låga KPIF-nivån i nuläget till betydande del beror på det stora oljeprisfallet, och således inte är kopplat till inhemska faktorer, gör att policyresponsen inte är självklar. Detta understryks ytterligare av att prisfallet ger en positiv tillväxtimpuls. Men vi tror ändå att trenden med fallande inflationsförväntningar och en lång period där inflationen i genomsnitt understigit målet pressar Riksbanken till en mer expansiv politik. ECB:s QE-program i januari ökar trycket genom att kronan troligen kommer att stärkas om inte Riksbanken, åtminstone till en del, matchar ECB. Vår huvudprognos är att en viss expansion av balansräkningen genomförs under 2015. Riksbanken måste dock hantera en rad tekniska problem (som diskuteras i temaartikeln "Riksbanken och okonventionell penningpolitik"). Vår slutsats är att dessa faktorer bidrar till att QE-programmet blir blygsamt och **vi räknar med att Riksbanken expanderar balansräkningen med ca 50 miljarder kronor.** Detta motsvarar bara 1-2 procent vilket kan jämföras med ECB:s expansion med runt tio procent av BNP de närmaste 20 månaderna. För att mer omfattande program ska bli aktuella krävs att den ekonomiska utvecklingen blir betydligt sämre än i vår huvudprognos.

Tidpunkten för framtida höjningar är mycket osäker. Centralbankerna i OECD-länderna verkar i nuläget vara uppdelade i två läger. De flesta centralbanker med ECB i spetsen är på väg att göra politiken än mer expansiv, medan Fed siktar på att höja räntan redan i år och Bank of England troligen följer efter en bit in på 2016. Mycket låg inflation har gjort att Riksbanken de senaste åren fört en penningpolitik som skuggat ECB. När det gäller tillväxt och sysselsättning ser dock Sverige mer ut som USA och Storbritannien. Även om det dröjer länge innan inflationen närmar sig Riksbankens mål tror vi att risken för mycket låg inflation eller deflation är mindre i Sverige än i eurozonen. Vi räknar därför med att Riksbanken med en viss fördröjning följer Fed och Bank of England och påbörjar försiktiga räntehöjningar i slutet av prognosperioden; **i slutet av 2016 ligger reporäntan på 0,50 procent.**

## Obligationsräntor ännu inte vid botten

Att Riksbanken sänkt reporäntan med totalt 75 punkter sedan juli har bidragit till att räntorna på svenska statsobligationer har fallit mer än motsvarande tyska räntor. På kort sikt ser vi **ytterligare utrymme för lägre spreadar mot Tyskland** eftersom Riksbankens köp av statobligationer kommer att pressa ned räntorna. Givet vår prognos på tyska räntor förutser vi att den 10-åriga svenska obligationsräntan faller ned till 0,35 procent i mitten av 2015.



Källa: Macrobond, SEB

Att Riksbanken troligen kommer att höja räntan före ECB gör att räntemarginalen mot Tyskland stiger på längre sikt. Vi räknar med att denna trend börjar i mitten av 2015 och räntespreaden ligger på 50 punkter i slutet av 2016. Nivån på **den 10-åriga statsobligationsräntan ligger trots det inte högre än 1,40 procent.**

## Ytterligare kronförsvagning på kort sikt

Efter att ha stärkts under 2010-2012, då kronan i orostider i viss mån drog till sig kapital på jakt efter en säker hamn, har valutan försvagats med drygt 10 procent i handelsviktade termer sedan mitten av 2013. Försvagningen har skett trots att svensk tillväxt varit relativt stark jämfört med de flesta länder i Västeuropa. Efter att ECB presenterade sitt QE-program har kronan stärks något mot euron. Vi tror dock att marknaden underskattar den penningpolitiska stimulansen som Riksbanken presenterar i februari och att kronan under de närmaste månader försvagas till 9,60. Givet vår prognos om något starkare tillväxt och att svensk inflation så småningom blir lite högre än i eurozonen, får Riksbanken allt svårare att matcha ECB:s aggressiva lättnader. I kombination med en gradvis starkare världskonjunktur, som historiskt nästan alltid gynnat kronan, räknar vi med att **EUR/SEK vänder upp till 9,00 i slutet av 2015 och vidare till 8,90 i slutet av 2016.** Mot dollarn fortsätter dock kronan att försvagas under större delen av prognosperioden, men mot slutet av 2016 sker en viss förstärkning i samband med att euron stabiliseras mot dollarn. **I slutet av 2016 räknar vi med att USD/SEK står i 8,90.**

## Svagt expansiv men osäker finanspolitik

Den politiska dramatiken under slutet av 2014 resulterade bl a i att den rödgröna regeringen nu tvingas styra landet med allianspartiernas budget. Vissa justeringar kan göras i vårproposit-

ionen men möjligheterna begränsas av att de flesta skattehöjningar inte kan genomföras förrän tidigast 1 januari 2016.

**Mycket talar för att vi får se en ganska passiv finanspolitik också på lite längre sikt.** Regeringen har åtminstone inte så här långt aviserat någon övergripande plan för hur man vill förändra den ekonomiska politiken. Trots att Decemberöverenskommelsen (se fördjupningsruta) säkerställer regeringens möjligheter att få igenom sin budget är det troligt att den bräckliga parlamentariska situationen hämmar beslutskraften.

Finansminister Magdalena Andersson har deklarerat att man inte kommer att prioritera budgetmålet (ett överskott på en procent av BNP) om detta kräver åtstramningsåtgärder som hämmar den ekonomiska återhämtningen. Den finansieringsprincip som vuxit fram det senaste året påverkar också. Aktiva beslut som belastar budgeten ska finansieras krona för krona med skattehöjningar eller andra utgiftsminskningar. Däremot har finansministern deklarerat att budgetförsvagningar som följer av den allmänna ekonomiska utvecklingen inte behöver finansieras. Vår bedömning är att regeringen kommer att göra en bred tolkning av vad som ska klassas som automatiska budgetförsvagningar där t ex volymdrivna utgiftsökningar knutna till transfereringssystem och migrationspolitik ingår. Däremot är det svårt att se att ökat utgiftstryck inom t ex försvarspolitiken inte kommer att kräva finansiering.

### Offentliga finanser

Procent av BNP

|                               | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------|------|------|------|------|
| Finansiellt sparande          | -1,4 | -2,0 | -1,2 | -0,6 |
| Offentlig skuld               | 38,6 | 39,9 | 40,2 | 39,7 |
| Statsskuld<br>(okonsoliderad) | 33,8 | 35,1 | 35,5 | 35,0 |
| Statens lånebehov, mdr        | 131  | 67   | 60   | 20   |

Källa: SCB, SEB

Sammantaget tror vi att finanspolitiken i denna miljö blir svagt expansiv. Den mer efterfrågeinriktade politiken som regeringen vill föra, jämfört med Alliansregeringens mer utbudsinriktade, kan också ge en viss extra stimulansimpuls på kort sikt. Vi har länge argumenterat för att det finns utrymme för en mer expansiv politik och att den låga statsskulden motiverar att överskottsmålet överges t ex till förmån för ett balansmål. De principer för budgetpolitiken som nu växer fram kan dock försvåra möjligheterna att aktivt använda det ökade utrymmet för en offensiv politik inriktad på att förbättra de långsiktiga tillväxtpotentialerna.

Den offentliga sektorns finansiella underskott faller långsamt under 2015 och 2016. Att tillväxten i hög grad drivs av ökande sysselsättning och konsumtion stärker de offentliga finanserna men å andra sidan gör låg inflation och relativt låga löneökningar att skatteintäkterna dämpas.

### Ny spelplan efter överenskommelsen

Den s k Decemberöverenskommelsen (DÖ), som slöts precis före nyår mellan den rödgröna regeringen och de fyra Allianspartierna har skapat en ny situation i svensk politik. Genom överenskommelsen, som ska gälla till och med valdagen 2022, förbinder sig partierna att släppa fram kandidaten från den största "partikonstellationen" i statsministeromröstningen. Oppositionen förbinder sig också att släppa fram sittande regerings budgetförslag samt att inte bryta ut delar av budgeten. Uppgörelsen syftar till att stärka minoritetsregeringars ställning och därmed principen om s k negativ parlamentarism som innebär att regeringen inte behöver ha aktivt stöd, men väl acceptans från en majoritet i riksdagen. DÖ innebär att praxis i viss mån förändras eftersom **minoritetsregeringar tidigare normalt sökt samarbete för att nå majoritet för sin budgetpolitik**. Efter valet 2010 tog Alliansen ett steg bort från denna praxis genom att inte aktivt söka majoritet för budgeten utan söka andra samarbetsformer.

En fördel med DÖ som ofta lyfts fram är att olika regeringsalternativ tydliggörs. Samtidigt kan en ständig tävlan om **regeringsduglighet försvaga incitamenten för konstruktiv oppositionspolitik**. Även om oppositionen kan uppnå stora sakpolitiska framgångar kan uppgörelserna inom viktiga områden tolkas som ett tecken på sittande regerings duglighet. En risk är därför att blockpolitiken cementeras och att polariseringen ökar om breda uppgörelser i politikens mittfält inte längre är möjliga. **Stridigheter om vad som är rimligt att lägga in i budgeten kommer också att dyka upp regelbundet**. Eftersom de flesta politiska beslut har ekonomiska konsekvenser är det svårt att slå fast klara principer.

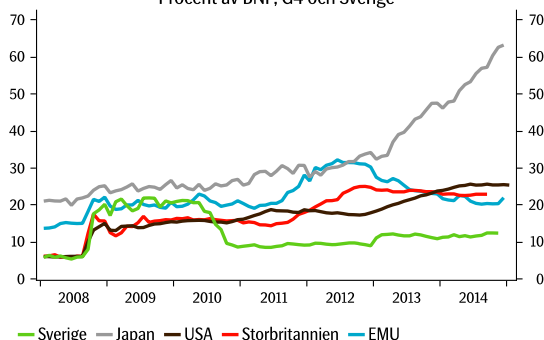
DÖ slöts under stor tidspress som ett alternativ som många partier såg som mindre dåligt än ett extraval. Det återstår nu att se hur stabil den är. Socialdemokraterna framstår som vinnare eftersom man kunde behålla regeringsmakten, **men på längre sikt är man troligen det parti som kommer att förlora mest på en cementerad blockpolitik**. Kritiken mot DÖ har varit hårdast inom allianspartierna men statsvetare och andra parlamentarer har också pekat på tveksamheter ur ett demokratiskt perspektiv. Det är uppenbart att kritiken kommer att förbli stark, speciellt om Sverigedemokraterna fortsätter att gå framåt i opinionsmätningar. Om DÖ kommer att hålla eller inte är dock en öppen fråga. Allianspartierna är nu på väg in i en förnyelseprocess med genomgripande utvärdering av den politik som förts i regeringsställning. Inte minst utmanas en långtgående liberaliseringspolitik på olika områden av mer försiktiga/konservativa krafter. Innan dessa identitetskriser är avklarade saknas motiv för en offensiv i regeringsfrågan. Förändringar i enskilda partiers profil kommer också att avgöra hur intimt det framtida allianssamarbetet kommer att bli.

- **Tillväxtkraft gör QE-politik tveeggad**
- **Låg statsskuld kan skapa materialbrist**
- **Svårt för litet land att omtolka inflationsmål**

Riksbanken har sänkt reporäntan till noll och väntas snart nå negativt territorium. Inflationen har ändå bitit sig fast långt under målet samtidigt som inflationsförväntningarna uppvisat en nedåtgående trend. En relevant fråga är hur långt Riksbanken är villig att gå med okonventionell politik om trenderna från de senaste åren fortsätter.

### Centralbankernas balansräkningar fortsätter växa

Procent av BNP, G4 och Sverige



Källa: Centralbanker, lokala statistikmyndigheter, SEB

Många centralbanker har gått betydligt längre än Riksbanken. Balansräkningarna har i flera fall ökat med 20-30 procent av BNP och Japans centralbank är nu i snabb takt på väg mot 100 procent av BNP. De centralbanker som expanderat sin balansräkning så kraftigt har dock inte enbart gjort det som en reaktion på oönskad låg inflation utan ofta **har tillväxten också varit mycket svag**. Riskerna för finansiell instabilitet, ofta orsakat av dramatiska tillgångsprisfall, har ibland också funnits med i bilden.

Resursutnyttjandet är relativt lågt men generellt ser svensk ekonomi stark ut, inte minst jämfört med situationen i andra länder vid tidpunkten för lansering av QE-program sjösatts. **Det finansiella systemet har heller inget behov av stöd** i en situation med väl fungerande kreditmarknad och överhettningstendenser på bomarknaden. Å andra sidan har inflationsmålet underskridits mer och längre än i de flesta jämförbara länder. Detta berodde dock delvis på att kronan stärktes under 2011 och 2012, vilket nu vänts till sin motsats. Målavvikelse under 2015 verkar nu, relativt sett, bli mindre i Sverige.

Alla de fyra alternativ som Riksbanken föreslagit för att öka stimulansen vid nollränta riskerar att få negativa konsekvenser. Många räntekontrakt kan t ex få legala problem med negativ ränta. Om styrräntan kommer alltför långt in på negativt territorium kan banker införa negativ inlåningsränta, vilket kan leda

till att kunder tar ut pengar (som ju är avgiftsfria). Gränsen för hur negativ styrräntan kan bli utan oönskade konsekvenser är svårbedömd och centralbanker riktar blickar mot Schweiz och Danmark. De har i dag har negativ inlåningsränta för finansinstitut på -0,75 respektive -0,50 procent. Huvudskälet till så negativa räntor har varit att stoppa oönskade kapitalinflöden. För centralbanker, inklusive Riksbanken, som inte riskerar destabiliserande inflöden och starkare valuta **torde därför räntebotten i dagsläget ligga strax under 0 procent**.

Tillgångsköp är inte heller oproblematiskt, särskilt inte för ett land med låg statsskuld. En mycket stor andel av de ca 700 miljarder i statsobligationer som finns utstående i Sverige hålls av banker, försäkringsbolag och fonder – av önskade och tvingande skäl. **Även mindre QE-köp av statsobligationer kommer att ha betydande effekter på räntenivåer**. Utbudet av bostadsobligationer är betydligt större, men köp av sådana skulle lägga ytterligare bränsle på den redan heta bostadsmarknaden. Ett sådant agerande skulle vara extra märkligt eftersom Riksbanken så tydligt efterlyser mer åtgärder för att kyla av bostadsmarknaden inom ramen för makrotillsynen. Lån mot säkerheter till banker skulle kunna inriktas mer mot företagssektorn, men bankerna kommer antagligen att vara motvilliga mot att ta lån i Riksbanken, även till mycket förmånliga villkor. **Utan en mer allvarig ekonomisk kris tror vi därför att eventuella tillgångsköp kommer att ske i mindre skala** och räknar därför med att Riksbanken expanderar balansräkningen med ca 50 miljarder kronor. Detta motsvarar bara 1-2 procent vilket kan jämföras med ECB:s expansion med runt tio procent av BNP de närmaste 20 månaderna.

En annan intressant fråga är i vilken utsträckning okonventionell penningpolitik är effektivt för att föra inflationen tillbaka till målet. QE-politiken i andra länder har bidragit till att stabilisera finansiella marknader och försvaga valutor, men effekten på inflation har varit mycket begränsad. De måttliga uppgångarna i inflation som kan skönjas verkar till stor del dessutom vara kopplad just till svag valuta, vilket gör att en del av inflationseffekten **blir en del i relativspel snarare än en lösning på det globala inflationsproblemet**. Förändringar i inflationsmålspolitiken har vid olika tillfällen diskuterats men hittills har trenden entydigt varit att världens centralbanker blivit alltmer uppfinningsrika med större och bredare tillgångsköp och mer negativ ränta snarare än att mjuka upp sina inflationsmål.

Den ekonomiska situationen i Sverige med hyfsad tillväxt, överhettningrisker på bostadsmarknaden samt en redan i utgångsläget väl fungerande kreditmarknad gör att QE-politiken kanske ter sig mer paradoxal och svårare att förklara för en bred allmänhet än i andra länder. Detta skulle kunna öppna upp för en bredare diskussion om inflationsmålets konsekvenser. Ändå är det svårt att tro **att ett litet land som Sverige ska mäkta med att gå i frontlinjen i en process där inflationsmålspolitiken omvärderas**.



## Valutapeggen under press

- **Schweiz valutapolitik ingen förebild**
- **Förändrad oljebalans ger fördelar**
- **Tillväxtstöd från den ekonomiska politiken**
- **Snabbare återhämtning än i Europa väntas**

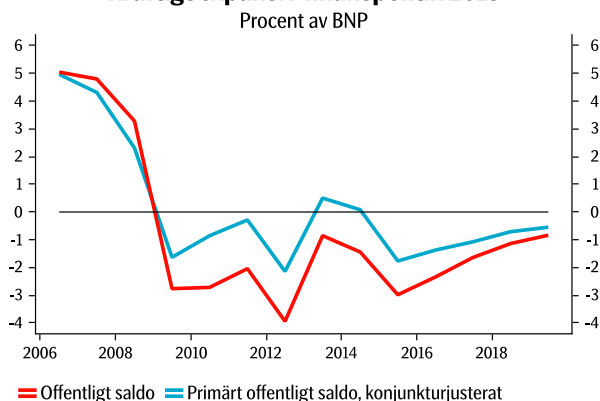
2014 förbättrades tillväxten jämfört med föregående år men väntas ändå hamna på svaga 1 procent. **BNP-tillväxten** bedöms dock fortsätta accelerera **2015 och 2016 till 2,0 respektive 2,5 procent**; de tillväxthämmande faktorerna var tillfälliga och grundförutsättningarna är fortsatt positiva. Oljeprisfallet har resulterat i uppreviderade prognoser för många länder och vi har stärkts i övertygelsen att tillväxten kommer att accelerera.

Generellt uppvägs negativa, kortsiktiga effekter av medelsiktiga positiva effekter. En försvagning av förtroendet i tillverkningssektorn återspeglar trög tillväxt i Europa men reallöner, sysselsättning och bostadspriser stiger och gör att inhemsk efterfrågan kommer att driva upp BNP-tillväxten. Det finns fortfarande gott om lediga resurser på arbetsmarknaden vilket medför att lönerna väntas stiga långsamt.

### Ekonomiska politiken ger positiva effekter

Det finns flera utmaningar 2015 i form av osäkerhet kring ECB:s policyexperiment samt risken att oljepriskollapsen får betydande effekter på energirelaterade sektorer. En rad positiva tillväxtfaktorer väntas dock tillkomma. De två mest uppenbara är resultat av förändringar i finans- och penningpolitik. Finanspolitiken väntas bli kraftigt expansiv efter att i huvudsak utgjort en dämpande faktor under flera år.

#### Kraftigt expansiv finanspolitik 2015



Källa: IMF Fiscal Monitor, SEB

Baserat på egna tillväxtprognoser har regeringen inför det stundande valet inte bara beslutat att fullt ut använda det

finanspolitiska utrymmet (enligt EU:s stabilitets- och tillväxtpakt) utan också utöka utrymmet genom att förlänga reglerna kring beskattning av pensioner som ger tillfälliga intäkter. Vi har länge argumenterat för att finanspolitiken är för stram givet goda statsfinanser och stagnerande ekonomi bland de viktigaste handelspartners och välkomnar därför en förändring av finanspolitiken. Penningpolitiken har också mjukats upp men detta är ett resultat av åtagandet att upprätthålla valuta-peggen mot euron kombinerat med konsekvenser av ECB:s policyförändringar (se fördjupningsruta).

Under andra halvan av 2014 och i januari 2015 har ECB mjukat upp penningpolitiken i flera steg genom räntesänkningar, likviditetstillförsel till bankerna i eurozonen samt kvantitativa lättnader. Det senaste steget till fullskaliga kvantitativa lättnader hade förutspåtts av finansiella marknader månader i förväg och räntor och valutor hade därför redan reagerat på den väntade likviditetsökningen. Eftersom Danmark genom valuta-peggen automatiskt anpassar sig till penningpolitiken i eurozonen leder detta till mjukare finansiella förhållanden som ger ytterligare tillväxtstimulans. Om ECB:s politik är lyckosam kommer en starkare återhämtning i eurozonen att ge än större effekter på dansk tillväxt. Fler sänkningar av dansk styrränta är att vänta om apprecieringstrycket fortsätter.

### Oljan ett plus trots stor inhemsk produktion

De flesta europeiska länder är tydligt beroende av oljeimport men sedan slutet av 1990-talet har den danska produktionen av olja överstigit den inhemska konsumtionen. I början av 1970-talet var Danmarks beroende av energiimport nästan 100-procentigt men ökande produktion av olja och gas i Nordsjön kombinerat med en politik som stimulerat alternativa energikällor har resulterat i stora förändringar under fyra årtionden. Den danska oljeproduktionen toppade dock för tio år sen. Det är nu både svårare och därmed även dyrare att utvinna olja; i dagsläget motsvarar produktionen endast runt hälften av den tidigare toppnivån. Den gradvisa produktionsnedgången ledde till att Danmark gick från nettoexport till ett litet underskott i oljebalansen vid slutet av 2014.

Danmarks neutrala oljebalans gör att man skulle kunna tro att ekonomin inte skulle få några positiva effekter från lägre oljepriser. Även om mekaniken är mer komplicerad och effekterna mindre än i de flesta europeiska länder är det dock inte fallet. Eftersom Danmark producerar egen olja skapas negativa effekter på prospektering och utvinning, vilket spiller över på investeringar och sysselsättning. Sektorn är dock inte speciellt stor eller arbetsintensiv och står för mindre än 1 procent av den totala sysselsättningen. Effekterna blir därför begränsade.



Lägre oljepriser slår igenom i form av lägre inflation som ökar disponibelinkomsten. Tillverkningsföretag utanför energisektorn påverkas också positivt av sjunkande oljepriser; framförallt shipping som står för en stor andel av den danska oljeimporten. Den danska ekonomin är liten och öppen, vilket innebär att högre tillväxt i andra länder drivet av oljeprisfallet får tydliga effekter på BNP. Danmark har mycket handel med länder som gynnas av oljeprisnedgången. Norge, den femte största exportmarknaden, är det största undantaget.

Sammantaget uppväger effekterna av en mjukare ekonomisk politik och lägre oljepriser de negativa kortsiktiga effekterna som beskrevs ovan och skapar istället en uppsidesrisk för tillväxten. Eftersom tillväxten bara accelererade försiktigt 2014 verkar det dock överdrivet att göra större upprevideringar av prognosen. Oljeprisprognosen är dessutom behäftad med stor osäkerhet så länge som det aggressiva priskriget fortsätter.

### Valutapeggen och penningpolitikens dynamik

Efter den schweiziska centralbankens beslut att ta bort taket för CHF/EUR har det förekommit mycket spekulation om att Danmark skulle överge valutapeggen. En titt på ramverket för dansk penningpolitik visar dock att jämförelser med Schweiz blir missvisande.

Till att börja med måste man bedöma policymålen. Det schweiziska valutataket var en tillfällig åtgärd som introducerades i samband med klimax för den europeiska skuld-krisen. Avsikten var att undvika en appreciering av den egna valutan och upprätthålla prisstabilitet i linje med målet för penningpolitiken. Penningpolitiken i Danmark har dock inga andra ambitioner än att upprätthålla valutapeggen mot euron. Det är regeringen, inte centralbanken, som är ansvarig för förändringar av politiken. Valutapeggen har varit ett ankare för penningpolitiken i nästan 35 år medan Schweiz endast använde valutataket som ett penningpolitiskt verktyg i tre år.

Schweizisk BNP ligger omkring 8 procent högre än toppen innan den finansiella krisen medan dansk BNP ligger 3 procent lägre vilket är i linje med eurozonen. Sådana siffror tyder på att Danmark genom kopplingen till ECB:s penningpolitik inte ser några problem med ytterligare uppmjukning av politiken.

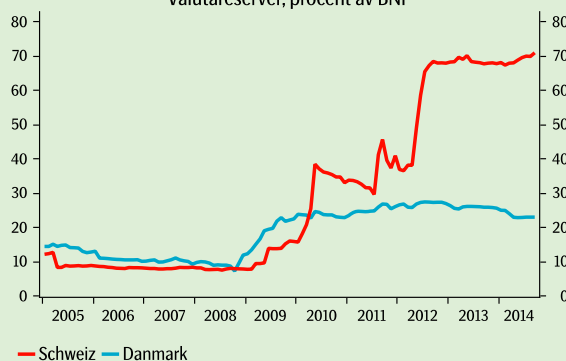
Danmark sänkte räntan några dagar efter Schweiz överraskande sänkning i mitten av januari. Detta är det vanliga tillvägagångssättet; Nationalbanken intervenerar vanligtvis då apprecieringstrycket intensifieras, vilket resulterar i en ökning av valutareserven. Om valutainflödena blir för omfattande kan Nationalbanken sänka räntan för att stoppa inflödena. Vår bedömning är att 35 miljarder kronor användes till interventioner den 19 januari innan räntan sänktes mot slutet av dagen. För att sätta detta i perspektiv så låg de månatliga ökningarna av valutareserven månaderna efter Lehman Brothers kollaps 2008 kring 40 miljarder kronor. Interveneringarna och räntesänkningarna har fortsatt efter det att ECB inledde sina kvantitativa lättnader. Nationalbanken sänker vanligtvis räntan när ECB sänker för att upprätthålla valutapeggen, men spekulatjonen gentemot danska kronen var ovanligt omfattande i slutet av januari

De offentliga finanserna påverkas negativt av oljepriserna. Skatter och avgifter på oljeproduktionen kommer att minska kraftigt och bidrar till underskottet i statsbudgeten. Å andra sidan är vår bedömning att regeringens tillväxtprognoser är för pessimistiska och att det prognosticerade underskottet 2015 är för stort. Vår bedömning är att underskottet blir omkring 5-10 miljarder kronor lägre än i en situation utan oljeprisfall och med hänsyn tagen till de positiva tillväxteffekterna. **Budgetunderskottet väntas inte överstiga det tak på 3 procent av BNP som lagts fast i stabilitets- och tillväxtpakten.** Negativa effekter på intäkterna kan leda till en stramare politik under kommande år men väntas inte slå igenom 2015. Intäkterna från skatterna på oljeutvinning har kopplats till en offentlig järnvägsfond som skapats för att kunna användas till att minska restiden mellan städerna. Politikerna har dock bekräftat att de inte tänker ändra några infrastrukturplaner vilket visar meningslösheten med att öronmärka offentliga intäkter till specifika ändamål.

Centralbanken ställs inför en avvägningen mellan hur mycket man är beredd att låta valutareserven växa och eller hur omfattande räntesänkningar man är beredd att göra. **Efter 33 år med lyckad stabilisering är vår bedömning att motståndet mot ett övergivande av valutapeggen är betydande.**

### Redan stor schweizisk valutareserv ökar ytterligare

Valutareserver, procent av BNP



Källa: Statistics Denmark, SEB

Dansk penningpolitik omfattar följande delar:

- Som en del av ERM2 har Danmark ett bilateralt avtal med ECB om obegränsat stöd genom interventioner
- Kronen har ett specialavtal enligt ERM2 som tillåter valutakursen gentemot euron att fluktuera med  $\pm 2,25$  procent gentemot paritetskursen (standard är  $\pm 15$  procent)
- Nationalbanken har ett smalare band på  $\pm 0,5$  procent
- I nuläget ligger pressen på kronen på uppsidan vilket gör att stödet från ECB är irrelevant
- Nationalbanken kan alltid försvara valutapeggen mot apprecieringstryck om den är beredd att öka valutareserven
- Ramverket har funnits på plats i mer än 30 år och viljan att behålla det är betydande
- Det enda testet mot valutapeggen i form av deprecieringstryck ägde rum i början av 90-talet då bandet tillfälligt utökades till  $\pm 15$  procent

## Oljeprisfall flyttar fokus från inflation till tillväxt

- **Fortsatt oljeprisfall ökar nedåtpressen på oljesektorns investeringar**
- **Lägre privat konsumtion främsta skälet till sänkt tillväxtprognos**
- **Svagare valuta håller kärn-KPI vid målet**
- **Norges Bank sänker igen i mars**

Tillväxten i fastlands-BNP – dvs exklusive olja, gas och sjöfart – steg till långsiktig trendnivå under 2014 men ser ut att sakta av mer än väntat 2015. Det fortsatta, och kraftiga, oljeprisfallet innebär ytterligare nedsida för investeringarna i oljesektorn. Dessutom tappar privat konsumtion fart på grund av avtagande realinkomstökningar från dämpad sysselsättningstillväxt, något lägre löneökningar och oväntat hög inflation i spåren av den omfattande valutaförsvagningen. Samtidigt stärker valutan exporten av traditionella (icke-olja) varor vilket dämpar effekten av ovanstående faktorer.

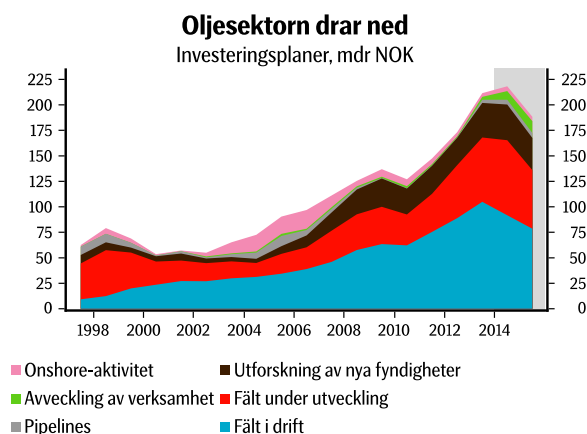
Vi väntar nu att **tillväxten i fastlands-BNP saktar ner från 2,6 procent under 2014 till 1,7 under 2015**, en nedrevidering med 0,4-procentenhet sedan novemberprognosen, för att sedan öka **till 2,2 procent 2016**. Tillväxten i **total BNP hamnar på 1,0 procent och 1,8 procent i år och nästa år**. (Observera att tillväxten 2014 är en prognos eftersom nationalräkenskaper för helåret släpps strax efter denna rapport.)

### Oljeinvesteringar en broms, inget dråpslag

I *Nordic Outlook* november väntades investeringarna i oljesektorn falla 12 procent i volymtermer 2015 och med ytterligare 3,5 procent 2016. Samtidigt bedömdes minskad efterfrågan från denna sektor dämpa den årliga tillväxttakten i fastlands-BNP med ungefär ¾ procentenhet under 2015. Nedgången i oljeinvesteringarna är delvis cyklisk men speglar framförallt en strävan bland operatörerna att återställa sina vinster efter årtal av galopperande kostnadsökningar; faktum är att investeringsplanerna på den norska kontinentalsockeln skars ner radikalt redan innan oljepriserna på allvar hade börjat falla.

Statistiska centralbyråns investeringsenkät bland operatörerna, som publicerades i början av december, var vid första anblicken betryggande: även om den pekade mot en markant investeringsnedgång justerades bedömningen av 2015 faktiskt upp något. Studien baserades dock huvudsakligen på investeringsbudgetarna från i början av oktober. Sedan dess har oljepriset nästan halverats vilket troligen kommer att leda till ytterligare kostnadsbesparingar, först och främst genom nedskärningar i fält som redan tagits i drift men även i form av ett

minskat intresse för att öka utvinningsgraderna och för prospektering. Nedåtriskerna överväger därmed, men förmodligen i högre grad för nästa år även om vissa effekter kan väntas även under 2015.



Källa: 2014-15 Norges Statistikkbyrås enkät, dec 2014

Modellstudier tyder på att ett bestående lägre oljepris på dagens nivåer kommer att leda till väsentligt lägre oljeinvesteringar motvarande ett negativt bidrag på ½-¾ procentenhet till fastlands-BNP under 2016 och ungefär lika mycket under 2017. Modellen tar dock inte hänsyn till att operatörerna justerade ned sina investeringsplaner redan före oljeprisfallet. Medan utvecklandet av en del nya fält läggs på is, fortsätter investeringarna i det omfattande Johan Sverdrup-fältet under senare delen av 2015. Det lägger ett golv under totalen eftersom investeringarna i detta projekt uppgår till 100-120 miljarder NOK i den första fasen fram till 2019.

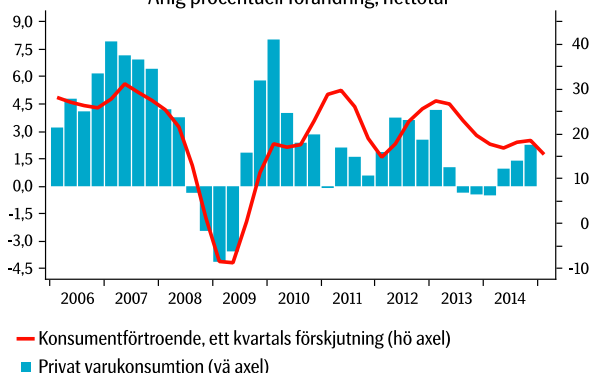
Nästa enkät, som ska komma i början av mars, kommer att visa på effekterna av lägre oljepriser, samtidigt som oljepriset väntas stiga under årets lopp. SEB:s prognos är Brent-olja på i genomsnitt 60 USD/fatet under 2015 och 70 USD/fatet i slutet av året. Vi gör därför än så länge bara begränsade ändringar i prognosen och väntar oss att **investeringarna i oljesektorn sjunker 14 procent 2015 och 5 procent nästa år**.

### Konsumtionen stiger mindre än väntat

Den privata konsumtionen lyckades inte leva upp till förväntningar under 2014 trots stadiga öknings i hushållens reala disponibla inkomster (som steg mer än konsumtionsutgifterna för fjärde året i rad, eller med 3 procent). Konsumtionen av varor tog ny fart i slutet av året. Det finns dock en klar risk för en svag start på 2015 mot bakgrund av de dystra utsikterna för norsk ekonomi efter oljepriskollapsen. Den kvartalsvisa undersökningen av hushållens konsumentförtroende sjönk till den lägsta nivån sedan slutet av 2011.

## Sjunkande förtroende indikerar lägre konsumtion

Årlig procentuell förändring, netttotal



Källa: Norges statistikkbyrå, Finance Norway

Hushållens stämningssläge är en osäkerhetsfaktor, och särskilt om arbetsmarknaden skulle försämrats mer än den relativt modesta försvagning som hittills observerats. Samtidigt backas sentimentet upp av en fortsatt stabil husmarknad, i synnerhet stigande priser på befintliga hus (upp 2,3 procent i snitt under 2014 men hela 6,7 procent under fjärde kvartalet). Vid sidan av mycket låga bostadsräntor får husmarknaden också stöd av dämpade igångsättningar, något som tyder på att antalet färdigställda bostäder fortsätter att släpa efter efterfrågan.

Å andra sidan finns skäl att vänta sig en långsammare tillväxt i hushållens reala disponibla inkomster under innevarande år. För det första ser lönetillväxten ut att sakta ner till strax över 3 procent på grund av avmattningen i ekonomin i stort och den kraftigt minskade aktiviteten i oljesektorn, där löneinflationen varit som högst. Därutöver drabbas reallönetillväxten av högre inflation när den markanta valutaförsvagningen lyfter importpriserna. **Prognosen för privat konsumtion under 2015 har därför sänkts från 2,7 procent till 2,0 procent** för att därefter stiga **till 2,5 procent under 2016**.

## Arbetslösheten kryper uppåt

I ett viktigt avseende ser utsikterna för konsumtionen lite mindre oroväckande ut än för ett par månader sedan. Sysselsättningstillväxten planade ut under förra sommaren och tappade ytterligare fart under slutet av året vilket tydde på ökade negativa effekter från svagare ekonomiska utsikter. Arbetskraftsundersökningen (AKU) för fjärde kvartalet skickade dock en positiv signal då sysselsättningen återhämtade sig med 0,6 procent från föregående kvartal och steg med 1,2 procent i årstakt.

Samtidigt stannade AKU-arbetslösheten på 3,7 procent under tredje och fjärde kvartalet medan genomsnittsarbetslösheten för 2014 som helhet var oförändrad från 2013 på 3,5 procent. Ett intressant fenomen under förra året var den ökade skillnaden mellan de yngsta och äldsta åldersgrupperna. Sysselsättningen bland 24-åringar och yngre föll ganska kraftigt, men arbetslösheten var likväl lägre eftersom arbetskraftsdeltagandet också föll. Sysselsättningstillväxten bland övriga grupper accelererade till 1,6 procent i fjol, den högsta takten sedan 2008, men arbetslösheten steg ändå från 2,6 procent 2013 till 2,9 procent pga av ett ökat arbetskraftsdeltagande. Ökat arbetskraftsdeltagande bland 55 år och äldre svarade för mer än

60 procent av nettoökningen av arbetskraften under 2014. Det speglar delvis en minskning av antalet personer som väljer att helt pensionera sig, vilket är precis vad pensionsreformen syftar till.

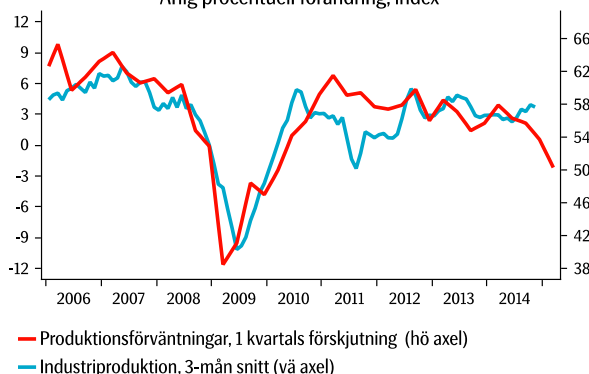
Sysselsättningstillväxten kommer att sakta av i takt med att ekonomin dämpas, medan arbetskraften kan fortsätta att öka i en något snabbare takt. **AKU-arbetslösheten väntas därför bli i genomsnitt 4,0 procent under både 2015 och 2016.**

## Sämre industri men stark export

Utvecklingen i tillverkningsindustrin – exklusive energi och gruvor – var stabil fram till och med tredje kvartalet 2014, men har därefter dämpats. Vi väntade oss en svagare produktion under vintern när effekterna från lägre investeringsaktivitet i oljesektorn borde kunna skönjas. Den senaste Konjunkturbarometern (sammanställd från mitten av december till slutet av januari) tyder dock på en djupare avmattning.

### Produktionsförväntningarna under noll

Årlig procentuell förändring, index

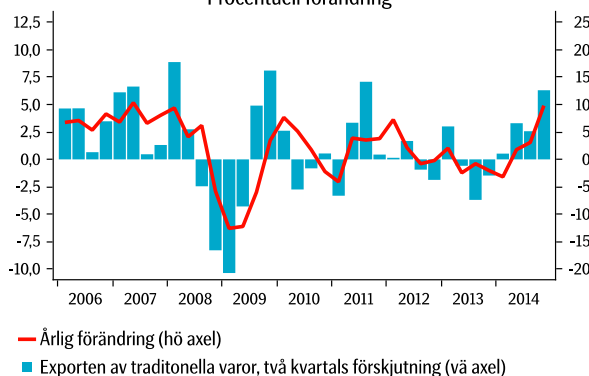


Källa: Norges Statistikkbyrå

Den sammanvägda sentimentsindikatorn sjönk till femårslägsta nivå på -1,5; något under det historiska snittet. Inte överraskande leddes försämringen av investeringsvarusektorn men stämningssläget sjönk också bland insatsvaruproducenter medan bedömningarna i konsumentvaruindustrin var de mest positiva sedan början av 2012.

### Stark återhämtning för övrig export

Procentuell förändring



Källa: Norges Statistikkbyrå, utrikeshandelstatistik

Enligt enkätsvaren försvagades orderingången på bred front. Produktionsförväntningarna drogs ned ytterligare och tyder på att årstakten är på väg att slå över i minustal. Den allmänna

riktningen, där produktionen av investeringsvaror kommer att drabbas hårdast, är tydlig men enkäten ser ändå ut att vara i negativaste laget på vissa områden. Det gäller i synnerhet exportorderomdömena som under det senaste året sjunkit till de lägsta nivåerna sedan våren 2013, något som står i skarp kontrast mot den faktiska utvecklingen. Enligt utrikeshandelsstatistiken accelererade exporten av traditionella varor – dvs exklusive olja/gas, sjöfart och plattformar – markant under 2014 till en ökning på nästan 10 procent i årstakt under fjärde kvartalet.

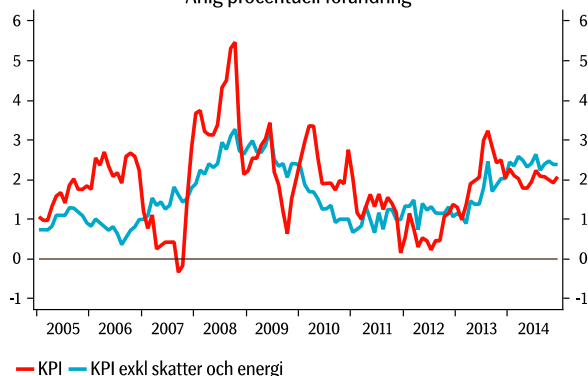
Konjunkturbarometern visar stigande förväntningar vad gäller exportorder, men indikatorn ligger fortfarande under det historiska snittet vilket verkar väl lågt. Utöver förbättrad efterfrågan borde exporten av dessa varor också gynnas av den kraftiga försvagningen av växelkursen som dessutom tilltagit under de senaste månaderna. **Exporten av traditionella varor kan väntas öka med 3,9 procent under 2015**, utifrån de förbättringar som setts under 2014.

### Svag valuta håller inflationen vid målet

Inflationen mätt exklusive skatter och energi, dvs med KPI-ATE-måttet, är i linje med det medelfristiga 2,5-procentsmålet. Årsgenomsnittet steg ganska betydligt från 1,6 procent under 2013 till 2,4 procent under 2014. Samtidigt saktade total KPI-inflation ned en aning till 2,0 procent i genomsnitt under 2014.

#### Kärninflationen vid målet

Årlig procentuell förändring



Källa: Norges statistikkbyrå

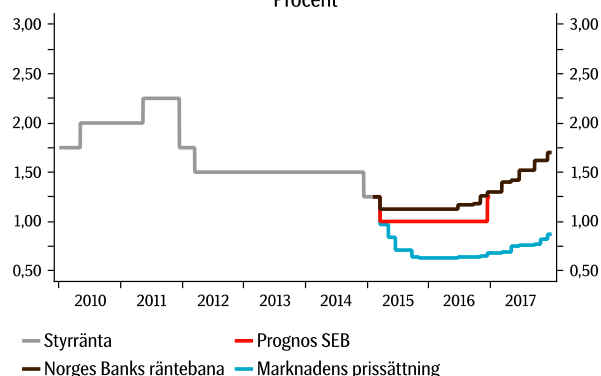
Inledningsvis eldades kärninflationen på av hyror följt av stigande priser på övriga inhemska varor och tjänster, men inhemsk kärninflation har därefter stabiliserats. Då valutan försvagats sedan 2013 har importerad inflation pressats upp och steg med 1,4 procent i genomsnitt under 2014, högsta takten sedan 2009, och andra årliga ökningen på hela 10 år. Framöver kan inhemsk inflation dämpas något. Den förnyade försvagningen av NOK sedan mitten av 2014 bör elda på importerad inflation med sedvanlig eftersläpning. Eftersom importpriser utgör nästan en tredjedel av kärn-KPI-korgen kan kärninflationen väntas stiga under senare delen av året. Följaktligen har vår prognos för **kärninflationen för 2015 reviderats upp till 2,5 procent** (från 2,0 procent i november) medan prognosen för 2016 är **2,3 procent**.

### Norges Bank sänker en gång till

Norges Banks 25-punkterssänkning i december visade att centralbanken nu fokuserar på nedsidesrisker för tillväxten. Sänkningen kan ses som en försäkring mot ett sämre utfall i ekonomin eftersom indikatorerna ännu inte avspeglade förväntningar om en bredbaserad och djup svacka. Samtidigt reviderades inflationsprognosen upp i den Penningpolitiska Rapporten med en uppgång i kärninflationen till runt 3 procent i slutet av 2015 och en inflation över 2,5 procentsmålet över hela prognosperioden. Norges Bank har tillfälligt övergett inflationsmålet till förmån för ytterligare stöd till den reala ekonomin och räntebanan indikerar nu en hög sannolikhet för ytterligare en sänkning.

#### Marknaden väntar fler sänkningar

Procent



Källa: Norges Bank, SEB

Sedan decembermötet har oljepriserna fallit ytterligare och flera centralbanker har lättat ytterligare på penningpolitiken. Givet fortsatt hög osäkerhet kring spridningseffekter från minskad aktivitet i oljesektorn väntar vi oss att **Norges Bank levererar ytterligare en sänkning med 25 punkter i mars**. För att Norges Bank ska sänka lika aggressivt som marknaden förväntar sig behöver vi dock se en markant försämring av de ekonomiska utsikterna.

### Lägre oljepris pressar NOK och räntor

Sedan början av året har EUR/NOK-kursen kopplat loss från trenden i oljepriser och 2-årsspreaden mot Tyskland. Detta speglar delvis en bredbaserad eurosavaghet, men Norges Banks valutaköp på 500-700 miljarder NOK/dag har sannolikt bidragit till att stabilisera valutan. Vi tror att kronen förblir under press på kort sikt. Därefter bör förbättrade flöden, en återhämtning i oljepriset och färre räntesänkningar än vad som prisas in av marknaden gradvis stärka NOK mot euron till 8,50 och 8,25 i slutet av 2015 respektive 2016.

Norska statsobligationer har utvecklats starkt sedan i höstas drivet av utbuds-/efterfrågefaktorer och lägre oljepriser. Vi väntar oss att 10-årsspreaden mot Tyskland minskar ytterligare i takt med att obligationsutbudet sjunker till endast 50 mdr NOK i år, och eftersom ECB:s balansräkningsexpansion tvingar investerare att leta avkastning på annat håll. Vi väntar oss en 10-årsspread mot Tyskland på 70 punkter i slutet av året.

## Tema: Hur bör fallande oljeinvesteringar hanteras?

- **Inget omedelbart behov av "krisåtgärder"**
- **Utrymme för massiva stimulanser om utvecklingen förvärras**
- **Finanspolitik att föredra givet risker från alltför kraftfull penningpolitisk stimulans**

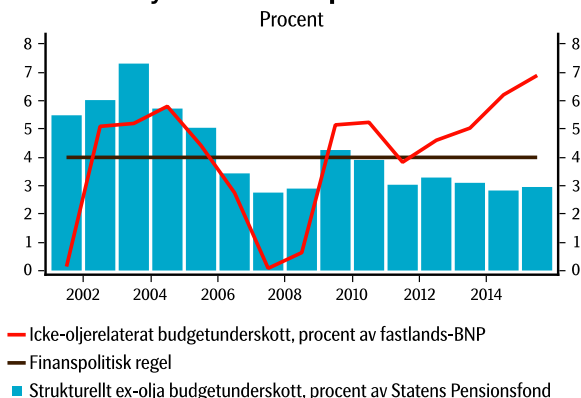
Utvecklingen så här långt tyder inte på att ekonomin är i akut behov av omfattande stimulanser från finans- och/eller penningpolitiken. Men myndigheterna har gott om ammunition om så behövs. Norges Banks räntor ligger på 1,25 procent. Men ännu viktigare är Norges överlägset bättre offentliga finanser och sättet som finanspolitiken fungerar.

Den finanspolitiska regeln kopplar budgetunderskottet exklusive oljeintäkter till storleken på Statens Pensionsfond Utland, den fond som kanaliseras överskottet från olja till utländska placeringar med tillgångar på över 200 procent av BNP. Det innebär att offentliga utgifter värnas från effekterna av volatila oljeintäkter, även fall av dagens storleksordning. Att regeln dessutom är knuten till konjunkturjusterade underskott gör att de automatiska stabilisatorerna tillåts verka.

### Potentiellt mycket kraftfulla stimulanser

I 2015 års budget bedömdes det strukturella underskottet exklusive olja motsvara 3,0 procent av Fondens värde i början av året, väl under 4-procentsgränsen mätt över hela konjunkturcykeln (regeln sätter ingen absolut gräns för ett enskilt år).

#### Gott om utrymme för finanspolitiska stimulanser



Källa: Statsbudgeten 2015

Skulle regeringen vilja öka budgetunderskottet exklusive olja hela vägen upp till 4 procentsgränsen – vilket inte är troligt och förmodligen inte nödvändigt – skulle detta ge en finanspolitisk stimulans motsvarande nästan två procent av total BNP och ytterligare en ½ procentenhet vad gäller fastlands-BNP. Utrymme för att öka budgeten är faktiskt till och med större än

så eftersom tillgångarna i Fonden (i norska kronor) i början av 2015 låg långt över de antagna nivåerna i budgeten.

Enligt vår mening är finanspolitiska stimulanser att föredra framför fler räntesänkningar utöver de 25 punkter vi väntar oss att Norges Bank levererar i mars. Stora räntesänkningar riskerar att ytterligare elda på både skuldsättningen bland hushållen – på brutto nästan två gånger de disponibla inkomsterna – och de, enligt många redan alltför höga, huspriserna. Dessutom har de monetära förhållandena redan lättats avsevärt. Norges Bank har visserligen bara sänkt räntan med 25 punkter (i december), men boräntor och andra marknadsräntor har sjunkit mer än så under det senaste året. Därtill ger en kraftigt försvagad kronkurs en kraftfull stimulans.

### Riktade åtgärder att föredra

Vad gäller finanspolitiska stimulanser skulle man kunna hävda att nedväxlingen i oljesektorn är en nödvändig anpassning efter många "feta" år med galopperande kostnadsökningar och att denna anpassning skulle tillåtas ha sin gång. (Operatörerna på den norska kontinentalplattan annonserade nedskärningar redan innan oljepriset på allvar börjat falla.) Även om detta är ett hållbart argument finns det ändå skäl att särskilt rikta stimulanserna mot oljesektorn eftersom aktiviteten i denna sektor har så stora återverkningar på resten av ekonomin. Bland annat skulle regeringen kunna understödja aktiviteten i denna sektor genom att dels ta tillbaka den de facto skattehöjning som genomfördes av föregående regering i maj 2013 när möjligheterna till extra avdrag i skattebasen för den särskilda oljeskatten minskade, och dels öka avdragen för utforskning av nya fält. För att stimulera den övriga ekonomin skulle regeringen t ex kunna tidigarelägga vissa infrastrukturinvesteringar, medan generella skattesänkningar bör undvikas så länge som inte läget allvarligt försämras.

Att använda finanspolitiken för att minska eller undvika en ekonomisk nedgång skulle faktiskt vara helt i linje med vad som föreskrevs när den ekonomiska policymixen omformulerades 2001, i och med införandet av den finanspolitiska regeln och ett inflationsmål för penningpolitiken. Vid den tiden hade finanspolitiken huvudansvaret för att stabilisera den ekonomiska utvecklingen. Sedan dessa har räntepolitiken i praktiken kommit att utgöra "första försvarslinje".

Vad gäller timingen för finanspolitiska åtgärder är det osannolikt att regeringen trycker på knappen på samma sätt som sin föregångare i januari 2009. I frånvaron av plötsliga och skarpa försämringar kan ytterligare stimulansåtgärder från finanspolitiken avvakta tills vårbudgeten i början av maj.



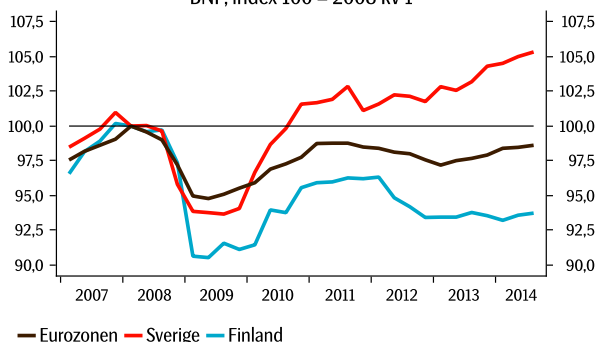
## Dragkamp mellan svagt Ryssland och oljestimulans

- **Exporten svag, men importen svagare**
- **Låg inflation ger realinkomstökningar**
- **Fortsatt sparpolitik inför valet**

Finska ekonomi har nu gått igenom fyra recessioner sedan 2008 och BNP ligger fortfarande drygt 5 procent under nivån i början av 2008. Tillväxten 2014 ser dock inte ut att bli riktigt lika svag som befarat efter en positiv överraskning tredje kvartalet och upprevideringar av utfallet för det andra kvartalet. **Utsikterna framöver ser dock inte lovande ut.** Ekonomin fortsätter att hämmas av strukturella och konjunkturella problem samt av rysk recession och sanktioner/handelsrestriktioner. Exporten är svag, men importen faller mer vilket gör att nettoexporten ger ett positivt tillväxtbidrag. Hushållen är pressade av svag arbetsmarknad och stram finanspolitik även om **det låga oljepriset och fallande inflationen ger realinkomstökningar.** Vi väntar oss en fortsatt stram finanspolitik efter parlamentsvalet i april 2015. **Tillväxtförutsättningarna** jämfört med *Nordic Outlook* November, **har ändå förbättrats något.** Framför allt genom det låga oljepriset, men även genom att recessionen 2014 avslutades tidigare än väntat. Prognosen är svagt uppreviderad och **BNP väntas öka med 0,7 respektive 1,0 procent 2015 och 2016.**

### Klart sämre BNP-utveckling än Sverige och eurozonen

BNP, index 100 = 2008 kv 1



Källa: Eurostat

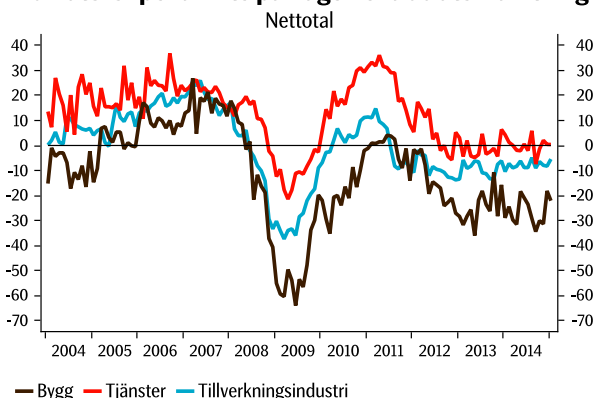
### Svaga indikatorer utan tecken på vändning

En stigande arbetslöshet och en svag rysk ekonomi bidrar till att håller ner framtidsutsikterna. Liksom tidigare är framtids-tron som lägst inom export- och byggindustrin.

En stor del av den svaga utvecklingen sedan 2008 förklaras av att exporten hämmas av en rad olika faktorer. Strukturella problem och nedgång inom skogs- och IKT-sektorerna är en

viktig faktor. Elektronikindustrin har minskat produktionen med nära 50 procent sedan toppen 2008. Till det kommer försvagad konkurrenskraft och försämrat bytesförhållande som pressat exportföretagens inkomster.

### Indikatorer pekar inte på någon snabb återhämtning

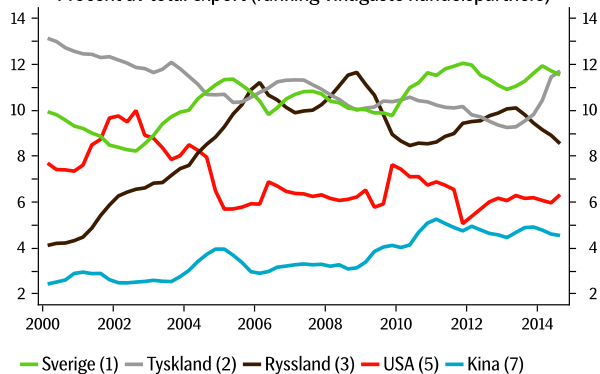


Källa: EU-kommissionen

Recession i Ryssland, EU:s sanktioner och Rysslands handelsrestriktioner drabbar Finland relativt hårt eftersom Ryssland är landets tredje viktigaste exportmarknad. Den svaga Rysslands-exporten har i viss mån kompenseras av stigande export till andra länder, bland annat Tyskland och Kina. När Ryssland införde importrestriktioner i augusti 2014 kunde man se ett kraftigt fall av bland annat exporten av mejeriprodukter. Denna har därefter återhämtat sig vilket tyder på att Finland till viss del lyckats styra om exportleveranserna. En **svagare euro och hyfsad tillväxt i Sverige och Tyskland de kommande åren kommer att ge draghjälp**; exporten stiger 2,5 procent 2015 och 3,7 procent 2016.

### Handeln med Ryssland minskar

Procent av total export (ranking viktigaste handelspartners)



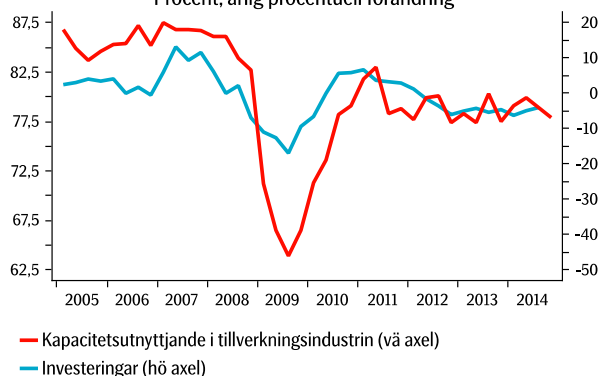
Källa: IMF

## Svaga investeringar, hög arbetslöshet

Den fallande produktionen gör att **investeringsbehovet är lågt**. 2014 väntas investeringarna ha fallit med 3 procent. Kapacitetsutnyttjandet ligger fortsatt under det historiska genomsnittet. Svaga inkomstökningar för hushållen och en osäkerhet kring bopriserna gör att bostadsbyggandet blir fortsatt svagt. En lång period med låga investeringar gör dock att investeringsbehovet ökar i vissa delar av ekonomin. **Investeringarna ökar marginellt, med 0,5 procent 2015, och 2 procent 2016.**

### Ledig kapacitet hämmar investeringar

Procent, årlig procentuell förändring

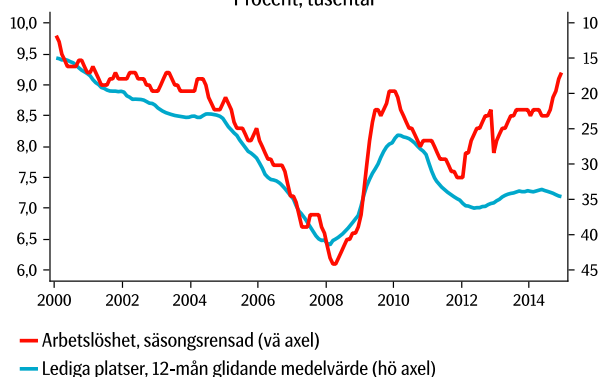


Källa: OECD, Finlands Statistik

**Arbetslösheten har överraskat på uppsidan** senaste månaderna och var 9,2 procent i december 2014; den högsta nivån sedan innan krisen. Arbetslösheten kommer att minska 2015 och 2016 men med en fördröjning; fortsatt effektivisering inom tillverkningsindustrin och försök att förbättra produktiviteten går före nyanställningar. Med tanke på de strukturella problemen inom skogs- och IKT-sektorerna kan även matchningsproblem på arbetsmarknaden bli ett problem framöver.

### Överraskande kraftig uppgång i arbetslöshet

Procent, tusental



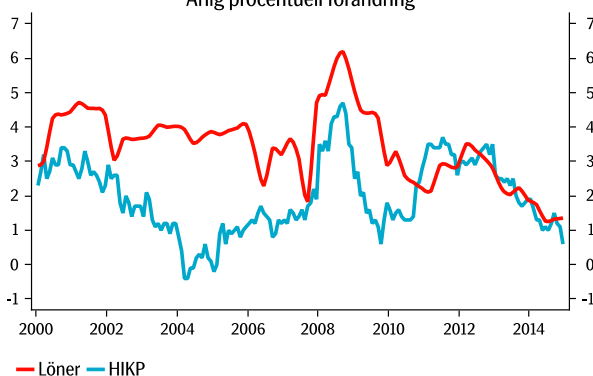
Källa: Finlands Statistik

Arbetsmarknaden påverkas även av demografien; befolkningen mellan 15-64 år minskar 2015-2016 med 0,3-0,4 procent per år, en process som kommer att fortsätta även framöver. Utvecklingen gör att tillväxtförutsättningarna försämrats, även om den höga arbetslösheten i närtid gör att större bristsituationer inte uppstår. Mätt som årsgenomsnitt **stiger arbetslösheten 2015 till 9,1 procent och faller därefter 2016 till 8,5 procent.**

Löneökningstakten har växlat ner successivt sedan 2012 i stort sett i linje med inflationen. Det oljedrivna inflationsfallet gör att **hushållen, trots lägre löneökningar framöver kommer att få reallönehöjningar**. Finlands bank rekommenderade i sin senaste rapport att arbetsmarknadens parter inför en förhandlingsordning där exportindustrins utrymme för att höja lönerna ska vara riktmärke för hela ekonomin. För detta genomslag kommer det successivt att förbättra konkurrenskraften och blir ytterligare ett led i stålbadspolitiken efter krisen.

### Fallande inflation ger realinkomstökningar

Årlig procentuell förändring



Källa: Finlands Statistik

**Hushållen pressas** av en svag ekonomi, hög arbetslöshet, stram finanspolitik och en skakig bostadsmarknad. Den senaste statistiken tyder på en utplaning av bopriserna. Vi väntar oss oförändrade priser 2015-2016, även om det svaga ekonomiska läget utgör en risk. Konsumtionen har fallit två år i rad men vi ser nu utsikter för en svag ökning och räknar med en tillväxt på 0,3 procent respektive 0,5 procent för 2015 och 2016.

## Fortsatt stram finanspolitik

Inga politiska förändringar är att vänta i närtid; fokus är nu på **parlamentsvalet 19 april**. De senaste årens finanspolitik har varit inriktad på att få ner underskottet och därmed bryta trenden med ökad statsskuld. Detta motiv förstärks av att demografiska faktorer framöver kommer att sätta press på de offentliga finanserna. Den strama finanspolitiken har bidragit till en svagare tillväxt; långsiktiga förtroendeeffekter har bedömts viktigare än stimulans.

Centerpartiet, som leder i opinionsundersökningarna, har sagt sig vilja frysa de offentliga utgifterna på 2014-års nivå och minska på utgifterna om så krävs. Vår prognos är att **den hårda finanspolitiken fortsätter och ger en svagt åtstramande effekt på tillväxten**. Svag tillväxt, låga löneökningar och låg inflation gör att skatteinkomsterna ökar långsamt vilket försvårar regeringens arbete. Det offentliga underskottet minskar från 2,5 procent av BNP 2014 till 2,0 procent av BNP 2016. Skulden når 62 procent av BNP år 2016.

## GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

|                          | 2013  | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------|-------|------|------|------|
| BNP OECD                 | 1,4   | 1,9  | 2,6  | 2,6  |
| BNP världen (PPP)        | 3,1   | 3,5  | 3,7  | 3,9  |
| KPI OECD                 | 1,6   | 1,7  | 0,1  | 1,8  |
| Exportmarknad OECD       | 2,7   | 3,6  | 5,7  | 5,2  |
| Oljepris Brent (USD/fat) | 108,7 | 99,6 | 60,0 | 70,0 |

## USA

Årlig procentuell förändring

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

## EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

|                                                             | Nivå 2013,<br>mdr EUR | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|-------------------------------------------------------------|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP                                                         | 9 881                 | -0,5 | 1,0  | 1,2  | 1,7  |
| Privat konsumtion                                           | 5 530                 | -0,7 | 0,6  | 1,0  | 1,4  |
| Offentlig konsumtion                                        | 2 086                 | 0,2  | 0,3  | 0,3  | 0,4  |
| Bruttoinvesteringar                                         | 1 937                 | -2,4 | 1,2  | 1,5  | 2,2  |
| Lagerinvesteringar<br>(förändring i % av BNP föregående år) |                       | -0,1 | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Export                                                      | 4 312                 | 2,0  | 2,9  | 3,2  | 4,4  |
| Import                                                      | 3 971                 | 1,2  | 2,3  | 2,8  | 4,0  |
| Arbetslöshet (%)                                            |                       | 12,0 | 11,6 | 11,2 | 11,0 |
| KPI                                                         |                       | 1,4  | 0,4  | -0,3 | 0,9  |
| Hushållens sparkvot (%)                                     |                       | 6,7  | 6,9  | 7,1  | 6,9  |

## ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

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

### Inflation

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

### Arbetslöshet, (%)

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

## ÖSTEUROPA

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

### Inflation, årlig procentuell förändring

|          |      |      |      |      |
|----------|------|------|------|------|
| Estland  | 3,2  | 0,5  | 1,1  | 1,8  |
| Lettland | 0,0  | 0,7  | 0,7  | 1,8  |
| Litauen  | 1,2  | 0,2  | 0,4  | 0,7  |
| Polen    | 0,8  | 0,1  | 0,2  | 1,5  |
| Ryssland | 6,8  | 7,8  | 16,5 | 9,5  |
| Ukraina  | -0,3 | 12,1 | 25,0 | 15,0 |

## FINANSIELLA PROGNOSE

|                          |                 | 05-feb | jun-15 | dec-15 | jun-16 | dec-16 |
|--------------------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Officiella räntor</b> |                 |        |        |        |        |        |
| USA                      | Fed funds       | 0,25   | 0,25   | 0,75   | 1,25   | 1,75   |
| Japan                    | Call money rate | 0,10   | 0,10   | 0,10   | 0,10   | 0,10   |
| Eurozonen                | Refiränta       | 0,05   | 0,05   | 0,05   | 0,05   | 0,05   |
| Storbritannien           | Reporänta       | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0,75   | 1,25   |
| <b>Obligationsräntor</b> |                 |        |        |        |        |        |
| USA                      | 10 år           | 1,79   | 1,50   | 2,00   | 2,25   | 2,50   |
| Japan                    | 10 år           | 0,37   | 0,30   | 0,35   | 0,40   | 0,45   |
| Tyskland                 | 10 år           | 0,37   | 0,20   | 0,50   | 0,70   | 0,90   |
| Storbritannien           | 10 år           | 1,50   | 1,30   | 1,70   | 2,10   | 2,60   |
| <b>Växelkurser</b>       |                 |        |        |        |        |        |
| USD/JPY                  |                 | 118    | 125    | 128    | 135    | 140    |
| EUR/USD                  |                 | 1,14   | 1,08   | 1,05   | 1,05   | 1,00   |
| EUR/JPY                  |                 | 134    | 135    | 134    | 142    | 140    |
| GBP/USD                  |                 | 1,52   | 1,46   | 1,46   | 1,50   | 1,43   |
| EUR/GBP                  |                 | 0,75   | 0,74   | 0,72   | 0,70   | 0,70   |

## SVERIGE

Årlig procentuell förändring

|                                                  | Nivå 2013,<br>mdr SEK | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--------------------------------------------------|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP                                              | 3 775                 | 1,3  | 2,0  | 2,7  | 2,7  |
| BNP, dagkorrigerat                               |                       | 1,3  | 2,1  | 2,5  | 2,5  |
| Privat konsumtion                                | 1 761                 | 1,9  | 2,6  | 2,8  | 2,7  |
| Offentlig konsumtion                             | 988                   | 0,7  | 1,3  | 1,0  | 0,8  |
| Bruttoinvesteringar                              | 834                   | -0,4 | 5,0  | 4,7  | 5,5  |
| Lagerinvesteringar                               | 1                     | 0,0  | 0,4  | 0,1  | 0,1  |
| (förändring i % av BNP föregående år)            |                       |      |      |      |      |
| Export                                           | 1 660                 | -0,2 | 2,3  | 4,1  | 4,9  |
| Import                                           | 1 470                 | -0,7 | 5,2  | 4,4  | 5,4  |
| Arbetslöshet (%)                                 |                       | 8,0  | 7,9  | 7,4  | 7,0  |
| Sysselsättning                                   |                       | 1,1  | 1,4  | 1,5  | 1,1  |
| Industriproduktion                               |                       | -4,0 | -2,0 | 3,0  | 3,5  |
| KPI                                              |                       | 0,0  | -0,2 | 0,1  | 1,1  |
| KPIF                                             |                       | 0,9  | 0,5  | 0,8  | 1,4  |
| Timlöneökningar                                  |                       | 2,6  | 2,7  | 2,8  | 3,0  |
| Hushållens sparkvot (%)                          |                       | 15,4 | 15,4 | 15,2 | 14,3 |
| Real disponibel inkomst                          |                       | 1,8  | 2,4  | 2,7  | 1,6  |
| Handelsbalans, % av BNP                          |                       | 1,4  | 0,8  | 1,0  | 1,0  |
| Bytesbalans, % av BNP                            |                       | 7,3  | 6,3  | 5,8  | 5,5  |
| Statligt lånebehov, mdr SEK                      |                       | 131  | 72   | 60   | 20   |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |                       | -1,4 | -2,0 | -1,2 | -0,6 |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP                |                       | 38,6 | 39,9 | 40,2 | 39,7 |

| FINANSIELLA PROGNOSE               | 05-feb | jun-15 | dec-15 | jun-16 | dec-16 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Reporänta                          | 0,00   | -0,10  | -0,10  | -0,10  | 0,50   |
| 3-månaders ränta, STIBOR           | 0,06   | 0,05   | 0,00   | 0,05   | 0,65   |
| 10-års ränta                       | 0,65   | 0,35   | 0,65   | 1,10   | 1,40   |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 28     | 15     | 15     | 40     | 50     |
| USD/SEK                            | 8,25   | 8,52   | 8,57   | 8,77   | 8,90   |
| EUR/SEK                            | 9,42   | 9,20   | 9,00   | 8,95   | 8,90   |
| TCW                                | 130,6  | 128,4  | 126,8  | 126,9  | 126,5  |
| KIX                                | 113,1  | 111,3  | 109,8  | 109,9  | 109,6  |



## NORGE

Årlig procentuell förändring

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

### FINANSIELLA PROGNOSE

|                                    | <b>05-feb</b> | <b>jun-15</b> | <b>dec-15</b> | <b>jun-16</b> | <b>dec-16</b> |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Folioränta                         | 1,25          | 1,00          | 1,00          | 1,00          | 1,25          |
| 10-års ränta                       | 1,32          | 0,90          | 1,20          | 1,45          | 1,75          |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 95            | 70            | 70            | 75            | 85            |
| USD/NOK                            | 7,56          | 8,15          | 8,10          | 8,00          | 8,25          |
| EUR/NOK                            | 8,63          | 8,80          | 8,50          | 8,40          | 8,25          |

## DANMARK

Årlig procentuell förändring

|                                       | <b>Nivå 2013,<br/>mdr DKK</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> |
|---------------------------------------|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| BNP                                   | 1 886                         | -0,5        | 1,0         | 2,0         | 2,5         |
| Privat konsumtion                     | 892                           | 0,1         | 0,5         | 2,0         | 3,0         |
| Offentlig konsumtion                  | 504                           | -0,5        | 1,0         | 1,2         | 0,3         |
| Bruttoinvesteringar                   | 346                           | 0,9         | 2,1         | 2,2         | 4,0         |
| Lagerinvesteringar                    |                               | -0,2        | 0,1         | -0,1        | 0,0         |
| (förändring i % av BNP föregående år) |                               |             |             |             |             |
| Export                                | 1 024                         | 0,8         | 2,9         | 3,3         | 4,0         |
| Import                                | 916                           | 1,5         | 3,6         | 3,0         | 4,0         |
| Arbetslöshet (%)                      |                               | 4,4         | 4,0         | 3,8         | 3,5         |
| Arbetslöshet, harmoniserat (%)        |                               | 7,0         | 6,6         | 5,8         | 5,0         |
| KPI, harmoniserat                     |                               | 0,8         | 0,6         | 0,3         | 1,2         |
| Timlöneökningar                       |                               | 1,3         | 1,3         | 1,7         | 2,2         |
| Bytesbalans, % av BNP                 |                               | 6,8         | 6,2         | 6,5         | 6,5         |
| Saldo, offentlig sektor, % av BNP     |                               | -0,8        | 0,0         | -2,0        | -1,0        |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP     |                               | 44,5        | 43,5        | 43,0        | 41,0        |

### FINANSIELLA PROGNOSE

|                                    | <b>05-feb</b> | <b>jun-15</b> | <b>dec-15</b> | <b>jun-16</b> | <b>dec-16</b> |
|------------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Utlåningsränta                     | 0,05          | 0,05          | 0,05          | 0,05          | 0,05          |
| 10-års ränta                       | 0,27          | 0,10          | 0,40          | 0,60          | 0,80          |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | -10           | -10           | -10           | -10           | -10           |
| USD/DKK                            | 6,52          | 6,89          | 7,09          | 7,09          | 7,44          |
| EUR/DKK                            | 7,44          | 7,44          | 7,44          | 7,44          | 7,44          |

**FINLAND**

Årlig procentuell förändring

|                                                             | <b>Nivå 2013,<br/>mdr EUR</b> | <b>2013</b> | <b>2014</b> | <b>2015</b> | <b>2016</b> |
|-------------------------------------------------------------|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| BNP                                                         | 202                           | -1,3        | 0,0         | 0,7         | 1,0         |
| Privat konsumtion                                           | 111                           | -0,6        | -0,1        | 0,3         | 0,5         |
| Offentlig konsumtion                                        | 50                            | 0,6         | 0,0         | 0,3         | 0,5         |
| Bruttoinvesteringar                                         | 43                            | -5,3        | -3,0        | 0,5         | 2,0         |
| Lagerinvesteringar<br>(förändring i % av BNP föregående år) |                               | -0,3        | 0,2         | 0,0         | 0,0         |
| Export                                                      | 78                            | -0,7        | 0,2         | 2,5         | 3,7         |
| Import                                                      | 79                            | -1,6        | -1,0        | 1,5         | 3,4         |
| Arbetslöshet (%)                                            |                               | 8,4         | 8,7         | 9,1         | 8,5         |
| KPI, harmoniserat                                           |                               | 2,2         | 1,2         | 0,2         | 0,6         |
| Timlöneökningar                                             |                               | 2,1         | 1,5         | 1,5         | 1,8         |
| Bytesbalans, % av BNP                                       |                               | -1,2        | -1,2        | -1,2        | -1,0        |
| Saldo, offentlig sektor, % av BNP                           |                               | -2,4        | -2,5        | -2,2        | -2,0        |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP                           |                               | 57,0        | 60,0        | 61,5        | 62,0        |

## **Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet**

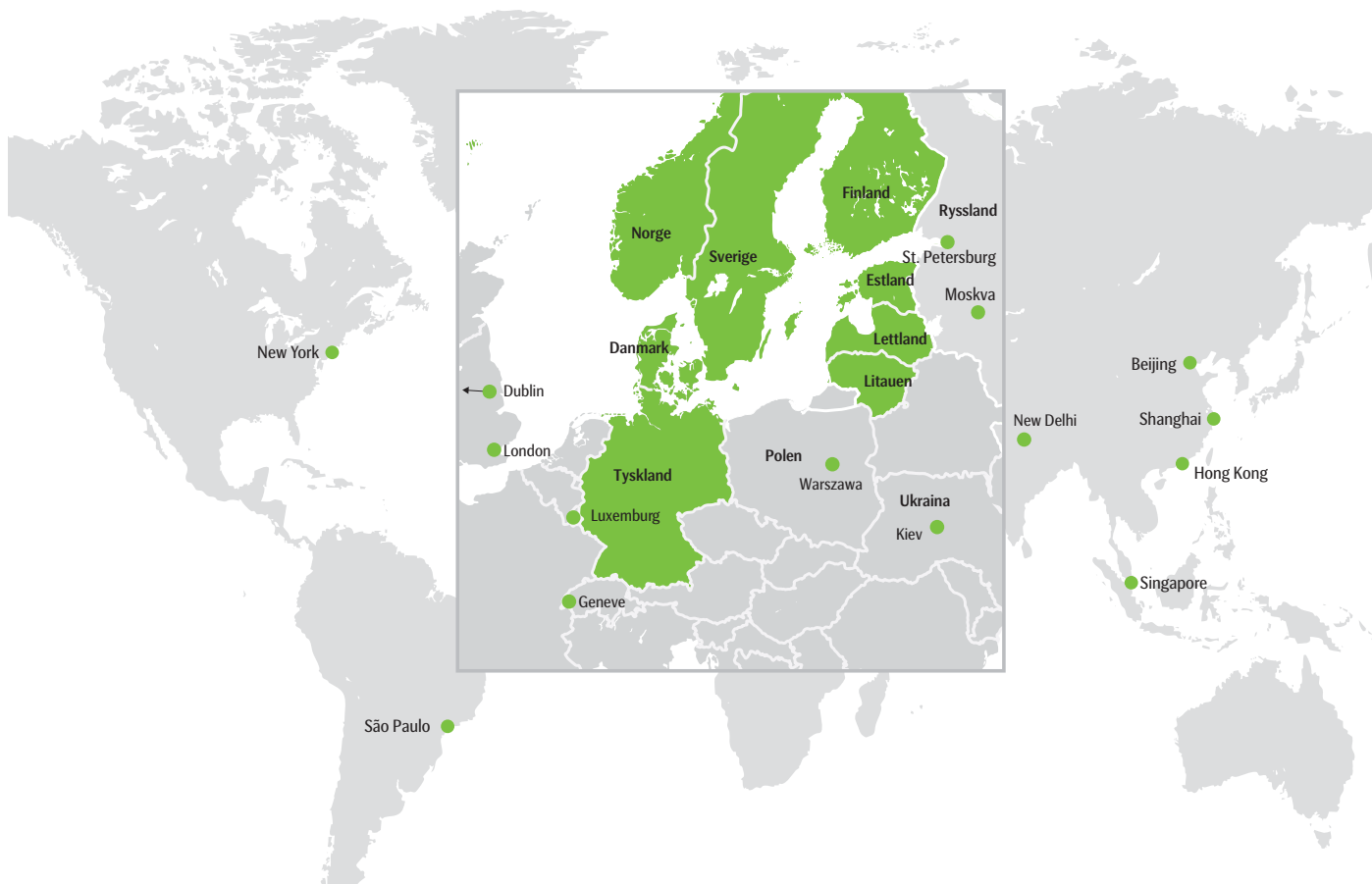
*Eastern European Outlook* finns också tillgänglig på Internet: [www.seb.se](http://www.seb.se) under Ekonomi, Nyheter & rapporter och Ekonomiska rapporter.

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

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

---

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



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 31 december 2014 uppgick koncernens balansomslutning till 2 641 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 708 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 000 medarbetare. Läs mer om SEB på <http://www.sebgroup.com/sv>.

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.