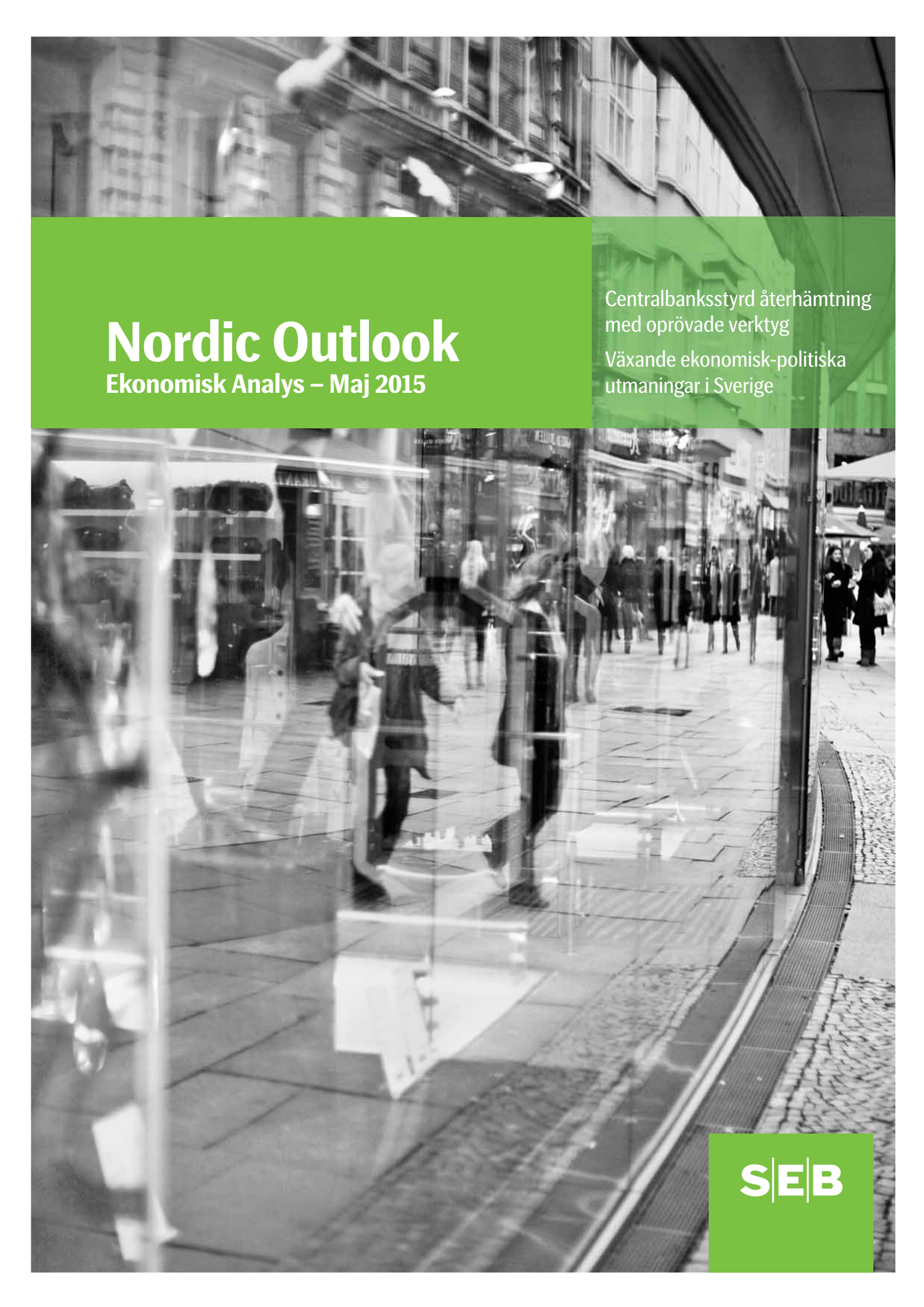




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Maj 2015

Centralbanksstyrd återhämtning
med oprövade verktyg

Växande ekonomisk-politiska
utmaningar i Sverige

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Centralbankspolitik & risktagande	12
Tema: Nya förutsättningar på oljemarknaden	14
USA	15
Japan	18
Asien	19
Eurozonen	21
Storbritannien	24
Östeuropa	25
Baltikum	27
Sverige	28
Tema: Drivkrafter för potentiell BNP	31
Danmark	33
Norge	34
Finland	36
Nyckeldata	37

Fördjupningsrutor

Internationell översikt: Kris för inflationsmålspolitiken?	9
USA: Vädret sätter käppar i tillväxthjulen igen	15
Eurozonen: Greklands situation alltmer kritisk	23
Sverige: Nya finanspolitiska spelregler	30

Denna rapport publicerades den 5 maj 2015.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 30 april 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

Centralbanksstyrd återhämtning med oprövade verktyg

- **Valutarörelser driver global rebalansering**
- **Tillfällig USA-svacka men försiktiga hushåll**
- **Ljusare utsikter i eurozonen trots Grekland**
- **Fed påbörjar mjuka höjningar i september**
- **EUR/USD under paritet vid årsskiftet**
- **Riksbanken har ännu inte nått räntebotten**

Den globala konjunkturen fortsätter att styras av förändringar i penningpolitiken. ECB:s stimulanser har fått oväntat snabbt genomslag i framtidsstro och inflationsförväntningar, vilket stabiliserar utsikterna för hela Europa. I USA har däremot besvikelser dominerat under inledningen på året. Även om detta till stor del beror på tillfälliga faktorer är det tydligt att den starkare dollarn också bidrar. I tillväxtekonomier har signalerna varit blandade även om svaghetstecken dominerat, inte minst genom att inbromsningen i Kina varit något kraftigare än väntat. **Sammantaget har vi justerat ned den globala BNP-tillväxten för 2015 till 3,4 från 3,7 procent**, främst beroende på att USA-prognosen reviderats från 3,5 till 2,7 procent. För 2016 ligger prognosen oförändrad på 3,2 procent.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Fallande oljepriser och valutarörelser i spåren av divergerande penningpolitik är generellt positivt för världsekonomi. Oljeimporterande länder har en stor benägenhet att använda det ökande ekonomiska utrymme som prisfallet för med sig till investeringar och konsumtion. Efterfrågan i producentländerna

är betydligt mindre känslig eftersom prisfallet i många fall möts med minskande fonderingar från överskottet i oljehandeln.

Pågående valutaförändringar skapar en liknande skillnad mellan vinnare och förlorare. I t ex eurozonen och Japan leder deprecierande valutor till såväl högre tillväxt som högre inflation. Detta är precis vad ekonomierna behöver och någon åtstramning av den ekonomiska politiken är definitivt inte aktuell. I länder som USA och Kina som bär bördan av en starkare valuta finns utrymme att möta den negativa impulsen på tillväxt och inflation med stimulanser eller genom långsammare räntehöjningar. IMF:s beräkningar visar att denna asymmetri i policyresponsen ger en stimulanseffekt för världsekonomin på ca ½ procentenhet räknat på de valutarörelser som hittills skett sedan augusti 2014.

Rörelser i valutor och tillgångspriser är i de flesta fall en medveten följd av den ekonomiska politiken, men de medför ändå uppenbara risker. **Stimulanserna bidrar till risktagande som kan ge felprijsättningar och felallokering av resurser.**

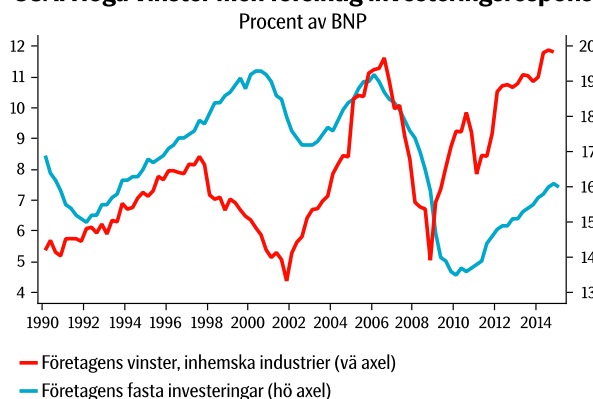
Politikens verkningsgrad är heller inte övertygande; tillgångspriser drivs upp men ökade förmögenhetsklyftor dämpar effekten på hushållens konsumtion (se t ex temaartikel "Centralbankspolitik och risktagande" sid 12 och fördjupningsrutan "Kris för inflationsmålpolitiken" sid 9). Effekterna av negativa räntor är fortfarande osäkra, men ECB:s tillgångsköp har redan påverkat marknadens funktionssätt. Minusräntor långt ut på avkastningskurvan kan skapa problem, t ex när det gäller solvensen i pensionsindustrin. Osäkerhet kopplade till effekterna av den ekonomiska politiken i kombination med besvikelser i USA gör att riskerna i prognosen är symmetriska (tidigare bedömning var att uppsidepotentialen dominerade).

Federal Reserves (Feds) vägval kommer att få avgörande betydelse för finansiella marknader och andra centralbankers politik framöver. Vi tror att den allt stramare arbetsmarknaden gör att **Fed påbörjar höjningarna i september** trots låg pris- och löneinflation. I denna miljö räknar vi med att dollarn fortsätter att förstärkas i ganska snabb takt och **att EUR/USD rör sig ned mot en nivå på 0,95 mot slutet av året**. Därefter står Fed inför balansakten att utforma räntehöjningarna så att man undviker en alltför stark dollar och finansiella störningar såväl globalt som på hemmaplan. Vi räknar med försiktiga Fed-höjningar så att styrräntan ligger på 1,5 procent i slutet av 2016 och att detta i kombination med att ECB:s stödköp närmar sig sitt slut bidrar till att EUR/USD åter rör sig tillbaka till paritet. Fortsatt expansiv penningpolitik i kombination med ett underliggande lågt inflationstryck gör att **lågrentemiljön består under prognosperioden**. I kombination med en måttlig uppgång i den globala tillväxten **skapar detta förutsättningar för en viss ytterligare uppgång på aktiemarknaden**.

Tillfällig USA-svacka men inget riktigt lyft

Svackan i den amerikanska ekonomin i början på året har troligen i hög grad drivits av ogynnsamt väder och strejker i viktiga hamnar. Vi räknar därför med en rekyl uppåt den närmaste tiden och **står fast vid prognosen att USA-ekonomin fortsätter att växa i en underliggande takt av 3 procent.** En nedrevidering av helårssiffran för 2015 är dock ofrånkomlig. Goda realinkomster, stigande förmögenheter och stark arbetsmarknad talar för en uppväxling av den privata konsumtionen. Också på investeringssidan finns förutsättningar för en uppgång med goda vinster, stigande kapacitetsutnyttjande och en åldrande maskinpark som drivkrafter.

USA: Höga vinster men försiktig investeringsrespons



Källa: Macrobond

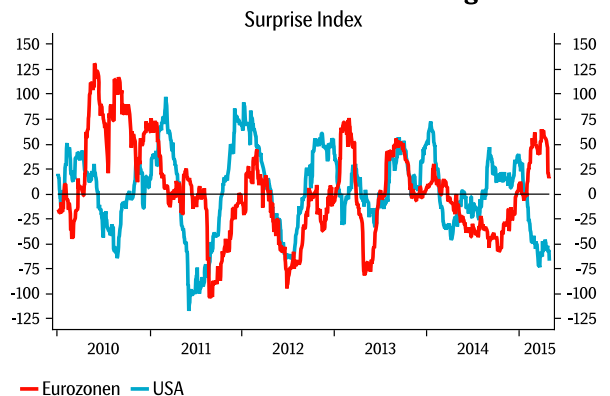
Den starka dollarn har dock hämmat exporten i lite högre grad än vi räknat med, även om detta inte ändrar vår grundsyn att USA-ekonomin är väl rustad att bära bördan av starkare valuta. Men vi ser också tecken på försiktighet i den inhemska ekonomin som bidrar till att tillväxten inte lyfter till nivåer som präglade tidigare återhämtningsfaser. Hushållens sparande har t ex stigit den senaste tiden, vilket möjligen indikerar att även **amerikanska konsumenter känner viss tveksamhet till hållbarheten i den centralbanksberoende återhämtningen.** Att investeringsaktiviteten hittills varit dämpad, trots stigande vinster, beror förmodligen på att resursutnyttjandet fortfarande är relativt låg. Men även mer strukturella förklaringar kan finnas. Många företag verkar t ex ha svårt att anpassa sina avkastningskrav på reala investeringar till den nya räntemiljön. Företagen verkar också kunna utnyttja gjorda nyinvesteringar på ett mer effektivt sätt, vilket håller tillbaka volymbehovet.

Oväntat snabb förbättring i eurozonen

ECB:s stimulansprogram har bidragit till att utsikterna i eurozonen ljusnat snabbare än väntat. Att räntorna redan i utgångsläget var djupt nedpressade minskar potentialen för QE-politiken jämfört med situationen i t ex USA och Storbritannien. Å andra sidan blir valutaeffekten betydligt starkare samtidigt som oljeprisnedgången ger välbehövligt stöd. **Framtidstron hos hushåll och företag har stigit och såväl kreditefterfrågan som inflationsförväntningarna har vänt uppåt.** Den exportledda återhämtningen sprider sig därmed till konsumtion och investeringar. Vi räknar nu med att BNP ökar med 1,7 respektive 2,1 procent 2015 och 2016; en upprevidering med

0,5 respektive 0,4 procentenheter. En fortsatt ganska kraftig försvagning av euron bidrar framöver till att stärka konkurrenskraften ytterligare, inte minst för den tyska exportindustrin. Även den spanska ekonomin växer relativt snabbt, medan Frankrike och speciellt Italien fortsätter att halka efter.

Eurozonen: Positiva överraskningar



Källa: Macrobond, Citibank

Den alltmer kritiska situationen i Grekland innebär dock risker (se fördjupningsruta sid 23). Vårt huvudscenari är fortfarande att en överenskommelse som innebär att den grekiska regeringen tvingas till eftergifter kommer till stånd i sista minuten. Sannolikheten för ett grekiskt utträde ur eurozonen (Grexit) har dock ökat och **de långsiktiga konsekvenserna av att ett land lämnar valutaunionen ska inte underskattas.** För att mildra dessa risker krävs förmodligen ett fördjupat samarbete mellan kvarvarande länder, men i nuläget går integrationsarbetet på tomgång.

Nytt parlamentariskt läge i Storbritannien

Trots svagare tillväxtsiffror under inledningen av 2015 tror vi att den brittiska ekonomin fortsätter att växa en bit över trend. Parlamentsvalet den 7 maj står nu i fokus, men vi tror inte utgången kommer att ha så stor betydelse för den finanspolitiska inriktningen. Oavsett vem som vinner blir finanspolitiken tydligt åtstramande 2016, efter en neutral inriktning i år. **Däremot finns frågetecken när det gäller den generella politiska utvecklingen.** Varken Labour eller Tories lär komma i närheten av de 326 platser som krävs för majoritet. Rege-
ringsbildningen ser därför ut att bli komplicerad och flera nya och oprövade partier kan komma att spela en viktig roll, vilket minskar förutsägbarheten. Detta kan få betydelse i en situation då Storbritannien de närmaste åren måste tydliggöra sina långsiktiga ambitioner när det gäller europapolitiken.

EM-ekonomier sätts på prov av Fedhöjning

Feds kommande räntehöjningar innebär en osäkerhet för tillväxtekonomierna generellt även om motståndskraften skiljer sig kraftigt åt mellan enskilda länder. Ett antal EM-ekonomier väntas dock följa Fed och höja räntorna för att minska risken för omfattande kapitalutflöden och valutförsvagning. Till de svagaste EM-ekonomierna sett ur detta perspektiv hör Brasilien, Sydafrika och Turkiet. Ytterligare ett orosmoln är de senaste årens snabba ökning av privata företags upplåning i USD. Datamaterialet är bristfälligt men i t ex Chile, Turkiet och Tai-

wan har företagets utlandsupplåning stigit snabbt de senaste åren och motsvarar nu mer än 20 procent av BNP. Omfattande valutförsvagningar riskerar att få tydligt negativa effekter då kostnaderna i lokal valuta för att finansiera lånen skulle stiga kraftigt.

I de flesta EM-ekonomier är tillväxten hyfsad om än långsammare än innan den finansiella krisen. Exempelvis väntas BNP-tillväxten accelerera försiktigt 2015 och 2016 i de flesta asiatiska ekonomier. I **Indien** ljusnar tillväxtutsikterna. Den kraftiga inflationsdämpningen och förbättrade statsfinanser gör det möjligt att stimulera ekonomin med mer expansiv penning- och finanspolitik. Regeringspartiet BJP har presenterat en tillväxtpositiv budget även om de riktigt tunga reformerna lyser med sin frånvaro. I **Kina** fortsätter inbromsningen drivet av svag bostadsmarknad. Vi tror inte man riktigt når tillväxtmålet för 2015 på 7,0 procent. Policymakarna visar dock inga större tecken på oro; sannolikt tack vare möjligheterna att stödja ekonomin genom fortsatt uppmjukning av penning- och finanspolitik. En fortsatt gradvis inbromsning till mer hållbara tillväxttakter ökar sannolikheten för en mjuklandning, speciellt om reformarbetet kan fortsätta i hyfsad takt.

Av Bric-länderna uppvisar både Brasilien och Ryssland tydliga problem. I **Brasilien** har ekonomin bromsat in rejält och behovet av omfattande strukturreformer blir allt tydligare. Korruptionsskandalen kring det statliga oljebolaget Petrobras slår ytterligare mot redan svaga investeringar och politisk oreda försvårar reformarbetet. Recessionen i **Ryssland** blir djup 2015. Oljeprisfallet har bidragit till en rejäl rubelförsvagning som i sin tur orsakat snabbt accelererande inflation och växande problem med kapitalutflöden. Rubeln har dock återhämtat sig en del sedan i vintras drivet av en uppgång för oljepriserna samt tecken på att den senaste vapenvilan i östra Ukraina ser ut att hålla. Vårt huvudscenario är också att de ekonomiska sanktionerna från Väst inte eskalerar, bl a beroende på alltmer divergerande positioner inom EU.

Lägre potentiell tillväxt på bred front

Den tröga globala återhämtningen efter krisen har lett till återkommande nedrevideringar av konjunkturutsikterna. En förklaring som fokuserar på ekonomins efterfrågesida är att den låga tillväxten beror på att det är svårt att pressa ned realräntan till en nivå som skapar jämvikt mellan sparande och investeringar. Andra förklaringar bygger på att vi är inne i en fas då demografi och teknikutveckling ger en underliggande svag tillväxt. I senaste World Economic Outlook analyserar IMF den potentiella tillväxten sedan millennieskiftet (se temaartikel sid 31). Slutsatsen är att den potentiella tillväxten i OECD-området sjönk relativt kraftigt i samband med finanskrisen (från 2,3 till 1,4 procent) men att den nu är på väg att återhämta sig något. I EM-länder har den hittills hållits uppe men **vi står nu inför en tydligare inbromsning när potentiell tillväxt växlar ner till något över 5 procent**. Nedgången beror på svagare demografisk utveckling och minskat potential för tekniköverföring (catching up) i takt med att skillnaderna gentemot OECD-området minskar.

Potentiell tillväxt och dess drivkrafter

Årlig procentuell förändring

OECD-länder	2001- 2008-14	2015-20
Totalt	2,3	1,4
Pot. Sysselsättning	0,6	0,3
Kapitalproduktivitet	0,9	0,6
Totalfaktorproduktivitet	0,8	0,5

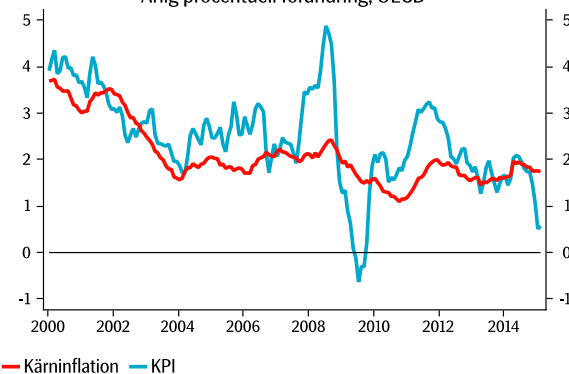
Emerging Markets

Totalt	6,8	6,4	5,3
Pot. Sysselsättning	0,8	0,6	0,3
Kapitalproduktivitet	2,3	2,9	2,1
Totalfaktorproduktivitet	3,7	2,9	2,9

Källa: IMF-beräkningar

Små effekter på kärninflation av oljepriset

Årlig procentuell förändring, OECD



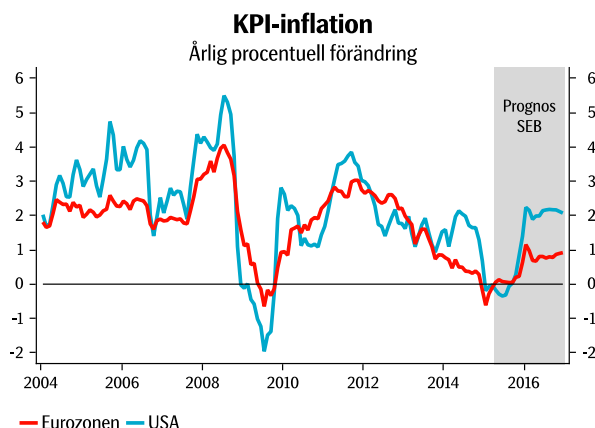
Källa: OECD

Inflationen vid nytt vägskal

Fallande oljepriser dominerar den kort- och medelfristiga inflationsutvecklingen. Sammantaget ligger nu den totala KPI-inflationen i OECD-området på ca ½ procent och vi räknar med att den kommer att fortsätta ned till nollstrecket under tredje kvartalet. Därefter kommer effekterna av lägre oljepriser att börja falla ur 12-månaderstalen, vilket tillsammans med svagt stigande oljepriser gör att headline-inflationen drar sig uppåt. Inflationen kommer att förbli låg de närmaste åren, men riskerna är relativt små för att oljeprisfallet ska starta en bredare deflationsprocess. **Spridningseffekterna till kärninflationen har hittills varit begränsade**, vilket ligger väl i linje med våra kalkyler om ett genomslag på 0,3 till 0,4 procent årligen 2015 och 2016. Inflationsförväntningarna har också vänt uppåt, inte minst i eurozonen där ECB-stimulanser fått effekt. Fortfarande ligger de dock på en nivå som är obekvämt låg för centralbankerna.

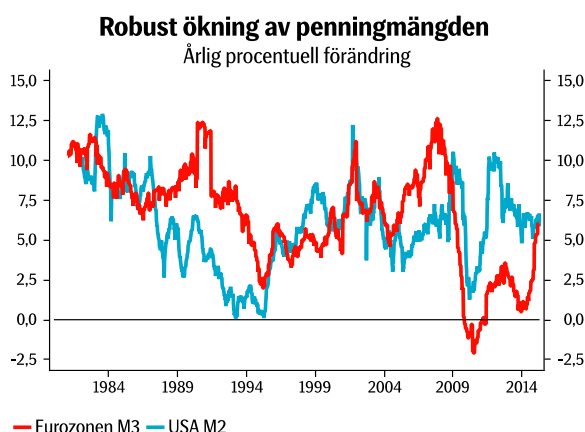
På lite längre sikt kommer löneutvecklingen och penningpolitikens effektivitet att bli avgörande för inflationsutvecklingen. Penningmängden och krediter till hushåll och företag har nu antligen börjar öka i eurozonen samtidigt som penningmängden växer god takt i USA. **Detta tyder på att transmissionsmekanismen fungerar bättre genom att**

centralbankernas stimulanser når ut i ekonomin. Det är en signal om ökad ekonomisk aktivitet vilket leder till stigande resursutnyttjande och därmed högre inflation på lite sikt. Där-
emot står vi fast vid synen att en ökande penningmängd i sig inte har så stor för betydelse för inflationen.



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Arbetslösheten fortsätter att sjunka. I länder som USA, Japan, Tyskland och Storbritannien ligger vi nu inte långt från jämvikt. Ändå är löneökningstakten i OECD-området generellt sett fortfarande låg. Ökad global konkurrens på arbetsmarknaden tycks bidra till att sambandet mellan resursutnyttjande och löneökningar försvagats. I USA finns tecken på att timlönerna tagit fart de senaste månaderna, även om olika lönemått ger en spretig bild av läget. **Både centralbanker och regeringar börjar alltmer se den svaga löneresponsen som ett problem.** Den gör det svårt att uppfylla inflationsmålen samtidigt som hushållens konsumtion hålls tillbaka och klyftorna i samhället ökar.



Källa: Fed, ECB

I flera länder som t ex Japan, Tyskland och Storbritannien försöker beslutsfattare att påverka lönebildningen genom verbala interventioner. I Tyskland har både Bundesbank och ledande politiker deklarerat att högre löneökningar kan bidra till minskande obalanser i eurozonen genom att utjämna skillnader i konkurrenskraft och stimulera tysk import. I Sverige har Riksbanken hittills valt en försiktigare linje och undvikit förmaningar om högre löneavtal. Höjda minimilöner är en annan väg

som prövats i t ex USA, Storbritannien och Tyskland. Amerikanska företag i låglönebranscher som t ex detaljhandeln verkar också benägna att självmant höja sina lägstalöner.

Sammantaget är vår bedömning att löneökningstakten rör sig långsamt uppåt de närmaste åren. Sannolikheten för att fallande löner ska driva ekonomierna in i en deflationsspiral har minskat ytterligare den senaste tiden.

Svår balansakt för Fed

Penningpolitiken fortsätter att driva upp tillgångspriser och skuldstockar till nya rekordnivåer. ECB:s omfattande köp av tillgångar på 60 miljarder euro i månaden – totalt drygt 1 100 miljarder euro om programmet fullföljs – har stabiliserat och höjt inflationsförväntningarna globalt. QE-programmet blev betydligt större än vi räknade med och **har bidragit till en oväntat stor press nedåt på hela avkastningskurvan.** Detta är inte helt problemfritt; negativa effekter på marknadens funktionssätt kan inte uteslutas t ex genom att minusräntorna ökar riskerna för insolvens i pensionsindustrin i t ex Tyskland. ECB kommer ändå av allt att döma att vidhålla behovet av att QE-programmet genomförs fullt ut. Vi tror dock att förbättrade ekonomiska utsikter, Feds kommande höjningar och en stabilisering av situationen i Grekland bidrar till ökade förväntningar om en reducering av köpen ("ECB-tapering").

Centralbankers styrräntor

Procent

	Maj 2015	Dec 2015	Dec 2016
Federal Reserve	0-0,25	0,75	1,50
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	-0,25	-0,40	0,00
Norges Bank	1,25	1,00	1,25

Källa: Centralbanker och SEB

Vår centralbanksprognos innebär att de globala monetära förhållandena blir mer expansiva 2015, trots att Fed väntas inleda sin höjningscykel i höst. Lägre tillväxttakt och låg inflation i flera tillväxtekonominer, t ex Kina och Indien, gör att dessa länders styrräntenivåer fortsätter att konvergera mot västvärldens låga nivåer. Även om flera centralbanker står i tur att inleda försiktiga höjningscykler – Bank of England under våren 2016 och Riksbanken och Norges Bank hösten 2016 – förblir global penningpolitik ultralätt även nästa år.

Feds penningpolitiska överväganden står i naturligt epicentrum för utformningen av andra centralbankers politik och utvecklingen på finansmarknaderna framöver. Kommunikationen under våren antyder att Fed nu är redo att börja höja räntan. Fedledningen har försökt bereda väg för en höjning genom att lägga tyngdpunkten på det stramare resursläget och försökt tona ned de hittills låga löneutfallen. Strategin har varit att avdramatisera tidpunkten för första höjningen och istället signalera mycket försiktiga höjningar framöver, bl a genom att indikera att **en neutral styrränta i dag kan ligga på runt 2,5 procent istället för som tidigare 4-4,5 procent.** Vår prognos om en höjning i september står därför fast, även om låg infla-

tion och svaga konjunkturdata på marginalen har ökat sannolikheten för att det kan dröja lite längre än så. Därefter räknar vi med att styrräntan sakta höjs till en nivå på 1,50 procent i slutet av 2016. Storleken på Feds balansräkning på nuvarande 4 500 miljarder dollar (fem gånger större än före krisen) förändras inte under prognosperioden.

Utvecklingen av de totala finansiella förhållanden – förändringar i växelkurser, långräntor, kreditspreader och tillgångspriser – kommer att ha betydelse för utformningen av Feds och andra centralbankers politik. Fed/USA går en balansgång. Genom att man accepterar en starkare dollar och avstår från "valutakrig" ökar förutsättningarna för en mer balanserad global tillväxt. Samtidigt gör vi bedömningen att den mjuka räntebanan inte pressar upp dollar till så starka nivåer **att protektionism blir en stor fråga i presidentvalskampanjen 2016**. Dollaruppgången av den storlek vi förutser kommer troligen heller inte att skapa alltför stora problem för tillväxt-ekonomier som är starkt beroende av billig dollarfinansiering.

Olika centralbanksdilemman i Norden

Konjunkturkrafterna i de nordiska länderna spretar. Svensk ekonomi fortsätter att vara tudelad. Konsumtion och bostadsbyggande bidrar till en relativt stark tillväxt samtidigt som

industrins återhämtning blir svagare än normalt. Tillväxten i Norge hålls ner av oljesektorn och framöver gör sig spridningseffekter gällande. Efter tidigare bostadskris ökar nu efterfrågan i **dansk ekonomi** både bland hushåll och företag; uppsidesriskerna dominerar när bostadspriserna börjar stiga. **Finland** uppvisar bredbaserade svagheter och indikatorer tyder inte på någon snar vändning, även om en svagare euro och förbättrad konjunktur i eurozonen drar i positiv riktning.

Centralbankerna står inför lite olika typer av utmaningar. **Den danska centralbanken** har varit framgångsrik i försvaret av valutapeggen och spekulationsflödena har minskat. Vi tror dock inte att man har utrymme för någon räntehöjning under 2015. **I Sverige slåss Riksbanken hårt för att återställa förtroendet för inflationsmålet.** Fokus ligger tydligt på att påverka inflationen med hjälp av en svag krona. Efter mellanmötesänkningen i mars hölls reporäntan oförändrad vid april-mötet, men istället utvidgades volymen av tillgångsköp. Riksbankens strategi är att samtidigt använda olika stimulansåtgärder som räntesänkningar och QE samtidigt som man också öppnar upp för valutainterventioner. ECB:s stimulanser sätter Riksbanken under fortsatt press och vi tror att en ytterligare sänkning av reporäntan till -0,40 procent kommer att

Kris för inflationsmålspolitiken?

En alltmer aggressiv penningpolitik som blåser upp tillgångspriser och ger negativa räntor men som samtidigt inte riktigt förmår lyfta konsumtion och investeringar ger bränsle till diskussionen om inflationsmålets lämplighet. Den internationella debatten har blossat upp då och då det senaste decenniet utan att resultera i några påtagliga förändringar. Men man kan notera att det nu blåser lite nya vindar när det gäller några viktiga frågeställningar kring inflationsmålspolitiken:

Hur farlig är egentligen KPI-deflation? Att ett generellt prisfall skulle leda till att konsumtion och investeringar senareläggs och därmed leder till fördjupad recession är ett motiv för dagens aggressiva penningpolitik. Men detta är inte självklart. Studier från t ex BIS visar att det historiska sambandet mellan deflation och tillväxt historiskt sett varit svagt med undantag av depressionen på 1930-talet. Om de disinflationistiska krafterna därtill är utbudsdrivna och kan bidra till ökad köpkraft för hushållen utan att pressa företagens vinster är det än mer osannolikt att de ska ha en förlamande effekt på efterfrågan.

Ger inflationsmålen stabilitet och förutsägbarhet? Inflationsmålet brukar kallas intermediärt och dess yttersta syfte är att skapa stabila långsiktiga förutsättningar för ekonomiska aktörer. En viktig del av detta är att undvika att en hög och varierande inflation skapar godtyckliga förmögenhetsomfördelningar. Men om de ekonomisk-politiska metoderna för att hålla KPI-inflationen nära målet i sig skapar stor finansiell volatilitet, t ex genom att bidra till stora omfördelningar av förmögenhet, har ett grundläggande syfte gått förlorat. Att växande förmögenhetsklyftor därtill hämmar konsumtionen och minskar penningpolitikens verkningsgrad accentuerar ytterligare detta dilemma.

Är inflationsmålen för högt satta? Ibland hävdas att inflationsmålen borde sänkas därför att det är för svårt att nå 2 procent i en värld med globalisering och robotisering. Teoretiskt finns dock inga argument för att det på lång sikt skulle vara lättare att stabilisera inflationen på en lägre nivå. Tvärtom förespråkade IMF:s chefekonom Blanchard för några år sedan att målen istället borde höjas till 4 procent. Syftet var att skapa större penningpolitiskt manöverutrymme i lågkonjunkturer genom att minska problemen med nollrestriktionen för räntorna. Det återstår att se i vilken grad pågående experiment med negativa räntor påverkar just den analysen och slutsatsen.

Sammantaget verkar debatten röra sig i en riktning där inflationsmålspolitikens avigsidor i högre grad betonas. Det gäller framför allt en tillämpning där relativt små inflationsavvikelse ska åtgärdas oavsett vilka krafter som ligger bakom. Det är möjligt att vi de närmaste åren kommer att få se en rörelse mot en mer uppmjukad tolkning av inflationsmålen, **t ex genom att idén om att luta sig mot vinden och undvika excesser i tillgångspriser får en renässans.** En viktig fråga i detta sammanhang är hur väl den nya makrotillsynspolitik kommer att kunna samverka och komplettera inflationsmålspolitiken.

Någon mer genomgripande förändring av det penningpolitiska ramverket lär knappast ske under överskådlig tid. I nuläget finns inget tydligt alternativ; vare sig i den praktiska som teoretiska debatten kan man utkristallisera någon konsensus. Inflationsmålen är också grunden för centralbankers oberoende och legala ändringar kring detta är både känsliga och komplicerade. **Förmodligen krävs det en ny djup ekonomisk kris för att en förändring ska komma till stånd.**

genomföras; mest sannolikt i juli. Højningar blir aktuella först andra halvåret 2016. Stigande bostadspriser i kombination med **stora svårigheter att implementera åtstramningar inom makrotillsynen innebär ökade risker i ekonomin.**

Norges Bank har också ambitionen att undvika en starkare valuta. Fokus ligger dock snarare på att undvika en försämrad konkurrenskraft som skulle kunna förstärka de negativa efterfrågeeffekterna av oljeprisfallet. Vi tror att dämpningen är tillräckligt kraftig för att en räntesänkning ska genomföras den närmaste tiden. Marknadens förväntningar på nära 2 sänkningar ter sig dock aggressiva givet det relativt höga resursutnyttjandet i ekonomin. I december 2016 höjs räntan åter till 1,25 procent.

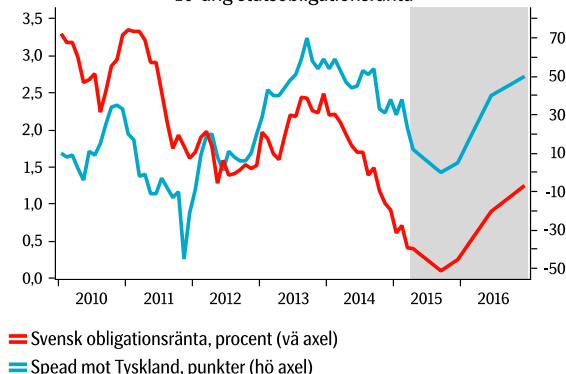
Obligationsräntorna har inte bottnat

Den expansiva globala penningpolitiken gör att långa obligationsräntor ligger kvar på historiskt låga nivåer under hela prognosperioden. I de ekonomier där penningpolitiken fortsätter att röra sig i expansiv riktning (t ex eurozonen, Norge och Sverige) har obligationsräntorna sannolikt inte bottnat. I USA talar försiktiga räntehøjningar för att uppgången blir måttlig i jämförelse med tidigare højningscykler. Jakt på avkastning i en värld där många centralbanker fortsätter att lätta på penningpolitiken bidrar till att hålla tillbaka uppgången även i USA. På kort sikt kan svaga konjunktursignaler leda till ökad osäkerhet om Feds räntehøjningar, vilket skulle pressa ned långräntorna ytterligare något innan en uppgång påbörjas. I slutet av 2016 ligger räntan på en 10-årig statsobligation i USA på 2,70 procent.

ECB:s QE-program har haft stor påverkan på både räntenivåer och spreadar. Negativa räntenivåer har spridit sig till allt fler länder och allt längre ut på avkastningskurvan. Det har väckt frågan om ECB på grund av materialbrist kommer att tvingas dra ned på takten i köpen. Vi tror dock att det är för tidigt för ECB att signalera ett behov av en mindre expansiv penningpolitik. **QE-programmet fortsätter därför att pressa ned de tyska obligationsräntorna det närmaste halvåret.** På lite längre sikt kommer förväntningar om bantade tillgångsköp och stigande inflationsförväntningar att bidra till högre långräntor även i eurozonen. I slutet av 2016 ligger 10-årsräntan i Tyskland på 0,75 procent. Politiska risker, främst oro för ett grekiskt utträde ur eurozonen, kan tidvis komma att påverka marknaden genom ett ökat intresse för tyska statsobligationer och skapa större räntespreadar i periferin.

I Sverige räknar vi med en ytterligare räntesänkning till -0,40 procent i sommar, samtidigt som även Riksbanken fortsätter att köpa statsobligationer fram till åtminstone början av hösten. **Det talar för att räntespreaden mot Tyskland kan minska ytterligare något ned mot noll.** Räntespreaden vidgas därefter åter i takt med att marknaden börjar diskontera tidigare räntehøjningar i Sverige än i eurozonen. I slutet av prognoshorisonten handlas svenska 10-årsräntor 50 punkter över motsvarande tyska. Det ger en 10-årsränta på 1,25 procent i december 2016.

Svensk räntedifferens kan krympa ytterligare



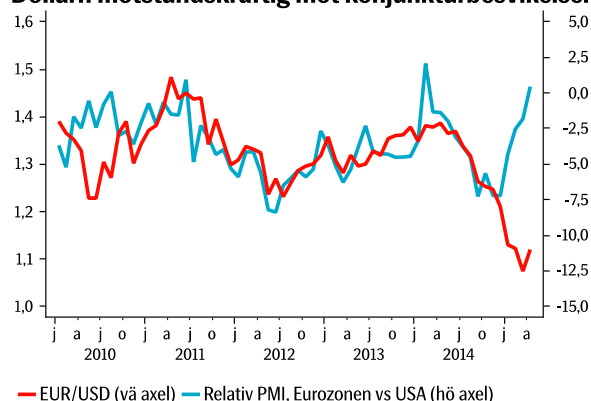
Källa: Macrobond, SEB

Även i Norge ser vi utrymme för en minskad spread mot Tyskland, till följd av bl a gynnsamma utbudsfaktorer och utsikter till en starkare norsk krone på sikt. Vi tror att räntespreaden mot Tyskland ligger på 85 räntepunkter i december 2016, motsvarande en 10-årig statsobligationsränta på 1,60 procent.

Dollaruppgången tar ny fart

Växelverkan mellan penningpolitik och valutautveckling blir allt viktigare; centralbankernas penningpolitik styr i hög grad växelkurserna samtidigt som man själva också är beroende av responsen på valutamarknaden. Detta är inte minst tydligt när det gäller utvecklingen av EUR/USD. Efter en kraftfull försvagning av euron i början på året har EUR/USD stabiliserats runt 1,10 den senaste månaden. Det har sammanfallit med tecken på en lite svagare ekonomisk utveckling i USA, vilket bidragit till att förväntningarna på fedhöjningar skjutits på framtiden. Samtidigt finns tecken på att aktiedrivna valutaflöden har gynnat euron den senaste tiden.

Dollarn motståndskraftig mot konjunkturbesvikelser



Källa: Macrobond

Vår bedömning är dock att EUR/USD kommer att fortsätta nedåt. Att rörelsen tillfälligt stannar av är inte konstigt; rekyler brukar regelmässigt komma när en växelkurs justeras med så mycket som 25 procent på kort tid. Som grafen ovan visar har också dollarn visat sig motståndskraftig mot konjunkturbesvikelser. Många år med extremt låga USA-räntor har drivit fram en omfattande finansiering i dollar av aktörer utanför USA. Sådan finansiering är i dagsläget inte alls lika attraktiv när

amerikanska räntor ligger klart högre än t ex de tyska. **Det kan leda till omstruktureringar som bidrar dollarförstärkning.** När Fed börjar verkställa höjningarna tror vi att EUR/USD rör sig ned mot en nivå på 0,95 i slutet av 2015. Vår bedömning av långsiktig jämvikt ligger dock en bra bit över paritet och vi tror att kursen så sakta drar sig i den riktningen under 2016 när konjunkturen i eurozonen fortsätter att förbättras.

Att Bank of England blir en av de första centralbankerna att haka på Feds räntehöjningar talar för att pundet kommer att stärkas ytterligare mot euron. Pundet kan inte riktigt följa med dollarn uppåt, men **vi räknar med att EUR/GBP kan handlas ned mot 0,66 i slutet av 2015** innan vi ser en stabilisering. Trots en påtaglig förstärkning mot euron är vår bedömning att pundet handlar ganska nära sin långsiktiga jämviktskurs i handelsviktade termer.

Den svenska **kronan** har fått en central roll när Riksbanken nu försöker återskapa förtroendet för inflationsmålet. Förändringen har gått snabbt; så sent som för ett år sedan var kronkursen av underordnad betydelse men **numera tycks den vara det främsta verktyget för att få upp inflationsförväntningarna.** De senaste årens räntesänkningar till negativ ränta och obligationsköp har framgångsrikt försvagat kronan mot ett flertal valutor, inklusive en fallande euro. I dagsläget är marknaden underviktad i kronor och Riksbanken måste troligen fortsätta att signalera betydande mjukhet för att motverka en kronförstärkning. På längre sikt kan dock Riksbanken knappast hålla jämna steg med ECB när det gäller stimulanser. Även om Riksbanken kan motverka en kronförstärkning den närmaste tiden räknar vi med att kronan stärks mot en euron under andra halvåret 2015. Vid årsskiftet handlar EUR/SEK på 8,95. Mot dollarn får vi däremot se en markant försvagning och USD/SEK rör sig upp över 9,40 i slutet på 2015.

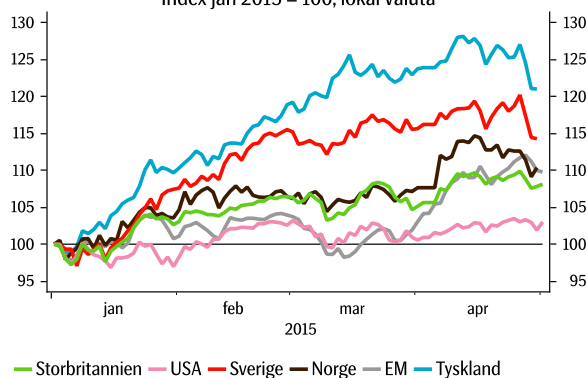
Även den norska centralbanken försöker motverka en förstärkning av valutan. Negativa effekter av oljeprisfallet bidrar till att centralbanken, till skillnad från situationen i Sverige, är fokuserad **på valutans betydelse för tillväxt och konkurrenskraft snarare än inflationsförväntningar.** Vi räknar med ytterligare en räntesänkning den närmaste tiden, vilket håller den norska kronen svag i närtid. Med ett oljepris som närmar sig 70 dollar per fat under hösten minskar dock pressen på norsk ekonomi och centralbanken kan sänka garden. Det bör ge utrymme för viss kronförstärkning under hösten och vid slutet på året räknar vi med att EUR/NOK handlar på 8,25.

Börserna har ytterligare potential

Börserna har fortsatt upp hittills i år, särskilt på de marknader som fått draghjälp av en svagare valuta. Världsindex (MSCI World) har endast stigit med 5 procent **medan Nordenbörser sammantaget stigit med 24 procent och Stockholmsbörserna med 17 procent.** Europeiska börser har gynnats av både ECB-stimulanser och svagare euro medan dollarstyrka hållit tillbaka USA-börserna. Svängningar i oljepriset har påverkat utvecklingen i delar av EM, samt i Oslo. Omräknat till gemensam valuta (USD) blir skillnaderna betydligt mindre. Uppgången i Sverige är då t ex bara några procentenheter större än USA.

Stora skillnader i börsutveckling hittills i år

Index jan 2015 = 100, lokal valuta



Källa: Macrobond

Fortsatta centralbanksstimulanser i Europa, Japan och Kina i kombination med en försiktigt positiv makrosyn ger stöd för aktiemarknaden globalt. Feds räntehöjningar utgör en risk. **Men så länge höjningarna är motiverade av en förbättrad ekonomi ser vi inte detta som något stort hot mot börserna.** Att det är i Europa som konjunkturprognoserna nu framför allt skrivs upp, samtidigt som ECB lättar på penningpolitiken, fortsätter gynna europeiska börser relativt USA. EM-börser gynnas av en tilltagande världshandel i spåren av stark USA-ekonomi. Asien får stöd av bland annat penningpolitiska lättnader i Kina, medan utsikterna är sämre för länder med stora bytesbalansunderskott och/eller råvaruberoende som i Latinamerika, Turkiet och Ryssland.

Även i Norden ser vi utsikter för en fortsatt uppgång. Vi räknar med att vinsterna i de nordiska börsföretagen stiger med ca 14 procent i år jämfört med från 6 procent 2014. För 2016 räknar vi med ca 11 procent årlig vinsttillväxt i genomsnitt, en relativt försiktig prognos eftersom det gap gentemot tidigare trend som skapades under åren 2011-2013 inte sluts. I nuläget är nordiska aktier, liksom i omvärlden, relativt högt värderade. **Att börserna har drivits mer av låga räntor snarare än förväntade vinster har bidragit till stigande värdering.** Idag handlas nordiska aktier till ett p/e-tal på 17 och svenska aktier på 18 (beräknade på 12-månaders framåtblickande vinstestimat), vilket är ungefär 35 procent högre än genomsnittet de senaste tio åren.

Under normala förhållanden skulle detta uppfattats som en hög värdering, men givet ett fortsatt lågt ränteläge går det att argumentera för ännu högre kurser. Det låga ränteläget innebär att framtida vinster som diskonteras till nuvärde ska värderas högre och avkastningskravet på aktier sänks. Avkastningskravet består av dels den "riskfria" alternativavkastningen dels riskpremien för aktier. Vi har t ex tidigare i år sänkt bedömningen av riskfria räntan för de kommande 10 åren till i genomsnitt 2,5 procent. Med en bibehållen riskpremie på 4 procent ger detta ett avkastningskrav på 6,5 procent, vilket är 2 procentenheter lägre än den bedömning som gjordes för några år sedan. Detta talar för att aktier kommer att handlas till högre p/e-tal framöver.

Tema: Centralbankspolitik & risktagande

- **Monetär expansion fortsätter liksom stark tillväxt i globala tillgångspriser och skulder**
- **Finansiell och ekonomisk cykel går i ökad otakt – både minskade och ökade risker**
- **Världens beroende av centralbankspolitik kvarstår för lång tid framöver**

Trots Fedhöjningar väntas global penningpolitik, med hjälp av ECB och Bank of Japan och flera tillväxtekonomier, röra sig i en mer **expansiv riktning 2015-2016**. Nollräntor, i vissa fall t o m minusränta, fortsätter att karaktärisera centralbanksmiljön.

Sedan 2007 har världens centralbanker trefaldigat storleken på sina balansräkningar till 22 000 miljarder dollar (dec 2014). Ökningen är jämnt fördelad mellan utvecklade- och tillväxtekonomier; medan västvärlden koncentrerat värdepappersköpen till främst *inhemska tillgångar* har tillväxtländer köpt *utländska tillgångar*, bl a amerikanska, japanska och europeiska papper. Japan väntas höja takten i obligationsköpen till ca 830 miljarder dollar per år och ECB:s QE-program omfattar nu 1 230 miljarder dollar. Tyska Bundesbanks köp överstiger det förväntade nettoutbudet av tyska statsobligationer.

Världens tillgångar och skulder växer snabbt, snabbare än den underliggande ekonomin. Centralbankerna har huvudrollen i det som sker. Såväl privat som offentlig skuld ligger på rekordnivåer; skuldsaneringen efter Lehman (2008) ses av många, t ex IMF och BIS, som otillräcklig. Växande skuldstockar, som i flera fall delvis landar på centralbankers balansräkningar, ger dock stöd till ekonomisk tillväxt men ökar sårbarheten för nya tillväxtbakslag och stigande räntor. Därtill ökar sannolikheten att olika typer av **risker felprissätts p g a centralbankernas agerande**.

Ekonomisk och finansiell cykel i ökad otakt

Centralbankernas omfattande tillgångsköp syftar till att pressa ned riskpremier och öka risktagandet i privat sektor, framkalla portföljomallokeringar och förstärka förväntningar på stigande inflation och fortsatt låga räntor (d v s sänkta realräntor). Målet är att visa att kampen för att bevara inflationsmålets trovärdighet prioriteras och att det ska ge tillväxt, jobb och inflation.

Finansiella cykeln, d v s förändringar/krafter i kreditillväxt och olika tillgångspriser, har de senaste 40-50 åren visat växande amplitud. Cykelns variationer har spelat roll för den makroekonomiska utvecklingen. Den senaste toppen var framdriven av bl a låga räntor, kraftig kreditexpansion och finansiell kreativitet (subprime), minskad riskaversion, skapandet av euron och underskattning av globaliseringens inverkan på såväl finansiell (t ex överskott av asiatiskt sparkapital) som realekonomisk (lägre inflation) global utveckling. Likheter finns därmed med da-

gens situation. Även om myndigheter tagit flera och nya steg inom mikro- och makrotillsynsområdet finns fortfarande osäkerhet kring åtgärdernas effektivitet och därmed möjligheten att "tämja" den finansiella cykelns krafter.

Finansiell cykel och ekonomisk cykel glider isär



Den **ekonomiska cykeln** är på väg uppåt men går besvärande långsamt. Tillväxten hämmas fortfarande av överskott av produktionskapacitet globalt (utbudseffekter) och av svag efterfrågan konjunkturellt och strukturellt. Risker är stora att de strukturella krafterna är betydande, vilket skulle minska penningpolitikens verkningsgrad och öka sannolikheten för nya problem.

Avtagande eller svaga direkta effekter på tillväxt och inflation från penningpolitiken av t ex strukturella skäl riskerar att öka divergensen mellan finansiell och ekonomisk cykel. Den finansiella cykeln är emellertid ofta betydligt längre än sin ekonomiska motsvarighet. Därmed kan den finansiella expansionen som ägt rum sedan några år tillbaka fortfarande ses som tämligen kortvarig. Det hindrar likväl inte att problem kan växa, t ex när det gäller överdrivet **risktagande** och nya finansiella obalanser samt ökad **ekonomisk ojämlikhet mellan hushåll**.

Ser vi överdrivet risktagande?

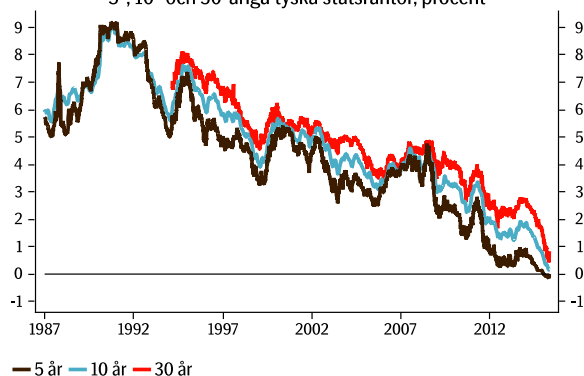
Frågan om centralbanker överstimulerar den finansiella cykeln och risktagandet är befogad. Finansmarknaden står i starkt beroendeförhållande till balansräkningspolitiken. **Riskpremier är nedpressade**. Ju längre tid med lågräntemiljö och tillgångsköp, desto mer invaggas ekonomins aktörer i tron på extremt låga finansieringskostnader, hög stabilitet tack vare centralbankernas växande "skyddsnät" och positiva tillgångsprisutveckling.

Det finns faktorer som kan motivera dagens till synes uppskruvade finansiella priser men spänningarna växer framöver om inte konjunkturen stärks. Den globala börsen (MSCI) har stigit 25 procent över tidigare toppnivå (2007). Börsuppgången drivs av jakt på avkastning i nuvarande lågräntemiljö och stor tillgång på nya centralbankspengar; ökningen i monetär bas motsvarar 20 procent av det globala börsvärdet. Likväl får dagens **börsvärdering stöd av lågräntemiljö** (diskonteringsseffekt), lägre **oljepris** och även förbättrad **global tillväxt** som ökar från 3,4 procent 2014 till 3,9 procent 2016.

Prissättningen på obligationsmarknaden drivs av centralbankernas styrräntor och förväntningar om framtiden (se temaaartikel i *Nordic Outlook Augusti 2013* om långräntans "byggstenar och färdriktning"). Den europeiska räntemarknaden visar tecken på **materialbrist p g a ECB:s omfattande köp av statsobligationer** som driver fram minusräntor även på längre löptider. En 30-årig tysk statsränta ligger i dag under 1 procent. Om ECB lyckas att nå sitt inflationsmål på strax under 2 procent accepterar en investerare idag mer än 1 procent i negativ real avkastning. Även om ECB i dagsläget visar **få tecken på oro för marknadens funktionssätt** väntas diskussionen om att bromsa obligationsköpen att öka i takt med att t ex den tyska avkastningskurvan får allt fler minusräntor. Räntebotten är inte nådd.

30-årig trend med fallande långräntor

5-, 10- och 30-åriga tyska statsräntor, procent

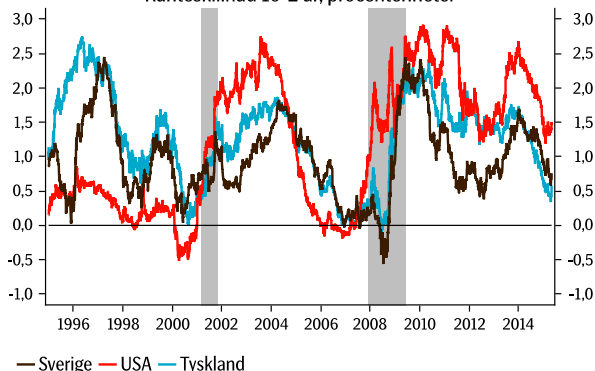


Källa: Macrobond

Pensionsbolag möter allt större utmaningar, framför allt i länder där systemen är uppbyggda kring mycket långfristiga skulder som ställs mot mer kortfristiga tillgångar och där den utlovade avkastningen till ägarna är fastlagd eller garanterad. Internationella organisationer som Standard & Poor's, Moody's och EIOPA flaggar alla för att flera euroländer, däribland Tyskland, är exponerade för utmaningen med långvarigt låga eller negativa räntor. Det kan nödvändiggöra omskrivningar av regelverk och policies, och framtvinga mer tillgångsspridning, för att **undvika solvensproblem**.

Allt flackare avkastningskurvor

Ränteskillnad 10-2 år, procentenheter



Källa: Macrobond

Risken i det globala banksystemet bedöms dock som lägre. Under krisåren har banker tvingats anpassa affärsmodeller till nya, och förväntade, regelverk/krav. Myndigheter har samtidigt genomfört omfattande stresstester. Lågräntemiljön medverkar också till förbättrade förutsättningar att underhålla höga och växande skulder, både privata och offentliga, vilket reducerar kreditrisken i ekonomin. Potentiella problem är i dag en gradvis sämre lönsamhet i banksystemet p g a det låga ränteläget och tillkomsten av en kreditmarknaden utanför det reglerade systemet. Exakt hur dessa risker ser ut och förändras är oklart vilket är en källa till oro för tillsynsmyndigheterna.

Låga räntor och ökad tillgång till krediter har medverkat till stigande **bostadspriser**. Bedömningen är även här att t ex USA, Storbritannien, Spanien och Danmark – länder som gått igenom en betydande priskorrigerings – ännu är **långt ifrån nivåer som indikerar överdrivet risktagande**. För länder utan tidigare prisfall, t ex Norge och Sverige, är risknivåerna av lågräntepolitiken betydligt högre.

Men påtagligt ökad ojämlikhet ...

De realekonomiska spridningseffekterna av centralbankspolitik har **hämmats av att förmögenhetseffekterna** är ojämnt fördelade. De senaste årens förda ekonomiska politik har haft en inriktning som ökat den ekonomiska ojämlikheten mellan hushåll. Åtstramningspolitiken har skapat förhöjd arbetslöshet medan centralbankers penningpolitik bl a syftat till att höja tillgångspriser vilket gynnat hushåll med ofta en redan god ekonomisk ställning. Detta har givit kraft till en diskussion om omfördelningspolitik, en frågeställning som vi har analyserat och återkommit till i *Nordic Outlook* de senaste åren.

Förhoppningen är fortfarande att stigande tillgångspriser i slutänden ger högre tillväxt och sysselsättning som påverkar hela samhället och inte minst hushåll med sämre ekonomisk ställning. Risken är dock påtaglig att en utdragen period med låg tillväxt, och centralbanker som eldar på tillgångspriser, ökar sociala och politiska spänningar framöver.

Centralbanksberoendet kvarstår - länge

Världen måste vara inställd på **högre volatilitet framöver av flera skäl**. Ekonomiska, finansiella eller politiska risker är lika stora i dag som före krisen. Riskbilden av det finansiella systemet har samtidigt blivit svårare att överblicka p g a att risker flyttas inom och utanför det finansiella systemet och mellan länder/regioner. Det finansiella systemet har sannolikt därtill i dag sämre riskabsorptionsförmåga p g a regleringar som begränsar market-making-funktionen. Ökad volatilitet kan bli smärtsam för flera ekonomiska aktörer vilket kan framtvinga nya centralbanksåtgärder. Därtill finns en stark förväntan om att centralbankerna kommer att agera i händelse av förnyad osäkerhet och risk för tillgångsprisfall och växande tecken på bristande marknadslikviditet. Såväl denna förväntningsbild som marknadsbeteenden kan leda till problem längre fram.

Tema: Nya förutsättningar på oljemarknaden

- **Råoljepriset mot ny jämvikt på 70 USD/fat**
- **Lageruppbbyggnad och iransk överenskommelse ger nedåtrisk**
- **Kostnadspress i USA ger lägre break-even**

Vi står fast vid bedömningen att råoljepriset når 70 USD/fat (Brent) mot slutet av 2015 och sedan ligga kvar på den nivån under 2016. Vi har tidigare diskuterat de underliggande förändringarna i utbud och efterfrågan som bidragit till att jämviktsnivån sjunkit kraftigt. Oljekartellen OPEC, med Saudiarabien som huvudaktör, visar i nuläget inga tecken på att vilja minska utbudet vilket bekräftar tesen att underliggande utbuds- och efterfrågeförhållanden ändrats. OPEC vill istället troligen förhindra att priset rekylar upp till en så hög nivå att tillväxten i den amerikanska utvinningen tar ny fart. På det sättet vill man undvika ett scenario där priset åter faller tillbaka med slutresultatet att OPEC förlorat marknadsandelar utan att långsiktigt kunna hålla uppe priset. Nedan gör vi en genomgång av några viktiga faktorer som påverkar oljemarknaden och vår analys av riskbilden.

Instabiliteten i Mellanöstern och Nordafrika kommer troligen att bestå vilket bidrar till att dämpa oljeprisfallet. Islamiska statens (IS) härjningar verkar visserligen inte hämma den löpande oljeproduktionen i så stor utsträckning men investeringar i nya produktionsanläggningar blockeras, speciellt i norra Irak. Eskaleringen av konflikten i Jemen har betydelse främst genom ökad osäkerhet avseende transporter igenom Bab-el-Mandebundet där 3 miljoner fat per dag passerar in i Röda havet och till Medelhavet och Västeuropa.

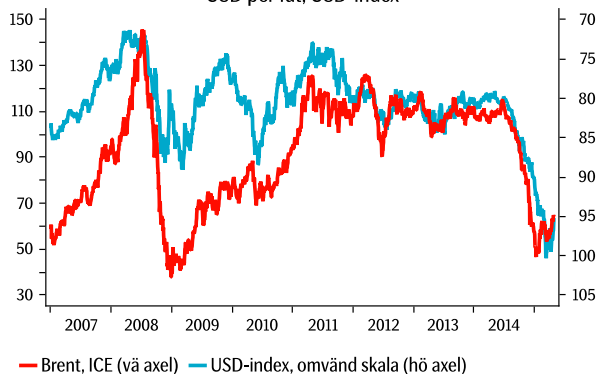
Utgången av Irans förhandlingar inom kärnenergiområdet bidrar till att skapa osäkerhet när det gäller balans- och prissituationen på oljemarknaden. För närvarande utgör 30 juni deadline för en slutuppgörelse efter de steg som togs i början på april. Om avtalet går igenom innebär det ett ökat oljeutbud motsvarande 0,7-1,0 miljoner fat/dag vilket skulle ge en pris-effekt på 5-15 USD/fat enligt bedömningar från amerikanska energidepartementet. Ett avtal för Iran skulle därtill bidra till större stabilitet i Irak och därmed ytterligare potential för ökad oljeproduktion som pressar priserna.

USA:s oljeproduktion uppgår nu till drygt 9 miljoner fat per dag. Priset på råolja på WTI-marknaden föll från i genomsnitt 100 USD/fat första kvartalet 2014 till 48 USD/fat första kvartalet 2015. Detta prisfall var tillräckligt stort för att den amerikanska råoljeproduktionen skulle plana ut efter den tidigare snabba expansionen, drivet av en kraftigt minskad borrhänsaktivitet. Det finns en rad olika beräkningar på totalkostnaden för produktion av skifferolja i USA. Vår slutsats utifrån dessa är att 60 USD/fat verkar ha varit en rimlig nivå

2014. Men prisfallet på råolja har initierat en intensiv kostnadsjakt. Hyran för borrhäns har t ex fallit med 30 procent och olika förmåner för personalen i branschen har snabbt skurits ned. Samtidigt har produktiviteten i anläggningarna ökat snabbt. Vår bedömning är därför att den kritiska nivån för WTI-priset där produktionen kan börja öka igen fallit till runt 60 USD/fat, vilket stöds av att många stora bolag verkar tycka att avkastningen på investeringar i USA är bättre än på andra håll. Slutsatsen är att ökad produktion i USA framöver återigen kan bidra till prispress nedåt på världsmarknaden.

Övrig produktion av råolja (exkl OPEC och USA) ligger nu på 45 miljoner fat/dag. Utan nyinvesteringar beräknas denna kapacitet minska med ungefär 5 procent per år. Nyinvesteringar de senaste åren har förhindrat en sådan nedgång men nu minskar investeringsaktiviteten kraftigt som en följd av lägre råoljepriser och krisen i Ryssland. Därmed finns en tydlig risk för att produktionen från dessa länder kommer att minska de närmaste 5 åren.

Fortsatt starkt samband mellan dollar och olja
USD per fat, USD-index



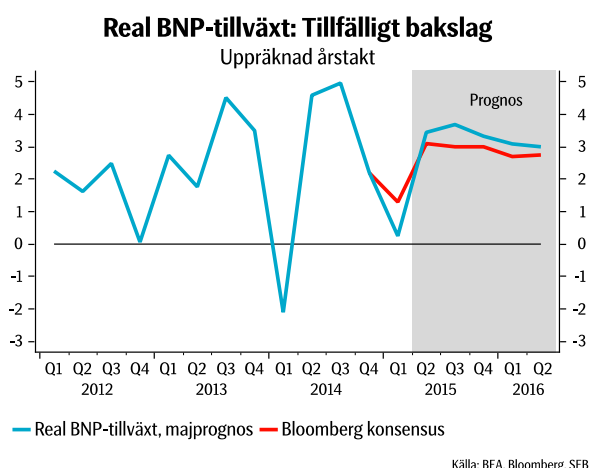
Källor: ICE, MB

Totalt sett beräknar vi att **en balans mellan utbud och efterfrågan på oljemarknaden skulle kräva att OPEC producerar 29,5 miljoner fat per dag 2015**, vilket är något lägre än organisationens formellt aviserade tak på 30 miljoner fat. Enligt senast tillgängliga statistik (data för mars) ligger dock produktionsnivån på 31 miljoner fat. Detta innebär att vi just nu har en global överproduktion av olja som leder till en lageruppbbyggnad. Frågan är hur denna obalans kommer att lösas upp. Förra året ökade efterfrågan med mycket blygsamma 0,7 procent och för i år ligger prognoserna på en försiktig uppgång på drygt en procent. Möjligen leder det låga priset till en snabbare uppgång av efterfrågan men historiskt har sådana anpassningar varit ganska långsamma. Sammantaget gör vi bedömningen att den pågående lageruppbbyggnaden i kombination med möjligheterna till islossning i Iranförhandlingarna innebär att **risken i oljeprisprognosen på kort och medellång sikt ligger på nedsidan**.

Tillväxtsvackan blir tillfällig i år igen

- **Starkare konsumtionstillväxt att vänta**
- **Förutsättningar för starkare investeringar**
- **Dollarstyrka dämpar exporten**
- **Fed höjer i september**

Liksom i fjol har amerikansk ekonomi tappat fart betänkligt under inledningen av året. Att indikatorer som förtroendet inom tjänste- och byggsektorn samt bilförsäljningen visat styrka på sistone talar dock för att svackan blir tillfällig. Därmed stärks vår bild att bistert vinterväder och de numera avklarade hamnkonflikterna på västkusten starkt bidrog till avmattningen. Väderfaktorn kan också förklara varför hushållen dragit ned konsumtionen och därmed ökat sparandet rejält sedan årsskiftet. Sett sedan 1985 har dessutom det första kvartalet genomgående varit tillväxtmässigt klart svagast. Framöver blir dock konsumtionen ett allt starkare draglok och bidrar till goda tillväxttal. **BNP-tillväxten blir 2,7 procent i år respektive 3,2 procent 2016.** Den prognosen är förenlig med robust sysselsättningstillväxt och fallande arbetslöshet – **arbetslösheten blir 5,1 procent i slutet av 2015 respektive 4,5 procent i slutet av 2016.** Därmed ligger också snabbare timlönökningar i korten.



Dollarapprecieringen dämpar såväl export som inflation. Att dollarn stärkts med omkring 15 procent i handelsviktade termer sedan mitten av i fjol beräknas dämpa BNP-tillväxten med drygt ½ procentenhet i år. Å andra sidan ger oljeprisfallet en stimulans av motsvarande storlek; USA är fortfarande en stor nettoimportör av petroleumprodukter. Avseende inflationen drar däremot växelkurs och olja åt samma håll och vi förutspår **låg inflation på 0,1 procent i år respektive 2,1**

procent 2016. Dollarstyrkan bidrar till att Fed går försiktigt fram med räntehöjningar; den första höjningen kommer först i september enligt våra prognoser. **I slutet av 2016 står styrräntan i 1,50 procent.** Den reala styrräntan hamnar därmed nära noll – penningpolitiken blir fortsatt expansiv några år till trots det strama resursläget på arbetsmarknaden. Ändå är vår prognos mer aggressiv än rådande marknadsprissättning som indikerar en styrränta på 1 procent i december 2016.

Hushållens konsumtion växlar upp

Hushållens konsumtion har varit oväntat svag de senaste månaderna, trots att **stark inkomstillväxt följt den robusta arbetsmarknaden i spåren.** Tvärtemot våra tidigare prognoser har sparkvoten stigit brant sedan årsskiftet trots att stigande förmögenhet talar för ett lägre hushållssparande. Eftersom konsumentförtroendet ligger kvar på robusta nivåer kan det stränga vintervädret i delar av USA förklara konsumtionssvackan. I takt med att våren kommer ligger en uppstuds i korten. Inflationsfallet hittills under 2015 ökar dessutom köpkraften när lägre bensinpriser ökar konsumtionsutrymmet för andra varor. Samtidigt är hushållens balansräkningar i förhållandevis gott skick och utlåningen pekar uppåt. Mätt som årsgenomsnitt **växer hushållens konsumtion med 3,1 procent i år respektive 2,8 procent 2016.**

Vädret sätter käppar i tillväxthjulen igen

USA har haft extremväder också den här vintern. Enligt National Climatic Data Center uppmättes de kallaste temperaturerna någonsin i de nordöstra delarna av USA. Givet att 20 procent av befolkningen bor här har detta slagit mot såväl konsumtion som produktion. Att det samtidigt noterades rekordvärme på västkusten betyder att nationella temperaturgenomsnitt effektivt döljer väderdramatiken. Värmen på västkusten kan också få realekonomiska effekter: framför allt Kalifornien har haft torka de senaste åren och vattenrestriktioner införts. De senaste årens vinterkyla föregicks samtidigt av nära rekordvärme vintern 2012. Det är därför för tidigt att säga att de senaste vintrarnas extremväder är det nya normala.

När nu det stora bostadsutbudet har betatts av finns skäl till byggoptimism. Antalet nya hushåll ökar snabbt och bostadsräntorna är låga. Utsikterna för byggandet var också ovanligt uppskruvade i senaste Beige Book. Påbörjade nybyggnationer når nivån 1,3 miljoner i slutet av 2016 enligt vår prognos, att jämföra med 926 000 i dag. Därmed ger bostadsinvesteringarna hyfsade bidrag till BNP kommande år.

Huspriserna enligt Case-Shiller, som fortfarande ligger tydligt under 2006 års toppnivåer, **stiger med 6 procent i år respektive 4 procent 2016**.

Goda förutsättningar för investeringar

Det branta oljeprisfallet sedan i fjol fortsätter att pressa investeringarna i olja- och gasutvinning – en verksamhet som motsvarar omkring 1 procent av BNP. **Antalet aktiva borrstationer i USA faller med närmare 50 procent i årstakt**. Sammantaget ger dock oljeprisfallet positiva nettoeffekter, bl a via starkare hushållskonsumtion, eftersom USA fortfarande är en stor nettoimportör av petroleumprodukter.

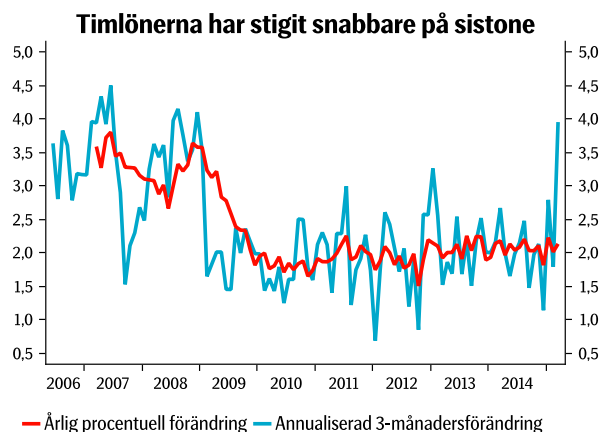
Utanför oljesektorn är förutsättningarna goda för snabbare investeringstillväxt – sett utifrån hur företagen värderas är också ökade investeringar det rationella beslutet. När Tobins Q (kvoten mellan total aktiestock och återanskaffningsvärdet på kapitalet) är så uppskruvat som idag innebär det att marknaden värderar företagen mer än det faktiska värdet på tillgångarna och företagen bör därmed ta tillfället i akt och öka investeringstakten. **Företagens investeringar ökar med drygt 6,5 procent i snitt 2015-2016 enligt vår prognos**.

Svag produktivitet indikerar också ett behov av att investera. Produktiviteten föll på kvartalsbasis under det fjärde kvartalet i fjol och det mesta tyder på att nedgången fortsätter också under första kvartalet 2015. Att produktivetsnivån faller två kvartal i rad när ekonomin växer är ovanligt – sett över de senaste 30 åren har detta inträffat endast två gånger tidigare. I vanliga fall är alltså företagen snabbare att anpassa kostnadskostymen när vinsterna pressas; företagen tycks också ha tagits på sängen av vinterns konjunktursvacka. Även sett i ett längre perspektiv är **produktiviteten svag och vikande**: mätt i årstakt har produktivitetstillväxten stagnerat och trenden mätt med ett 5-årsnitt har mer än halverats jämfört med innan krisen. En förklaring till tappet är den skrala tillväxten i kapitalstocken sedan 2009.

Arbetslösheten fortsätter ned

Att produktiviteten i nuläget faller kan tolkas som att företagen är i behov av att dra ned sysselsättningen den närmaste tiden. Mot den bakgrunden var den svaga arbetsmarknadsrapporten i mars oroande. Men flera faktorer talar för att sysselsättningsbakslaget var tillfälligt och **vår bedömning är att någon utdragen svacka inte ligger i korten**. Nivån på nya ansökningar om arbetslöshetsersättning är fortsatt låg och förenlig med sysselsättningstillväxt som överstiger 200 000 jobb i månaden. Antalet lediga platser är samtidigt på 15-årshögsta och uppsägningarna nedpressade till nivåer som i tidigare cykler sammanfallit med en arbetslöshet runt 4 procent. Samtidigt ligger jobbtillväxten i småföretagen nära toppnivå sett över de senaste 10 åren. Sammantaget bedöms **sysselsättningen öka med 230 000 i snitt 2015-2016**, vilket innebär en viss nedväxling jämfört med i fjol när sysselsättningstillväxten var den näst starkaste på 30 år. Sysselsättningsprognosen är förenlig med fortsatt fallande arbetslöshet och **arbetslösheten** som noterades på 5,5 procent i mars, **fortsätter ned till 5,1 procent i slutet av**

2015 respektive 4,5 procent i slutet av 2016. En stabilisering i arbetskraftsdeltagandet talar för något långsammare arbetslöshetsfall framöver jämfört med perioden 2011-2014 när arbetslösheten föll med 0,9 procentenheter i snitt per år. Att arbetslösheten närmar sig jämviktsnivån (NAIRU) tycks börja sätta avtryck i form av **snabbare timlöneökningar**. Sett över de senaste månaderna har timlönerna växlat upp samtidigt som årstakterna fortfarande ligger på beskedliga nivåer.



Källa: BLS, SEB

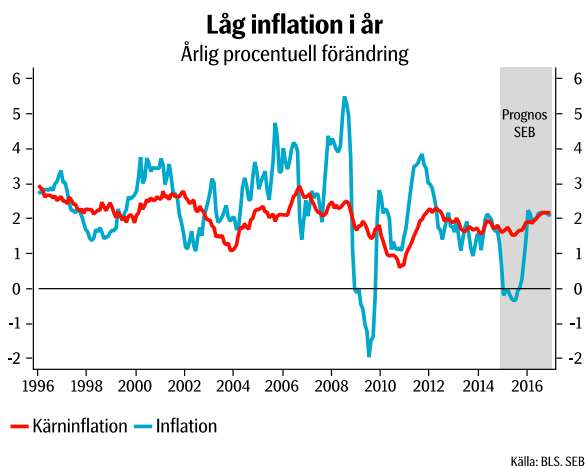
Dollarstyrkan dämpar tillväxten

Den amerikanska ekonomin är relativt sluten; exporten motsvarar bara 13 procent av BNP och importen 16 procent. Enligt OECD:s statistik är USA den minst öppna ekonomin av de ca 40 länder organisationen följer. Detta bidrar till att tillväxtdynamiken domineras av hushållens konsumtion och företagens investeringar, snarare än impulser från utrikeshandeln. 2014 gick också den starka amerikanska konjunkturen hand i hand med en dollaruppgång. Att inledningen på 2015 kantats av tillväxtbesvikelse samtidigt som **dollarn apprecierat med omkring 15 procent i handelsviktade termer** reser trots allt **frågetecken kring ekonomins motståndskraft**. Enligt Feds stora makroekonomiska modell ger dollarapprecieringen negativa tillväxtbidrag på omkring en halv procentenhet såväl 2015 som 2016. Lägre oljepriser utgör dock en effektiv motvikt, åtminstone i år. För Fed är inflationseffekten också viktig – en stark dollar håller importpriserna nere. Forskningen visar dock vanligen att den växelkursdrivna inflationseffekten blir rätt liten när trovärdigheten för inflationsmålet är högt. **Dollarapprecieringen hittills beräknas ge ett par tiondelar lägre kärninflation 2015-2016**.

Inflationen bottenar snart

Botten i amerikansk inflation ligger fortfarande ett par månader bort enligt våra prognoser. Att oljepriserna stabiliseras, och väntas stiga något under det andra halvåret, talar för snabbare prisökningar framöver. Också kärninflationen, där mat och energi exkluderas, börjar stiga igen efter halvårsskiftet enligt våra prognoser. Prognosen grundas på att **det är svårt att se tecken på deflationstendenser när man bortser från effekter från**

olja och växelkurser. Ett index där endast energipriserna exkluderas stiger exempelvis med omkring 2 procent i årstakt för närvarande, upp från 1,5 procent för ett år sedan. Priserna i **tjänstesektorn är generellt på väg upp** och givet att tjänsternas andel av priskorgen är 62 procent får detta betydande genomslag i huvudindex när väl energipriserna stabiliseras. Mot den bakgrunden **spås inflationen till 0,1 procent 2015 respektive 2,1 procent 2016.** Kärninflationen blir 1,7 procent i år respektive 2,1 procent 2016 enligt våra prognoser.



Skuldtaksfrågan aktualiseras snart igen

Förbättringen av statens finanser sett sedan 2010 har varit den snabbaste på 50 år och avseende budgetåret 2014 låg underskottet på beskedliga 2,8 procent av BNP. När nu varken nya skattehöjningar eller utgiftssänkningar ligger i korten väntas **finanspolitiken ge neutrala tillväxteffekter kommande år.** Att den finanspolitiska osäkerheten minskat märks på olika sätt. När delar av statlig verksamhet stängdes ned 2013 gav detta ett negativt opinionsavtryck som Washington tycks ha tagit fasta på. Fokus är istället på nästa års presidentval – där demokraten Hillary Clinton är favorit bland valslagningsfirmorna – och just nu präglas det politiska klimatet av samarbete snarare än konfrontation.

Mot den bakgrunden är grundtipset att skuldtaksfrågan, som ställde till med så mycket bekymmer för några år sedan, inte kommer att leda till ny dramatik när den åter aktualiseras senare i år. I fjol beslutades att tillfälligt bortse från skuldtaket fram till mars 2015. Numera är restriktionen bindande igen och den faktiska offentliga skulden ligger i nivå med taket. Så länge inte beslut tas om att höja eller bortse från skuldtaket igen **måste finansdepartementet använda bokföringsmässiga knep för att betala räkningarna.** Under det fjärde kvartalet beräknas dock situationen bli kritisk och en lösning måste nås därefter.

Fed förbereder räntenormalisering

Den kommande **normaliseringen av penningpolitiken hänger nära samman med hur inflationen utvecklas** – den första höjningen kommer först när Fed är "rimligt förvissade" om att inflationen återvänder mot 2-procentsmålet. Så vad krävs egentligen för att Fed ska nå den konfidensnivån? Enligt

centralbankschefen Yellen är ett brett spektra av indikatorer i fokus även om följande områden har särställning: arbetsmarknad, inflation, lönetillväxt och inflationsförväntningar. Givet vår prognos att inflationen, såväl headline som kärninflation, bottnar ur först i sommar bedöms en första höjning i juni vara i tidigaste laget; **septemberhöjning är fortfarande vårt huvudscenario.**

Feds senaste styrränteprognoser talar också för september i och med att centralbanken spår att den viktigaste styrräntan ligger på 0,625 procent vid årets slut. Om nuvarande styrränterintervall kvarstår är den nivån förenlig med två 25-punktershöjningar 2015, förslagsvis i september och i december. Avseende 2016 spår Fed nivån 1,875 procent i slutet av året vilket ligger ett snäpp över **vår styrränteprognos på 1,50 procent.** Även om skillnaden mellan Fed och marknaden minskat visar marknadsprissättningen fortfarande på klart försiktigare räntehöjningar; enligt terminerna ligger styrräntan på 0,35 procent i slutet av 2015 respektive drygt 1 procent i slutet av 2016.

I och med att **Fed numera sneglar mycket på finansiella förhållanden** – ett sammanvägt index av räntor, börser och växelkurser – kommer den faktiska styrränteprofilen att påverkas av hur finansiella marknader reagerar när höjningscykeln väl sjösätts. Till exempel gäller att **ju mer dollarn förstärks desto färre räntehöjningar krävs** för avsedd penningpolitisk åtstramning. Om de första räntehöjningarna ger alltför kraftig åtstramning via dollar och långräntor för Feds smak kommer centralbanken därefter att gå långsammare fram. Motsvarande transparens som i den förra penningpolitiska höjningscykeln, när Fed höjde räntan vid varje penningpolitisk möte mellan juni 2004 och juni 2006, kan därmed utebli den här gången.

Att marknaden oroar sig för realekonomin och tillgångsvärden inför den första räntehöjningen är däremot inget ovanligt utan var också mönstret 1988, 1994 och 2004. Osäkerheten ger sannolikt bland annat större börsvolatilitet också den här gången, men utan att bryta den generella uppgångsfasen.

Det är samtidigt värt att komma ihåg att de räntehöjningar som centralbanken för närvarande aviserar **knappast ger en åtstramande penningpolitik:** givet Feds styrränte- och inflationsprognoser hamnar den reala styrräntan nära noll procent 2015-2016, att jämföra med 1,5 procent i snitt 1990-2007. Enligt historiska erfarenheter kommer nästa konjunkturedgång först tre år efter den första räntehöjningen i snitt. Om Fed höjer räntan i september som vi förväntar, indikerar det historiska snittet att nästa recession kommer tredje kvartalet 2018.

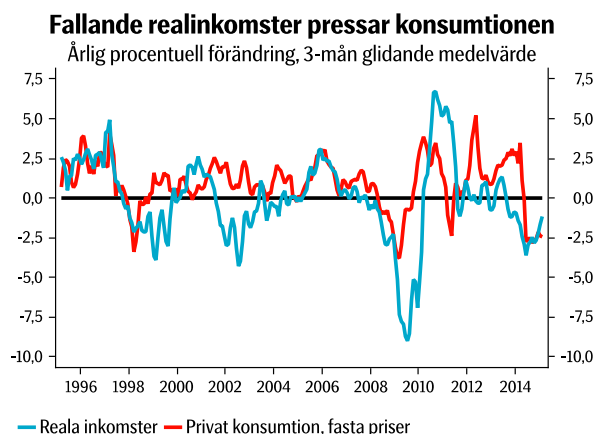
Små steg mot högre löner på stram arbetsmarknad

- **Långsam återhämtning efter åtstramning**
- **Exporten får stöd av yen och omvärld**
- **Bank of Japan når inte sitt inflationsmål**

Den tvära inbromsningen i fjol har inte följts av någon snabb rekyll uppåt i den japanska ekonomin. Tillväxten under fjärde kvartalet var oväntat svag, delvis på grund av en lageranpassning, och inledningen av 2015 har bjudit på nya besvikelser. Hushållsefterfrågan är under fortsatt press efter fjolårets konsumtionsskattehöjning. Framtidsoptimismen bland stora industriföretag har dämpats något enligt Tankan-rapporten. Trots den svaga starten på året räknar vi med att återhämtningen vinner ny kraft under loppet av 2015 och 2016. **BNP ökar med 1,1 procent i år följt av 1,3 procent 2016;** klart över den långsiktiga tillväxttrenden på 0,5-0,75 procent och en liten upprevidering för 2016. **Drivkrafter är den expansiva penningpolitiken, en gradvis bättre omvärldsefterfrågan, stark arbetsmarknad samt lägre energipriser.** Tumregler från OECD pekar mot att nedgången i oljepriset sedan förra sommaren kan ge en tillväxtimpuls på ½ procentenhet. Ett tillfälligt uppsving i privat konsumtion inför nästa planerade konsumtionsskattehöjning våren 2017 gynnar tillväxten 2016.

Utrikeshandeln är åter en tillväxtmotor. Exporten vände upp under andra halvåret och den uppåtgående trenden fortsätter med stöd av förbättrad konkurrenskraft från valutan och ökad efterfrågan från USA, EU samt övriga Asien. Svängiga data kring det kinesiska nyåret försvårar tolkningen av exporten till Asien under årets första månader; huvudscenariot är att regionen står mot lägre kinesisk tillväxt. **Hushållsefterfrågan ser också aningens ljusare ut.** Inflationen växlar ned när effekterna av förra vårens skattehöjning klingar av, vilket stärker köpkraften. Därtill ger det strama arbetsmarknadsläget stöd för litet högre löneökningar. Företagens bedömningar i Tankan indikerar det mest ansträngda arbetsmarknadsläget sedan början av 2008; för mindre och medelstora företag får man gå tillbaka till bubbelåren i början på 90-talet för att finna en motsvarighet. Antalet lediga jobb per sökande fortsätter upp efter en tillfällig utplaning 2014. Regeringen pressar de stora exportföretagen att låta vinsterna från yenförsvagningen spilla över i högre löneavtal. Ansträngningarna ser ut att bära viss frukt; vårens centrala förhandlingar i de 62 största företagen ger de högsta löneökningarna sedan före finanskrisen, även om det fortfarande handlar om små förändringar. Framförallt har företagen visat större vilja att höja baslönerna, och inte bara

senioritetspåslagen, vilket är nödvändigt för att åstadkomma reella löneökningar.



Källa: Cabinet office, arbetsmarknads- och hälsodepartementet

Det är osäkert i vilken grad som högre löner i storföretagen sprider sig till icke exporterande små och medelstora företag, som inte på samma sätt gynnats av den svaga yenen. Stramare arbetsmarknad talar för generella löneyft, men samtidigt hämmas utvecklingen av Japans inflexibla arbetsmarknad med en kombination av livstidsanställningar och tillfälliga låglönejobb. Att andelen i den senare kategorin stadigt ökat, och nu uppgår till mer än en tredjedel, har bidragit till en svag inkomstutveckling i hela ekonomin och sannolikt också sämre produktivitetstillväxt genom svaga incitament till kompetensutveckling. Sammanfattningsvis räknar vi med ett ökat stöd till konsumtionen under de närmaste åren från förbättrade reallöner men att löneökningstakten inte heller under kommande år kommer upp i en nivå som är förenlig med inflationsmålet. **Inflationen hamnar på 0,7 procent och 0,9 procent under 2015 och 2016.**

Bank of Japans inflationsmått faller till negativa tal under våren vilket ökar pressen på fler stimulanser. Vi räknar med att centralbanken utvidgar tillgångsköpen till **100 000 miljarder yen** i juli i år, vilket bidrar till en fortsatt försvagning av USD/JPY till 140 i slutet av 2016. Avgörande på sikt är att Japan håller fast vid reformagendan inom Abenomics tredje pil som syftar till att öka utbudet av arbetskraft och att höja produktiviteten genom en mer flexibel ekonomi. Premiärminister Shinzo Abe har efter valsegern i december i fjol säkrat ytterligare fyra år för reformer. Även om snabba och radikala grepp uteblivit är det för tidigt att avskriva Abenomics, och särskilt om reformer framöver kan ske mot en bakgrund av starkare omvärldskonjunktur.

Regionen står emot kinesisk tillväxtinbromsning

- **Hög skuldsättning i USD skapar vissa risker**
- **Kina: Dämpning minskar riskerna för hårdlandning**
- **Indien: Stimulanspolitik höjer tillväxten**

Med undantag för Kina väntas **tillväxten accelerera försiktigt i de flesta tillväxtekonomier i regionen**. God inhemsk efterfrågan drivet av stark arbetsmarknad, snabba löneökningar och expansiv penningpolitik driver utvecklingen. Pristrycket har fortsatt att dämpas och i några ekonomier har inflationen fallit under nollstrecket; penningpolitiken har mjukats upp ytterligare i bland annat Indonesien och Sydkorea. Den externa efterfrågan stärks genom god amerikansk tillväxt och förbättrade utsikter för eurozonen. Därmed bedöms regionen klara av att stå emot en fortsatt inbromsning i Kina.

Ett **orosmoln är Feds kommande skärpning av penningpolitiken**. Visserligen är det inte sannolikt att Fed-höjningar kommer att leda till kraftiga räntehöjningar i området; lokala förhållanden kommer istället att vara avgörande för penningpolitikens utformning. Men en **större källa till oro för många tillväxtekonomier är privata företags upplåning i USD** som ökat snabbt de senaste åren. Även i Asien finns exempel på omfattande utlandsupplåning och i takt med att valutorna i regionen försvagats gentemot USD stiger kostnaderna i lokal valuta för att finansiera lånen. Bristen på tillförlitlig data försvårar dock bedömningen av hur stora riskerna är. Mer omfattande valutaförsvagningar riskerar ändå att få tydligt negativa effekter på enskilda ekonomier som exempelvis Malaysia.

Utlandsskuld i privat sektor (företag och banker)

Andel av BNP (procent)

Land	1996	2014
Malaysia	27,7	27,9
Sydkorea	24,2	18,7
Indien	6,5	13,0
Taiwan	8,7	23,8
Indonesien	26,0	11,0

Källa: BIS

Kina: Svag inledning på 2015

Säsongsvariationer gör att ekonomisk data alltid är svårtolkade i början på året. Men svaghetssignalerna efter årsskiftet har bekräftats genom att **BNP-utfallet första kvartalet ham-**

nade på 7,0; en tydlig inbromsning jämfört med tillväxten på 7,3 procent fjärde kvartalet 2014. Avmattningen drivs alltså av vikande inhemsk efterfrågan; förutom exporten har de flesta ekonomiska data varit svagare än väntat. Exempelvis ökade industriproduktionen med 5,6 procent i årstakt i mars; den lägsta takten sedan 2008. Investeringarna fortsätter att sakta in.

Nationella folkkongressen sänkte målet för 2015 till "omkring 7,0 procent" men det blir ändå en **utmaning att nå tillväxtmålet och uppmjukningen av den ekonomiska politiken kommer att behöva intensifieras**. Policymakarna signalerar dock ingen oro utan pekar på att det fortfarande finns gott om utrymme för att mjuka upp finans- och penningpolitik. Dessutom visar arbetsmarknaden inga tydliga tecken på försvagning och bör kunna klara en inbromsning till 7 procent tillväxt. Trenden med ett ökande antal jobb i förhållande till sökande har fortsatt och lönerna stiger i god takt. Bedömningen är att fler ränte- och reservkravssänkningar, utökad likviditet i bank-systemet och mer expansiv finanspolitik med ett större budgetunderskott kombinerat med accelererande tillväxt i omvärlden kommer göra det möjligt att hamna nära tillväxtmålet. Svagare investeringsutveckling skapar dock nedåtpress på tillväxten även under kommande år. **2015 väntas BNP öka med 6,8 procent och 2016 med 6,5 procent.**

Fortsatt stark arbetsmarknad

Lediga jobb i förhållande till sökande, kvot



Källa: Ministry of Human Resources and Social Security of the People's Republic of China

Sannolikt kommer myndigheterna i det längsta att **avstå från alltför omfattande stimulanser** för att undvika att kreditgivningen skjuter ny fart och att stora nyinvesteringar förvärrar problemen med överkapacitet. Den svaga bostadsmarknaden är fortsatt huvudförklaringen till tillväxtinbromsningen. Bostadsmarknadspolitiken väntas därför fortsätta mjukas upp. Grundproblemet i form av ett stort utbud av osålda bostäder består dock i närtid, vilket gör att det kommer att dröja innan positiva effekter på byggandet slår igenom.

I ett lite längre perspektiv är det positivt att Kinas tillväxt gradvis bromsar; redan nu kan vi se **flera tecken på att sannolikheten för en hårdlandning minskat**. Att den exceptionella investeringstillväxten bromsat in dämpar visserligen BNP-tillväxten på kort sikt, men samtidigt minskar problemen med improduktiva investeringar och överkapacitet. Att man motstått lockelsen att sätta in kraftiga stimulanser underlättar också reformeringen av ekonomin. Reformen av hanteringen av kommuners skuldsättning minskar t ex riskerna för det finansiella systemet. Den **insättningsgaranti** som infördes den 1 maj är ett steg i riktning mot att avreglera taket för räntor på inlåningskonton, vilket kan komma att genomföras redan 2015. Politiken har även ambitioner utanför Kinas gränser. Den Asiatiska banken för investeringar i infrastruktur (**AIIB**) som initierades av Kina hösten 2014 mötte först svagt intresse men har nu nära 60 medlemsländer och anses vara en triumf för kinesiskt inflytande i Asien.

Inflationstrycket är mycket lågt; i mars var inflationen 1,4 procent. Inflationsmålet för 2015 har sänkts från 3,5 procent till 3,0 procent, men målet utgör i praktiken ett tak snarare än ett traditionellt inflationsmål. Inflationen kan dämpas ytterligare de närmaste månaderna drivet av råvarupriser, men väntas vända uppåt mot slutet av året. Kina undviker därmed deflation. **2015 bedöms inflationen bli 1,5 procent och stiger 2016 till 2,0 procent.**

I nuläget finns ekonomiska argument för att depreciera **yuanen**; dels för att stimulera exportföretagen men även för att motverka deflationstendenser genom ökade importpriser. Det finns dock politiska skäl som gör att det är osannolikt att myndigheterna kommer att genomföra en tydlig valutaförsvagning. Det långsiktiga målet att yuanen ska bli en global världsvaluta innebär att myndigheterna måste undvika att tydligt påverka växelkursen. En depreciering skulle även skapa spänningar i relationerna med USA. **USD/CNY väntas stå i 6,20 vid slutet av 2015 och 6,10 vid slutet av 2016.**

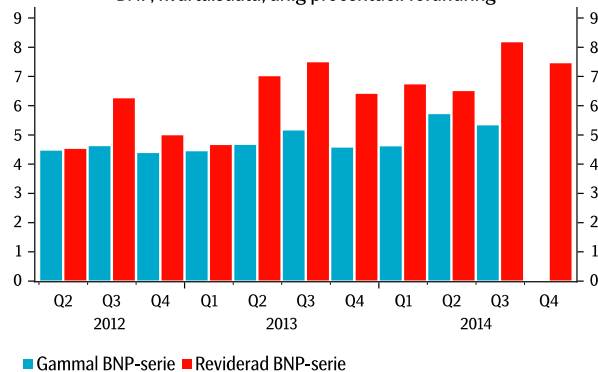
Indien: Mjukare ekonomisk politik ger lyft

De **uppreviderade BNP-utfall** som presenterades i slutet av januari skapade en **osäkerhet** som fortfarande lever vidare. Även centralbanken har kommenterat svårigheterna att få en klar bild då de kraftiga upprevideringarna går på tvärs mot övriga ekonomisk data. Kalenderåret 2013 reviderades BNP-tillväxten upp från 4,7 procent till 6,4 procent. En huvudförklaring som framförts är att nya mätningar tyder på en snabbare uppgång i tillverkningsindustrin. Annars kvarstår bilden av en dämpad aktivitet i ekonomin. Inköpschefsindex för både tillverknings- och tjänstesektorn ligger klart under historiska genomsnitt. Export och import har försvagats de senaste månaderna och bilförsäljningen går fortsatt trögt.

Samtidigt finns dock ljuspunkter. Industriproduktionen sköt fart i februari även om det är för tidigt att säga om uppgången kommer att hålla i sig. Generellt är ekonomin i bättre skick än för några år sedan med mindre underskott i bytesbalans och statsbudget samt betydligt lägre inflation. Detta skapar utrymme **att stimulera ekonomin med mer expansiv finans- och penningpolitik**. Vi håller fast vid bilden att tillväxten kommer att accelerera försiktigt. **2015 väntas BNP öka med**

7,5 procent. 2016 accelererar tillväxten ytterligare något till 7,8 procent. Därmed går Indien om Kina i tillväxttakt, vilket ger ett lite annorlunda perspektiv på utvecklingen i världens två befolkningsmässiga giganter. Detta ska dock ses mot bakgrunden att BNP per capita i Indien är mindre än hälften så stor som i Kina. Med en lämplig ekonomisk politik finns därför stor potential för en hög tillväxt.

Kraftiga upprevideringar av historiska BNP-utfall
BNP, kvartalsdata, årlig procentuell förändring



Källa: Indian Ministry of Statistics and Programme Implementation, SEB

I slutet av februari 2015 presenterade Modi-regeringen budgeten. Målet att minska budgetunderskottet till 3 procent av BNP ska genomföras i lite långsammare takt samtidigt som de offentliga infrastrukturinvesteringarna ska utökas. Bolagsskatten ska sänkas och en nationell försäljningsskatt (moms) som ersätter lokala skatter ska introduceras senast 1 april 2016. Sammantaget är **budgeten positiv för tillväxten** även om den inte levererade så omfattande reformer som många hoppats.

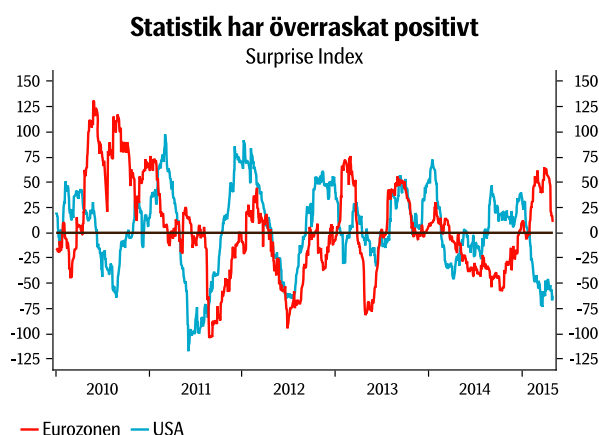
Inflationen har dämpats rejält; från 8,2 procent i mars 2014 till 5,2 procent i mars 2015. Därmed ligger den redan nu klart under centralbankens mål på 6 procent i januari 2016. Fallet drivs av dämpningen av olje- och livsmedelspriserna. **Mätt som helårsgenomsnitt väntas inflationen hamna på 5,5 procent 2015 och 5,4 procent 2016.** Den kraftiga dämpningen av inflationen har skapat utrymme för uppmjukning av penningpolitiken. I början av mars sänkte centralbanken styrräntan andra gången i år till 7,5 procent. **RBI väntas sänka räntan med ytterligare 50 baspunkter. Styrräntan bedöms ligga på 7,0 procent vid slutet av 2015.**

Till skillnad från många andra tillväxtekonomiers valutor har rupien inte försvagats i någon större utsträckning gentemot USD senaste året. Inte heller 2015 väntas några större förändringar av växelkursen. **Vid slutet av 2015 och 2016 bedöms rupien ligga på 60,0 respektive 56,0 mot USD.**

Förbättrade utsikter men bestående osäkerheter

- **Lågt oljepris, svag euro och QE stöttar**
- **Konsumentförtroende och konsumtion ökar**
- **ECB fortsätter obligationsköp enligt plan – för tidigt för tapering**

Inkommande statistik har överraskat positivt i eurozonen, vilket står i tydlig kontrast till situationen i USA. Lågt oljepris, svagare euro och ECB:s QE-politik har bidragit till ett omslag i sentimentet i positiv riktning. Men utvecklingen är fortsatt bräcklig med underliggande problem som t ex hög skuldsättning och politisk osäkerhet. Speciellt är Greklands skuldproblem en återkommande källa till oro.



Källa: Macrobond, Citibank

Återhämtningen går nu snabbare än väntat och sprider sig till allt fler sektorer. Svag euro gynnar exporten som ökar snabbare framöver och bidrar till att investeringarna vaknar till liv. Hushållens förtroende har förbättrats och **detaljhandels försäljning har tagit fart**. Arbetslösheten är visserligen hög, men sysselsättningen ökar samtidigt som låg inflation förstärker köpkraften. **BNP ökar med 1,7 respektive 2,1 procent 2015 och 2016**. Prognosen är tydligt uppreviderad med 0,5 respektive 0,4 procentenheter jämfört med *Nordic Outlook* i februari. Den divergerande utvecklingen inom regionen fortsätter; Tyskland och Spanien växer i hyfsad takt medan Italien och Frankrike släpar efter.

Fortsatt politisk osäkerhet

De stora krisbesparingarna är över och finanspolitiken blir neutral de närmaste åren. På EU-nivå finns stimulansförslag, t ex Junkers investeringsplan, men dessa ger marginell effekt på efterfrågan. **Det offentliga underskottet faller långsamt till 2,0 procent av BNP 2016** och den offentliga skulden faller

något till 93 procent av BNP 2016. Den relativt höga skuldnivån i kombination med framtida demografiska påfrestningar pekar på behov av reformer som förbättrar såväl strukturellt budgetsaldo som ekonomins funktionssätt. Små steg tas, men politiskt blåser vindar som sätter käppar i hjulen när missnöjespartier vinner mark i flera länder. **ECB:s expansiva politik riskerar också att flytta fokus från finanspolitiken** och dämpar reformtakt och ökad ekonomisk-politisk integration.

BNP

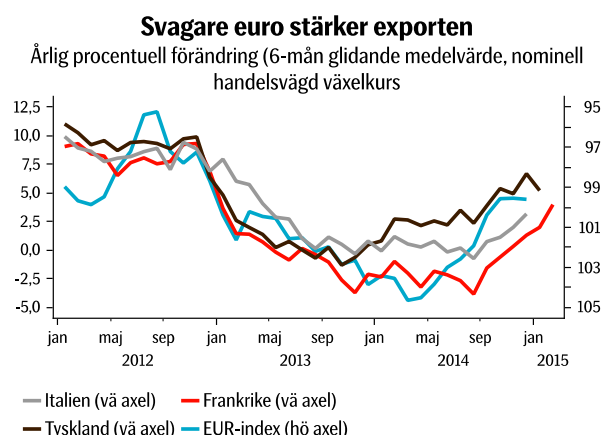
Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

Svagare euro ger exportimpuls

Gradvis starkare omvärldskonjunktur, en svagare euro och förbättrad konkurrenskraft stöttar produktion och efterfrågan. En depreciering slår igenom i ökad export med viss eftersläpning och effekten kan variera bl a beroende på hur varaktig valutaförändringen blir.



Källa: Eurostat

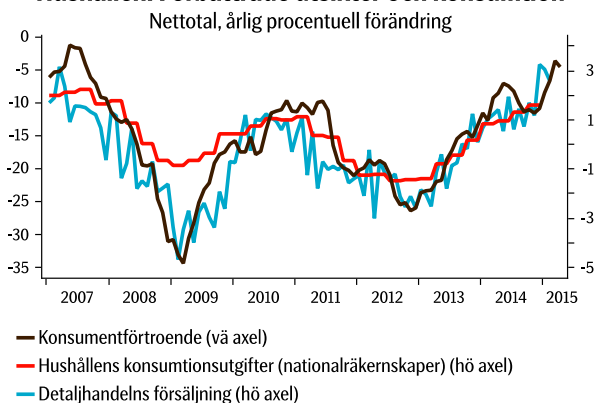
Vi räknar med att en euroförsvagning med 10 procent lyfter exporten med ca 3-4 procentenheter. Sedan maj 2014 har euron försvagats ca 20 procent mot dollarn och 10 procent

handelsvägt. Framöver väntas euron falla med ytterligare med 10 procent mot USD och hälften så mycket handelsvägt. Valutaförsvagningen är en starkt bidragande orsak till att vi räknar med en exportökning på 4,5 respektive 5,0 procent 2015 och 2016. Ökad efterfrågan på bred front bidrar till att även importen stiger, vilket begränsar nettoexportens tillväxtbidrag; underskottet i bytesbalansen ligger kvar på ca 2 procent av BNP.

Konsumenterna allt mer optimistiska

Inhemsk efterfrågan har under krisen pressats i stora delar av regionen men återhämtar sig nu. Detta är framför allt tydligt inom hushållssektorn. **Konsumentförtroendet har stigit kraftigt senaste månaderna** (i mars/april högsta nivån sedan juli 2007) och **detaljhandelns försäljning ökade kring årsskiftet i den snabbaste takten på flera år**. Även mer konjunkturkänsliga delar som bilförsäljning har tagit fart. Uppgången är bredbaserad inom regionen; Spanien och Italien närmar sig tyska konsumentförtroendenivåer medan Frankrike släpar efter. Förbättrad arbetsmarknad, stigande köpkraft och låga räntor i spåren av ECB:s stimulanser ligger bakom uppgången. Under första halvåret 2015 väntas konsumtionen i regionen som helhet ha återtagit nedgången under krisen och nå upp till 2008 års nivå. De regionala skillnaderna är dock stora. Tyska konsumtionen har ökat med 15 procent samtidigt som den spanska fortfarande ligger nästan 10 procent lägre än innan krisen. Vi räknar med en **konsumentstillväxt på 1,6 respektive 1,8 procent 2015 och 2016**.

Hushållen: Förbättrade utsikter och konsumtion



Källa: EU kommissionen, Eurostat

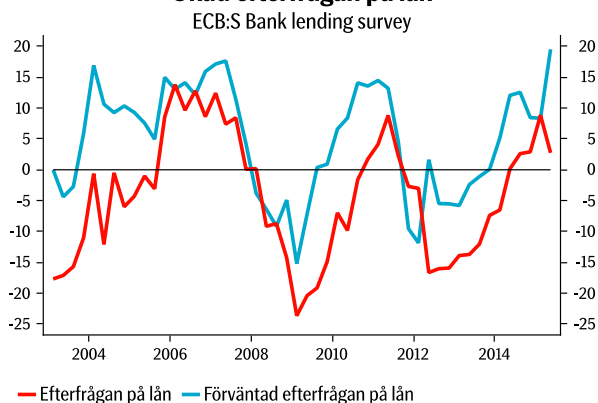
Konjunkturen hämmas fortfarande av svaga investeringar, även om situationen förbättrats något. Ökad export och framåtblickande indikatorer för företagen talar för att den investeringsuppgång som kunde skönjas i slutet av 2014 fortsätter. Denna prognos stöds bl a av att efterfrågan på lån har ökat och förväntningsbilden indikerar att uppgången kommer att accelerera. Sammantaget räknar vi med en mycket försiktig investeringsuppgång på 1,5-2,0 procent 2015 och 2016.

Inflationen vänder långsamt uppåt

Situationen på arbetsmarknaden speglar väl den allmänna ekonomiska situationen. Nivån på arbetslösheten är fortsatt hög (11,3 procent i mars) men **trenden är försiktigt positiv** med en nedgång på 0,5 procent det senaste året. Samtidigt skiljer sig situationen kraftigt mellan länderna; tyska arbetslös-

heten är på historiskt låg nivå medan såväl Grekland som Spanien ligger klart över 20 procent. **En successivt högre tillväxt gör att utvecklingen ger fortsatt förbättring på arbetsmarknaden**; arbetslösheten sjunker till i genomsnitt 10,7 procent 2016; fortfarande en bra bit över jämviktsnivån som vi uppskattar till ca 10 procent.

Ökad efterfrågan på lån

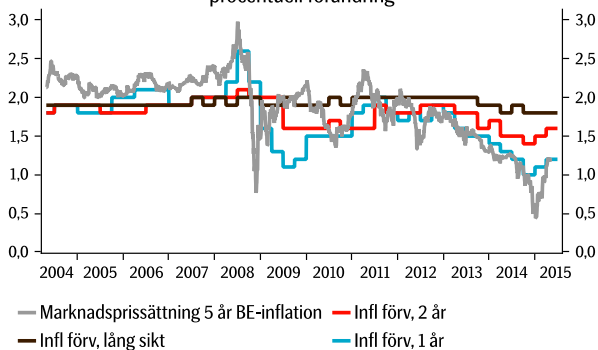


Källa: ECB

Det låga resursutnyttjandet i eurozonen bidrar till att de globala disinflationistiska krafterna blir extra starka i regionen genom att lönnökningarna blir låga och företagens möjligheter att höja priserna försvåras. En svagare euro ger en viss inflationsimpuls, men historiska erfarenheter tyder på att sådana effekter blir kortvariga. Konsumentprisfallet har dock bromsat in de senaste månaderna. I mars låg HIKP på 0,0 procent jämfört med -0,6 procent i januari. HIKP-inflationen väntas ligga runt nollstrecket det närmaste halvåret innan en viss uppgång sker när effekten av oljeprisfallet faller ur årstakten. **HIKP-inflationen väntas bli noll 2015 och 0,8 procent 2016**. Kärn-HIKP blir 0,6 procent båda åren.

Låga inflationsförväntningar men svag uppgång

Marknadens och prognosmakares inflationsförväntningar, årlig procentuell förändring



Källa: ECB, SEB

Inflationsförväntningarna har vänt upp vilket till stor del beror på ECB:s tillgångsköp och att oljepriset vänt försiktigt upp. Men nivåerna måste upp högre för att ECB ska känna sig komfortabel och få bekräftelse på att marknaden litar på att man kommer att nå inflationsmålet under en överskådlig framtid.

ECB:s QE-program har förändrat spelplanen

ECB:s QE-program har ändrat förutsättningarna på flera områden. Euron har försvagats och inflationsförväntningarna vänt uppåt. Räntenivåer, som redan var låga, har under första månaden med obligationsköp pressats ned ytterligare. **Statslåneräntorna för flera länder ligger nu under nollstrecket en bra bit ut på avkastningskurvan.** ECB köper obligationer med negativ avkastning men har i nuläget satt en gräns på -0,20 procent (depositräntans nivå). När nu räntorna pressas nedåt innebär det att ECB t ex inte kan köpa tyska statspapper med en löptid på upp till 3 år.

Statsobligationsköpen är ett öppet mandat; det kan utökas eller pågå längre än utlovat (september 2016). Men trots att ECB bara genomfört köp under ca två månader (ca 60 miljarder euro per månad) börjar redan diskussioner om en nedtrappning ("tapering") att dyka upp. Vid ECB:s senaste penningpolitiska möte (i april) **avfärdade dock ECB-chefen Draghi oron för att det inte ska finnas tillräckligt med obligationer att köpa** och beskrev ECB:s QE som ett maratonlopp som precis har börjat. Den närmaste tiden kommer ECB att fokusera på att förhindra att Feds höjningar leder till en generell uppgång av obligationsräntorna också i Europa. ECB måste också vara aktiv och mildra spridningseffekterna av oron i Grekland och en eventuell "Grexit". Innan dessa frågor är lösta, vilket inte lär vara fallet förrän tidigast under hösten, kommer det att bli svårt för ECB att ändra kurs. På längre sikt kan man urskilja tre olika frågeställningar som kommer att prägla diskussionen om ECB:s fortsatta agerande och sannolikheten för tapering:

1) Politiken får oväntat god effekt? Om ECB kan hävda att effekterna av politiken blivit starkare än väntat och problemen man vill åtgärda är på väg att lösas aktualiseras tapering. Med vår prognos kan man säga att utvecklingen går i rätt riktning, men tillväxten är fortsatt bräcklig, inflation och inflationsförväntningar är låga och deflationsrisker består. Läget på kreditmarknaden förbättras men är fragmenterat och kreditstocken krymper, även om hushållens lån precis tog sig upp över nollstrecket i mars.

2) Är det farligt att fortsätta därför att QE-politiken leder till att för stora obalanser byggs upp? Hittills under krisen har denna fråga inte varit i fokus för centralbankernas QE. Politiken syftar till att pressa ner räntor och för ECB:s del säkerställa att regionens räntor frikopplas från till exempel USA:s där Fed går mot räntehöjningar. Men det är möjligt att räntenivåerna i eurozonen är så nedpressade att nya problem aktualiseras som förändrar diskussionen.

3) Är det tekniskt svårt (materialbrist) att fortsätta? QE i eurozonen bedrivs samtidigt som offentliga underskott faller vilket talar för att det kan bli svårt att hitta tillräcklig mängd obligationer att köpa. Samtidigt kan ECB, om så krävs, ändra reglerna och köpa obligationer med räntor under depositräntan samt köpa andra tillgångar. Vill ECB få balansräkningen att växa finns material, även om marknaden pressas.

De två första punkterna talar för att QE-programmet fortsätter som planerat. För att säkerställa en så stor effekt som möjligt på finansiella marknader kommer Draghi och ECB

att vilja undvika diskussioner om en kursomläggning. Problemet med **materialbrist kan dock komma att accentueras ytterligare framöver.** En möjlighet är att ECB drar ned de månatliga köpen, men istället annonserar en förlängning av köpen efter september 2016. För att få upp balansräkningen till tidigare toppnivå (drygt 3 000 miljarder euro) behöver ECB heller inte fortsätta köpa obligationer för 60 miljarder euro i månaden så länge programmet inte avbryts i förtid.

Greklands situation alltmer kritisk

Vårt huvudscenari är att en överenskommelse till slut kommer på plats där den grekiska regeringen tvingas acceptera fortsatta besparingar. Men retoriskt sett beskrivs det som att man kommit överens om nya mer effektiva och rättvisa reformer. Därigenom kan ytterligare lån erhållas och Grekland behöver inte ställa in betalningarna (vilket inget utvecklat land gjort med sin IMF-skuld) och undviker att lämna eurosamarbetet. En överenskommelse kommer troligen i sista minuten så att båda parter kan hävda att man gjort allt man har kunnat i förhandlingarna. En regelrätt skuldavskrivning är troligen fortfarande för svårsmält för långivarna.

Fortfarande tror vi att samtliga parter in i det längsta vill undvika att eurosamarbetet spricker. Men riskerna för "Grexit" har ökat. Den grekiska statens likviditet är mycket ansträngd och offentlig sektor dammsugs på pengar för att klara utbetalningar. Situationen i banksystemet är dock minst lika viktig. Ökad misstro och utflöden ur banksystemet gör att tillgång till ECB-likviditet är nödvändig samtidigt som ECB motvilligt ökar lånelimiterna (ELA). Hittills har spridningseffekterna till andra krisländer varit små även om en viss effekt har kunnat skönjas den senaste månaden när vi sett en viss uppgång i Portugals, Italiens och Spaniens statslåneräntor.

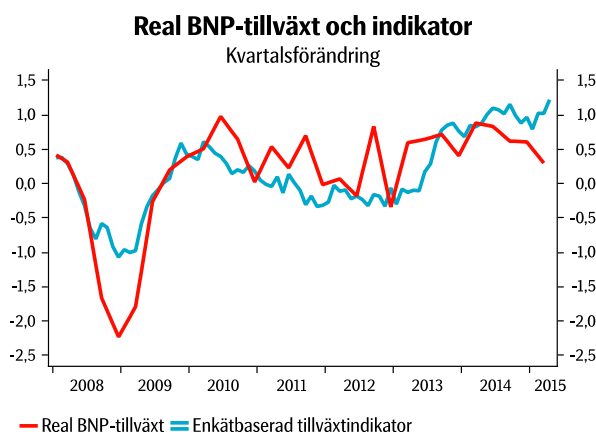
Effekterna av en Grexit är svårbedömda både vad gäller Greklands framtid och eurozonen generellt. För Grekland väntar då sannolikt kraftigt fallande valuta, kapitalkontroller och statligt övertagande av banker. Den offentliga skulden skulle omförhandlas och IMF/Världsbanken få ge stöd. Att Grekland i dagsläget har primäröverskott underlättar statens anpassning. Processen kommer att bli smärtsam, men samtidigt finns många exempel på länder som återhämtat sig förvånansvärt snabbt efter djupa kriser.

För eurozonen är det troligt att börser och euron initialt faller samt att räntespreddar mellan länderna stiger. Samtidigt finns ECB:s obligationsprogram på plats som kan göras mer framtungt för att motverka en ränteuppgång. På medellång sikt kan man troligen också se en del stabiliserande effekter av att ett land som skapat så stor osäkerhet lämnar samarbetet. På lång sikt är den största risken att en Grexit visar att länder verkligen kan gå ur samarbetet under exceptionella krisförhållanden. Att euron i viss mening kan ses som ett valutasamarbete och inte en union är en viktig signal. Denna insikt kan få ekonomiska aktörer att reagera hårdare på signaler om länderspecifika kriser framöver.

Finanspolitisk motvind 2016 oavsett valresultat

- **Låg inflation lyfter köpkraften**
- **Låg arbetslöshet ger lönellyft...**
- **... och motiverar räntehöjningar 2016**

Förra året noterade Storbritannien den högsta BNP-tillväxten sedan 2006 och låg också i topp bland G7-länderna. 2015 har inletts svagare, men trots osäkerhet kring parlamentsvalet finns goda skäl till optimism framöver. Oljeprisfallet är netto-positivt för ekonomin och starka indikatorer för såväl hushåll som företag tyder på att svackan blir tillfällig. Vi räknar därför med en fortsatt tillväxt över trend och att **BNP ökar med 2,5 procent i år och med 2,4 procent 2016**. Storbritannien undviker med nöd och näppe prisfall. Vår prognos är att **inflationen blir 0,1 procent i år och 1,0 procent 2016**; tydligt under konsensus. **Arbetslösheten fortsätter ned** och det höga resursutnyttjandet utgör Bank of Englands främsta motiv att höja räntan så småningom.



Källa: Markit, SEB

Det allmänna val som går av stapeln den 7 maj ser ut att bli det jämnaste i modern tid. Enligt vadsbörsmått är konservativa Tories knapp favorit att vinna flest parlamentsplatser samtidigt som en **minoritetsregering med Labour har lägst odds**. Enligt de senaste opinionsmätningarna får Labour och Tories nästan exakt lika många parlamentsplatser, men båda ligger långt från de 326 platser som krävs för egen majoritet. Samtidigt är Tories nuvarande samarbetspartner Liberaldemokraterna på tillbakagång. På frammarsch är istället det skotska nationella partiet SNP. SNP ligger till vänster på den politiska skalan och är därmed ett tänkbart stödparti till Labour men inte till Tories. Labour-ledaren Ed Miliband har dock uteslutit möjligheten att bilda koalition med SNP. Trots löftet om EU-folkomröstning 2017 föredrar såväl marknadsaktörer som

företag en Toriesledd regering. Sett utifrån valmanifesten blir dock **den finanspolitiska inriktningen tydligt åtstramande 2016** oavsett om Labour eller Tories vinner. I år har finanspolitiken neutrala BNP-effekter.

Inflationen ligger kvar runt nollstrecket till slutet av 2015. Direkta och indirekta effekter av lägre oljepriser håller nere inflationen, liksom den pundförstärkning som skett sedan årsskiftet. **Inflationen blir 0,1 procent i år respektive 1,0 procent 2016**; en viss nedjustering jämfört med Nordic Outlook februari. Risken för deflation bedöms ändå inte överhängande. Hushållens inflationsförväntningar har stigit något på sistone och är fortfarande förenliga med 2-procentsmålet på sikt. Löneförväntningarna är därtill höga även om stigande produktivitet håller enhetsarbetskostnaderna i schack.

Dagens låga ränteläge och stigande reallöner ger **företagen incitament att öka investeringarna** och lyfta effektiviteten hos existerande personal – produktiviteten visade också en positiv trend i slutet av ifjol. Att **produktiviteten börjar ta igen förlorad terräng** talar också för långsammare nedgång i arbetslösheten framöver; i fjol föll arbetslösheten med hela 1,2 procentenheter. **Arbetslösheten**, som redan ligger i linje med jämviktsarbetslösheten, **noteras på 4,7 procent i slutet av prognosperioden**.

Lönekurvor som pekar uppåt i kombination med låg inflation ger **hyfsade reala inkomstökningar** efter flera magra år. Därmed är förutsättningarna på plats för robust hushållskonsumtion – trots finanspolitisk åtstramning 2016. **Hushållens konsumtion ökar med 2,4 procent i snitt 2015-2016** enligt våra prognoser. Risker ligger på uppsidan: stigande finansiella och reala förmögenhetsvärden talar om något för lägre hushållsparande. Ökningen i huspriser har dock mattats av såväl på den glödhet Londonmarknaden som nationellt. Därmed har överhettningens riskerna på husmarknaden minskat även om priserna passerat 2007 års toppnivåer enligt Nationwides index.

Prognosen kvarstår att det **första steget i räntenormaliseringen kommer i februari 2016**. I slutet av 2016 står styrräntan på 1,25 procent. Givet de modesta inflationsutsikterna är riskerna i styrränteprognosen på nedsidan. Att Fed höjer styrräntan något snabbare samtidigt som ECB lättar på penningpolitiken talar för att pundet försvagas mot dollarn men förstärks mot euron. **I slutet av 2016 står GBP/USD i 1,50 och EUR/GBP i 0,67.**

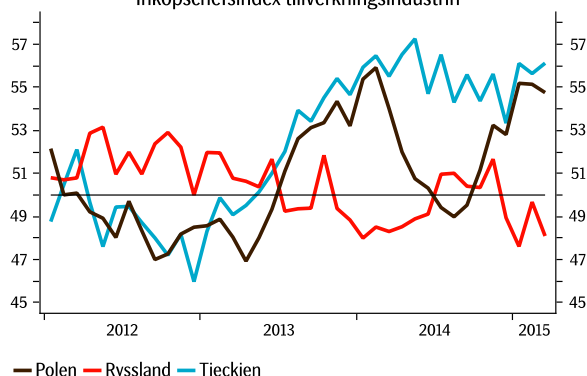
Centraleuropa står väl emot ryskt fall och geopolitisk oro

- **Starka realinkomster stöttar Centraleuropa**
- **Reserver skyddar Ryssland på kort sikt**
- **Ukraina undviker betalningsinställelse**

Centrala och sydöstra delen av Östeuropa fortsätter att visa god motståndskraft mot rysk-ukrainska konflikten samt ryska livsmedelssanktioner och accentuerad ekonomisk svaghet. Huvudskälet är **gynnsamma förutsättningar för hushållen**. Starka realinkomster, sjunkande arbetslöshet och låga räntor ger fortsatt robust privat konsumtion. Framöver stötts ekonomierna även av **ljusnande exportutsikter till Tyskland** – som är en avsevärt större handelspartner än Ryssland för Centraleuropa – och finanspolitiska lättnader (dock ej i Ungern) efter flera år med relativt stram politik. Men **tillväxttalen blir sammantaget måttliga under 2015-2016** när export till Ryssland viker och svaga företagsinvesteringar bara stärks långsamt (relativt god fart i Polen dock) som en följd av geopolitisk oro i närområdet. Polen, vars efterfrågan har underliggande stöd av relativt solida fundamenta både i ekonomi och banksystem, växer snabbast i Central- och Östeuropa, med ca 3,5 procent per år. Men detta är inte mer än i nivå med polsk potentiell tillväxt på 3-3,5 procent. SEB:s prognoser ligger generellt kvar något lägre än konsensus.

Tjeckien tuffar på, Polen ur svackan, rysk recession

Inköpschefsindex tillverkningsindustrin



Källa: Markit

Första kvartalets fortsatt hyggliga tillväxttal och **sentimentindikatorer stärker bilden av att Centraleuropa väl står emot Ukraina-konflikten**, vilket varit vår syn ända sedan Rysslands Krim-annektering i mars 2014. Konsumentförtroendet är på historiskt god nivå; Tjeckien tangerade i vintras rekordhögsta. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin ligger tydligt över expansionsgränsen 50; t ex 55-56 i Polen-Tjeckien.

Precis som i övriga Europa **förblir inflationen mycket låg i Centraleuropa**, framför allt på grund av låga energipriser men även av vissa kvarvarande lediga resurser. Valutarörelserna det närmaste året väntas bli små, med temporära deprecieringar på kort sikt när några centralbanker, eventuellt med en ännu mer expansiv penningpolitik (i Tjeckien via ändrat valutamål), försöker pressa ned växelkurser för att via högre importpriser bryta senaste halvårets KPI-deflation (noll i Tjeckien).

Ukraina-konflikten bedöms fortfarande bli långvarig och vapenvilan, den senaste uppgörelsen "Minsk 2" i februari i år, blir bräcklig. **Ryssland vill störa Ukrainas västorientering** som tar sikte på Natomedlemskap 2020 och då också lämna in ansökan om EU-medlemskap; i december 2014 röstade det ukrainska parlamentet för att slopa alliansfriheten. Minsk 2 innefattar förändringar av Ukrainas konstitution i riktning mot "decentralisering" vilket i praktiken innebär utökad autonomi för Donetsk- och Luhanskområdena. Ryssland kommer troligen att använda Donetsk och Luhansk för att behålla inflytande över Ukraina och på så sätt motverka ett närmande till Väst.

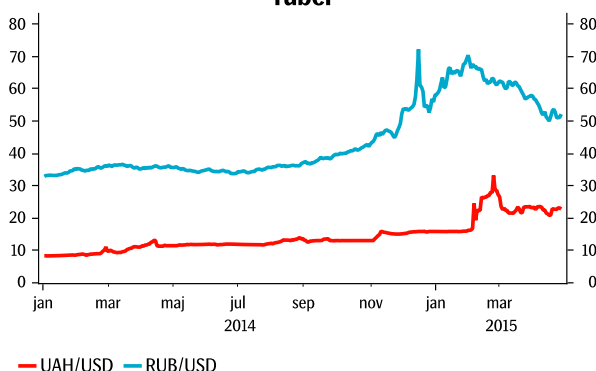
Sanktionspolitiken från en rad västnationer samt ryska motdrag (importstopp av jordbruksvaror/livsmedel i minst ett år från augusti 2014) är **alltmer svårbedömd**. USA har hela tiden haft ett högre tonläge än EU och förespråkat en hårdare politik mot Ryssland, troligen för att de ekonomiska riskerna är klart mindre för USA. Den bilden lär bestå. EU utvärderar löpande om sanktioner ska förlängas eller trappas upp/ned. En ökad splittring inom EU om hållningen mot Ryssland kan skönjas. Till en början var motiven främst ekonomiska. På senare tid har vissa länder inte velat provocera Moskva för att säkra vapenvilan. Framöver kan senaste årets frammarsch för nationalistiska – men samtidigt ryssvänliga – politiska partier (i t ex Frankrike, Grekland och Ungern) komplicera en enig syn. Huvudscenariot är att **sanktionerna från Väst inte eskalerar men ligger kvar åtminstone under hela 2015**.

Volatila konfliktvalutor efter återhämtning

Både den **ryska och ukrainska valutan har återhämtat sig en del** sedan i vintras efter tidigare dramatiska kursras på ca 50 respektive 70 procent mot USD sedan konfliktens utbrott i februari 2014. Rubeln har stärkts mot USD från ca 70 i slutet av januari 2015 till ca 51. Hryvnian har apprecierat från ca 33 mot USD i slutet av februari 2015 till ca 21. Valutorna har gynnats av tecken på att senaste vapenvilan hållit relativt bra även om upptrappning av strider också tidvis rapporterats från östra Ukraina. Rubeln har därtill fått stöd av stabilisering/uppgång i oljepriser och tydligt förstärkt betalningsbalans under första kvartalet. IMF:s besked i februari om kraftigt utökade stödlån till Ukraina är huvudförklaring till att hryvnian repat sig en del.

Båda valutorna riskerar att bli volatila framöver när konflikten sannolikt till och från trappas upp. Vi spår en **viss ytterligare förstärkning av rubeln på ett års sikt**, baserat på något högre oljepriser och något bättre realekonomisk utveckling under andra halvåret. Men i närtid är risken stor för en temporär försvagning på grund av en potentiell rekyl nedåt i oljepriset andra kvartalet. **Hryvnian** väntas försvagas till 30 mot USD under de kommande 12-15 månaderna på grund av hög inflation och en fortsatt låg valutareserv som är otillräcklig för att återställa förtroendet i växelkursen vid nuvarande nivå mellan 20 och 22.

Viss återhämtning på sistone för både hryvnia och rubel

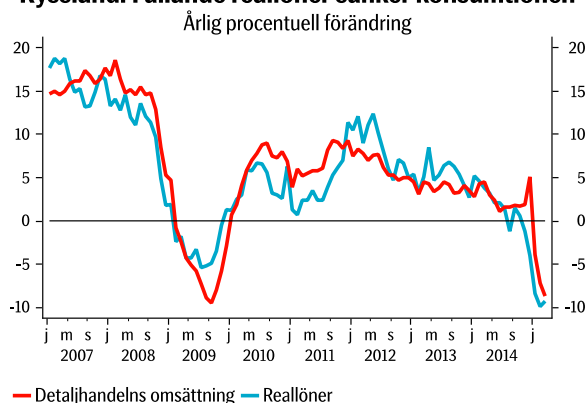


Källa: Macrobond

Ryssland går mot ett stort och bredbaserat BNP-fall i år i spåren av nedväxlingen av oljepris, en rubel driven inflationschock första halvåret (effekter från valutafallet november 2014-januari 2015) och fortsatta finansiella sanktioner från Väst som kraftigt försvårar upplåning i USD. Nedgången drivs av privat konsumtion och investeringar. **BNP krymper 4,0 procent 2015 och för 2016 väntas nolltillväxt.** En viss uppgång i oljepriset bidrar till stabiliseringen 2016. **Prognoseerna är något uppreviderade** jämfört med *Eastern European Outlook*, mars 2015. Skälen är dels en **oväntat snabb återhämtning för rubeln** som dämpar inflationstrycket, dels oväntat stor produktion av olja och gas. Något lägre inflationstryck bromsar nedgången i hushållens konsumtion och i viss mån även investeringar. **Inflationen kulminerar i vår på 17-18 procent; årsnittet blir 14 procent 2015 och 8 procent 2016.**

Rysk ekonomi har genom den låga statsskulden och stora valutareserven i utgångsläget starka finansiella muskler men internationella ratinginstituts nedgraderingar av kreditbetyget till "skräpstatus" i vintras speglar de utmaningar som ryska statsfinanser står inför, främst orsakat av oljeprisfallet. Vår bedömning är att de **starka finansiella reserverna utgör ett skydd de närmaste åren**. Men dessa gröps samtidigt ur och rysk ekonomi, som sedan många år präglas av stora strukturproblem, kommer att vara i ett bräckligt tillstånd i slutet av prognosperioden.

Ryssland: Fallande reallöner sänker konsumtionen



Källa: Russian Federal State Statistics Service

Ukraina är i akut ekonomisk kris efter närmast uttömda centralbanksreserver och ett BNP-fall på nästan 15 procent fjärde kvartalet 2014 mätt i årstakt; första kvartalet bedöms ha blivit än värre. Den i mars i år beslutade **utökningen av stödlån** från främst IMF samt kommande skuldnedskrivning med privata obligationsinnehavare efter förhandlingar i vår gör att landet **kan undvika en betalningsinställelse**. En första utbetalning av lånet gjordes i mars och bl a skuldnedskrivningen måste vara på plats för en andra utbetalning i början av sommaren. Regeringen har fått beröm av IMF för sina reformansträngningar.

Ukraina: Valutareserven nere på kritisk nivå



Källa: National Bank of Ukraine

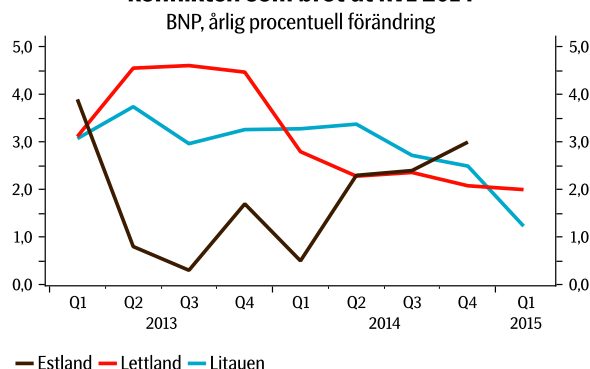
Ukrainas BNP backar rejält även i år, med 8,0 procent. Nedgången blir bred. Både industriproduktion och export störs genom ödelagda produktionsanläggningar och sönderslagen infrastruktur. Hushållens konsumtion faller till följd av den våldsamma inflationsuppgången; i mars i år var inflationstakten 46 procent. Investeringar pressas av geopolitisk osäkerhet. Valutadeprecieringen, som har modererats efter en viss appreciering, i kombination med starkare global efterfrågan på stål och spannmål/jordbruksprodukter framöver bidrar till en svag **exportdriven BNP-tillväxt på 2,0 procent 2016.**

Robust privat konsumtion ger hyfsad tillväxt

- **Fortsatt goda realinkomster**
- **Svag investeringsaktivitet**
- **Högt lönekostnadstryck börjar höja inflation i Estland-Lettland 2016**

Tillväxten i Lettland och Litauen dämpades måttligt i fjol till 2,4 respektive 3,0 procent, i linje med SEB:s prognoser. Estlands tillväxt stärktes oväntat något till 2,1 procent. Allt detta trots svag efterfrågan på tunga exportmarknader som Ryssland (gäller alla baltstater) och Finland-Sverige (gäller Estland) samt negativa sanktions- och förtroendeeffekter i industrin och jordbruket av den rysk-ukrainska konflikten.

Måttliga effekter på Baltikums tillväxt från Ukraina-konflikten som bröt ut kv1 2014



Källa: Nationella statistikbyråer

God inhemsk efterfrågan stöttade BNP-tillväxten i fjol då exportökningarna var magra. Tillväxten drevs främst av en robust privat konsumtion som fick näring av starka realinkomster för hushållen. Investeringsaktiviteten var överlag fortsatt svag även om byggandet hölls uppe relativt väl i Lettland och Litauen. **Att exporten steg med några procent** trots en BNP-tillväxt på anemiska 0,6-0,9 procent i Ryssland-eurozonen, ryskt rubelras och stagnation i Finland **berodde delvis på en framgångsrik geografisk diversifiering bort från Ryssland-Ukraina**, bl a i livsmedelssektorn som hämmades av det ryska importstoppet. Litauen har störst exponering mot Ryssland både vad gäller total export och livsmedel. Notabelt är dock att den absoluta lejonparten exporten till Ryssland, som utgör ca 20 procent, är utländska transitvaror.

I stora drag står sig denna konjunkturbild i Baltikum även 2015-2016 och mönstret är likartat i de tre länderna. **Privat**

konsumtion fortsätter att öka i god takt med draghjälp från reallöneökningar på i genomsnitt 4,5-5,5 procent (högst i Lettland) per år, gradvis sjunkande arbetslöshet och låga räntor även om kredittillväxten sannolikt förblir svag.

Konsumentförtroendet är historiskt högt; bara Litauen uppvisade en temporär svacka under den geopolitiska oron förra året. Att tillförsikten hos hushållen är god beror främst på de positiva löne- och arbetsmarknadstrenderna men också på att länderna har god såväl intern som extern balans. Små budget- och bytesbalansunderskott väntas i år. **Företagens investeringar ökar endast gradvis** framöver med stöd av EU-strukturmedel och bostadsbyggande. Osäkerheten runt Ukraina-konflikten blir en fortsatt hämsko för utländska investeringar även i den baltiska regionen. **Exporttillväxten varvar sakta upp** i år när Västeuropa växer snabbare men Ryssland tynger efterfrågan; först 2016 blir det lite bättre fart i exporten. Tillverkningsindustrins sentiment är också fortsatt tvekan, visar EU-kommissionens månatliga barometrar. Indikatoren har förbättrats marginellt de allra senaste månaderna och ligger på historiskt moderata nivåer – ännu något under noteringarna vid Ukraina-konfliktens utbrott.

Detta är BNP-prognoserna för Baltikum ländervis: Estlands starkt exportberoende ekonomi är sakta på väg upp ur en relativt djup svacka 2013-2014; BNP ökar med 2,2 procent i år och 2,7 procent 2016. Lettland får oförändrad tillväxt på 2,4 procent i år följt av en viss uppväxling till 2,7 procent 2016. Stundande presidentval kan ge politisk instabilitet i Lettland men ekonomin är robust. Litauens tillväxt dämpas något i år, till 2,6 procent, vilket också den fortsatta inbromsningen under första kvartalet signalerar. Nästa år stiger Litauens tillväxt till goda 3,5 procent. Potentiell tillväxt i de baltiska ekonomierna beräknas ligga på 3-3,5 procent. Det är sålunda en **hyfsad BNP-tillväxt som ligger i korten**.

Inflationen förblir låg i alla länder. **Men i Estland och Lettland studsar den nästa år upp relativt snabbt** till i genomsnitt drygt 2 procent. Inflationsuppgången följer av ett **högt lönekostnadstryck, särskilt i Estland** som under några år utmärkt sig med den snabbaste ökningen av enhetsarbetskraftskostnader i hela OECD-området (ca 6 procent per år senaste två åren). Att lönerna växer snabbt i Estland är delvis uttryck för att arbetslösheten sedan 2014 kommit ned under strukturell nivå på ca 8-9 procent (arbetslöshetsprognosen för 2015 är 6,5 procent). Under de närmaste åren når Lettland och Litauen sina jämviktsnivåer på ca 9-10 procent.

Stark tillväxt men nya ekonomisk-politiska utmaningar

- **Konsumtion och byggande driver tillväxten**
- **Bräcklig återhämtning för industrin**
- **Förnyad fart på bomarknaden ökar riskerna**
- **Högre KPI men fortsatt riksbankspress**

Den starka tillväxten i slutet av 2014 bekräftar bilden av en relativt god utveckling driven av stigande bostadsbyggande och konsumtion. Att återhämtningen i Västeuropa nu vinner terräng bidrar till att industriproduktion och varuexport återhämtar sig i år. Men underliggande osäkerhet både avseende världsekonomin och ekonomisk-politiska förutsättningar på hemmaplan hämmar utvecklingen, vilket bekräftas av svaga indikatorer de senaste månaderna. **BNP-prognosen för 2015 har justerats upp något till 3,0 procent**, främst på grund av en stark avslutning förra året. **För 2016 ligger prognosen kvar på 2,7 procent.**

Trots stigande inflation förblir Riksbanken under press att vidta ytterligare åtgärder. Inflationsförväntningarna ligger kvar en bit under målet och arbetslösheten är fortsatt hög. ECB:s omfattande QE-program gör att kronan tenderar att stärkas så snart marknaden tappar tron på mer stimulanser. Vi tror att **Riksbanken sänker reporäntan till -0,40 procent i juli vilket blir bottennivån.** En viss ökning av QE-programmet kan dessutom tillkomma. Accelererande kredittillväxt gör att riskerna med okonventionell penningpolitik är större i Sverige än i omvärlden. Men trots implementeringen av åtgärder inom makrotillsynen kommer Riksbanken knappast att ta ökad hänsyn till riskerna för finansiell stabilitet vid policyutformningen.

Industrin fortsätter tveka

Indikatorerna för industrisektorn visar en spretig utveckling även om en viss förbättring kan skönjas. Starkare konjunktur i Västeuropa tillsammans med en svagare krona talar för en starkare utveckling. Men hittills har industriproduktion och varuexport varit en besvikelse, vilket gör att bilden av bräcklig och osäker industrikonjunktur kvarstår. Trots svaghet för industrin steg total export i hyfsad takt under förra året genom att **tjänstexporten ökade med över 7 procent**. Stark tjänsteexport bidrar till att den totala exporten ökar med ca 4 procent per år 2015 och 2016, vilket är klart lägre än vad som varit normalt i återhämtningsfaser de senaste decennierna.

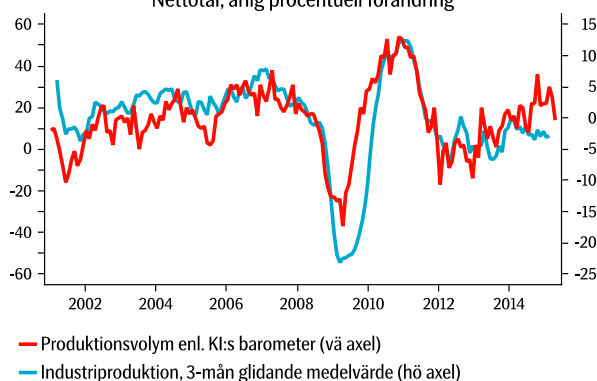
Bostadsbyggandet tar ytterligare fart

Totalt steg investeringarna med 6,5 procent 2014. Bostadsbyggandet ökade med hela 20 procent och svarar för mer än hälften av den totala investeringsuppgången. Starka uppgång-

ar för antalet påbörjade lägenheter i slutet av förra året talar för att bostadsbyggandet fortsätter att öka i ungefär samma höga takt i år. Även andra byggnadsinvesteringar ökade starkt medan t ex industrins investeringar stod och stampade.

Industriproduktionen överraskande svag

Nettotal, årlig procentuell förändring



Källa: SCB

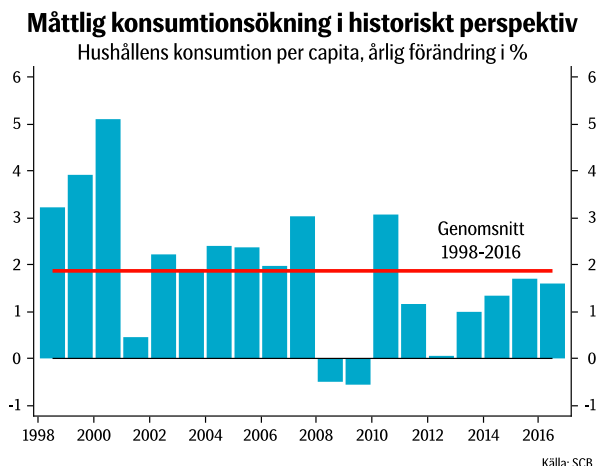
Som i många andra länder ser vi ett **försvagat samband mellan industrins vinster och investeringsvolymen**. Att många exportföretag inte räknar med att dagens svaga växelkurs ska bli bestående utan ser valutadrivna vinstnivåer som tillfälliga är en viktig förklaring till detta. Gradvis stigande efterfrågan i industrin talar för att investeringsuppgången breddas i år, vilket stöds av till exempel SCB:s investeringsenkät. **Totalt bedöms investeringarna öka med 7,0 procent i år och 6,5 procent under 2016**, vilket gör att investeringar är den snabbast ökande efterfrågekomponenten 2015-2016.

Ökad konsumtion trots tveksamma hushåll

Vid sidan av bostadsinvesteringar är stigande hushållskonsumtion den starkaste tillväxtdrivkraften. Låg inflation och stigande sysselsättning gör att **realinkomsterna ökar i god takt både i år och nästa år**. Höjda skatter dämpar visserligen uppgången en del, men detta motverkas av ökade bidrag till arbetslösa och sjuka. Totalt sett bedöms finanspolitiken ge ett neutralt bidrag till hushållens ekonomi 2015-2016. Konsumtionsuppgången får också stöd av starkt stigande tillgångspriser med bostadspriser som nu ökar med nästan 15 procent i årstakt. Trots dessa starka underliggande drivkrafter indikerar fortsatt högt sparande och måttliga nivåer på konsumentförtroende att hushållen känner en viss oro inför framtiden. Troligen bottnar detta i osäkerhet om såväl den internationella utvecklingen som den inhemska utvecklingen när det gäller t ex bostadsmarknaden och skatte- och välfärdspolitik på längre sikt.

Dessa faktorer kommer troligen att fortsätta hålla tillbaka konsumtionen och bidrar till att ökningen stannar under tre

procent per år under 2015 och 2016, vilket visserligen är starkt men ändå en bra bit lägre än toppnivåerna under historiska återhämtningar. Det är också viktigt att notera att stark befolkningstillväxt gör att tillväxten i konsumtion per capita ter sig än mer modest i ett historiskt perspektiv.



Ökade risker för huspriserna på sikt

Riksbankens aggressiva räntesänkningar på senare tid har gett ytterligare bränsle till den heta bostadsmarknaden. Uppgången i bostadspriser ligger **nu på nästan 15 procent i årstakt**; i linje med toppnivåerna de senaste tjugo åren. Förutom fallande räntor drivs prisuppgången av kraftigt växande befolkning och lågt utbud av bostäder. Till viss del kan de senaste månadernas acceleration också förklaras av att hushåll önskat genomföra sina bostadsköp innan de aviserade amorteringskraven på bolån införts. Införandet av detta var planerat till 1 augusti, men är nu uppskjutet av juridiska skäl.

Även om det är troligt att regeringen tar beslut som möjliggör införande av någon form av amorteringskrav det närmaste året accentueras problemen med verktyg som dämpar hushållens skuldsättning. Tidigare har t ex Konkursverket haft synpunkter på Bankförningens rekommendationer samt på direktiv från Finansinspektionen. Dessutom försvåras flera tänkbara åtgärder, t ex minskade ränteavdrag eller ökad fastighetsskatt, av tidigare vallöften. Detta lär innebära att **bostadspriserna fortsätter ytterligare uppåt under prognosperioden**. Svårigheterna att hitta verkningsfulla åtgärder inom makrotillsyn eller skattepolitik gör att riskerna för att ohållbara obalanser byggs upp på bostadsmarknaden har ökat.

Stark sysselsättning, men hög arbetslöshet

Uppgången i sysselsättning har fortsatt att accelerera med årliga tillväxttal på över 1,5 procent den senaste tiden. **Trots det biter sig arbetslösheten fast på en hög nivå**; ledande indikatorer tyder dessutom på att mönstret består. Orsaken till att arbetslösheten förblir hög är att arbetsutbudet drivs upp av en snabb befolkningstillväxt och ökat arbetskraftsdeltagande. Trots att uppgången i arbetskraftsdeltagande nu ser att plana ut drar befolkningstillväxten i motsatt riktning och resultatet ser ut att bli att **arbetslösheten faller mycket långsamt**. Jämfört med februari har prognoserna för både sysselsättning och arbetslöshet justerats upp. Såväl den snabba migrationen

och förändringar i finanspolitiken talar för att jämvikts-arbetslösheten långsamt är på väg upp och nu troligen ligger något under 7 procent.

Arbetsmarknaden

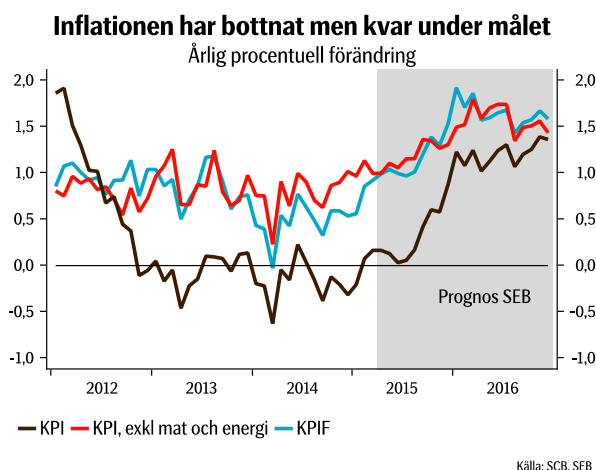
Årlig procentuell tillväxt

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

Källa: SCB, SEB

Högre inflation men under målet

En kombination av svag krona och högre bensinpriser bidrar till att inflationen gradvis stiger under andra halvan av 2015; i slutet av året ligger den årliga förändringen av KPIF nära 1,5 procent. Uppåttrycket från dessa faktorer kulminerar strax efter årsskiftet och avtar därefter gradvis. Men i januari 2016 bidrar istället högre indirekta skatter i form av minskat ROT-avdrag och höjd bensinskatt till att lyfta inflationen med 0,3-0,4 procentenheter. Måttliga löneökningar och låga världsmarknadspriser trycker ned inflationen under hela prognosperioden, vilket bidrar till att Riksbanken inte når tvåprocentsmålet. KPI-inflationen, som var nära noll i mars i år, väntas gradvis närma sig KPIF allteftersom nedåttrycket från lägre boräntekostnader trillar ur årstalen.



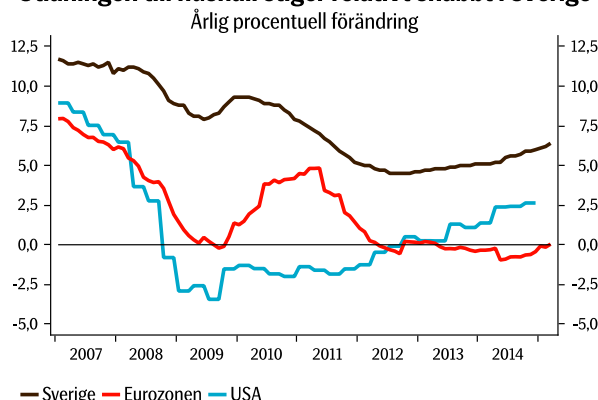
Riksbanken under fortsatt press

Stigande inflation och högre tillväxt ger Riksbanken visst andrum framöver men vi tror att ytterligare en sänkning kommer och att reporäntan sänks en sista gång i juli till **-0,40 procent**. Riksbanken kommer att vara under fortsatt press framöver när det gäller trovärdigheten för inflationsmålet. **Avtalsrörelsen 2016 blir mycket viktig** för inflationsmiljön på medellång sikt, men i nuläget ser det ut som om arbetsgivarsidan vill ha tydliga bevis för att Riksbanken verkligen kan och vill få upp inflationen innan man är beredd att gå med på högre löneökningar. Vår bedömning är att löneökningarna hamnar på en nivå som gör det svårt att nå upp till en inflation på 2 pro-

cent. På kort sikt är det främst riskerna för en kronförstärkning till följd av förväntningar att Riksbanken inte kan matcha ECB:s obligationsköp som sätter press. Vi tror dock att Riksbanken kommer att förskjuta fokus från EUR/SEK till vägda index (KIX eller TCW) och att dollarförstärkningen därmed ger lättnad.

Riksbanken utökade tillgångsköpen med 40-50 miljarder vid aprilmötet, men mer kan komma framöver; i första hand ytterligare tillgångsköp men även ett "funding for lending"-program kan sjösättas med kort varsel. Totalt innebär beslutade köp att balansräkningen ökar med 80-90 miljarder (2-2,5 procent av BNP). Givet att Fed och Bank of England höjer styrräntorna det närmaste året är det rimligt att även **Riksbanken inleder en höjningscykel i slutet av 2016.**

Utlåningen till hushåll stiger relativt snabbt i Sverige



Källa: Macrobond

Accelerationen i hushållens lån och huspriser visar på riskerna med nuvarande relativt sencykliska penningpolitiska stimulanser. Motsvarande risker i USA och eurozonen är betydligt mindre då dessa regioner anpassade bostadspriser och hushållsskulder nedåt under finanskrisen. Dessutom är uppgångarna i nuläget betydligt mer beskedliga, särskilt avseende skuldökning. Vi tror dock inte att ökande finansiella risker kommer att påverka penningpolitiken i speciellt hög grad i närtid.

Oväntat stora fall för tyska obligationsräntor har bidrag till att pressa ner också svenska räntor. Differensen mot Tyskland på 10-åriga obligationer har därtill fallit till 10-15 punkter, vilket är i linje med vår tidigare bedömning. Fortsatta köp av statsobligationer på den relativt lilla svenska obligationsmarknaden talar för att **räntespreadarna mot Tyskland fortsätter att falla ytterligare det närmaste halvåret**, vilket givet vår prognos på tyska räntor gör att den 10 åriga svenska statsobligationsräntan faller till rekordlåga 0,25 procent i slutet av 2015. Vår prognos att Riksbanken höjer räntan i slutet av nästa år bidrar till att spreaden vidgas på nytt och **tioårsräntan stiger till 1,25 procent i slutet av 2016.**

Kronan närmar sig botten

Ytterligare åtgärder från Riksbanken talar för att **kronan förblir svag de närmaste månaderna**. Vi tror att **kronan handlar kring 9,30 mot euron vid halvårsskiftet i år**. I längden får dock Riksbanken svårt att matcha ECB:s QE-politik samtidigt som en starkare världskonjunktur leder till att kronan

stärks och att **EUR/SEK går ned till 8,95 i december i år och vidare till 8,80 i slutet av 2016**. Mot dollarn förvägas kronan tydligt till ca 9,40 i slutet av 2015 varefter en viss återhämtning sker i samband med att euron stärks mot dollarn.

Nya finanspolitiska spelregler

I och med Vårbudgeten har regeringen börjat forma sin ekonomiska politik. Manöverutrymmet begränsas av att de offentliga finanserna i utgångsläget visar underskott och att regeringen ställt sig bakom principen att finansiera nya reformer "krona-för-krona". Därtill kommer att Decemberöverenskommelsen (DÖ) sätter restriktionen bl a när det gäller möjligheterna till förändringar i det finanspolitiska ramverket.

Vi räknar därför med en neutral/försiktigt expansiv finanspolitik där nya reformer finansieras men utgiftsökningar inom regelstyrda anslag som sjukpenning och migration försämrar saldot. De viktigaste skattehöjningar regeringen hittills genomfört eller aviserat är slopandet av nedsatta arbetsgivaravgifter för unga, sänkt ROT-avdrag, nedtrappat jobbskatteavdrag, beskattning av drivmedel, löneskatt för äldre och lägre uppräkningsbrytpunkten för statlig skatt. Totalt omfattar skattehöjningsförslagen från och med 2016 30-35 miljarder. En cyklisk förstärkning av skattetunga delar av ekonomin som sysselsättning, konsumtion och byggande bidrar till sjunkande offentligt underskott, från -1,9 procent 2014 till -0,7 procent av BNP 2016. Den offentliga skulden ligger kvar på drygt 40 procent av BNP. Utgiftstrycket för t ex migration, sjukförsäkring, försvar och infrastruktur innebär dock risker för en svagare saldoutveckling.

Sammantaget är det tydligt att regeringen är besvärade av de restriktioner som omger finanspolitiken. Ett tecken på detta var när regeringen öppnade för att byta ut målet om ett överskott i de offentliga finanserna på 1 procent av BNP till ett balansmål. Den allra senaste tiden har ledande regeringsföreträdare flaggat för att man också vill pröva möjligheter att hitta alternativa sätt att finansiera infrastruktursatsningar och andra åtgärder, t ex stimulanser för ökat bostadsbyggande. Metoderna kan vara att införa en särskild investeringsbudget eller att gå över från kassamässig till kostnadsmässig redovisning. Även statliga lånegarantier och projekt utanför budgeten med privat medverkan har diskuterats.

Att sådana idéer dyker upp i ett läge när penningpolitikens ammunition är på väg att ta slut samtidigt som arbetslösheten ligger kvar på en hög nivå är kanske inte konstigt. Men det finns många principiella invändningar som bidragit till att okonventionella finansieringslösningar regelmässigt har förkastats. En sådan är att det egentligen inte finns några skäl till att vissa typer av utgifter ska ha en särställning och inte ingå i den normala utgiftsprioriteringen. En annan är att även angelägna offentliga utgifter i längden måste finansieras. Om man av stabiliseringspolitiska skäl vill skjuta upp finansieringen kan man göra det inom nuvarande ramverk. Därtill kommer att förändringar av långsiktiga spelregler för offentliga finanser bör ske med bred parlamentarisk majoritet.

- **Demografiska förändringar ger lägre potentiell BNP-tillväxt**
- **Lägre trendtillväxt i EM-ekonomier i takt med högre teknisk nivå**
- **Svensk produktivitet vänder uppåt men tar inte igen förlorad mark**

Ett återkommande tema i de senaste årens policydiskussioner är frågan om världsekonomin står inför en längre period med låg tillväxt. En utveckling mot en lägre potentiell BNP skulle t.ex. innebära att den neutrala räntan – och därmed också den ränta centralbankerna ska sikta på i nästa höjningscykel – är lägre än tidigare.

Potentiell tillväxt och dess drivkrafter

Årlig procentuell förändring

OECD-länder	2001-2007	2008-14	2015-20
Totalt	2,3	1,4	1,7
Pot. Sysselsättning	0,6	0,3	0,2
Kapitalproduktivitet	0,9	0,6	0,7
Totalfaktorproduktivitet	0,8	0,5	0,8

Emerging Markets

Totalt	6,8	6,4	5,3
Pot. Sysselsättning	0,8	0,6	0,3
Kapitalproduktivitet	2,3	2,9	2,1
Totalfaktorproduktivitet	3,7	2,9	2,9

Källa: IMF-beräkningar

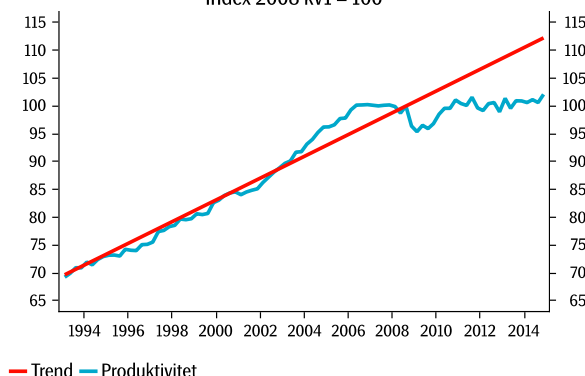
Bedömningar av potentiell BNP speglar utvecklingen av befolkningstillväxt (arbetsutbud) och investeringar (kapitalstockar) samt förändringar i totalfaktorproduktivitet. Inte minst den sistnämnda faktorn har varit omdiskuterad och kopplad till bl.a. synen på teknologiska framsteg efter IT-revolutionen. Enligt analyser av IMF¹ har totalfaktorproduktiviteten i de utvecklade ekonomierna varaktigt växlat ner jämfört med de uppdrivna nivåerna i början av 2000-talet. Denna nedgång speglar en kombination av avtagande produktivetsvinster kopplade till IT-investeringar inom framförallt den teknologi-intensiva IT- och telekomsektorn, men även delar av tjänstesektorn, främst handel och distribution. Överflyttning av sysselsatta från tillverkningsindustrin till tjänstjobb med lägre produktivitet har samtidigt bidragit till en dämpa produktivitetstillväxt i ekonomin som helhet.

Nedgången under den senaste perioden är dock i hög grad cyklisk. Efter en försvagning i inledningen av finanskrisen är nu produktivitetstillväxten tillbaka till den takt som gällde direkt innan krisen. Blickar vi framåt kommer den trendmässiga produktiviteten i viss mån att hämmas av de låga investeringarna under krisen. Det i nuläget ganska låga resursutnyttjandet bidrar därtill att hålla tillbaka investeringar, vilket är i linje med det historiska mönstret. Lägre tillväxt i arbetsutbudet till följd av en åldrande befolkning har dock större betydelse för att den potentiella BNP-tillväxten inte kommer tillbaka till de nivåer som gällde under perioden 2001-2007. Sammantaget stiger ändå den potentiella tillväxten något framöver jämfört med perioden 2008-2014.

Den potentiella tillväxten i EM-länder fick under krisen stöd av ökande investeringar, men denna faktor minskar nu i betydelse. Därtill minskar potentialen för produktivetsökningar till följd av att EM-ekonomierna tillgodoser sig den teknik som redan finns tillgänglig i utvecklade ekonomier (catching up). Liksom i de utvecklade länderna dämpas också den potentiella tillväxten av demografiska faktorer. Sammantaget blir den potentiella tillväxten perioden 2015-2020 1 till 1½ procentenheter lägre än den varit de senaste 15 åren, men fortfarande 3 gånger så hög som i de utvecklade ekonomierna.

Sverige: Stort gap till tidigare produktivitetstrend

Index 2008 kv1 = 100



Källa: SCB

Cykliska mönster även i Sverige

I Sverige har produktiviteten sedan krisen utvecklats ännu svagare än i omvärlden. En återgång till den tidigare trenden skulle lyfta produktivetsnivån med nästan 10 procent, men det finns i nuläget inget som tyder på en sådan utveckling. I Konjunkturbarmetern ger företagen t.ex. inte uttryck för några större förhoppningar om att kunna öka sin produktion med befintlig arbetskraft. Utplaningen i produktivitet har flera underliggande förklaringar. Den ekonomiska politikens inriktning på att minska sjukskrivningar och för tidspensioneringar i kombination med en stor invandring har bidragit till att sysselsättningen ökat bland personer med lägre produktivitet än genomsnittet. Samtidigt har en branschmässig förskjutning skett där

¹ "Where are we headed? Perspectives on potential output. World Economic Outlook, April 2015.

tjänstesektorer med lägre produktivitetsnivå ökat sin andel av ekonomin på bekostnad av högproduktiva industrisektorer.

Produktivitet

Årlig procentuell förändring

	Snitt 1996-2007	Snitt senaste 15 åren	Snitt senaste 2 åren
Industri	6,6	4,3	1,3
Byggnation	1,6	-0,3	3,5
Energi etc	-0,7	-0,5	-3,3
Detaljhandel	4,6	2,8	1,3
Fastighet	0,9	-0,9	-0,9
Övriga tjänster	1,8	1,1	1,5
Företagssektorn	3,5	2,0	1,2
Offentlig sektor	0,3	0,0	-1,2
BNP	2,7	1,8	0,7

Källa: SCB

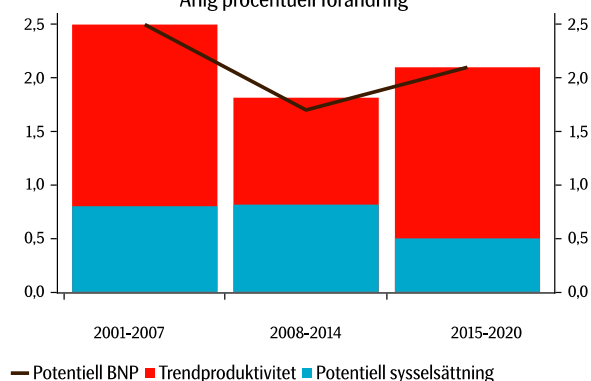
Även om inte gapet sluts i nivåtermer ser vi dock utsikter till att den årliga produktivitetstillväxten ska kunna återhämta sig i takt med en starkare konjunktur. Tabellen ovan visar den sektorvisa produktivitetstillväxten de senaste två åren i jämförelse med de senaste 15 åren samt den period före krisen (1996-2007) som uppvisade en mycket stark trend i ett historiskt perspektiv. Det är främst i den cykliskt nedpressade industrin som produktivitetstillväxten de senaste åren varit lägre än tidigare. En viss nedgång har skett också i detaljhandeln. Däremot uppvisar byggsektorn, där tillväxten nu ligger klart över det historiska genomsnittet, en ovanligt hög produktivitetstillväxt. Kategorin övriga tjänster visar också en kombination av hög aktivitetsnivå och god produktivitetstillväxt. Slutsatsen blir att en generellt högre produktionstillväxt framöver troligen lyfter produktivitetstakten.

Det är också värt att notera att BNP-produktiviteten de senaste åren har hämmats också av negativa tal för den offentliga sektorn (se tabell). Denna beräkning ska dock tolkas försiktigt eftersom mätmetoderna är oprövade. Det är bara några år sedan man i nationalräkenskaperna började beräkna den faktiska produktivitetens utvecklingen. Tidigare gjordes ett schablonantagande om oförändrad produktivitet.

När vi sätter samman vår analys av den potentiella tillväxten i Sverige ser vi samma mönster som i IMF:s kalkyler för hela OECD-området. I den svenska analysen har vi dock valt att använda den totala produktivitetstillväxten i ekonomin, dvs inklusive förändringar i kapitalstockar. I grafen nedan framgår vår slutsats att den potentiella BNP-tillväxten i Sverige ligger något över 2 procent perioden 2015-20. Det är framöverallt en lägre potentiell ökningstakt av sysselsättningen som gör att vi inte når tillbaka till samma trendtillväxt som före krisen. Bedömningen är dock osäker med tanke på svårigheterna att förutsäga storleken i migrationsströmmar och utfallet av integrationspolitiken.

Potentiell tillväxt

Årlig procentuell förändring

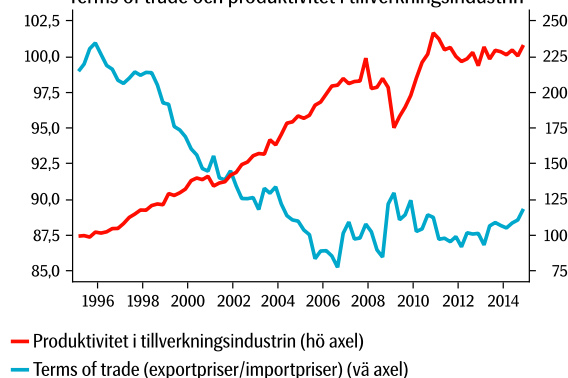


Källa: SEB

De faktiska inkomsterna i ekonomin påverkas också av priser på de varor och tjänster som produceras. Den kraftiga teknikutvecklingen i vissa sektorer, främst telekomprodukter, är en förklaring till mycket den snabba produktivitetstillväxten perioden 1996-2007. Den höga produktivitetstillväxten ledde dock till snabbt fallande världsmarknadspriser på dessa produkter, vilket återspeglades i en nedåtgående trend för Sveriges terms-of-trade (exportpris/importpriser) under samma period. Prisfallen gjorde att **välfärdsvinsten för Sverige var mindre än den höga produktiviteten antydde**. Sedan 2006 har terms-of-trade varit oförändrad eller svagt stigande, vilket mildrar effekterna av den lägre produktivitetstillväxten när det gäller nationalinkomsten i löpande priser. Skiftet i trenden för terms-of-trade motsvarar uppskattningsvis 0,2-0,3 procentenheter i trenden för produktiviteten på BNP-nivå.

Sämre tillväxt men förbättrad exportprisutveckling

Terms of trade och produktivitet i tillverkningsindustrin



Källa: SCB

Uppsidrisk när motvinden avtar

- Tillväxtriskerna nu på uppsidan
- Lägre bolåneräntor driver på bostadsmarknaden
- Räntehöjningar tidigast i höst

2014 hamnade tillväxten på 1,1 procent; en tiondel över SEB:s uppskattning. Efterfrågan från både företag och konsumenter sköt fart under slutet av året. **BNP ökade med 0,5 procent från tredje till fjärde kvartalet 2014 och ekonomin väntas behålla denna tillväxttakt under större delen av 2015** med en viss acceleration i slutet på året.

I tidigare *Nordic Outlook* har vi pekat på både uppsides- och nedsidesrisker. Bedömningen är dock att nedsidesriskerna, främst kopplade till svaghet i eurozonen, avtar. SEB reviderar upp tillväxten i eurozonen 2015 och 2016 med omkring en halv procentenhet. Starkare handelskopplingar till närliggande länder gör att detta har större betydelse än nedrevideringar av amerikansk och global tillväxt. Vi håller fast vid prognosen om en **BNP-tillväxt på 2 procent 2015 och 2,5 procent 2016, men riskerna ligger nu på uppsidan.**

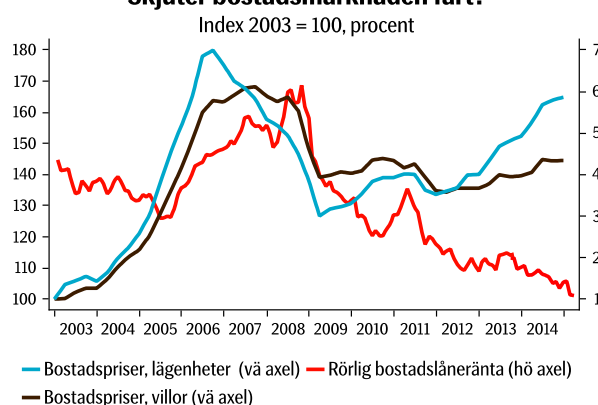
Konsumtionen väntas accelerera ytterligare drivet av starkare arbetsmarknad, stigande realinkomster (lägre oljepris) trots måttliga löneökningar samt i större utsträckning under 2015 än tidigare även av stigande bostadspriser. Investeringar och export får dessutom stöd från förbättrade utsikter i eurozonen.

Inflationen kommer fortsätta vara måttlig med löneökningar under historiska nivåer. Kärninflationen har dock ökat sedan november. **Inflationen väntas hamna på 0,4 procent 2015 och på 1,2 procent 2016** och överstiger därmed inflationen i eurozonen med en halv procentenhet.

Bostadsmarknaden får näring från en energirik cocktail av stimulerande politik, förbättring av fundamenta och starkt sentiment vilket kommer att stärka dynamiken på marknaden och därmed sannolikt leda till snabbare prisökningar. Anekdotisk information (mäklare) indikerar att detta redan börjar ske. Bostadspriserna har under en tid återhämtat sig från fallet på 20-30 procent 2006 till 2009 och den positiva trenden får nu sannolikt ytterligare en skjuts. Framför allt har Danmarks Nationalbanks räntesänkningar (en reaktion på attacken mot valutapeggen och ECB:s QE-program) tryckt inlåningsräntorna djupt ned i negativt territorium. Utvecklingen har spilt över på bostadsräntorna som nått nya lägstanivåer. Detta gäller inte bara de korta räntorna utan även 30-årsräntan.

Även om endast en tredjedel av bolånefinansieringen idag utgörs av 30-årslån med fast ränta (för femton år sedan löpte alla lån på 30 år) spelar dessa fortfarande en dominerande roll för bolåneutlåningen. Bankerna använder trettioårslånen som riktlinje; för de flesta hushåll som klarar att finansiera ett bostadsköp med 30-årsränta godkänns kreditansökan. Den senaste tidens nedgång för långräntorna kan därför få tydligt positivt genomslag på volymen av godkända kreditansökningar och därmed leda till ett **starkare momentum för bostäder** samt en **positiv tillväxtimpuls för realekonomin**. Detta är en **tydlig uppsidesrisk** för prognosen för 2016.

Skjuter bostadsmarknaden fart?



Källa: Statistics Denmark, SEB

Det är osannolikt att Nationalbanken höjer styrräntan under 2015 trots att trycket mot kronen avtagit. Något återflöde av det stora valutainflödet (300 miljarder kroner) i början av första kvartalet har ännu inte inträffat. Valutareserven var oförändrad i mars trots att kronen försvagats mot euron. Vår bedömning är att det krävs ett utflöde på omkring 75-100 miljarder kroner för att Nationalbanken ska röra styrräntan. Centralbanken beslöt även att sluta utfärda statsobligationer under den mest intensiva attacken mot valutapeggen. En negativ sidoeffekt var en tydlig minskning av likviditeten. Innan räntehöjningar kan inledas måste återstart av obligationsemissionerna prioriteras. Marknaden har prisat in en för snabb normalisering av den dansk-tyska räntespreaden vid en tidpunkt då ECB pumpar ut miljarder genom QE-programmet samtidigt som osäkerheten kring Grekland finns kvar i bakgrunden.

Senast 15 september måste **parlamentsval** genomföras. Vår bedömning är dock att den ekonomiska politiken inte kommer att ändras i någon större utsträckning oavsett vem som vinner då den ligger i den politiska mittfåran.

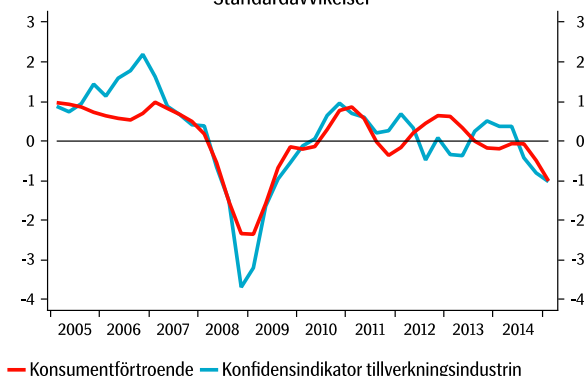
Tillväxt klart under trend i år

- **Prognoserna justeras aningen nedåt**
- **Inflationen dämpas något**
- **Norges Bank levererar ännu en sänkning**

Utsikterna för norsk ekonomi färgas på kort sikt av en kraftig nedväxling i investeringarna i oljesektorn. Negativa impulser från denna sektor har redan lett till en dämpning av aktiviteten i ekonomin som helhet, men vi har ännu inte sett det fulla genomslaget och vissa effekter kommer med fördröjning.

Tillväxten i fastlands-BNP – exklusive olja/gas och shipping – är på väg klart under trend, men utvecklingen är hittills inte lika dyster som barometerundersökningarna antyder. Nivåerna för konsumentförtroende och sentimentet i tillverkningsindustrin är långt under det historiska snittet och de lägsta sedan 2009.

Barometrar indikerar svag tillväxt
Standardavvikelser



Källa: Statistisk Sentralbyrå, norska finansdepartementet, SEB

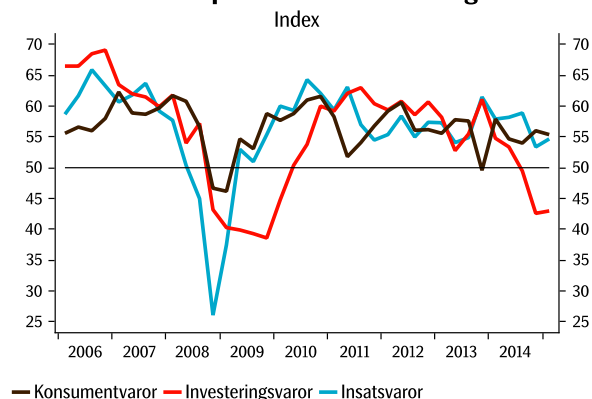
Prognoserna för **fastlands-BNP** har justerats ned marginellt jämfört med *Nordic Outlook* i februari till **1,6 procent för 2015**, följt av **2,2 procent 2016** – nästan samma som 2014 – men riskerna för nästa år ligger på nedsidan. **Total BNP** väntas fortfarande stiga **1,0 procent under 2015** men **prognosen för 2016 skärs ner till 1,6 procent** på den utdragna svagheten i investeringarna i oljesektorn. På detta område pekar prognosen fortfarande mot ett fall på 14 procent i år, medan den för 2016 har sänkts till en nedgång på 8 procent.

Investeringsvaror känner av kyligare vindar

Tillverkningsindustrin visade överraskande styrka ända fram till slutet av 2014, men de negativa effekterna från svaga investeringar i oljesektorn börjar nu sätta sina spår. Aktiviteten i investeringsvarusektorn har vänt ned, vilket var att vänta givet den markant försvagade trend för orderingången som tidigare rapporterats av producenterna. Produktionen av

insatsvaror har också påverkats negativt, men aktiviteten i denna exportinriktade sektor borde snart vända runt. Utländsk efterfrågan stärks nu i linje med bättre tillväxt på Norges främsta exportmarknader i Europa, och med en förbättrad konkurrenskraft från svagare NOK och långsammare löneökningar. Exporten av icke-petroleumvaror har saktat av efter en stark uppgång under 2014, men tillväxten under helåret 2015 bör fortfarande hamna högre, och motverka effekterna av generellt svagare efterfrågan på hemmaplan.

Vitt skilda produktionsförväntningar



Källa: Statistisk Sentralbyrå, Norge

Barometern för tillverkningsindustrin indikerar lägre aktivitet framöver efter viss ytterligare nedgång till den lägsta nivån på sex år, under påverkan av investeringsvarusektorn. Spridnings-effekterna verkar dock vara begränsade, producenter av insats- och konsumentvaror ser fortsatt växande efterfrågan.

Svag konsumtion

Svagare tillväxt ser ut att sätta större avtryck på arbetsmarknaden. AKU-arbetslösheten steg till 4,1 procent under första kvartalet, högsta på flera år, från (överdrivet) låga 3,2 procent i mitten av 2014. Detta speglar delvis en snabb ökning i arbetskraften, men sysselsättningen vände till synes abrupt ner under första kvartalet från starka tillväxttal i början av 2015 (vilket bromsat den årliga ökningstakten till endast 0,9 procent). Arbetsmarknaden har otvivelaktigt försvagats, men omfattningen av den allra senaste sysselsättningsnedgången verkar överdriven och borde delvis tas tillbaka.

Helårsprognosen för privat konsumtion väntas hamna aningens lägre på 2,0 procent för 2015, en måttlig takt med norska mått mätt. Varukonsumtionen var dock överraskande stark under första kvartalet; den kvartalsvisa förändringstakten sjönk bara marginellt från de goda tillväxttalen föregående kvartal. Vi väntar oss ändå en viss inbromsning framöver även om den bör vara övergående givet vår prognos om en konsumtionsökning på 2,5 procent 2016.

Ökningstakten i hushållens reala disponibla inkomster är på väg att sakta ned från 2,5 procent under 2014. Efter en oväntat tydlig avmattning i lönetillväxten från 3,9 procent under 2013 till 3,1 procent 2014, ser de löneavtal som hittills slutits i den privata sektorn ut att tyda på en fortsatt inbromsning: Prognosen för **total lönetillväxt 2015 har sänkts till 2,8 procent** vilket skulle vara den första under 3 procent på 20 år.

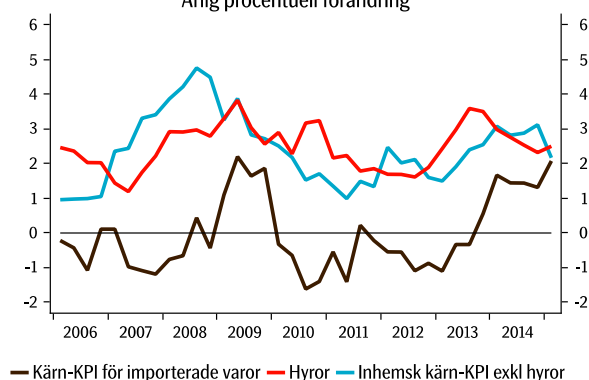
Inflationen dämpas bara långsamt

Konsumentpriserna har visat en ganska stabil trend sedan den tydliga uppgången under andra halvan av 2013. Sedan början av 2014 har KPI-inflationen fluktuerat nära 2,0 procent medan kärninflationen, inflation ex skatter och energi, i genomsnitt varit 2,4 procent, i linje med det medelfristiga målet.

Utvecklingen kontrasterar mot de överraskande låga talen under mitten 2010 till våren 2013 när kärninflationen var 1,1 procent i genomsnitt trots en tillväxt i fastlands-BNP på eller över trend och genomsnittlig lönetillväxt på 4,0 procent under 2010-12. Vi såg då få bevis på att den låga inflationen skulle vara ett resultat av svag efterfrågan. De sektorer som höll tillbaka inhemsk inflation var tvärtom desamma som de som från efterfrågesidan visade en tillväxt över genomsnittet.

Inflationen modereras något framöver

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistisk Sentralbyrå Norge, SEB

Det senaste årets rätt stabila inflation kan verka förbryllande givet en skarp nedgång i Europa, svag aktivitet på hemmaplan och avtagande kostnadstryck. Det första man bör notera är att oljeprisfallet har mindre effekt i Norge eftersom vattenkraft är den dominerande energikällan och el svarar för en något större andel av KPI-korgen än bensin. Faktum är att elpriserna för närvarande är "neutrala" för den totala inflationen medan de drog ned den ganska mycket för ett år sedan.

För det andra avskärmas matpriser i någon mån från den internationella utvecklingen på grund av importrestriktioner och höga tullar (de kraftigt lägre prisökningarna på mat under mars ser överdrivna ut). Därutöver är räntor inte lika viktiga för bostadskomponenten som i till exempel Sverige. I Norge är hyrorna i större utsträckning knutna till total KPI-inflation på grund av en högre grad av indexering samt underhållskostnader. Hyrorna ledde till en början uppgången i inflationen, och medan årstakten har modererats sedan toppen i slutet av 2013, lägger den senaste trenden kring 2,5 procent ett golv under inhemsk inflation.

Förändringar i växelkursen kan, slutligen, göra ganska stora avtryck eftersom importerade varor utgör 28 procent av KPI-korgen och nästan en tredjedel av kärn-KPI-index. Efter att ha bidragit negativt till totalen under fyra års tid, har priserna på importerade varor höjt inflationen sedan slutet av 2013 i en fördröjd reaktion på den tydliga kronförsvagningen.

Prognosen är en **kärninflation på i genomsnitt 2,3 procent under 2015**, delvis då valutaeffekter kan sätta ett visst tryck uppåt under de kommande månaderna, följt av en **viss moderering under 2016 till 2,1 procent**. Inflationstrenden bör vara kvar över övriga Europa. Även om tillväxten just nu är under trend, är mängden lediga resurser i den norska ekonomin – mätt med produktionsgapet (måttligt negativt) eller med arbetslösheten i förhållande till historiska mått – mycket mindre. Lönetillväxten saktar visserligen av, men är fortfarande högre och kommer så förbli även under nästa år. Det underliggande inhemska kostnadstrycket skiljer sig således.

Norges Bank fokuserar på NOK

Norges Banks beslut att lämna räntan oförändrad i mars tyder på en ovilja att sänka ytterligare, men makroprognoserna i den Penningpolitiska Rapporten i mars ger stöd för ännu en sänkning i maj eller juni. Data måste överträffa centralbankens egna prognoser för att den ska avstå från att sänka. Vi tror att avtagande aktivitet och försämrat produktionsgap förmodligen **räcker för att utlösa ännu en 25-punktersänkning till 1,0 procent under första halvan av 2015**. Vi är övertygade om att Norges Bank i första hand fortsatt siktar på att behålla NOK svag, men inte nödvändigtvis svagare. Givet marknadens förväntningar om nästan två sänkningar i år, skulle oförändrad ränta resultera i en omfattande, och oönskad, NOK-förstärkning. Våra makroutsikter ger dock inget stöd för några betydande penningpolitiska lättnader. Vi tror att **Norges Bank åter höjer räntan till 1,25 procent i december 2016**.

Växelkursen är nära kopplad till utsikterna för Norges Banks räntepolitik och kronan drivs mer av valutaspekulation än kapitalflöden. Penningpolitiken ses fortfarande som en smått negativ faktor för NOK och riskerar att pressa upp EUR/NOK-kursen på kort sikt. Marknadens ränteförväntningar är dock aggressiva och en omvärdering i synen på Norges Bank under andra halvåret 2015 är trolig. Tillsammans med rekylerande oljepriser gör detta att NOK kan handlas högre under andra halvan av året. Vi väntar oss **NOK stärks gradvis mot euron till 8,25 respektive 8,10 i slutet av 2015 och 2016**.

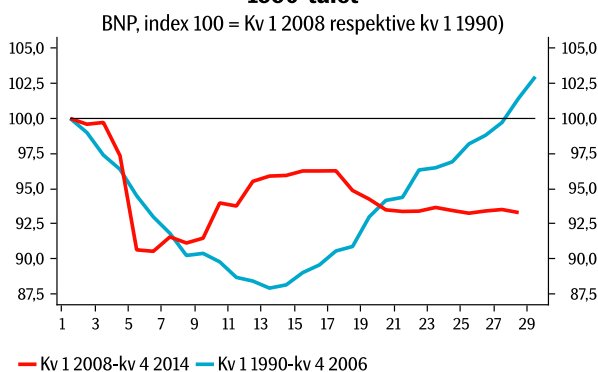
Norska statsobligationer (NGB:s) får stöd av kommande återköp av den kortaste obligationen i maj eftersom dessa belopp normalt återinvesteras över hela kurvan. Detta bör bidra till att minska 10-årsspreaden mot Tyskland. NGB:s ger alltså en betydande meravkastning i förhållande till de tyska motsvarigheterna och positiva långsiktiga utsikter för kronen bör ge stöd för en minskad räntespread under senare delen av året. Det finns också tecken på att det planerade bruttoutbudet på 50 mdr NOK är på väg att sänkas vilket pekar i samma riktning. Överlag väntar vi oss att **10-årsspreaden mot Tyskland spreadar ihop något till 90 i slutet av året**, motsvarande en 10-årsränta på **1,10 procent**.

Fortsatt motvind och svaga utsikter

- **Högsta arbetslösheten på 10 år**
- **Lågt oljepris och svag euro ger viss lättnad och gynnar exporten**
- **Ny regering fortsätter sparpolitiken**

Finsk ekonomi är fortsatt svag och någon återhämtning i linje med övriga nordiska länder och Europa är inte i sikte. De strukturella och konjunkturella problemen som landet brottats med de senaste åren gör att **utgångsläget är svagt**; BNP-nivån ligger nära 7 procent lägre än innan krisen. Motsvarande siffra för eurozonen och Sverige är -1 respektive +7 procent; utvecklingen har varit klart sämre än efter recessionen i början av 1990-talet. **Indikatorer pekar på en tillväxt precis över nollstrecket**; industriproduktion och export har fallit de tre senaste månaderna, konsumtionen är svag och bostadspriserna faller. Ljuspunkterna är låg inflation som ger reallöneökningar och en svagare euro som förbättrar konkurrenskraften och exporten. Men de negativa krafterna förhindrar annat än en mycket svag återhämtning, trots låg BNP-nivå. **BNP växer med 0,4 respektive 1,0 procent 2015 och 2016.**

Klart svagare BNP-utveckling än recessionen på 1990-talet



Indikatorsvagheterna är bredbaserade, även om trenden inom bygg och industri är mer negativ än för tjänstesektorn. Det finns dock tecken på att exportindustrin kan styra om leveranser till andra länder när handeln med Ryssland faller. Detta bidrar till att exporten tar sig upp över nollstrecket 2015, vilket i kombination med en svag importutveckling räcker för att **nettoexporten ska ge positiva tillväxtbidrag**. Bytesbalansen ligger 2015-2016 kvar på ett underskott motsvarande ca 2 procent av BNP. Investeringarna, som fallit med drygt 5 procent två år i rad, fortsätter att pressas av ledig kapacitet och

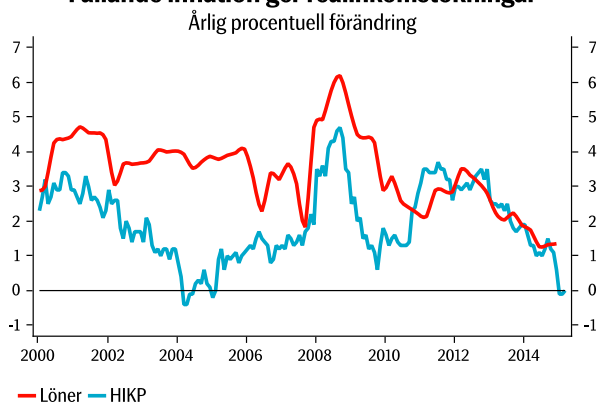
bristande framtidstro. Även bygginvesteringarna blir svaga; bostadsmarknaden är skakig och priserna faller svagt. Att utlåningen till företagen fortsätter att öka med ca 5 procent tyder dock på en viss aktivitet på investeringsfronten.

Arbetsmarknaden har också varit en besvikelse.

Nedgången i arbetslöshet under 2014 har brutits. Trots en hyfsad nivå på antalet lediga platser stiger arbetslösheten åter och ligger nu på 9,4 procent, klart över jämvikt på 7,5-8,0 procent, vilket indikerar vissa matchningsproblem. **Arbetslösheten fortsätter att stiga** något ytterligare innan den planar ut och faller långsamt 2016.

Hushållen drar i olika riktning. Å ena sidan växlar löneökningarna ner samtidigt som arbetslösheten stiger och finanspolitiken är kontraktiv. Å andra sidan ger nedpressad inflation reallöneökningar, räntor är låga och börsen har stigit. Inflationen förblir dämpad de kommande åren, bland annat drivet av att lönerna pressas nedåt av behovet att återställa konkurrenskraften. Sparkvoten har fallit de senaste åren men planar nu ut. **Efter två års fall blir konsumtionen svag 2015 och 2016; upp 0,2 respektive 0,5 procent.** Fortsatt hög arbetslöshet och svag bostadsmarknad utgör nedåtrisker.

Fallande inflation ger realinkomstökningar



Finanspolitiken efter valet i april blir fortsatt kontraktiv. Det offentliga underskottet steg 2014 till 3,2 procent av BNP; över EU:s 3-procentsgräns för första gången sedan eurointraedet. Den offentliga skulden uppgick 2014 till 59,3 procent av BNP – precis under 60-procentsgränsen. **Nya regeringen innebär inte någon rejäl omsvängning av politiken.** Fortsatt fokus på att spara och få ner underskotten kompletteras med försök att förbättra arbetsmarknaden, reformera sjukvård och besparingar på kommunal nivå.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

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

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr USD	2013	2014	2015	2016
BNP	17 704	2,2	2,4	2,7	3,2
Privat konsumtion	12 120	2,4	2,5	3,1	2,8
Offentlig konsumtion	3 189	-2,0	-0,2	0,1	0,0
Bruttoinvesteringar	2 943	4,7	5,4	4,8	8,4
Lagerinvesteringar		0,0	0,0	0,2	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	2 352	3,0	3,2	2,4	6,1
Import	2 902	1,1	4,0	5,1	5,7
Arbetslöshet (%)		7,4	6,2	5,3	4,7
KPI		1,5	1,6	0,1	2,1
Hushållens sparkvot (%)		4,9	4,8	5,8	6,5

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr EUR	2013	2014	2015	2016
BNP	10 750	-0,4	0,9	1,7	2,1
Privat konsumtion	5 627	-0,7	1,0	1,6	1,8
Offentlig konsumtion	2 123	0,3	0,7	0,5	0,5
Bruttoinvesteringar		-2,5	1,0	1,6	2,2
Lagerinvesteringar		0,0	-0,1	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	4 456	2,1	3,7	4,5	5,0
Import	4 067	1,3	3,8	4,0	4,2
Arbetslöshet (%)		12,0	11,6	11,1	10,7
KPI		1,4	0,4	0,0	0,8
Hushållens sparkvot (%)		6,7	6,9	7,1	6,9

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

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

Inflation

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

Arbetslöshet, (%)

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

ÖSTEUROPA

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

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	3,2	0,5	0,5	2,3
Lettland	0,0	0,7	0,7	2,1
Litauen	1,2	0,2	-0,4	0,3
Polen	0,8	0,1	0,0	1,5
Ryssland	6,8	7,8	14,0	8,0
Ukraina	-0,3	12,1	37,0	18,0

FINANSIELLA PROGNOSE

		30-apr	sep-15	dec-15	jun-16	dec-16
Officiella räntor						
USA	Fed funds	0,25	0,50	0,75	1,25	1,50
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
Obligationsräntor						
USA	10 år	2,04	2,10	2,20	2,45	2,70
Japan	10 år	0,33	0,30	0,35	0,40	0,45
Tyskland	10 år	0,36	0,10	0,20	0,50	0,75
Storbritannien	10 år	1,84	1,75	1,90	2,20	2,45
Växelkurser						
USD/JPY		120	125	130	135	140
EUR/USD		1,12	1,00	0,95	0,98	1,00
EUR/JPY		134	125	124	132	140
GBP/USD		1,54	1,46	1,45	1,48	1,50
EUR/GBP		0,73	0,69	0,66	0,66	0,67

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr SEK	2013	2014	2015	2016
BNP	3 908	1,3	2,1	3,0	2,7
BNP, dagkorrigerat		1,3	2,1	2,8	2,5
Privat konsumtion	1 817	1,9	2,4	2,8	2,7
Offentlig konsumtion	1 029	0,7	1,9	1,0	0,8
Bruttoinvesteringar	904	-0,4	6,5	7,0	6,5
Lagerinvesteringar	8	0,0	0,2	0,1	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 745	-0,2	3,3	3,9	4,3
Import	1 594	-0,7	6,5	4,7	5,4
Arbetslöshet (%)		8,0	7,9	7,6	7,3
Sysselsättning		1,1	1,4	1,5	1,1
Industriproduktion		-4,0	-2,0	2,5	3,0
KPI		0,0	-0,2	0,2	1,2
KPIF		0,9	0,5	1,1	1,6
Timlöneökningar		2,6	2,9	2,8	3,0
Hushållens sparkvot (%)		15,6	16,0	15,6	14,7
Real disponibel inkomst		2,1	2,7	2,6	1,6
Handelsbalans, % av BNP		1,4	0,8	1,0	1,0
Bytesbalans, % av BNP		6,9	5,8	5,7	5,8
Statligt lånebehov, mdr SEK		131	72	65	17
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,4	-1,9	-1,3	-0,7
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38,7	43,9	44,3	43,6

FINANSIELLA PROGNOSE	30-apr	sep-15	dec-15	jun-16	dec-16
Reporänta	-0,25	-0,40	-0,40	-0,40	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	-0,21	-0,35	-0,35	-0,30	0,15
10-års ränta	0,49	0,10	0,25	0,90	1,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	13	0	5	40	50
USD/SEK	8,35	9,15	9,42	8,98	8,80
EUR/SEK	9,35	9,15	8,95	8,80	8,80
TCW	131,0	131,6	130,5	127,3	126,5
KIX	113,3	113,8	112,8	110,0	109,4

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr NOK	2013	2014	2015	2016
BNP	3 054	0,7	2,2	1,0	1,6
BNP (Fastlandet)	2 402	2,3	2,3	1,6	2,2
Privat konsumtion	1 227	2,1	2,1	2,0	2,5
Offentlig konsumtion	645	1,7	2,5	2,5	2,3
Bruttoinvesteringar	713	6,8	1,2	-3,5	1,2
Lagerinvesteringar		0,4	0,4	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 189	-3,0	1,7	2,0	2,1
Import	870	4,3	1,6	1,4	3,2
Arbetslöshet (%)		3,5	3,5	4,2	4,3
KPI		2,1	2,0	2,2	2,2
KPI-JAE		1,6	2,4	2,3	2,1
Årslöneökningar		3,9	3,1	2,8	3,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	30-apr	sep-15	dec-15	jun-16	dec-16
Folioränta	1,25	1,00	1,00	1,00	1,25
10-års ränta	1,53	1,20	1,10	1,30	1,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	117	110	90	80	85
USD/NOK	7,54	8,45	8,68	8,37	8,10
EUR/NOK	8,44	8,45	8,25	8,20	8,10

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr DKK	2013	2014	2015	2016
BNP	1 919	-0,5	1,1	2,0	2,5
Privat konsumtion	904	0,1	0,7	2,5	3,0
Offentlig konsumtion	513	-0,5	1,4	1,3	0,5
Bruttoinvesteringar	359	1,0	3,7	4,0	4,3
Lagerinvesteringar		-0,2	0,2	0,1	-0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 030	0,8	2,6	3,1	4,9
Import	929	1,5	3,8	4,0	5,0
Arbetslöshet (%)		4,4	4,0	3,8	3,5
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		7,0	6,5	5,8	5,0
KPI, harmoniserat		0,8	0,6	0,4	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

	30-apr	sep-15	dec-15	jun-16	dec-16
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
10-års ränta	0,46	0,20	0,25	0,55	0,80
10-års räntedifferens mot Tyskland	10	10	5	5	5
USD/DKK	6,66	7,46	7,85	7,61	7,46
EUR/DKK	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr EUR	2013	2014	2015	2016
BNP	206	-1,3	-0,1	0,4	1,0
Privat konsumtion	113	-0,6	-0,2	0,2	0,5
Offentlig konsumtion	51	0,6	0,2	0,2	0,4
Bruttoinvesteringar	41	-5,3	-5,1	0,1	2,0
Lagerinvesteringar		-0,3	0,6	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	76	-0,7	-0,4	2,0	3,7
Import	77	-1,6	-1,4	1,5	3,2
Arbetslöshet (%)		8,4	8,7	9,4	9,1
KPI, harmoniserat		2,2	1,2	0,0	0,6
Timlöneökningar		2,1	1,5	1,5	1,8
Bytesbalans, % av BNP		-1,8	-1,9	-2,0	-1,8
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,5	-3,2	-2,8	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		55,8	59,3	61,5	62,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

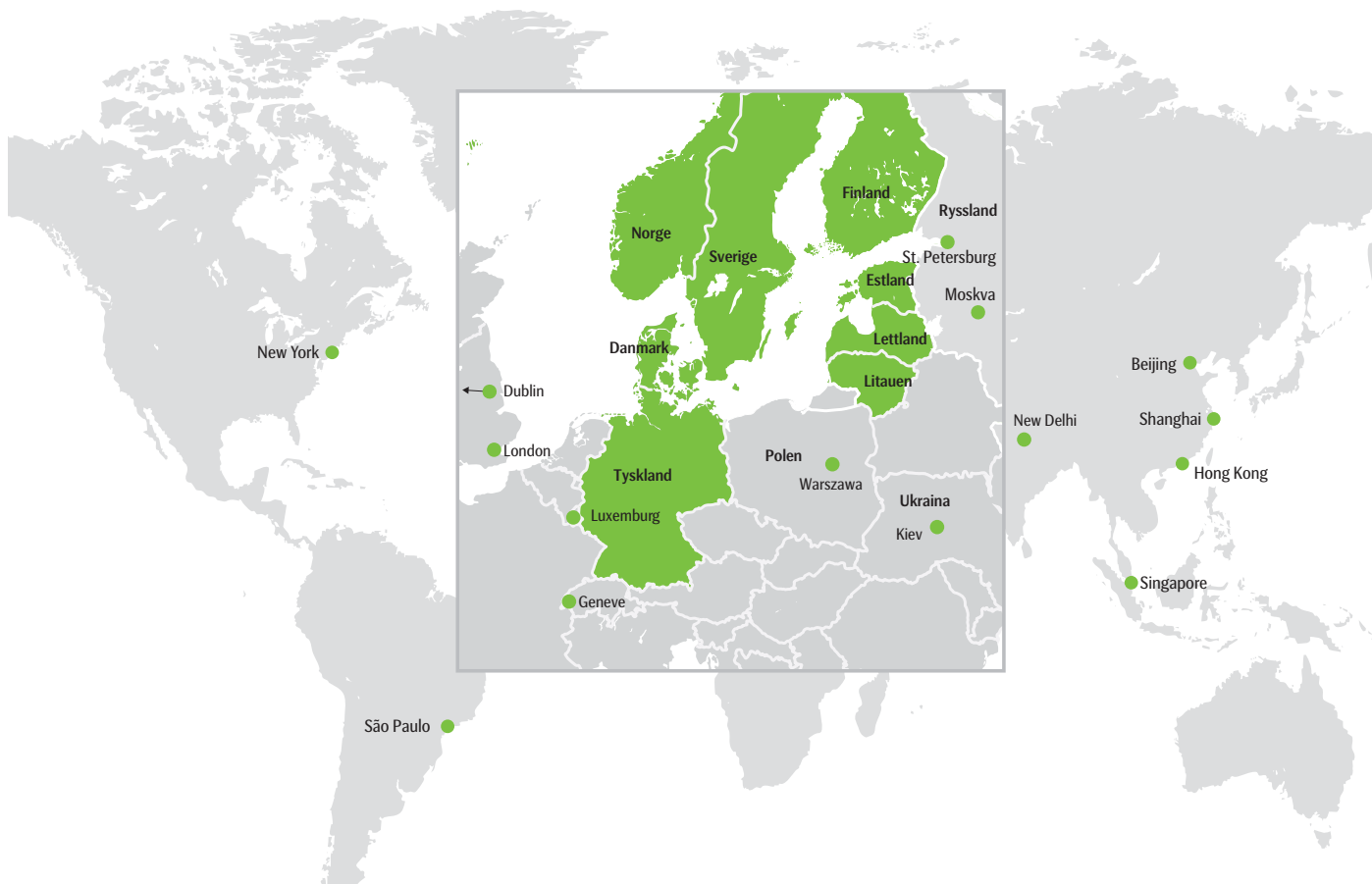
Nordic Outlook finns också tillgänglig på Internet: www.sebgroup.com/sv under senaste expertrapporterna.

För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för SEBs kunder gå in på www.seb.se/research. Här krävs ett lösenord som är exklusivt för bankens kunder. Din kontaktperson inom SEB kan ge dig 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 svarar inte för förlust eller skada – direkt eller indirekt, eller av vad slag det vara må – som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll.

Materialet är avsett för mottagaren, all spridning, distribuering, mångfaldigande eller annan användning av denna rapport får inte ske utan SEB:s medgivande. Distributionen av detta dokument kan vidare vara begränsad enligt lag. Denna rapport får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 31 mars 2015 uppgick koncernens balansomslutning till 2 979 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 832 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 000 medarbetare. Läs mer om SEB på 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.