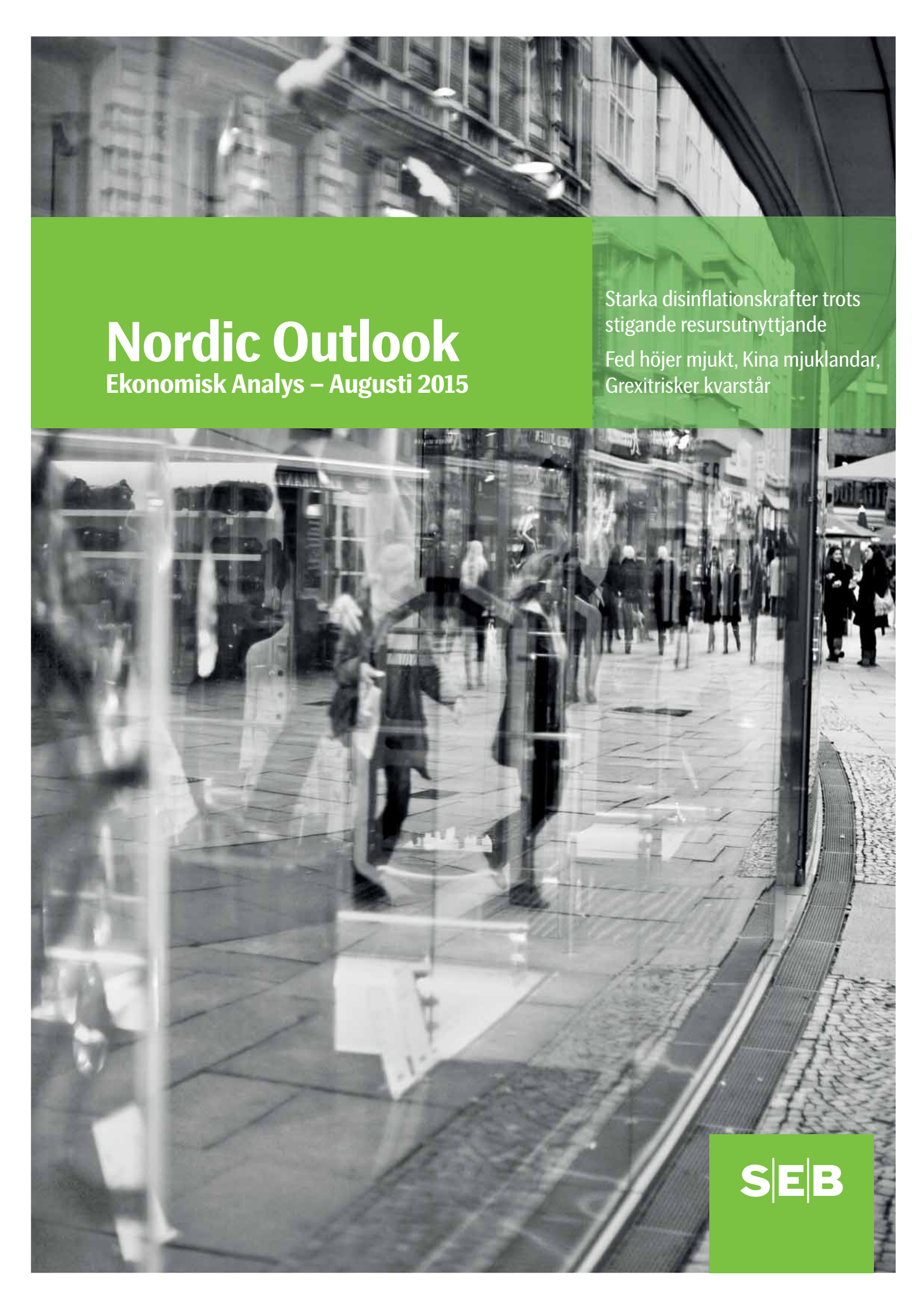




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Augusti 2015

Starka disinflationskrafter trots
stigande resursutnyttjande

Fed höjer mjukt, Kina mjuklandar,
Grexitrisker kvarstår

SEB

Internationell översikt	5
Tema: Långgräntans färdriktning	13
USA	15
Japan	20
Asien	21
Eurozonen	24
Tema: Europa, Grekland & euron – framtiden	28
Storbritannien	30
Östeuropa	31
Baltikum	33
Sverige	34
Tema: Avtalsrörelsen löser inte Riksbankens dilemma	39
Danmark	41
Norge	43
Finland	46
Nyckeldata	48

Fördjupningsrutor

Internationell översikt: Varför devalverar Kina?	7
Internationell översikt: Fedhöjningar och policymisstag	10
USA: Grekland rubbar inte USA-konjunkturen	16
USA: Handelsavtal av strategisk vikt	18
USA: Återhämtningen kan bli rekordlång	19
Asien: Begynnande indisk energikris riskerar slå mot långsiktig tillväxt	23
Eurozonen: Val med lägre osäkerhetsfaktor	27
Danmark: Ny regering, ny politik, samma ekonomi	42

Denna rapport publicerades den 25 augusti 2015.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 20 augusti 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

Starka disinflationskrafter trots stigande resursutnyttjande

- **USA växlar upp trots försiktiga hushåll**
- **Eurozonen står emot greklandskrisen**
- **Mjuklandning i Kina trots devalveringsoro**
- **Allt tydligare strukturproblem i EM-länder**
- **Fed inleder mjuk höjningscykel i höst**
- **EUR/USD vänder tillbaka nedåt**

Världsekonomin tvekar och visar ingen tydlig färdriktning.

USA-ekonomin har inte riktigt lyft även om arbetsmarknaden fortsätter att visa styrka. I **Japan** har första halvåret präglats av svag konsumtion och exportbesvikelse. Återhämtningen i **eurozonen** har fortsatt i måttlig takt utan att hämmas nämnvärt av greklandskrisen, samtidigt som den **brittiska ekonomin** tagit fart efter första kvartalets svaghet. Utvecklingen i tillväxtekonomierna (Emerging Markets, EM) har präglats av tilltagande osäkerhet. Den kinesiska börsnedgången i kombination med valutanedskrivningen skapar frågetecken kring stabiliteten i ekonomin samtidigt som fallande råvarupriser pressar många EM-valutor. Därtill kommer fördjupade ekonomiska och politiska krissymptom i länder som Brasilien, Ryssland och Ukraina.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
USA	2,4	2,4	3,1	2,6
Japan	-0,1	0,8	1,3	1,0
Tyskland	1,6	1,9	2,3	2,0
Kina	7,4	6,8	6,5	6,3
Storbritannien	3,0	2,7	2,5	2,5
Eurozonen	0,8	1,6	2,1	2,0
Norden	1,6	1,8	2,1	2,1
Baltikum	2,6	2,2	2,7	3,4
OECD	1,9	2,2	2,6	2,4
EM-ekonomier	4,7	4,1	4,7	5,0
Världen, PPP	3,4	3,2	3,8	3,9

Källa: OECD, SEB

Flera faktorer bidrar till att världsekonomin inte riktigt tar fart. Vi har i flera *Nordic Outlook* diskuterat riskerna för en sekulär stagnation där bromskrafter från efterfrågesidan minskar penningpolitikens verkningsgrad. Dessa verkar göra sig gällande i något högre grad än vi tidigare räknat med. **Lågt kapacitetsutnyttjande och höga avkastningskrav i**

näringslivet hämmar investeringarna samtidigt som hushållens bristande framtidstro gör att **stigande förmögenheter inte stimulerar konsumtionen på normalt sätt**. Detta kan också vara en förklaring till att köpkraftsinjektionen från fallande oljepriser ser ut att bli svagare än väntat. Från utbudssidan hämmar **svagare demografisk utveckling** samt **strukturella problem i många EM-ekonomier** som blir tydliga när globaliseringskraften mattas. Den svagare underliggande tillväxtkraften kan möjligen göra världsekonomin mer sårbar för olika regionala kriser som t ex Ryssland/Ukraina eller Grekland, men i huvudsak tycks motståndskraften ändå vara ganska stor i detta avseende.

Huvuddragen i vår prognosbild står sig ändå. USA-ekonomin är på väg att växla upp till en tillväxttakt runt 3 procent. Eurozonen visar god motståndskraft mot greklandskrisen och svag valuta och låga energipriser bidrar till att BNP växer med drygt 2 procent 2016. Vi står också fast vid bilden av att den kinesiska inbromsningen sker gradvis och kontrollerat. Stark tillväxt i Indien bidrar till att tillväxten i EM-ekonomierna som helhet hålls uppe. **Sammantaget beräknas den globala BNP-tillväxten bli 3,2 procent i år och 3,8 procent 2016;** något lägre än *Nordic Outlook Maj 2015* för båda åren.

Till skillnad från de senaste *Nordic Outlook* **bedömer vi att nedåtriskerna nu överväger**, främst beroende på ökad osäkerhet kring avmattningens styrka i Kina samt risker för policymisstag i en svårnavigerad terräng i flera länder. På uppsidan finns en potential för att oljeprisnedgångens positiva effekter i högre grad kan göra sig gällande.

Fed höjer trots inflationsdilemma

Trots ottydligt konjunkturmönster är bedömningen av resursutnyttjandet i olika regioner viktig som grund för tillväxtprognoser på lite längre sikt och därmed också för prognoserna avseende centralbankspolitik och finansiella marknader. Generellt präglas världsekonomin fortfarande av ett relativt lågt resursutnyttjande, men både **IMF och OECD har i viss mån justerat ned sin bedömning av produktionsgapens storlek**. Att underliggande potentiell tillväxttrend inte är lika stark som man tidigare trott är en förklaring. Den långa perioden med lågt resursutnyttjande kan också ha bidragit till utslagning på arbetsmarknaden.

Att arbetslösheten i de tre största OECD-länderna (USA, Japan och Tyskland) ligger nära sin jämvikt stödjer bilden av att resursgapet inte är så stort. Utbudsrestriktioner på arbetsmarknaden gör att vi tror att BNP-tillväxten i USA toppar på drygt 3 procent 2016, för att sedan närma sig den långsiktiga trenden 2017. I eurozonen ligger arbetslösheten

klart över jämvikt, trots situationen i Tyskland, vilket innebär att utrymmet för en tillväxt över trend är stort utifrån ett utbudsperspektiv. Vi räknar därför med att BNP-tillväxten i eurozonen blir ungefär lika stor 2017 som 2016; ca 2 procent. Att Europa släpar efter USA i konjunkturcykeln är normalt, men skillnaden denna gång ser ut att bli ovanligt stor. **Sett till OECD-området som helhet mattas tillväxten något 2017.** Att situationen stabiliseras till viss del i krisländer som Brasilien och Ryssland bidrar till att tillväxten i EM-ekonomier accelererar jämfört med 2016. Därmed stiger också den globala tillväxten marginellt från 3,8 till 3,9 procent.

Produktionsgap i valda länder

Procent av BNP*.

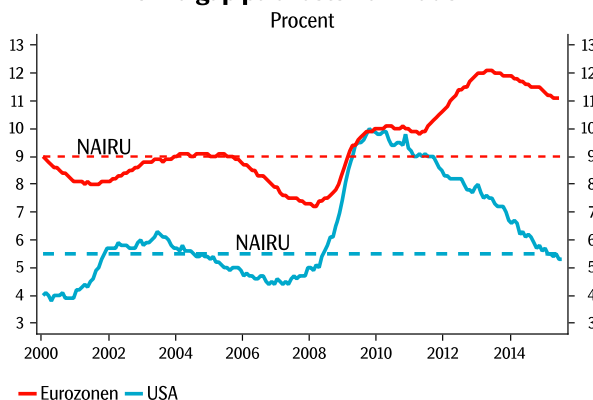
	2015	2017
USA	-1,2	0,0
Japan	-0,3	0,0
Eurozonen	-2,5	-1,5
Tyskland	-0,5	0,0
Storbritannien	-1,0	-0,5
Sverige	-2,0	-0,5
OECD	-1,5	-0,5

*Negativa tal betyder ledig kapacitet

Källa: IMF, OECD, SEB

Men trots att arbetsmarknaden i viktiga länder ligger nära sin jämvikt fortsätter de deflationistiska krafterna att dominera, vilket tar sig uttryck i låga löneökningar och global prispress, inte minst på råvarusidan. **Vi har t ex reviderat ned våra inflationsprognoser för de flesta ekonomier.** Ett sammanvägt index för inflation och arbetslöshet i USA (s k misärindex) ligger nu på den lägsta nivån sedan 1960-talet. Indexet kan ibland inge en falsk trygghet, vilket illustreras av den låga nivån precis före krisens utbrott 2007. I likhet med nuvarande situation berodde det på en ovanlig kombination där såväl arbetslöshet som inflation låg på låga nivåer. Att inte sambandet mellan inflation och arbetslöshet (den s k Phillips-kurvan) är sig likt skapar återigen huvudbry för Fed. Kan man lita på att inflationen och löneökningar förblir låga eller riskerar man en ketchupeffekt när arbetsmarknaden blir tillräckligt het?

Olika gap på arbetsmarknaden



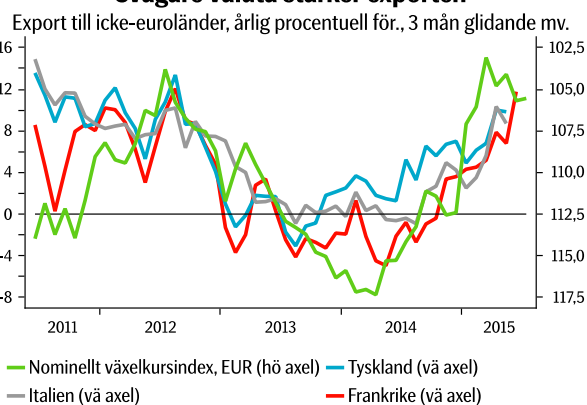
Källa: OECD

Fed har nu tydligt signalerat att man är beredd att påbörja räntehöjningar trots att pris- och löneinflationen är fortsatt låg. Vår bedömning är att Fed denna gång har ovanligt stort manöverutrymme, bl a därför att de finansiella obalanserna är mindre framträdande än de var 2007. Vi räknar därför med att **första höjningen kommer i september** men att man sedan går mycket försiktigt fram; den andra höjningen dröjer t ex till mars 2016. Den långsamma Fedbanan ligger till grund för vår syn att **obligationsräntorna rör sig uppåt men förblir historiskt sett låga**. Skillnaderna i penningpolitik mellan USA och Storbritannien å ena sidan och Japan och eurozonen å den andra driver valuta-utvecklingen det närmaste året. Vi räknar t ex med att **EUR/USD når paritet i mitten på 2016**. Det räntescenariot vi förutser skapar också potential **för en viss fortsatt börsuppgång** de närmaste åren.

EZ: Bättre tillväxt men politiska frågetecken

Konjunkturen i Västeuropa har stabiliserats den senaste tiden. **Trots stark valuta och stram finanspolitik uppvisar Storbritannien en ganska snabb expansion. Samtidigt har BNP i eurozonen växlat upp första halvåret.** Den tyska ekonomin växer i god takt, men framför allt har Spanien överraskat positivt med en BNP-tillväxt på ca 3 procent i årstakt. Även utsikterna i Frankrike och Italien har ljusnat lite efter tidigare stagnation och recession. Några större smittoeffekter av greklands krisen är svåra att skönja t ex avseende framtidsstron bland hushåll och företag eller andra krisländers räntespreadar mot Tyskland. Svagare valuta och lättare kreditförhållanden i spåren av ECB:s stimulanser gynnar tillväxten framöver. Samtidigt får oljeprisnedgången extra stor betydelse för regionen som är en utpräglad nettoimportör.

Svagare valuta stärker exporten



Källa: ECB, Eurostat

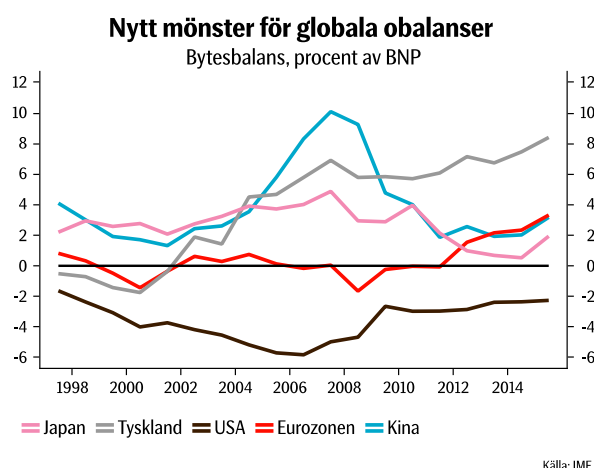
Det nya stöddavtalet mellan Grekland och långivarna bekräftar att alla parter är inställda på kompromisser. **Vi räknar med att landet även får en skuldrekonstruktion** som omfattar en kombination av lägre räntor och flera amorteringsfria år. Det är ändå svårt att skönja en väg som ger långsiktig stabilitet. Den grekiska ekonomin är t ex återigen på väg ner i en tydlig recession, vilket kan slå undan benen på de budgetberäkningar som legat till grund för överenskommelsen. Kommande nyval väntas ge nytt förtroende för Tsipras och stöd för den nuvarande politiken, men vår bedömning är att sannolikheten

för att Grekland lämnar eurosamarbetet (Grexit) ligger nära 50 procent på sikt.

En Grexit skulle troligen inte få så stora direkta effekter på den makroekonomiska utvecklingen för eurozonen då skyddande brandväggar byggts upp. **Men på längre sikt kan konsekvenserna av ett utträde bli större.** Greklandskrisen visar att euroländerna har svårt att lösa gemensamma problem och att en oklar ansvarsfördelning skapar långsiktiga låsningar som hotar att bryta ner förtroendet för demokratiska institutioner. Också i ett bredare perspektiv finns stora utmaningar i europa-samarbetet. Det finns ett stort motstånd mot att gå vidare i federalistisk riktning och fördjupa samarbetet på ett sätt som behövs för att långsiktigt säkerställa eurons stabilitet.

Nytt mönster för globala obalanser

En dollarförstärkning i kombination med trevande amerikansk tillväxt och kinesisk oro accentuerar frågan om globala obalanser. Utifrån ett bytesbalansperspektiv har situationen förändrats sedan finanskrisen. **Då var det främst ett stort överskott i Kina och betydande underskott i USA som dominerade bilden.** Kinas överskott har därefter minskat markant.



Det stora överskottet i **den tyska bytesbalansen** spelar istället en allt mer dominerande roll när det gäller såväl

Varför devalverar Kina?

Kinas centralbank har i tre mindre steg i mitten av augusti låtit yuansen försvagas med sammanlagt **5 procent mot dollarn**. De senaste 10 åren har yuansen i *reala effektiva termer* stärkts med ca 5 procent per år men det senaste året har apprecieringstakten fördubblats då valutan följt dollarn uppåt. Vi ser tre huvudskäl till Kinas senaste valutabeslut:

Politiska motiv. Att låta marknadskrafter få spela större roll för växelkursen öppnar dörren för att yuansen kan inkluderas i IMF:s valutakorg SDR. Processen väntas dock ta flera år. Att diskussionen inleds redan nu blir en politisk bekräftelse på Kinas växande ekonomiska storhet och en markering mot att USA fördröjer beslut om förändrad rösträttsstyrka i IMF.

Svag tillväxt. Inhemska ekonomin har utvecklats sämre än väntat. Det har bidragit till att Kina återigen blir mer

europiska som globala obalanser. Vår prognos om en svagare euro talar för att överskottet fortsätter att växa. Utvecklingen illustrerar de spänningar som uppstår när stora ekonomier sitter fast i olika former av valutakonstruktioner som försvårar en marknadsanpassning av växelkursnivån. En tysk stimulanspolitik som ökar den inhemska efterfrågan skulle mildra de globala obalanserna. För eurozonen är ökad tysk importefterfrågan i kombination med snabbare ökningstakt för löner och priser ännu viktigare. Omvärldens, och inte minst USA:s, tryck på en mer expansiv politik i Tyskland kommer säkert att tillta men vi räknar inte med att någon större kursändring kommer till stånd.

Växande utmaningar för tillväxtekonomier

Inbromsningen i flertalet tillväxtekonomier har pågått alltsedan 2010 och utsikterna framöver är dämpade. BNP-tillväxten hämmas av olika typer av strukturella problem. Demografin utgör en tydlig motvind i t ex Kina och Ryssland. Samtidigt har produktivitetstillväxten sjunkit i flera länder efter en period med stora investeringar som ofta inte allokerats på ett effektivt sätt (t ex i Kina). Sommarens tilltagande EM-osäkerhet var delvis kopplad till Kinas börs kris och ekonomiska inbromsning samt landets förändrade valutapolitik (devalverad yuan). Viktigare var dock negativa effekter kopplade till fallande råvarupriser samt oro för kapitalflykt i kölvattnen på stigande USA-ränta. Historien visar dock att EM-tillgångar ofta står emot stramare Fed-politik om höjd ränta baseras på starkare USA-tillväxt. Att EM-valutor försvagas hjälper exportsektorn, men utgör samtidigt ett hot för länder med särskilt stor utlands-upplåning, t ex Turkiet och Malaysia.

Den kinesiska inbromsningen drivs främst av svag bostadsmarknad och lägre investeringar. Den senaste tidens exportnedgång indikerar ett visst konkurrenskraftsproblem även om Kinas export är betydligt mer känslig för förändringar i omvärldsefterfrågan än valutativå. Vi står fast vid bedömningen att tillväxten mattas gradvis under kontrollerade former. Peking har både penning- och finanspolitiska muskler att stötta ekonomin, men agerar troligen försiktigt för att inte ytterligare driva på ett osunt risktagande i den privata sektorn.

beroende av exporten vilket komplicerar "rebalanserings-strategin" mot mer inhemskt driven tillväxt. IMF har indirekt sanktionerat devalveringen genom att poängtera att yuansen nu snarast är övervärderad ("2015 External Sector Report").

Fed-höjning. Att Fedhöjningar nu närmar sig har troligen påverkat timingen för beslutet. Höjningar lär leda till att dollarn stärks ytterligare mot många EM-valutor. Med en flexiblare valutaregim finns större utrymme att undvika att yuansen följer dollarn uppåt med ytterligare tapp i konkurrenskraften.

Vår bedömning är att en viss ytterligare devalvering av yuansen kommer att ske det närmaste halvåret så att USD/CNY når nivåer runt 6,60. En så förhållandevis beskedlig devalvering torde inte få några större konsekvenser för omvärlden.

Indien har de mest positiva utsikterna av de större EM-länderna. Ekonomin gynnas av att lägre råvarupriser pressar inflationen och förstärker statsfinanserna. Därmed skapas utrymme för en ekonomisk-politisk stimulans som bidrar till att tillväxten gradvis accelererar. Struktureller reformer är också på väg, även om politiskt motstånd gör att tempot inte lever upp till högt ställda förväntningar. Utsikterna för **Ryssland** och **Brasilien** är fortsatt bekymmersamma och politiska problem förvärrar situationen. Prispressen på råvaror slår hårt mot båda länderna och de ekonomiska sanktionerna fördjupar den ryska nedgången. Förmodligen kommer sanktionerna att ligga kvar även 2016, vilket bidrar till att förlänga recessionen.

BRIC-länder, BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

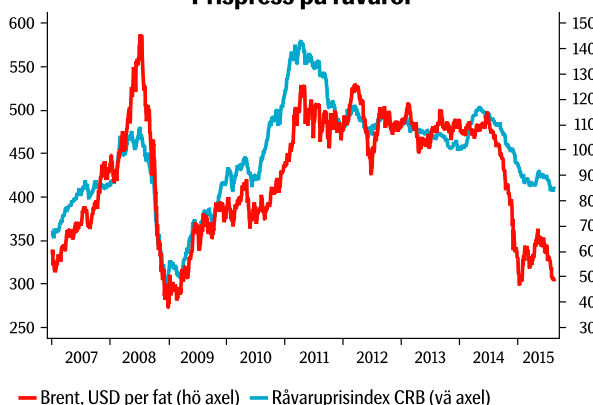
	2014	2015	2016	2017
Kina	7,4	6,8	6,5	6,3
Indien	7,1	7,5	7,8	8,0
Brasilien	0,2	-2,0	0,2	1,8
Ryssland	0,6	-4,0	-1,0	1,5
EM-ekonomier	4,7	4,1	4,7	5,0

Källa: OECD, SEB

Fortsatt press nedåt på råvarupriser

Priserna på råvaror och framför allt olja har åter vänt nedåt de senaste månaderna. Oljepriset har fallit till under 50 dollar per fat (Brent) vilket lett till att en del investeringar lagts på is. Ändå har oväntat många producentländer hållit uppe produktionen trots det låga priset. Producenter i t ex USA har lyckats sänka kostnaderna i betydligt högre grad än väntat och kan därmed klara lönsamheten även vid lägre oljepris. Saudi arabien taktik att hålla uppe produktionen och pressa priserna för att konkurrera ut andra energiproducenter har således hittills misslyckats.

Prispress på råvaror



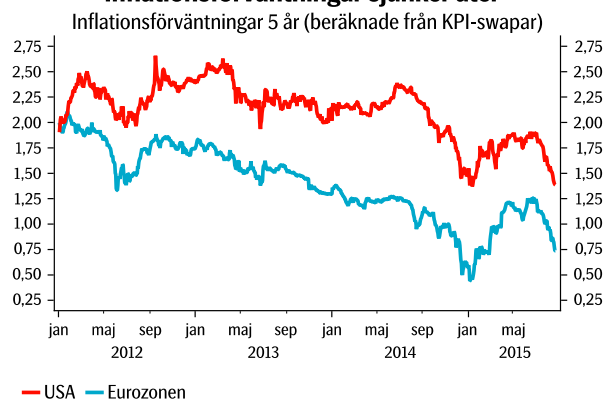
Källa: Macrobond

Framöver kommer ökande produktionskapacitet i kombination med mer effektiv energikonsumtion att utöva varaktigt press nedåt på energipriser. Irans "återinträde" på den globala marknaden efter kärnenergiavtalet i juli förstärker denna obalans. Flera Opec-länder kan, liksom Saudiarabien, tvingas hålla uppe produktionen av statsfinansiella skäl.

Opec-mötet i december väntas därför befästa situationen med överproduktion. I dagsläget överstiger globala utbudet efterfrågan med ca 2 miljoner fat per dag, vilket leder till en gradvis lageruppbyggnad. Sammantaget gör vi bedömningen att jämviktspriset på råolja ligger runt 60 dollar. Som helårsgenomsnitt räknar vi med att **oljepriset 2015 hamnar på 54 dollar per fat 2015 (60 dollar i förra Nordic Outlook).** Därefter stiger nivån något till **55 respektive 60 dollar 2016 och 2017.** Nedåtricken dominerar även om geopolitiska störningar kan leda till högre pris.

Svagare faktisk och förväntad efterfrågan från tillväxtekonominer pressar inte bara oljepriset. Minskande investeringar i t ex kinesisk infrastruktur och bostadsbyggande pressar priserna också på andra råvaror. Pristrycket förstärks av att produktionskapacitet för många råvaror har byggts ut på senare år. En annan prispressande mekanism är att lägre oljepris sänker kostnaderna för annan råvaruproduktion. Dessa krafter bidrar till fortsatt prispress även framöver.

Inflationsförväntningar sjunker åter



Källa: Bloomberg

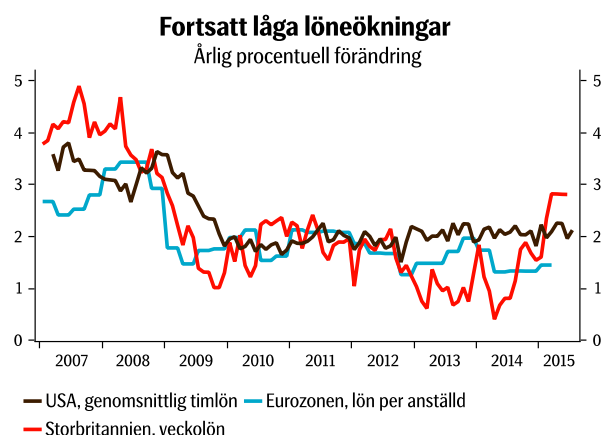
Nedreviderade inflationsutsikter

Förnyade oljeprisfall skapar en ny våg av inflationspress nedåt. Headlineinflationen har åter vänt nedåt de senaste månaderna, vilket lett till fallande inflationsförväntningar. Våra prognoser är rejält nedskruvade och framöver förstärks nedåtpressen av att bensinpriserna väntas falla i än högre grad än råoljan. Hittills har inte bensinpriserna fallit i takt med priserna på råolja, men vi räknar med att relationen så småningom kommer att normaliseras. För USA förutser vi att KPI-inflationen stannar vid 1,2 procent som årsgenomsnitt för 2016; en nedrevidering med en hel procentenhet. **För eurozonen räknar vi med att genomsnittet 2016 blir så lågt som 0,7 procent. I båda fallen ligger vi klart under konsensus.** När det gäller kärninflationen är skillnaderna mellan USA och eurozonen större, vilket bl a speglar skillnaderna i resursutnyttjande.

Även om inflationsprognoserna justerats ned är deflationsriskerna små. Den penningpolitiska transmissionsmekanismen har förbättrats, vilket bl a syns i ökande kreditgivning. Inte minst har ECB:s åtgärder förbättrat situationen på kreditmarknader i eurozonen. Därtill kommer att den låga produktiviteten på senare år bidragit till stigande enhetsarbets-

kostnader, vilket framöver utgör en uppåttrisk för inflationsprognosen.

Ambitionen att få upp inflationen med hjälp av valuta-försvagning har spelat stor roll för penningpolitiken på senare år. Det är dock svårt att se några tydliga samband mellan valutarörelser och inflation. Det gäller framför allt de stora ekonomierna där inhemska faktorer är betydligt viktigare. För små ekonomier med stor utrikeshandel som Sverige och Norge kan man dock se att den senaste tidens växelkursförsvagning bidragit till att höja inflationen.



Stigande löner är nu den pusselbit som saknas för att konjunkturåterhämtningen ska bli helt självgående och inflationen komma upp på fast mark. Trots att arbetsmarknads-läget nu är relativt stramt i stora ekonomier som USA, Tyskland och Japan vill inte lönerna ta fart. Att centralbanker mer eller mindre explicit efterlyser snabbare löneökningar och att höjda lagstadgade minimilöner blir allt vanligare i många länder verkar inte hjälpa. Den senaste tiden har Storbritannien visserligen utgjort ett undantag men det är för tidigt att avgöra om löneökningstakten där varaktigt växlade upp. Faktorer som **global prispress samt ökad rörlighet och konkurrens på arbetsmarknaden** verkar fortfarande dominera bilden.

Låg inflation komplicerar penningpolitiken

Sju år efter Lehman-kollapsen är läget i världsekonomin fortfarande **långt ifrån normalt**. Det präglar debatten och ut-sikterna för penningpolitiken. Fortfarande är inflationen och inflationsförväntningarna obekvämt låga i många ekonomier, även om **deflationsriskerna idag är mindre än de var för ett år sedan**. Det ger centralbanker fler frihetsgrader, speciellt som prispressen i hög grad kan tillskrivas utbudsfaktorer.

Två tunga institutioner, Bank for International Settlements (BIS) och Internationella valutafonden (IMF), exemplifierar centralbankernas dilemma genom sina skilda policy-rekommendationer. BIS välkomnar att centralbanker påbörjar normaliseringsprocesser. Ett huvudskäl är att nollräntepolitik långsiktigt **skadar produktivitetstillväxten genom sämre allokering** av finansiella resurser. Därtill kommer också synen att centralbankerna **inte helt kan lämna ifrån sig ansvaret för risker med finansiella bubblor**. IMF å sin sida verkar

kunna acceptera dessa risker i en miljö där finanspolitiken saknar utrymme att stötta tillväxten; eventuellt nya problem får hanteras i framtiden. IMF:s slutsats är således att centralbanker, inklusive Fed, bör avvakta med att börja höja räntan och acceptera en inflation som t o m stiger över uppsatta mål.

Generellt har IMF:s synsätt satt större avtryck i den förda penningpolitiken än BIS; inte minst när det gäller Feds agerande under lång tid. Men i nuläget ser vi också en tendens till spricka mellan Fed och IMF. Att IMF rekommenderar Fed att avvakta med höjningar till nästa år beror delvis på omsorg om stabiliteten i det internationella systemet. Fed å sin sida vill i så hög grad som möjligt låta inhemska överväganden styra. Indirekt kommer ändå Fed och andra centralbanker som ligger tidigt i höjningscykeln att vara beroende av situationen i omvärlden. I en miljö med snabba spridningseffekter mellan länder och finansiella marknader **tvings centralbanker i större utsträckning än tidigare följa hur sammanvägda monetära förhållanden utvecklas över tiden**. Valutarörelser spelar naturligtvis en huvudroll, men även reaktioner på långräntor, kreditspreadar och aktiekurser får betydelse för hur korträntan förändras.

Centralbankers styrräntor

Procent

	Dec 2015	Dec 2016	Dec 2017
Federal Reserve	0,50	1,25	2,25
ECB	0,05	0,05	0,05
Bank of England	0,50	1,25	1,75
Bank of Japan	0,10	0,10	0,10
Riksbanken	-0,45	-0,25	0,75
Norges Bank	1,00	1,25	1,75

Källa: Centralbanker och SEB

Vår prognos innebär att **Fed** påbörjar räntehöjningarna i september men att man sedan går mycket långsamt; andra höjningen kommer först i mars 2016 och mot slutet av 2017 ligger styrräntan på 2,25 procent. Bantningen av Feds penningpolitiska portfölj (SOMA) väntas inledas först under andra hälften av 2016 då alla eller delar av fortlöpande förfall av statspapper inte återinvesteras i räntemarknaden. **Bank of England** höjer i februari och når 1,75 procent i slutet av prognosperioden. Vi räknar med att **ECB** håller fast vid planen att fortsätta att köpa obligationer för 60 miljarder euro i månaden fram till åtminstone september 2016; om något kan köpen komma att utvidgas. Vi tror också att **Bank of Japan** utvidgar sina statspappersköp i oktober. Flera **EM-länder** inklusive **Kina**, kan också komma att föra politiken i en mer expansiv riktning även under 2016. **Sammantaget innebär detta en fortsatt mycket expansiv penningpolitik på global nivå.**

Riksbanken sänker trots hyfsad tillväxt

De nordiska länderna visar olika utvecklingstendenser. I Sverige och Danmark har återhämtningen bekräftats, medan den norska ekonomin hämmas av konsekvenserna av fallande oljepriser. Den finska ekonomin brottas sedan en längre tid med strukturella problem. Framöver ser tillväxtutsikterna ganska goda ut för regionen som helhet. Både Sverige och

Norge gynnas av en svag valuta och dynamiska förhållanden för hushållen samtidigt som Danmark får stöd av en expansiv finanspolitik. Utvecklingen på bostadsmarknaden är en nyckelfråga för flera länder, **framför allt i Sverige där bostadsbyggande är en viktig drivkraft för tillväxten**. Men snabb befolkningsökning gör ändå att obalanserna på bostadsmarknaden ökar, vilket driver upp priserna till mycket höga nivåer.

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
Sverige	2,3	3,0	2,8	2,5
Norge	2,2	1,3	1,4	1,8
Danmark	1,1	2,0	2,5	2,5
Finland	-0,4	0,0	0,9	1,3

Källa: OECD, SEB

Centralbankerna i Sverige och Norge har just nu olika fokus. I Sverige **fortsätter Riksbanken att slåss för att återställa förtroendet för inflationsmålet**, vilket är särskilt viktigt med tanke på kommande avtalsrörelse. Behov att ytterligare justera ned inflationsutsikterna gör att vi tror att Riksbanken sänker styrräntan ytterligare en gång i höst till -0,45 procent, trots hyfsad tillväxt och ökade obalanser på bostadsmarknaden. Därefter tror vi räntebotten är nådd men att det dröjer till slutet av 2016 innan höjningar påbörjas. **Norges Bank är mer fokuserad på tillväxt och konkurrenskraft** och har signalerat stor sannolikhet för ytterligare räntesänkning i september. Vi tror dock att Norges Bank tenderar att överskatta spridningseffekterna från oljeindustrin. Vi ser därför en övervägande sannolikhet för att man avstår från sänkningen i takt med att ekonomin visar sig mer motståndskraftig. Första höjningen kommer, liksom i Sverige, i slutet av 2016. Dock från en betydligt högre startnivå på 1,0 procent.

Fedhöjningar och policymisstag

Feds räntehöjningsbana kommer att få stor betydelse för den reala och finansiella utvecklingen framöver. Feds uppgift försvåras av att man i hög grad rör sig i ökand terräng. Det är t ex svårt att veta hur inflationsprocesserna verkligen fungerar i dagens ekonomiska miljö eller förutse olika finansiella reaktioner på höjningar i en miljö då andra centralbanker ökar stimulanserna. En annan osäkerhet gäller i vilken grad räntepolitiken verkligen kan utgå från att makrotillsynen hanterar riskerna för finansiella bubblor. Diskussionen ovan indikerar BIS och IMF:s olika prioriteringar när det gäller vilka policymisstag man ser som mest angeläget att undvika. Genom att vänta för länge med räntehöjningar riskerar man ett **överhettningsscenario** som till slut leder till svårhanterlig inflation. Bubblor på tillgångsmarknader som till slut brister utgör ofta viktiga ingredienser i ett sådant scenario. Å andra sidan kan alltför tidiga och aggressiva räntehöjningar bryta återhämtningen i förtid. Ett **recessionsscenario** drivs troligen i hög grad av en finansiell oro t ex med en relativt kraftig börsnedgång.

Feds signalering tyder på att man i första hand vill undvika det andra policymisstaget, d v s att bryta återhämtningen i förtid. Man har t ex har poängterat att ekonomin inte tar skada av en period med stram arbetsmarknad eller av att inflationen under en period ligger över målet. Japan under början på 1990-talet och Sverige 2010-2011 har anförts som varnande exempel på för tidiga åtstramningar. Tittar man på Feds egna erfarenheter kan man se att det var svårt att hantera situationen under främst två tidsperioder; **efter den stora depressionen på 1930-talet och efter Bretton Woodssystemets kollaps på 1970-talet**. Då möttes Fed-höjningar med misstro med fallande börser och stigande arbetslöshet som direkt följd. I mer normala tider kommer vändningen i dessa avseenden en bra bit in i höjningscykeln. En tolkning är att man **efter stora kriser inte fullt ut har kunskap om vilka stora förändringar ekonomin genomgått** och därför löper större risk att begå misstag.

Men även om Fed nu står inför stora utmaningar är det inte rimligt att i dagsläget ha en huvudprognos som innebär att man misslyckas med att få till stånd en mjuklandning av ekonomin. Det är främst två förutsättningar som skulle kunna ligga till grund för en prognos där man misslyckas:

- Om vi bedömer att **den ekonomiska politiken står inför så stora målkonflikter**, t ex mellan inflation och finansiell stabilitet, att det inte ter sig sannolikt att situationen går att hantera utan ekonomin går in i en recession.
- Om centralbanken av olika skäl **låser fast sig och tydligt signalerar ett höjningsmönster** som man som prognosmakare tror kommer att orsaka en recession.

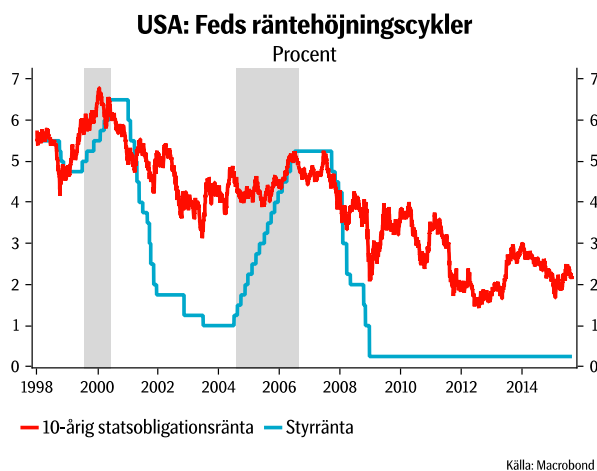
I nuläget ser det ut som **Fed har ett ganska stort manöverutrymme** och man visar också stor ödmjukhet genom att signalera **beredskap att ständigt utvärdera olika steg**. Att vi valt att lägga en prognosbana som är betydligt mjukare än såväl det historiskt normala som Feds egen signalerade bana speglar vår syn att Fed kommer att möta en ganska hård motvind i en miljö med starka disinflationskrafter och där flera andra ledande centralbanker fortsätter stimulera.

Även om banan historiskt sett är mycket mjuk innebär vår prognos att Fed sakta leder världsekonomin mot mer normala finansiella förhållanden. Det är dock inte helt osannolikt att disinflationistiska drag visar sig vara än starkare än vi räknar med och att apprecieringstrycket på dollarn blir så övermäktigt att Fed tvingas avbryta höjningarna och till och med börja sänka räntan. Ett alternativscenario **där konvergensen i världsekonomin istället sker genom att Fed "fångas in" och tvingas retirera** skulle få stora konsekvenser för ränte- och valutaprognoerna. Att prissättningen på räntemarknaden är än mjukare än vår huvudprognos kan tolkas som att man tillmäter ett sådant alternativscenario en hyfsad hög sannolikhet.

Flackare kurva i spåren av Fedhökningar

Feds höjningar i kombination med fortsatt gradvis förbättrad konjunktur sätter press uppåt på långa räntor i både USA och Europa. **En höjning i september är inte fullt diskonterad** och kan därför få visst genomslag på marknadsräntorna. På lite sikt finns flera skäl till att långräntepågången blir mycket måttlig och att obligationsräntor ligger kvar på historiskt låga nivåer under hela perioden. Fed går betydligt försiktigare fram jämfört med det historiskt normala beteendet, vilket bl a baseras på bedömningen att den neutrala räntan skiftat ned. Därtill pressas långa räntor av fortsatt beskedliga inflationsutsikter. Räntehöjningar i en sådan miljö kan eventuellt tolkas som att Fed går för snabbt fram. I så fall hålls långräntepågången, åtminstone temporärt, också tillbaka av nedskruvade förväntningar på såväl framtida inflation som Feds fortsatta höjningar.

Att styrräntehöjningar inte behöver få så stort genomslag på långa räntor illustrerades under den senaste räntehöjningscykeln 2004-2006. **Då var de långa räntorna i stort sett oförändrade, eller till och med fallande, en bra bit in i höjningscykeln.** Den stumma långräntereaktionen förklarades då främst av strukturella faktorer - det globala sparöverskottet och stora utländska centralbankers köp av statspapper i USA - snarare än som ett tecken på policymissstag från Feds sida.



Obligationsräntorna i eurozonen rekylerade uppåt i maj från historiskt låga nivåer. En drivkraft var spekulationer om en förtida avtrappning av ECB:s QE-program, men viktigast var nog att riskpremierna blev alltför nedpressade av den ensidiga positioneringen för lägre räntor. **Spekulationer om att ECB ska dra ned på takten i sina köp har nu i stort sett upphört**, bl a beroende på förnyad nedåtpress på inflationen. Vår huvudprognos är att ECB håller fast vid planen att köpa obligationer för månadsvisa 60 miljarder euro åtminstone till september 2016. Men det är därtill ganska sannolikt att ECB:s behov av att revidera ned sina inflationsprognoser kan ge näring till spekulationer om ytterligare stimulanser, vilket kan pressa marknadsräntor nedåt under hösten.

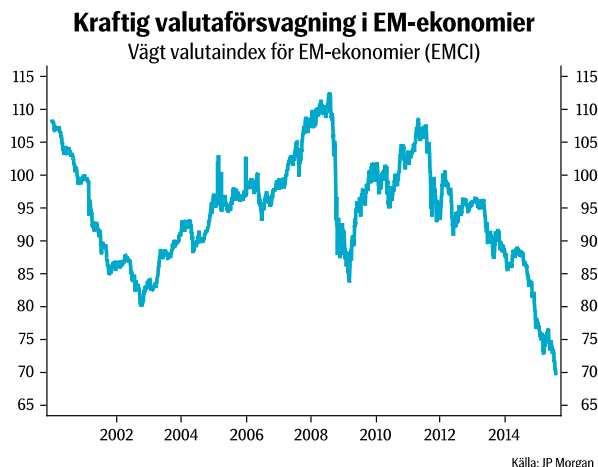
Differensen mellan 10-åriga räntor i USA och Tyskland ligger dock redan på historiskt höga nivåer, **vilket gör att tyska**

räntor får svårt att hålla emot uppgången i USA. Vår prognos är att 10-åriga räntor i USA i slutet av 2015 ligger på 2,45 procent för att sedan gradvis stiga till 2,80 respektive 3,10 procent i slutet av 2016 och 2017. Motsvarande tyska obligationer handlas på 0,75 procent i slutet av 2015 och 1,20 samt 1,50 i slutet av 2016 och 2017.

Svenska 10-åriga räntor handlas nu i nivå med tyska räntor. En ytterligare reporäntesänkning till -0,45 procent i september leder troligen till att svenska långa räntor handlas under tyska nivåer. Till detta kommer effekterna av Riksbankens köp av statsobligationer som mätt som andel av den utestående stocken är något större än ECB:s köp. Under loppet av 2016 stiger svenska räntor mer än tyska inför starten på Riksbankens räntehöjningar i slutet av året. Svenska 10-åriga obligationsräntor stiger från 0,65 procent i slutet av 2015 till 1,75 i slutet av 2017, och ligger således 25 punkter högre än i Tyskland vid slutet av prognosperioden.

Centralbankers skugga vilar över valutorna

Centralbankernas penningpolitik har under en lång tid varit den dominerande drivkraften för växelkurserna. Återkopplingen har därtill gradvis blivit allt tydligare genom att växelkurser vuxit fram som en central faktor för penningpolitikens utformning. **När Fedhökningarna påbörjas gynnas dollarn framför allt gentemot råvaru- och EM-valutor.** Trots att Fed ännu inte agerat har sådana valutor försvagats påtagligt de senaste åren.



Den penningpolitiska divergensen kommer att öka framöver när Fed och BoE långsamt rör sig mot en stramare penningpolitik medan t ex ECB och BoJ ökar stimulansdosen, vilket talar för att trenden mot starkare dollar och pund fortsätter. Frågan är dock hur mycket starkare dollar den amerikanska centralbanken kan tolerera. Man kan notera negativa konsekvenser på bl a handel och företagsvinster från en starkare dollar. Om den kinesiska ekonomin vacklar och devalveringen går längre än vi räknat med höjs smärtnivån av ytterligare fall i EUR/USD. I grunden tror vi dock att USA-ekonomin är relativt okänslig för växelkursförändringar och kommentarerna från centralbanken angående dollarn har så här långt varit ytterst försiktiga. **Prognosen är att EUR/USD handlar ned mot paritet i mitten på 2016**, vilket är något

senare än vad vi tidigare räknat med. Detta innebär dock en nivå där dollarn är klart starkare än sin jämvikt. När ECB:s tillgångsköp börjar gå mot sitt slut tror vi därför att EUR/USD rör sig något uppåt mot 1,10.

Det brittiska pundet har också gynnats av spekulationer om en förestående ränteåttstramning och vår prognos är att BoE påbörjar höjningar under första kvartalet 2016. **Även pundet börjar dock nå en ansträngd värdering** och ytterligare förstärkning kan få centralbanken att tveka. Vi tror att EUR/GBP når en botten på 0,66 i mitten av 2016. Pundet kommer också förstärkas ytterligare mot kronan det närmaste året och GBP/SEK når nivåer runt 13,60.

Riksbanken tillhör de centralbanker som fortsätter att lätta på penningpolitiken. De senaste åtgärderna på julimötet illustrerar tydligt att man tar inflationsmålet på största allvar. I den processen har kronans växelkurs fått en central betydelse för penningpolitiken. Riksbankens åtgärder fortsätter att dra kronan i svagare riktning. Men underliggande faktorer såsom relativt stark tillväxt och låg värdering drar åt andra hållet. Vi bedömer också att många aktörer på valutamarknaden redan är positionerade för en svag krona och att kommande rebalanseringsflöden talar för en starkare SEK. Vår bedömning är att ytterligare åtgärder från Riksbanken i september eller oktober fortsätter att missgynna kronan i närtid men att tecken på lite högre inflation under sista kvartalet gör att Riksbanken kan sänka garden och tillåta en något starkare krona. **Vår prognos för EUR/SEK är 9,20 i slutet på 2015 och 8,80 i slutet på 2016.**

Norska kronan har den senaste tiden pressats av fallande råvarupriser. Efter räntesänkningen i juni räknar vi med att centralbanken avvaktar med ytterligare åtgärder, men både centralbankens egen räntebana och marknadsprissättningen pekar på ytterligare sänkningar. Historiskt har EUR/NOK sällan gått över 9,00 och får vi rätt i att centralbanken avstår från ytterligare räntesänkningar under hösten samtidigt som oljepriset återhämtar sig något kommer EUR/NOK sannolikt att röra sig nedåt mot mer fundamentalt motiverade nivåer. **Mot slutet av 2016 räknar vi med EUR/NOK på 8,40.**

Från ränte- till tillväxt drivna börser

Sommarens dramatiska greklandskris satte bara tillfälliga spår i riskaptiten men istället har frågetecknen kring **Kinas ekonomi och valutapolitik nu seglat upp som en stor osäkerhetsfaktor** för aktiemarknaderna globalt. Fallet på Shanghaibörsen är i sig en viktig förklaring till den svaga utvecklingen för Emerging Markets-index den senaste tiden men även andra EM-börser fortsätter att utvecklas svagare än aktiemarknaderna i industriländerna. Sjunkande råvarupriser pressar samtidigt producentländer som t ex den oljetunga Oslobörsen. En riskfaktor är starten på Feds räntehöjningar.

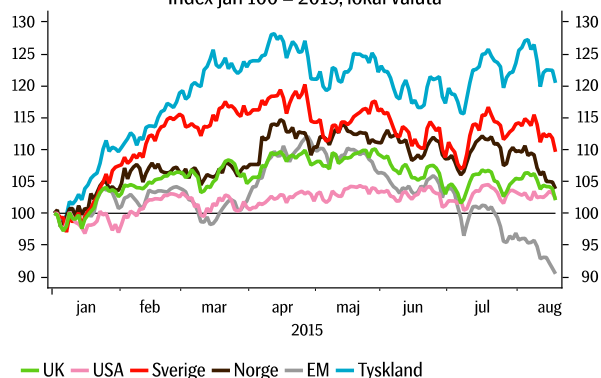
Även om de globala ekonomiska och finansiella trenderna ter sig mer blandade och osäkra än tidigare befinner vi oss fortfarande i en fas av konjunkturcykeln som brukar vara bra för aktier. **Återhämtningen i USA och Europa ger fortsatt stöd för företagens vinster.** Lågt inflationstryck innebär att centralbanker i bl a eurozonen, Japan och Kina utökar stimu-

lanterna och billig centralbankslikviditet fortsätter därmed att stötta aktiemarknaderna i särskilt Europa. Effekterna av något högre Fed-räntor uppvägs i enlighet med historiska mönster av starkare USA-konjunktur och fortsatt låg inflationsmiljö.

Vi ser även framöver bättre utsikter för aktiemarknaderna i utvecklade ekonomier (DM) i förhållande till tillväxtmarknader (EM). EM-börser värderas visserligen lågt i ett historiskt perspektiv i förhållande till DM, **men vi tror att detta speglar alltför optimistiska tillväxt- och vinstprognoser.** Feds räntehöjningar kan också inledningsvis skapa viss, begränsad, turbulens i framförallt EM-världen. Inom EM ser Asienbörserna ut att ha större potential än Latinamerika. Inom de utvecklade ekonomierna ser Europa ut att även framöver kunna utvecklas bättre än USA.

Hackiga börskurvor - EM förlorare

Index jan 100 = 2015, lokal valuta



Källa: Macrobond

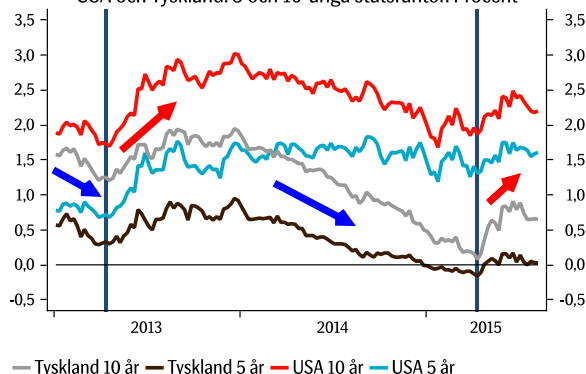
Nordiska börser fick i början av året bränsle från ECB:s QE-program men utvecklingen i Grekland hämmade sedan riskaptiten. Särskilt Finland och Norge har haft det motigt kopplat till ökad osäkerhet kring Ryssland respektive förnyat oljeprisfall. Danmark har klarat sig bäst, medan Stockholmsbörsen ännu inte återtagit sommarens tapp. Förbättrad europakonjunktur, med små effekter från Greklands krisen, innebär ändå att den tidigare bilden av stigande vinster och börser står sig. **Vinst efter skatt stiger med 15 procent i Sverige i år, något mer i Danmark och Finland, medan vinsttillväxten i Norge stannar på ett par procent tyngt av oljepriset.** Den sammanlagda vinsttillväxten i Norden växlar gradvis ned från 12 procent i år till omkring 9 procent 2016 och 2017, vilket tillsammans med vår aktiemodell (SEB Macro Equity model) stöder en förnyad uppgång i ytterligare ett par månader för ett nordiskt börsindex (MSCI). Vinsterna värderas alltså relativt högt men motiveras av fortsatt låga räntor och alternativa mått såsom värderingen av eget kapital som inte ter sig lika hög i ett historiskt perspektiv.

- **Fed i epicentrum trots ECB:s QE-politik – försiktiga Fed-höjningar ger låga långräntor**
- **Vår "byggstensmodell" för långräntan talar fortfarande för en mycket försiktig uppgång**
- **Förändrad marknadsdynamik ökar risken för ökad volatilitet även i lågräntemiljön**

Utvecklingen 2015 har bjudit på dramatik. Flera europeiska statspapper, också med långa löptider, handlades under våren till minusränta efter att **ECB i mars sjösatt QE-programmet** på 1 100 miljarder euro. Även en amerikansk 10-årig ränta pressades ned till låga 1,70 procent, nära rekordnivån 1,45. ECB:s kraftfulla köp implicerade "löften" om en långsiktig marknadsnärvaro. Det reducerade upplevda risker och skapade oro för materialbrist. Kompensation för kredit-, ränte- och likviditetsrisker föll till nivåer som till slut blev svåra att motivera utifrån förväntningar om ekonomisk och finansiell utveckling.

Ser vi början på en uthållig ränteuppgång?

USA och Tyskland. 5 och 10-åriga statsräntor. Procent



Källa: Macrobond

I slutet av april vände bl a tyska räntor upp kraftigt; inom loppet av ett par veckor gick en 10-årig ränta från nära 0 till 1 procent. Men utvecklingen framöver är **långtifrån tydlig**. ECB:s QE-program sträcker sig till "*åtminstone september 2016*". Marknadens förväntningar är att ECB ska agera för fortsatt låga euroräntor och "isolera" dem från eventuella uppgångar i t ex amerikanska långräntor. Bättre konjunktur och centralbanker – Fed och Bank of England – som vill inleda höjningscykler **talar för högre långräntor** men sammarens **nya räntenedgångar reser frågor** om utvecklingen framöver.

Trots ECB – Fed är i globalt ränteepicentrum

Förändring i USA:s penningpolitik spelar självklar roll för finansiella priser och räntor. Huvudbudskapet från Fed är att **allt är förberett** för att höja räntan "*senare i år*". Feds monetära slutsats vilar tungt på dess analys att sambandet de senaste 20 åren inte förändrats mellan mängden lediga resurser (produktions/

arbetslöshetsgap) och inflation. När arbetslösheten faller närmar sig också Feds första räntehöjningscykel på elva år.

Flera faktorer talar dock för en fortsatt försiktig Fed:

- **Åtstramning via förfall:** Efter att höjningscykeln inletts är det troligt att Fed avstår från att återinvestera en del av förfallen i värdepappersportföljen på 4 500 miljarder dollar. Om så sker uppstår en åtstramande effekt på monetära förhållandena vilket delvis kan ersätta behovet av räntehöjningar.
- **Finansiella förhållanden:** Förändringar i dollar, långränta, kreditspreadar och aktiekurser spelar sammantaget – förutom den realekonomiska utvecklingen – roll för Feds utformning av politiken. Efter en lång period med låga räntor är osäkerheten särskilt stor när det gäller hur finansmarknaderna ska reagera.
- **Omvärld:** Flera länder saknar möjligheter att föra en mer expansiv politik. Trycket är därför stort från t ex Europa och några tillväxtekonomier samt IMF att USA – som påverkar globala finansiella förhållanden – behåller en expansiv politik eftersom globala tillväxtrisker kvarstår och inflationstrycket är svagt.
- **Inflation:** Även om resursutnyttjandet talar för stigande inflation framöver finns rimligen en Fed-acceptans för att inflationsmålet (PCE) på 2 procent kan överskridas.
- **Inrikespolitik:** En politik som stärker dollarn riskerar att skapa protektionistiska debatter inför presidentvalet och försvårar för Fed att strama åt penningpolitiken.

Sammantaget talar detta för att Feds räntehöjningar blir långsamma. Detta, och tillsammans med ECB:s fortsatta köp av statspapper, fortsätter att utöva nedåtpress på långräntor.

Förändrad dynamik ger större ränterörelser

Oavsett trend finns det skäl att räkna med **större ränterörelser** framöver. Flera händelser det senaste året bekräftar en hög sannolikhet för att det uppstår perioder med påtagligt försämrad marknadslikviditet och minskat djup i marknaden. Det tvingar centralbanker till hög beredskap för att lugna marknader.

Drivkrafterna är flera. För det första är **riskabsorberingsförmågan** i det finansiella systemet sämre i dag än tidigare. Det beror bl a på nya regleringar och krav på t ex banker. Det finns inte samma möjligheter – eller vilja – för finansiella intermediärer att använda balansräkningen för att hålla stora ränteportföljer i syfte att kunna ställa priser. För det andra har **inter-na system** anpassats till nya metoder för att hantera risk. För det tredje har inslaget ökat av **aktörer som köper värdepapper som behålls till förfall** (t ex centralbanker eller banker på a regler/ krav). För det fjärde har **QE-politiken** tvingat in marknaden i en jakt på avkastning och en ensidig syn på risk. Låga räntenivåer för olika kreditalternativ ger inga incitament till att förändra finansiella portföljers sammansättning. **Tillsammans försämrar detta likviditeten; det ger större ränterörelser.**

Tre byggstenar för bl a USA:s långränta

För att tydliggöra bilden av långränteutvecklingen framöver tar vi utgångspunkt i räntans **tre huvudsakliga byggstenar**: *förväntad kort[real]ränta*, *förväntad inflation* samt *löptidspremie*, dvs ersättning för den extra risk som det innebär att hålla en placering under en viss utsträckt tidsperiod. De tre boxarna nedan visar våra **slutsatser kring krafterna** och deras underliggande komponenter (se även *Nordic Outlook Augusti 2013*). Pilarna sammanfattar riktningen för långräntan i förhållande till ett historiskt mönster.

Byggsten nr 1: Förväntad kort [real]ränta

Sammantaget: utövar press nedåt (⬇️) på långräntan

- | | | |
|---|---|----|
| 1 | Aktuell styrräntenivå | ⬇️ |
| 2 | Centralbankens avsikter och kommunikation | ⬇️ |
| 3 | Marknadens kortränteförväntningar | ↗️ |
| 4 | Alternativa policyverktyg/effekter | ⬇️ |
| 5 | Avkastningskrav på reala investeringar | ➡️ |

Källa: SEB

USA:s **styrränta (1)** ligger i dag på 0-0,25 procent. Det är en historiskt låg nivå som pressar ned även långräntan. Våra tidigare analyser har pekat på ett nedåtskift av normal styrränta. Det har på senare tid också bekräftats av Fed. Att därtill andra länder fortsätter att föra en nollräntepolitik begränsar USA:s möjligheter att höja (om inte Fed tillåter att dollarn stärks rejält).

Feds **avsikt och kommunikation (2)** är tydlig. Den aviserade höjningen "senare i år" ska följas av fler höjningar men hela tiden vägas av mot den ekonomiska – och finansiella – utvecklingen. Det talar för en försiktig höjningscykel som kommer att avvika från det vi tidigare har sett från USA:s centralbank.

Marknadens förväntningar (3) väntas likväl pressa långräntan uppåt i takt med att tillväxtutsikterna förbättras. När **alternativa verktyg (4)** är på plats, som påverkar t ex hushållens skuldsättning och minskar risken för tillgångsprisinflation, kan framtida höjningar senareläggas.

Avkastningskrav på reala investeringar (5) påverkas bl a av ekonomins underliggande styrka och strukturella förändringar. Mycket talar för att företag och finansiella investerare tvingas röra sig i riktning mot sänkta avkastningskrav men här är osäkerheten fortsatt ganska stor.

Byggsten nr 2: Förväntad inflation

Sammantaget: utövar press nedåt (⬇️) på långräntan

- | | | |
|---|----------------------------------|----|
| 1 | Centralbankens trovärdighet | ⬇️ |
| 2 | Inflationens fluktuation | ↗️ |
| 3 | Ekonomisk och monetär utveckling | ➡️ |
| 4 | Symmetrin i inflationsriskbilden | ⬇️ |

Källa: SEB

Centralbankernas trovärdighet (1) har bidragit till att stabilisera inflationsförväntningarna men kanske på en något för låg nivå. Det är rimligt att förvänta sig att den trovärdigheten består. Risken finns att en syn etableras att Fed gör för mycket när

inflationen fortfarande är låg. Effekten på långräntan blir därmed neutral eller nedåtpressande under en viss tid.

Däruöver har **volatiliteten (2)** i inflationen minskat, trots stora fluktuationer i råvaru-/energipriser de senaste åren relaterade till vädreffekter och geopolitiska konflikter. Framöver räknar vi med fortsatt prispress nedåt på energisidan. Centralbankerna innehar även de verktyg som behövs för att undvika att monetär expansion slår igenom i högre inflation. De får även fortsatt hjälp av att **globaliseringen av produktionskedjor** medverkar till prispress nedåt. Därtill fortsätter **världsekonomin (3)** att arbeta med lediga resurser. I dagsläget är **risken fortfarande stor att inflationen istället blir alltför låg (4)**.

Byggsten nr 3: Löptidspremien

Sammantaget: utövar press uppåt (↗️) på långräntan

- | | | |
|---|--|----|
| 1 | Räntevolatilitet | ↗️ |
| 2 | Automatisk hedging mot ränterörelser | ↗️ |
| 3 | Strukturella (safe-haven-flöden) investeringar | ⬇️ |

Källa: SEB

Variationer i räntenivån kan kopplas till cykliska och strukturella krafter. **Volatiliteten (1)** har gått ned de senaste åren men visar en uppåtgående trend det senaste året. Det är sannolikt kopplat till marknadens riskabsorberingsförmåga, en låg räntenivå och en asymmetrisk risk vad gäller framtida kapitalvinster. Löptidspremien har även pressats tillbaka för en finansiell portfölj tack vare **automatisk hedging (2)** då stigande/fallande räntor gått hand i hand med stigande/fallande börskurser. En stigande ränta (= kursförlust) har således kompenserats av stigande börs. Det riskreducerande sambandet kan nu upphöra: **en ränte- och aktieportfölj kan falla i värde samtidigt**.

Att både börs- och obligationskurser stigit samtidigt har en förklaring i **strukturella kapitalflöden (3)** dvs att först Fed och sedan ECB (vid sidan om bl a Japan och Storbritannien) sjösatt en kraftfull QE-politik. Regleringar och krav skapar också en ut hållig efterfrågan på statspapper. Den geopolitiska miljön liksom kvardröjande ekonomiska, finansiella och politiska utmaningar för eurozonen väntas göra ränteplaceringar attraktiva.

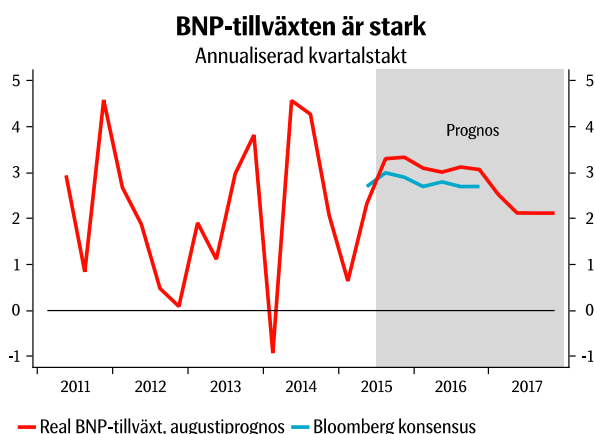
Goda skäl fortsätta tro på lågräntemiljön

Vår analys och genomgång visar att det finns goda skäl att fortsätta **tro på en global miljö med låga långräntor och långsam anpassning uppåt**. Makromiljön visar inga starka tecken på flaskhalsproblem och stigande inflationstryck. Nedåtrisker kvarstår för både tillväxt och inflation. En eventuell avtrappning av ECB:s QE-politik under 2016 lär kunna genomföras på samma sätt som Fed lyckades fasa ut månatliga köp utan att det skapade en räntedrivande effekt. Centralbanker kommer att eftersträva att normaliseringsprocesserna ska gå långsamt. Omprisning av riskpremier, t ex för ökad volatilitet, kan ta oss något högre men ändrar inte den stora bilden som ger anledning att fortsätta tro på lågräntemiljön de närmaste åren.

Fed höjer räntan i gradvis takt

- **Robust konsumtion trots strukturella sår**
- **Bostadsmarknaden ett utropstecken**
- **Allt lägre arbetslöshet ger lönetillväxt**
- **Inflationen pressas nedåt ett tag till**

Efter det mycket svaga första kvartalet bjöd amerikansk ekonomi på bättre tillväxtsiffror kvartal två, men utan det fyrverkeri som köpkraftsboomen motiverar. Samtidigt som tillverkningsindustrin hämmas av stark dollar **andas indikatorerna i tjänstesektorn optimism** och tyder på att återhämtningen fortsätter planenligt med hushållen som draglok. Sammantaget **spås BNP-tillväxten bli 2,4 procent i år, 3,1 procent 2016 och 2,6 procent 2017** vilket är över konsensus. Taktén överstiger den potentiella och produktionsgapet sluts. **Arbetslösheten som redan tangerar jämvikt** når 4 procent 2017 och ger Fed motiv till **gradvis styrräntenormalisering** trots inflationspress. Den första styrräntehöjningen sedan 2006 kommer i september och vid prognosperiodens slut ligger styrräntan på 2,25 procent; över marknadens prissättning.



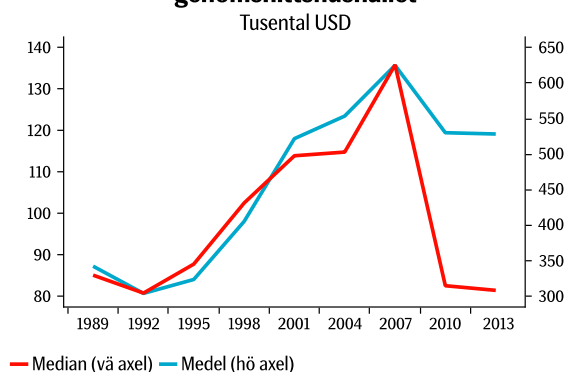
Robust konsumtion trots strukturella sår

Hushållens konsumtion förblir den viktigaste tillväxtmotorn i ekonomin och **2015 blir konsumtionsökningen den högsta sedan 2006**. Samtidigt visar förtroendeindikatorerna, och då framför allt Conference Boards enkät som bjöd på en rejäl kalldusch i juli, att hushållen framtidsstro fortfarande vacklar. Detaljhandeln har också underträffat förväntningarna i sommar trots att förutsättningarna för stark konsumtion är på plats. Köpkraften är god i spåren av oljeprisfall, låg inflation och stigande sysselsättning. Lönetillväxten har dock fortsatt

sidledes; de flesta lönemått pekar på 2-procentiga löneökningar. Givet ett allt stramare resursläge räknar vi fortfarande med stigande lönetillväxt 2016-2017. Såväl hushåll som företag tror redan på omkring 3-procentiga löneökningar.

Samtidigt finns **strukturella faktorer som håller tillbaka konsumtionen**. På aggregerad nivå ligger hushållens nettoförmögenhet på rekordnivåer, men **fördelningen är påtagligt skev** vilket Feds undersökningar illustrerar. För genomsnittshushållet minskade nettoförmögenheten med 15 procent under krisåren 2007 till 2010 och låg sedan konstant mellan 2010 och 2013 som är senaste året i undersökningen. För medianhushållet däremot låg nettoförmögenhet 2013 hela 40 procent lägre än toppnivån 2007. **Nettoförmögenheten för medianhushållet ligger därmed på samma nivå som i början av 1990-talet.**

Förmögenhet för median- respektive genomsnittshushållet



Källa: Fed survey of consumer finances

Också vad gäller löneutvecklingen slirar medianhushållet; mellan 2010 och 2013 minskade medianlönen med närmare 5 procent till 20-årslägst 46 700 dollar. För genomsnittshushållet ökade däremot lönen med 4 procent till 87 200 dollar under samma tidsperiod. Ovanstående kan vara en orsak till att många hushåll väljer att spara mer än vad traditionella förmögenhetssamband säger, vilket kan förklara varför **den konsumtionsboom som köpkraftslyftet motiverat hittills uteblivit**. Recessionen 2007–2009 sätter alltså spår och många hushåll vill fortfarande öka sparandet. Samtidigt ger arbetsmarknaden inkomstlyft och bidrar till att **hushållens konsumtion ökar med 3,0 procent i år och 2,6 procent i snitt 2016-2017 enligt våra prognoser**.

Grekland rubbar inte USA-konjunkturen

Om och när Greklands krisen blir akut på nytt kan USA påverkas främst via två kanaler; den realekonomiska kanalen som verkar via internationella handelsströmmar och den finansiella kanalen som verkar via räntor, växelkurser och börs. Den realekonomiska kanalen har sannolikt försumbara effekter på amerikansk ekonomi. Grekland motsvarar 0,4 procent av världsekonomin och amerikansk export till Grekland är 770 miljoner dollar eller 0,004 procent av amerikansk BNP. Även om greklands krisen skulle leda till inbromsning i eurozonen blir de realekonomiska effekterna sannolikt små i USA. Amerikansk export till hela EU motsvarar 1,5 procent av amerikansk BNP. Enligt vår tumregel ger 1 procentenhets lägre real BNP-tillväxt i eurozonen 0,1 procentenhets lägre real BNP-tillväxt i USA under förutsättning att finansiella förhållanden inte visar alltför tuff åtstramning.

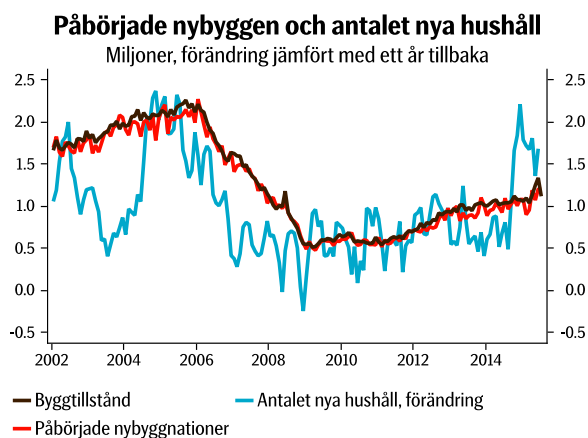
Den totala effekten kan dock bli större än så. Finansiella förhållanden, som ofta mäts som ett index av räntor, växelkurs och börs, kan stramas åt betydligt vilket i sin tur får realekonomiska konsekvenser. När den europeiska skuldkrisen härjade som värst 2012 beräknas den totala effekten på amerikansk ekonomi till 1 procentenhets lägre BNP-tillväxt. Men även om Greklands krisen blossar upp på nytt pekar mycket på att effekterna på amerikansk ekonomi blir mindre den här gången. För tre år sedan stod amerikansk ekonomi på ostadigare grund, banksystemet var mer sårbart samtidigt som den europeiska centralbanken ECB hade svagare skyddsmurar på plats.

Bostadsmarknad har medvind

Efter fjolårets kräftgång är bostadsmarknaden det tydligaste utropstecknet hittills under 2015. Förtroendet bland byggföretagen är högt samtidigt som byggtillstånd, antalet påbörjade nybyggnationer och bostadsförsäljning stärkts. **Byggboomen vilar på stabil grund**; utbudet är lågt i förhållande till försäljning, bostadskrediterna ökar samtidigt som det blir gradvis lättare att få bostadslån. Sysselsättningen bland de viktiga förstagångs köparna i åldern 25 till 34 år ökar med 3,5 procent i årstakt; dubbelt så snabbt som för resten av befolkningen. Hittills i återhämtningen har förstagångs köparna varit underrepresenterade. Men en normalisering tycks vara på gång och **antalet nya hushåll överstiger nybyggen med bred marginal**. Det är en förklaring till att antalet byggtillstånd lyft till 2007 års nivåer enligt den senaste statistiken.

En ny husprisbubbla ligger ändå inte i korten. Huspriserna enligt Case-Shillers index ligger fortfarande drygt 10 procent under 2006 års toppnivåer samtidigt som inkomsterna är 35 procent över nivån för nio år sedan. Andelen bostadsägare, som nådde 69 procent innan bostadsbubblan sprack, har fallit tillbaka och noteras numera på 63,4 procent; den lägsta nivån sedan sent 1960-tal. Nedgången innebär att sju miljoner färre bostadsägare får del av positiva förmögenhetseffekter från prisuppgången. Att bostadsägandet fortsätter vika talar samtidigt också emot att en ny husprisbubbla är på väg. **Bostadsinvesteringarna växer med närmare 9 procent per år i snitt**

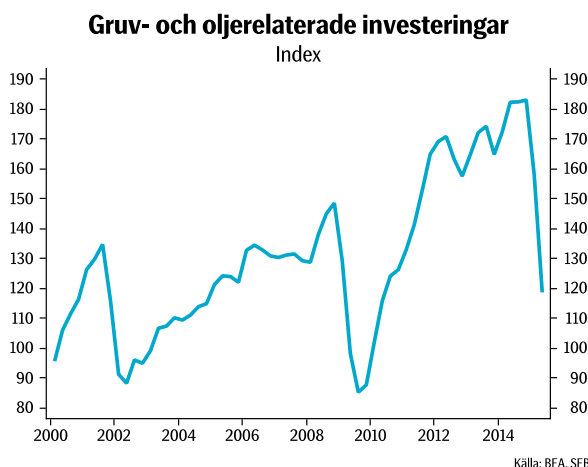
2015-2016 och drygt 5 procent 2017. Huspriserna, som ökade med knappt 4 procent i fjol, tangerar tidigare toppnivåer först i slutet av 2017 enligt våra prognoser.



Källa: Bloomberg, US Census Bureau

Investeringarna hackar fortfarande

Företagens investeringar har knappt ökat alls sett över de tre senaste kvartalen. **En hämsko är energirelaterade investeringar.** Inom gruvor, olje- och gassektorn har reala investeringar fallit kraftigt två kvartal i rad. Även om sektorn står för en mindre del av de totala privata investeringarna blir ändå effekterna betydande när fallen är så stora. Stålbudet för sektorn i fråga ser dock ut att vara över. Statistiken över antalet nya borrhål har stabiliserats. Kostnaderna i sektorn har också pressats snabbt. Break-even för lönsamma investeringar har t ex sjunkit med upp till 30 USD/fat.



Utanför oljesektorn är förutsättningarna goda för snabbare investeringstillväxt, framför allt tjänstesektorn drar nytta av att hushållen står på allt fastare mark. I tjänstesektorn ligger **företagsförtroendet nära rekordhöga nivåer**. I tillverkningsindustrin däremot har förtroendet fallit tillbaka på stark dollar och halvdan efterfrågan på viktiga exportmarknader. Att dollarn stärkts med omkring 20 procent det senaste året har också bidragit till att underskottet i handelsbalansen ökar igen. **Utrikeshandeln bidrar negativt till BNP kommande år enligt våra prognoser.**

Tillverkningsindustrin står dock för blygsamma 12 procent av ekonomin och 8,7 procent av sysselsättningen och vår **sammanvägda indikator är förenlig med åtminstone 4 procents BNP-tillväxt**. Liksom tidigare i återhämtningen ger dock indikatorn en mer optimistisk bild än vad BNP-utfallen pekar på. En förklaring är att småföretagen fortfarande släpar efter även om trenden pekar uppåt också bland mindre etablissemang. Enligt småföretagen är **regleringar och högre skatter ett stort och växande problem**. Framför allt sjukvårdsreformen och övergripande regelverksförändringar inom finanssektorn pressar många småföretag. Svag efterfrågan upplevs samtidigt som ett allt mindre problem.

Förhållandevis låg investeringsandel, företagens vinster och värderingar och svag produktivitetstillväxt (den långsiktiga produktivitetstrenden är den svagaste sedan tidigt 1980-tal) visar investeringsbehov. Ledig kapacitet inom industrin och orderingången tyder dock på svaga investeringar på kort sikt. Sammantaget **växer företagens investeringar med blygsamma 3 procent i år och med drygt 7 procent i snitt per år 2016-2017**.

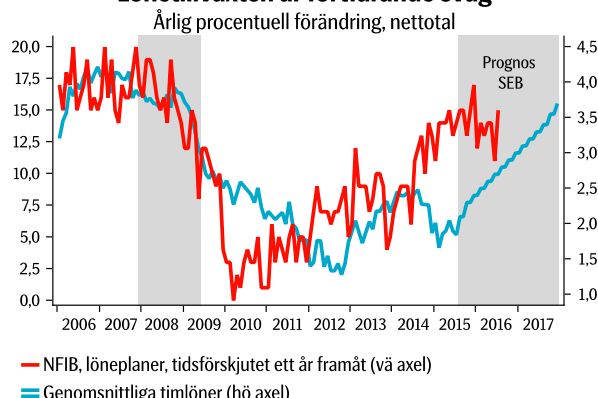
Arbetslösheten fortsätter falla

Arbetsmarknaden behåller sin styrka med robust sysselsättningstillväxt och fallande arbetslöshet. **Sysselsättningen spås öka med 220 000 per månad i snitt 2015-2017**, vilket är en viss nedväxling jämfört med 2014 då ökningen var den näst starkaste på 30 år. Arbetsmarknaden som BNP-indikator visar fortsatt god fart i ekonomin; antalet arbetade timmar noteras för närvarande 2,7 procent över det andra kvartalets snitt. Om en produktivitetsgenomklappning uteblir tyder alltså utbudssidan på åtminstone 3-procentig BNP-tillväxt.

Enligt Chicago Fed krävs endast 80 000 nya jobb per månad för att hålla arbetslösheten stabil. Sysselsättningen kommer därmed fortsätta pressa ned arbetslösheten från dagens nivåer som redan tangerar Kongressens budgetkontors bedömning av jämviktsarbetslösheten. **I slutet av 2017 ligger arbetslösheten på 4 procent enligt våra prognoser**. Den nivån är låg också i ett historiskt perspektiv; arbetslöshetsbotten i de två tidigare konjunkturcyklerna var 3,8 respektive 4,4 procent. Prognosen förutsätter att arbetskraftsdeltagandet stabiliseras. Annars är risken att arbetslösheten faller djupare än vad våra prognoser indikerar.

Trots allt färre arbetslösa är lönetillväxten oförändrat svag. Lönestelhet under den djupa recessionen 2008-2009 är en förklaring till varför timlönerna inte stiger. Trots tvåsiffriga arbetslöshetsnivåer fortsatte lönerna upp under krisåren vilket nu kan slå tillbaka i form av låga ökningstal. Eftersläpningen mellan resursläge och löner kan också vara lång och varierande; efter de tre föregående konjunkturedgångarna tog det tre till fem år innan löneinflationen kom igång. Ytterligare en tänkbar förklaring är att resursläget är mindre ansträngt än vad den låga arbetslöshetsnivån indikerar. Vår bedömning är att lönerna kommer att uppvisa starkare ökningstal 2016-2017; **genomsnittliga timlönerna som ökar med 2,2 procent 2015 väntas öka med 3 procent 2016 och 3,5 procent 2017**.

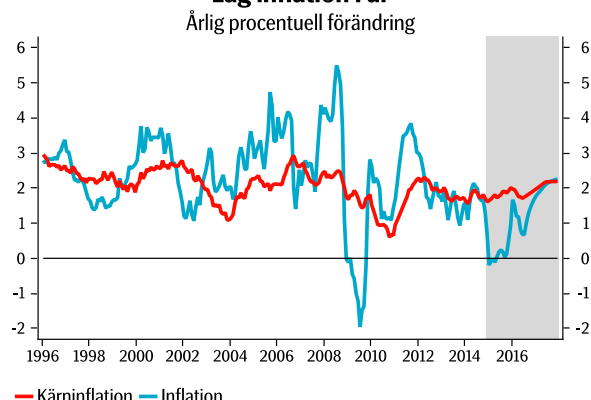
Lönetillväxten är fortfarande svag



Källa: BLS, NFIB, NBER, SEB

Det senaste året har ett flertal delstater höjt den lagstadgade minimilönen. Arbetsgivare som McDonald's och Wal-Mart har därtill aviserat egna ökningar av sina minimilöner. Därmed **ökar lönerna snabbast för låginkomsttagare**; inom industrier där genomsnittet understiger 12,50 dollar i timmen är lönetillväxten omkring 1 procentenhet högre än för totala timlönerna. Effekten blir emellertid liten på totala timlönerna eftersom de sektorer som omfattas endast svarar för 20 procent av sysselsättningen.

Låg inflation i år



Källa: BLS, SEB

Inflationspressen består 2016

Inflationen, som föll brant i vintras, ligger fortfarande nära nollstrecket men segar sig gradvis uppåt enligt våra prognoser. Det nya oljeprisfallet i kombination med en allt starkare dollar håller prisökningarna nere och vår inflationsprognos avseende 2016 ligger nästan **en procentenhet under genomsnittsprognosen på marknaden**. Kärninflationen ligger samtidigt kvar stabil strax under 2 procent de närmaste åren och 2017 noteras kärninflationen på 2,1 procent. Trenden mot ökat hyresboende håller kärninflationen uppe; hyror uppvisar 3-procentiga ökningstakter. Tjänster generellt bidrar till att **deflationsriskerna är små i ekonomin**; exklusive energi ökar tjänstepriserna med 2,5 procent i årstakt. När energipriserna faller ur tolv månaderstalen bidrar detta till att lyfta inflationen; tjänsternas andel av priskorgen är tunga 62 procent. Sammarens

oljeprisfall förklarar sannolikt att marknadens inflationsförväntningar har fått sig en knäck; förväntningarna enligt breakevens är dock fortfarande förenliga med 2-procentiga prisökningar. Efter **nära nollinflation i år väntas konsumentpriserna stiga med 1,2 procent 2016 och 2,1 procent 2017.**

Ingen finanspolitisk dramatik

Efter de senaste årens kraftfulla åtstramning i de offentliga finanserna bjuder kommande år sannolikt på mindre finanspolitisk dramatik. **Det federala budgetunderskottet ökar från 2,4 procent av BNP 2015 till 2,8 procent av BNP 2016.** Avseende 2017 har vi lagt in en lätt åtstramande politik; underskottet hamnar på 2,5 procent. Liksom tidigare är bedömningen att skuldtaksfrågan inte blir en stridsfråga eller sätter käppar i återhämningshjulet när den åter aktualiseras senare i höst. Medierapporteringen handlar istället om att kampanjer och debatter sparkat igång inför nästa års presidentval.

Handelsavtal av strategisk vikt

I somras gav kongressen president Obama klartecken att förhandla fram ett frihandelsavtal, Trans-Pacific Partnership (TPP) mellan tolv nationer, däribland Japan där det för närvarande inte finns något handelsavtal på plats. Samtidigt som nya frihandelsvägar öppnas upp är avtalet viktigt också ur geopolitisk synpunkt som motvikt till Kinas framväxande styrka i regionen. TPP blir det största frihandelsområdet i världen. Avtalet är inte färdigförhandlat ännu och kommer sannolikt tidigast att implementeras 2016.

Den direkta ekonomiska effekten på USA:s ekonomi kan förväntas bli liten. USA har nämligen redan bilaterala frihandelsavtal med flera av länderna. Enligt ekonomisk teori är effekterna av ett frihandelsavtal som störst när länderna ifråga specialiserar sig på olika produkttyper. Både USA och Japan har dock en betydande andel kapitalintensiv produktion vilket minskar de positiva effekterna av ett avtal mellan de båda länderna. USA är dessutom en relativt stängd ekonomi där exporten och importens sammanlagda andel är knappt 29 procent av BNP, att jämföra med Tyskland och Storbritannien där motsvarande siffror är 85 respektive 57 procent. Det talar också för små makroekonomiska effekter.

Fed höjer räntan i september

Kommunikationen från centralbankshåll tyder på att den första räntehöjningen rycker närmare och att **ribban för septemberhöjning är ganska lågt satt.** För den databeroende centralbanken är det kombinationen arbetsmarknad och inflation som avgör. Avseende arbetsmarknaden krävs enligt det penningpolitiska pressmedelandet i juli ytterligare "vissa" förbättringar – vilket den senaste sysselsättningsrapporten sedermera också bjöd på. Så om inte sysselsättningen klappar igenom i augusti ger arbetsmarknaden **grönt ljus för räntehöjning vid septembermötet** enligt vår bedömning. Inflationsskildern spelar naturligtvis också roll i räntebeslutet. Här krävs att centralbanken är hyfsat säker på ("reasonable confident") på att inflationen rör sig tillbaka till 2-procentsmålet på

medellång sikt. Trots det senaste oljeprisfallet var Feds inflationsskild bild oförändrad vid det senaste mötet och inflationen bedöms fortfarande gå mot inflationsmålet på sikt. Fed-chefen **Janet Yellen har också tonat ned betydelsen av snabbare lönetillväxt** i räntebeslutet, men stigande löner stärker naturligtvis bilden av att ekonomin närmar sig full sysselsättning.

Det finns också argument för Fed att sitta stilla längre i båten. Det viktigaste skälet för att senarelägga räntehöjningarna är att det är **bättre att riskera att den första höjningen kommer för sent snarare än för tidigt.** Om centralbanken i ett senare läge upptäcker att penningpolitiken är alltför expansiv kan detta lätt kompenseras med fler räntehöjningar. Det lär å andra sidan ta längre tid att upptäcka och reversera allt för tidiga räntehöjningar. Samtidigt lär dilemmat vara detsamma också vid tidpunkten för decembermötet. Ett annat skäl att avvakta är att **finansiella förhållanden** – ett sammanvägt index av räntor, börser och växelkurser – **redan stramat åt motsvarande 100 räntepunkter** jämfört med ett år tillbaka. Men grundskälet för räntehöjningar är att centralbanken ser att resursläget motiverar stramare penningpolitik. Frågan är därmed om finansiella förhållanden redan stramat åt mer eller i linje med vad Fed eftersträvar?

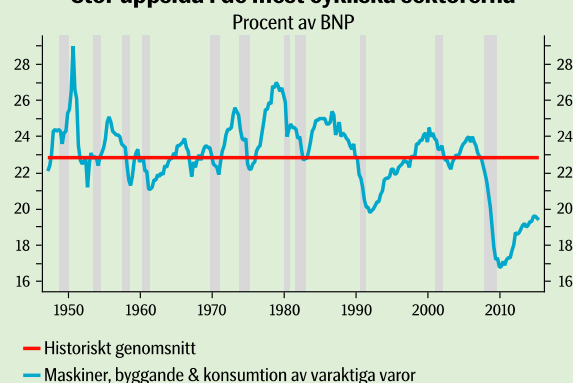
Sett bortom den första räntehöjningen kommer styrränteprofilen påverkas av hur finansiella marknader reagerar på räntehöjningarna. Ju mer exempelvis dollarn förstärks desto färre räntehöjningar krävs för avsedd penningpolitisk åtstramning. Att många andra centralbanker fortfarande lättar penningpolitiken talar också för att **Fed kommer att gå betydligt försiktigare fram jämfört med tidigare höjningscykler**, liksom att också hyfsat stora obligationsförfall 2016 och 2017 riskerar driva upp långräntorna. Avseende vår styrränteprognoz blir septemberhöjningen den enda i år och den viktigaste styrräntan står i 0,25-0,50 procent vid årsskiftet. **Avseende 2016 och 2017 ligger vår styrränteprognoz på 1,25 procent respektive 2,25 procent** vid årets slut, vilket är ett något snabbare höjningstempo jämfört med vad marknaden inprisar. Styrränteprofilen ger knappast en åtstramande penningpolitik; realräntan blir positiv först 2017. Som jämförelse var den reala styrräntan 1,5 procent i snitt 1990-2007.

Återhämtningen kan bli rekordlång

Att Fed påbörjar räntehöjningar reser frågan om när den amerikanska återhämtningen bryts. Den långa perioden med exceptionell penningpolitisk stimulans gör att det kan vara svårt att lita på historiska samband. Men nedan redovisas några faktorer som talar för att konjunkturuppgången kan fortsätta ganska lång tid framöver

Oavsett om man tittar på nominell eller real BNP är den pågående återhämtningen den svagaste som noterats. En viktig förklaring till detta är att befolkningen i arbetsför ålder nu trendmässigt ökar med låga 0,5 procent; klart lägre än historiska snittet. En annan förklaring är att den djupa recessionen 2007-2009 lägger sin skugga över återhämtningen. Konjunkturuppgångens första år präglades av skuldavveckling i hushållssektorn och fortfarande finns skäl för många amerikaner att spara i ladorna, vilket håller tillbaka konsumtionen. Detta har bidragit till en anemisk men seglivad återhämtning som redan är den sjätte längsta sett sedan mitten av 1850-talet.

Stor uppsida i de mest cykliska sektorerna



Källa: BEA, SEB

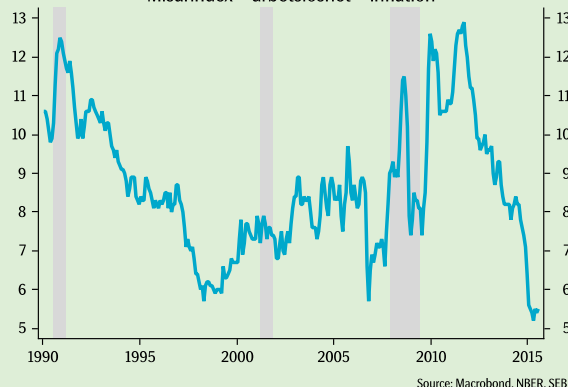
Situationen i de mest cykliska sektorerna i ekonomin kan vara ett hjälpmedel när det gäller att avgöra konjunkturuppgångens varaktighet. Till dessa hör konsumtion av varaktiga varor, investeringar i utrustning samt byggande av bostäder och kommersiella fastigheter. Grafen ovan visar att dessa sektorer återtagit en del förlorad mark sedan bottennoteringen och ökat med omkring tre procentenheter till 20 procent av BNP. Det är dock fortfarande tre procentenheter kvar till det historiska snittet och ytterligare en procentenhet upp till toppnivåerna i de två senaste cyklerna. Historiska erfarenheter tyder dessutom på att när väl toppnivån nås följer konjunkturedgången inte omedelbart i spåren utan drygt två år senare. **Enligt detta mått skulle nästa recession komma först 2020.**

Avkastningskurvans lutning är en annan recessionsindikator. Det är först när **Fed stramat åt penningpolitiken så pass mycket att avkastningskurvan inverterar som en ny recession bruka lura runt hörnet**. Även om Fed höjer räntan i september är en sådan utveckling avlägsen; normaliseringen väntas gå i maklig takt i och med att öppet produktionsgap och låg inflation ger centralbanken svängrum.

Sannolikheten är därför stor att **återhämtningen kommer att fortsätta minst lika länge som på 1990-talet när expansionen höll i sig rekordlång 120 månader.**

Misärindex på låga nivåer

Misärindex = arbetslöshet + inflation



En traditionell indikator att bedöma situationen i ekonomin är det så kallade misärindex; **en kombination av inflation och arbetslöshet**. Dess nuvarande nivå på 5,5 procent är den lägsta sedan 1960-talet och sett över de senaste 40 åren har ekonomin gått in i recession först när misärindex legat mellan 8 och 10. Samtidigt kan misärindex ibland ge en falsk trygghet. Indexet låg på en låg nivå precis före krisens utbrott 2007. I likhet med nuvarande situation berodde det på en ovanlig kombination där såväl arbetslöshet som inflation var på låga nivåer. Att inte sambandet mellan inflation och arbetslöshet (den s.k. Phillipskurvan) är sig likt skapar huvudbry för Fed. Kan man lita på att inflationen och löneökningar förblir låga eller riskerar man en ketchup-effekt när arbetsmarknaden blir tillräckligt het? År 2007 fick vi aldrig svaret på den frågan eftersom utbrottet av finanskrisen drev upp arbetslösheten innan inflationen tog fart. I nuläget ter sig de finansiella obalanserna som mindre framträdande, vilket minskar sannolikheten för att återhämtningen ska brytas de närmaste åren.

När avkastningskurvan inverterar lurar recessionen runt hörnet

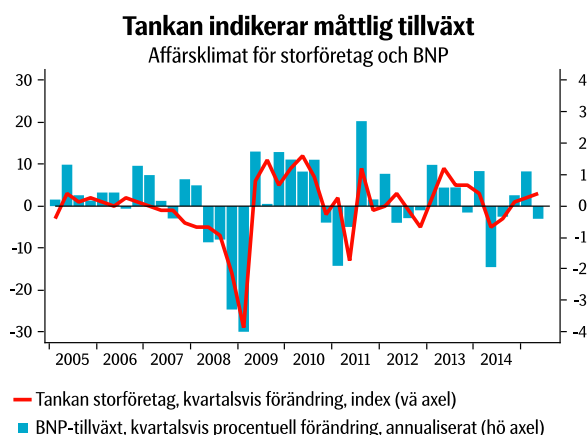


Återhämtningen fortsätter att kantas av bakslag

- **Besvikelse för exporten – Kina dämpar**
- **Försiktiga – och trängda – hushåll**
- **Bank of Japan behöver göra mer**

Efter två kvartal med positiv tillväxt krympte BNP åter andra kvartalet (-0,4 procent jämfört med första). Första halvåret har präglats av svag privat konsumtion samt nya besvikelser i utrikeshandeln. **Vi reviderar ner BNP-prognosen för 2015 till 0,8 procent**, tre tiondelar lägre än i *Nordic Outlook* maj. **2016 växer ekonomin med 1,3 procent och 2017 med 1,0 procent**, båda över den långsiktiga trenden på 0,5-0,75 procent. Nedåtriskerna överväger; vi har t ex inte lagt in någon ytterligare höjning av konsumtionsskatten till 10 procent 2017.

Förtroendemätningar tyder ändå på att svackan under andra kvartalet var tillfällig. Tankan-rapporten steg något under andra kvartalet. Kapacitetsutnyttjandet i näringslivet ligger på samma nivå som före krisen, vilket ihop med sänkt bolagsskatt ger ökat stöd för investeringarna.



Exporten har trots yenfall inte blivit det draglok som Japan så väl behöver, vilket återspeglas i den svaga utvecklingen i industrin. Det kan delvis bero på utflyttning av produktion men oväntat svag omvärldsefterfrågan, inte minst från Kina men även EU, har också bidragit till besvikelsen hittills i år. Framöver räknar vi dock med ökade bidrag från utrikeshandeln med stöd av fortsatt USA-ledd global återhämtning. **Svaghets-tecknen från Kina, samt åtgärder för att försvaga yuanen, utgör dock en nedåtrisk.** Å andra sidan kan en försiktig återstart av Japans kärnkraftsproduktion på sikt höja BNP genom lägre energipriser och import.

Fjolårets konsumtionsskattehöjning kastar alltså sin skugga över ekonomin. Konsumentförtroendet har inte kommit tillbaka till de senaste topparna, än mindre till nivåerna innan finanskrisen. Konsumtionen ligger efter fjolårets kraftiga fall på ungefär samma nivå som i början av 2013. Omläggningen av den ekonomiska politiken, **"Abenomics", har gett ganska mager utdelning för hushållen så här långt.** Det redan låga sparandet krymper hushållens manövrutrymme. Att regeringen kan tvingas skära i sociala utgifter om man ska klara sina budgetmål är ytterligare ett skäl till försiktighet.

En nyckelfråga är i vilken grad stram arbetsmarknad kommer att slå igenom i snabbare löneökningar. Regeringens påtryckningar har haft viss positiv effekt på lönesättningen bland stora företag, men lönerna visar få tecken på att öka på bred front. Att andelen jobb med osäkra villkor är relativt stor håller troligen tillbaka lönerna även framöver. **Realinkomsterna får dock stöd av en nedväxling i inflationstakten** driven av fallande energipriser och att effekterna av fjolårets skattehöjning faller ur 12-månaderstalen. Japans inflation är nu knappt en halv procent och bara strax över noll om färsk livsmedel exkluderas (Bank of Japans målvariabel). Bank of Japan justerade i juli ned sin prognos en aning men spår alltså en snabb uppgång till nära 2 procent 2016. Bedömningen baseras på ett gradvis högre oljepris till runt 70 dollar fatet på ett par års sikt, vilket inte ser ut att infrias. **Vår prognos är en inflation på 0,8 procent i år följt av 0,5 respektive 0,9 2016 och 2017.** Uppgången i inflationsförväntningarna har samtidigt kommit av sig; marknadsbaserade mått ligger kring en procent på lång sikt och företagens förväntningar enligt Tankan har dämpats i år.

Vi räknar fortfarande med att **Bank of Japan utökar stimulanterna i ett tredje steg från 80 000 till 100 000 mdr JPY per år** och att beslutet tas i oktober. Det försvagar valutan till 130 för USD/JPY i slutet av året, 140 i slutet av 2016 samt 135 vid prognosperiodens slut. Men yenen är inte längre uppenbart övervärderad och merparten av försvagningen ligger bakom oss.

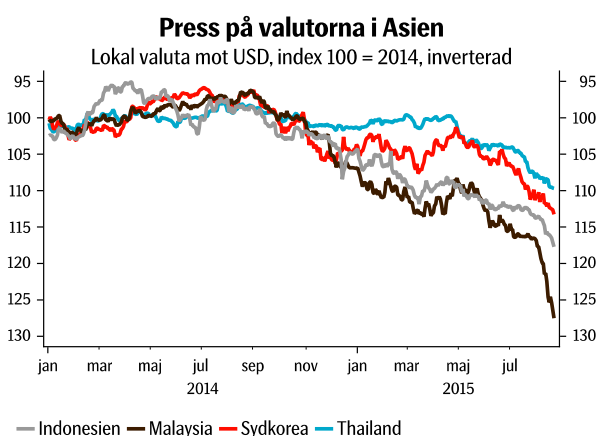
På sikt sätter demografin gränsen för Japans tillväxt. Reformen för att öka andelen kvinnor i arbetskraften, t ex utbyggd barnomsorg, har rönt vissa framgångar, men gapet mellan män och kvinnor är fortfarande högt, runt 20 procentenheter. Åtgärder för att höja produktiviteten har ännu inte satt några märkbara avtryck i ekonomin. Mest uppmärksamhet får införandet av en ny bolagskod vilket ökar trycket på professionell ledning av storföretag. Att budgetunderskotten faktiskt ändå minskar **stärker dock förtroendet för Japans förmåga att hantera den väldiga statsskulden.**

Hyfsad tillväxt trots finansiell oro

- **Press på valutorna i Asien**
- **Kina: Finansiell oro skapar osäkerhet**
- **Indien: Försiktigt accelererande tillväxt**

Tillväxten i regionen har stagnerat de senaste kvartalen. Förnyade råvaruprisfall pressar inflationen och stimulerar konsumtionen. Samtidigt hämmas dock extern efterfrågan av inbromsningen i Kina. Exporten har försvagats de senaste månaderna trots hyfsad efterfrågan från USA och Europa. Den väntas dock skjuta fart kommande kvartal drivet av god tillväxt i USA. Fortsatt inbromsning i Kina gör att **tillväxten** i regionen som helhet bedöms ligga **nära nuvarande nivåer 2016 och 2017**.

Den **inhemska efterfrågan** är fortsatt god tack vare starka arbetsmarknader, lågt inflationstryck och låga styrräntor. Thailand och Singapore har i nuläget deflation. Den förnyade oljeprisnedgången förstärker trenden med låg, utbudsdriven inflation och gör att den väntade inflationsuppgången mot slutet av 2015 blir mild i de flesta ekonomier. Uppmjukningen av penningpolitiken fortsätter ytterligare något i vissa ekonomier; förutom i Kina och Indien även i Indonesien och Sydkorea.



Källa: Macrobond

Den senaste tiden har **många valutor i regionen försvagats rejält**. Valutapressen orsakas av en rad faktorer som råvaruprisfall, oro kring den kinesiska tillväxten samt devalveringen av yuanen. Att Feds räntehöjningar rycker närmare förstärker nervositeten. Ringiten är den stora förloraren drivet av Malaysias omfattande råvaruexport och exponering mot den kinesiska ekonomin.

Feds räntehöjningar i sig behöver inte leda till ökad volatilitet. Historiskt sett har EM-tillgångar utvecklats väl trots Fed-höjningar då dessa vanligtvis kommit under perioder med stabil global tillväxt. Undantaget är 1994 då en kombination av snabbare höjningar än väntat samt tequila-krisen i Mexiko satte tvärstopp för den pågående börshaussen på EM-marknader. **Givet** vårt scenario med **försiktiga Fedhöjningar** bör **turbulensen på finansiella marknader inom EM-området bli begränsad**.

Om Fed höjer räntan snabbare än väntat kan dock konsekvenserna bli allvarliga för vissa ekonomier. Turkiet och Sydafrika är t ex mycket sårbara på grund av stora bytesbalansunderskott. Även några asiatiska tillväxtekonomier ligger i farozonen. Penningpolitiken i **Hongkong** och **Singapore** är tätt knuten till USA och **Feds räntehöjningar** får **direkta effekter** som riskerar att slå mot de överhettade bostadsmarknaderna. Även **Malaysia** är **sårbart** på grund av omfattande utlandsupplåning; valutaförsvagningen ökar kostnaden för att finansiera lånen. Sammantaget är det enskilda ekonomier snarare än regionen som helhet som kommer att påverkas av Feds räntehöjningar.

Kina: Fortsatta stimulanser

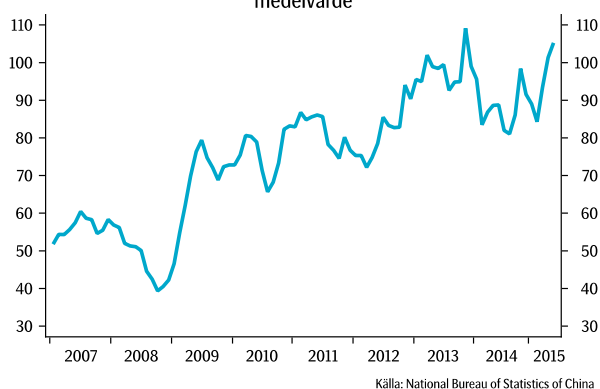
BNP-utfallet andra kvartalet överträffade förväntningarna och hamnade i likhet med första kvartalet på **7,0 procent** i årstakt. Det är dock dålig fart på aktiviteten i ekonomin och det tredje kvartalet inleddes svagt. Inköpschefsindex föll i juli och både officiellt index och Markit/Caixins index ligger klart under de historiska genomsnitten. Industriproduktionen bromsade in och exporten var betydligt sämre än väntat samtidigt som importen fortsätter att vara svag.

Myndigheterna har försökt bemöta trögheten med än mer expansiv penning- och finanspolitik genom bl a ränte- och reservkravssänkningar samt fortsatta infrastruktursatsningar. I slutet av juni sänktes styrräntan för tredje gången i år. Uppmjukningen har gradvis intensifierats och de positiva tillväxteffekterna av stimulanserna har ännu inte slagit igenom fullt ut samtidigt som det finns relativt gott om utrymme för fortsatt stimulans. Kina väntas dessutom få stöd av accelererande tillväxt i omvärlden. Vi håller därför fast vid bilden av att tillväxten endast kommer att bromsa in gradvis de närmaste åren. **2015** räknar vi med att **BNP ökar med 6,8 procent**. Därefter fortsätter tillväxten att dämpas till **6,5 procent 2016** och till **6,3 procent 2017**. **Konjunkturbilden** har dock **fördunklats** av sommarens kraftiga **börsfall** samt centralbankens **omorientering av valutapolitiken**. Osäkerheten kring reformarbetet har ökat och även risken för policymisstag kopplat till avregleringen av finansmarknaden.

Huvudförklaringen till Kinas tillväxtinbromsning är den svaga bostadsmarknaden. Här finns dock vissa tecken på stabilisering. Antalet bostadsförsäljningar har återhämtat sig. Dessutom steg bostadspriserna svagt i månadstakt i maj, juni och juli efter 12 månader i rad med fallande priser. Stabiliseringen följer i spåren av uppmjukningen av bostadspolitiken. De restriktiva reglerna för husköp har lättats upp och bankerna har instruerats att skynda på godkännandet av nya bostadslån. Samtidigt har centralbankens räntesänkningar även slagit igenom i form av sjunkande bolåneräntor. Trots den senaste tidens förbättring gör det stora antalet osålda bostäder att ett **svagt byggande kommer fortsätta hämma tillväxten under lång tid framöver.**

Tecken på återhämtning för bostadsmarknaden

Bostadsförsäljning, miljoner kvadratmeter, säs, 3-månaders glid, medelvärde



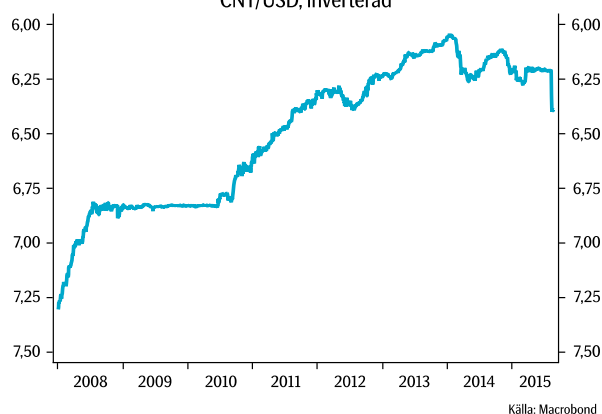
Myndigheterna försöker även hjälpa tillväxten genom att stötta det finansiella systemet. Storleken på stödprogrammet för att hantera finansiella problem hos lokala offentliga enheter har fördubblats. Villkoren för investerare som köper nyemitterade kommunobligationer har förbättrats. Dessa accepteras nu som säkerhet för nya lån från centralbanken. Kostnaden för stödprogrammet hamnar hos bankerna som visserligen måste acceptera lägre räntor på utlåningen men i stället gynnas av förbättrad kvalitet på de finansiella tillgångarna.

Yuanen devalverades oväntat i augusti. Devalveringen kom strax efter svaga exportsiffror och ambitioner att ge stöd till exporten är en orsak till politikomläggningen. Troligen är det också en säkerhetsåtgärd för att hantera en utveckling där kommande Fedhöjningar driver dollarn och därmed yuanen till ännu starkare nivåer. Ändå tror vi att devalveringarna i första hand är ett led i ansträngningarna att avreglera finansmarknaden; i det här fallet genom att införa en ny valutaregim där marknaden får större betydelse för växelkursen. Att den underliggande exportutvecklingen sett i ett längre perspektiv varit hyfsad och att det finns ett uttalat mål att Kina ska överge den gamla tillväxtmodellen baserad på statliga investeringar och export talar för att valutajusteringarna framöver blir måttliga. Dessutom spelar utländsk efterfrågan en större roll för exporten än nivån på växelkursen. Centralbankens interventioner för att hindra yuanen från att försvagas går också emot exportargumentet och banken har inte uttryckt någon större oro för konjunkturen.

IMF spelar indirekt en viktig roll för den kinesiska valutapolitiken. I sin publikation "2015 External Sector Report" betonade IMF att yuanen inte längre var undervärderad. Istället antydde kalkylerna att yuanen snarast var övervärderad med ca 10 procent mätt mot en bred valutakorg. Detta innebär att eventuell amerikansk kritik mot Kinas devalveringar får mindre tyngd. En mer flexibel kinesisk valutapolitik innebär också att yuanen närmar sig målet att inkluderas i valutafondens korg av reservvalutor (SDR). Förändringarna går således i rätt riktning även om avregleringen av finansmarknaden också innebär risker för policymisstag. Vår bedömning är att deprecieringen fortsätter om än i lugn takt. Vid **slutet av 2015** väntas **CNY/USD** stå i **6,60** och vid slutet av **2016** i **6,70**. **2017** står yuanen i **6,40** vid slutet av året.

Rejäl försvagning av yuanen

CNY/USD, inverterad



Inflationstrycket är fortsatt mycket lågt men i juli accelererade KPI-inflationen till 1,6 procent. Uppgången drevs främst av stigande livsmedelsinflation. Kärninflationen har det senaste halvåret legat kring 1 procent. Vi håller fast vid synen att **Kina undviker deflation** och att inflationen vänder uppåt andra halvåret. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen** hamna på **1,5 procent 2015**. **2016** accelererar inflationen till **2,0 procent** och **2017** till **2,5 procent**. **Centralbanken väntas sänka styrräntan med ytterligare 25 punkter** sista kvartalet i år till 4,60 procent. Därefter väntas ytterligare en sänkning i början av 2016 varefter styrräntan ligger kvar på 4,35 procent.

Under våren och sommaren föll börserna i Shanghai och Shenzhen kraftigt. Mot bakgrund av den tidigare kraftiga uppgången var korrigeringen inte orimlig ur ett värderingsperspektiv. Nedgången har dock rejält oroat myndigheterna som lanserat en rad åtgärder för att försöka få stopp på börsfallet. Börsnoteringar har avbrutits, blankning av aktier förbjudits och statligt kontrollerade enheter på finansmarknaden har stöd köpt aktier och även förmått privata organisationer att göra likaledes. Samtidigt har institutioner uppmanats att fortsätta utlåningen till investerarens aktieköp.

Börsnedgången väntas endast få små effekter på den reala ekonomin. De kinesiska hushållens totala exponering mot börsen är fortfarande liten och domineras av en mindre andel förmögna hushåll. Däremot är myndigheternas aggres-

siva och naiva sätt att hantera börsfallet förvånande. Hanteringen står i tydlig kontrast mot slutsatsen från Tredje plenumet i november 2013 då det slogs fast att marknaden ska spela en "avgörande roll" för resursallokeringen. Åtgärderna **reser frågetecken kring det fortsatta reformarbetet**. Under uppgångsfasen bidrog dock myndigheterna aktivt till att elda på uppgången. Sannolikt är man därför orolig för att ett börsfall ska skada myndigheternas anseende. Vi håller därmed fast vid bedömningen att reformerna av ekonomin fortsätter under kommande år och att åtgärderna för att stoppa börsfallet inte ska tolkas som en medveten omsvängning mot en mer marknadsfientlig politik.

Indien: Stigande otålighet kring reformer

BNP-utfallet för första kvartalet hamnade officiellt på goda 7,5 procent i årstakt. Den snabbare BNP-tillväxten, som följde i spåren av reviderade beräkningsmetoder i början av året, är dock svår att spåra i andra ekonomiska indikatorer som pekar på en fortsatt trög utveckling. Inköpschefsindex för både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn ligger långt under de historiska genomsnitten. Industriproduktionen har inte skjutit fart ordentligt samtidigt som investeringarna har stagnerat och bilförsäljningen går knackigt. En kraftig nedrevidering av BNP-utfallet fjärde kvartalet i fjol bidrar också till osäkerheten. Mer expansiv penning- och finanspolitik och det förnyade råvaruprisfallet gör att tillväxten ändå kan stiga ytterligare något.

2015 väntas BNP öka med 7,5 procent. Följande år bedöms tillväxten accelerera försiktigt till **7,8 procent 2016** och till **8,0 procent 2017**.

KPI-inflationen har efter den kraftiga dämpningen 2014 det senaste halvåret legat nära 5 procent men föll i juli till 3,8 procent. Även inflationsförväntningarna har fallit tillbaka rejält och centralbanken (RBI) har goda möjligheter att uppfylla målet på en inflation under 6 procent vid början av 2016. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen** hamna på **5,1 procent 2015** och på **5,0 procent 2016 och 2017**. Inflationsdämpningen har skapat utrymme för en uppmjukning av penningpolitiken. I början av juni sänktes styrräntan för tredje gången i år till 7,25 procent. **RBI väntas sänka räntan ytterligare en gång** till 7,0 procent vid utgången av 2015. Första kvartalet 2016 sänks räntan till 6,75 procent.

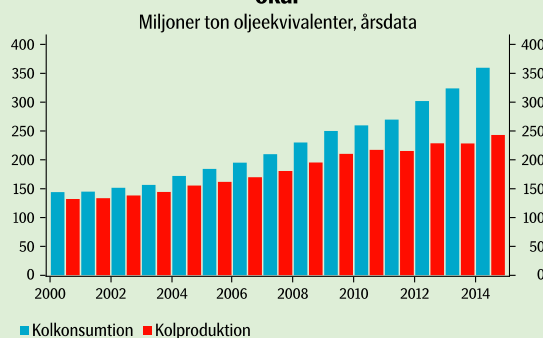
Modi-regeringen har nu suttit vid makten i mer än ett år och **besvikelsen över att inte fler reformer kunnat genomföras växer**. Reformbehovet är omfattande då en rad strukturella problem såsom exempelvis energiförsörjningen (se ruta) hämmar ekonomin. För att förbättra tillväxtutsikterna krävs en återhämtning för investeringarna, inte minst på infrastruktursidan. Investeringarna hålls dock tillbaka av företagets höga skuldsättning kombinerat med oförutsägbara regleringar och andra strukturella problem. **Förbättringarna av ekonomin i form av inflationsdämpning samt minskade underskott i budget och bytesbalans är bara till mindre del regeringens förtjänst**. Visserligen har en del reformer genomförts. Exempelvis har flera sektorer, t ex försäkringar, öppnats upp för utländska aktörer. **På de viktigaste reformområdena**, såsom t ex den överreglerade arbetsmarknaden, är det dock **svårt att se några framsteg**. Planerna på att införa en nationell försälj-

ningsskatt ser ut att försenas ett år till april 2017 på grund av politiskt motstånd. Försöken att reformera lagstiftningen kring landköp har än så länge misslyckats. Det har även uppstått viss oro kring centralbankens självständighet pga ett förslag där regeringen ska kunna tillsätta fyra platser av sju i en framtida penningpolitisk kommitté. Sannolikt kommer Modi-regeringen att försöka intensifiera reformarbetet men motståndet från den politiska oppositionen och särintressen lär fortsätta att bromsa utvecklingen.

Begynnande indisk energikris riskerar slå mot långsiktig tillväxt

Möjligheterna att få fart på tillväxten motverkas av strukturella problem. Ett exempel är energiförsörjningen. I nuläget står kol för omkring hälften av Indiens energikonsumtion och kommer under överskådlig tid att fortsätta vara den viktigaste energikällan. Utvinningen av kol kan inte svara upp till den stigande efterfrågan och företag tvingas till dyr kolimport. Strömavbrott är vanliga och problemen ser ut att förvärras framöver. Internationella energirådet (IEA) bedömer att Indiens energibehov fördubblas fram till 2040.

Gapet mellan konsumtion och produktion av kol ökar



Indien kan trots omfattande tillgångar ändå inte möta den stigande efterfrågan på kol. Huvudförklaringen är regleringar och det statliga företaget Coal India som med omkring 80 procent av produktionen har en monopolliknande ställning. Utvinningen är ineffektiv och produktionsökningar försvåras av korruption, svårtillgängliga koltillgångar och kapacitetsbrist i järnvägssystemet. Modi-regeringen har tagit steg för att försöka förbättra situationen. Problemen i kolsektorn är dock ett instruktivt exempel på svårigheterna att driva igenom reformer. Försöken att avreglera möttes t ex av omfattande protester bland Coal Indias anställda vilka tvingade Modi att lova att företaget kommer att fortsätta vara till huvuddelen statligt ägt.

Rupien har till skillnad från andra valutor i Asien visat motståndskraft mot den senaste tidens oro och har bara försvagats något mot USD sedan början av året. En förklaring är det fallande oljepriset som minskar importen. Rupien väntas ligga på **67,5 mot USD vid slutet av 2015** och försvagats något till **70,0 vid slutet av 2016**. **2017** står rupien i **66,0** vid slutet av året.

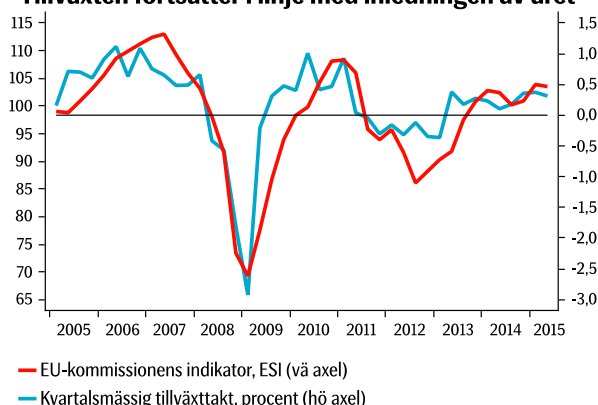
Fortsatt återhämtning med långsiktiga frågetecken

- **Små ekonomiska spridningseffekter av greklandskris**
- **Exporten gynnas av svag euro**
- **Långsamt minskad arbetslöshet**
- **Låg inflation gör att ECB:s politik fortsätter enligt plan**

Under första halvan av 2015 har regionens tillväxt växlat upp; tyska ekonomin växer i god takt, Frankrike har lämnat stagnationen bakom sig, Italien har kommit ur en årslång recession och **Spanien överraskar positivt** med en tillväxt kring 3 procent i årstakt. Tillväxten kvartal 2 var 0,3 procent, en tiondel lägre än första kvartalet. Indikatorbilden pekar på en expansion under andra halvåret i ungefär samma takt som det första.

BNP-tillväxten beräknas bli 1,6 procent 2015 och sedan öka till ca 2 procent 2016 och 2017. BNP-gapet bedöms ligga på ca 2,5 procent 2015. Jämfört med USA och Storbritannien ligger eurozonen klart efter i återhämtningscykeln och arbetslöshetsnivåerna i relation till jämvikt visar tydliga skillnader. Detta kommer framöver att bidra till ett ökat styrräntegap när **ECB ligger still hela prognosperioden** samtidigt som Fed (i september) och Bank of England (i februari 2016) börjar höja.

Tillväxten fortsätter i linje med inledningen av året



Källa: Eurostat, EU-kommissionen

Riskbilden är relativt balanserad. De samlade effekterna av lågt oljepris, svag euro och ECB-stimulanser har potential att ge ytterligare uppväxling av tillväxten. Å andra sidan finns fortfarande nedåtrisker kopplade till förnyade problem mellan Grekland och långivarna kring uppföljning och implementering av reformer. Nyvalet väntas ge nytt förtroende för Tsipras och stöd för den nuvarande politiken men skapar ett maktvacuum i

närhet. På exportsidan finns nedåtrisker kopplade till den kinesiska ekonomin. Därtill kommer fortsatt osäkerhet kopplade till de ekonomiska och politiska relationerna med Ryssland.

På sikt återstår flera utmaningar för regionen. Det ekonomiska integrationsarbetet går fortsatt trögt, vilket skapar osäkerhet om eurons långsiktiga framtid. Tillväxten är inte stark nog för att påtagligt pressa ned den höga arbetslösheten. Den nominella BNP-tillväxten hålls också tillbaka av låg inflation, vilket bidrar till att offentlig skuld som andel av BNP ligger kvar på höga nivåer. Bruttoskuden faller till 93 procent av BNP 2017. Det offentliga underskottet förbättras svagt och ligger strax under 2,0 procent av BNP 2016-2017. Underliggande bräckliga offentliga finanser gör att utrymmet för finanspolitiska satsningar är begränsat. **Finanspolitiken är i stort sett neutral eller svagt åtstramande 2015-2017.** GIPS-länderna stramar åt med mellan 0 och 1 procent av BNP per år. Finanspolitiken i Tyskland blir, trots påtryckningar om mer stimulanter, bara svagt expansiv. En mer expansiv politik i Tyskland skulle ha ett stort signalvärde även om det knappast skulle förändra huvuddragen i eurozonens konjunkturbild.

Spekulationer om att ECB skulle dra ned på sina tillgångsköp har i hög grad försvunnit. Låg inflation gör att det i dagsläget är mer sannolikt med utökade tillgångsköp än att man ska minska köpen jämfört med annonserad plan.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

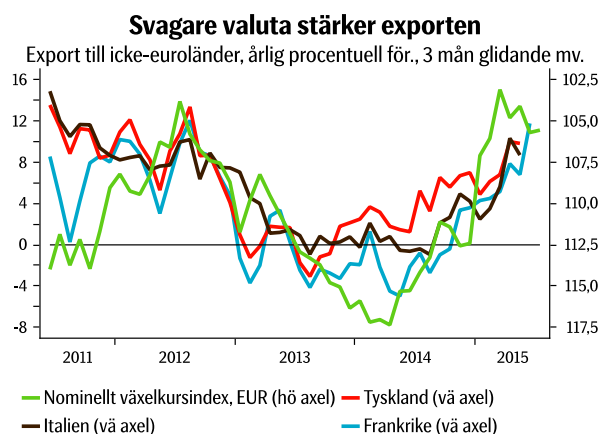
	2014	2015	2016	2017
Tyskland	1,6	1,9	2,3	2,0
Frankrike	0,2	1,2	1,6	1,6
Italien	-0,4	0,7	1,3	1,3
Spanien	2,1	3,2	3,2	3,0
Grekland	0,8	-2,0	0,0	2,0
Portugal	0,9	1,7	2,2	2,2
Irland	5,2	4,5	4,0	3,5
GIPS	2,2	2,4	2,8	2,9
Eurozonen	0,8	1,6	2,1	2,0

Källa: Eurostat, SEB

Exporten får fortsatt draghjälp av svag euro

Exporten fortsätter uppåt även om takten har mattats något de senaste månaderna. Mycket tyder på att de viktiga inkomster-na från turism nu ökar i de sydeuropeiska länderna. Irland, Spanien och Portugal har uppvisat hyfsade tillväxttal under våren och uppgången är relativt bredbaserad branchmässigt. I Spanien t ex ökar exporten av jordbruks- och kemiska pro-

dukter samt varaktiga varor. Att den globala konjunkturen visar vissa svaghetstecken har hållit tillbaka industriproduktionen trots draghjälp från den svaga euron. **Exporten fortsätter att öka i jämn takt och växer med i genomsnitt ca 4,5 procent per år 2015-2017.** En successivt starkare inhemsk efterfrågan gör att även importen har tagit fart efter krisårens fall. **Den externa positionen förbättras** och regionen som helhet uppvisar bytesbalansöverskott. Konkurrenskraften fortsätter att förbättras vilket gynnar exporten men i takt med att importen ökar så kommer bytesbalansen åter försämrats.



Grekisk osäkerhet ger små makroeffekter

Grekland kämpar i motvind. Tillväxtbilden som började ljusna i mitten av 2014 har därefter blivit mörkare. Även om tillväxten överraskade på uppsidan första halvåret är utsikterna svaga; indikatorer, negativa effekter av kapitalkontroller och stängda banker gör att BNP faller under andra halvåret. BNP-prognosen revideras ner kraftigt till -2 procent i år; prisfall och fallande nominell BNP ytterligare förvärrar det offentligfinansiella läget. Restriktionerna på banksystemet hämmar ekonomin och bankerna är generellt i dåligt skick med stigande andel dåliga lån (över 25 procent enligt ECB-statistik). Den negativa spiralen är svår att bryta vilket gör att **även 2016 blir ett år utan tillväxt.**

Eurozonen och IMF befinner sig i ett svårt läge och trots ett nytt låneavtal finns skilda åsikter om vilken politik som ska bedrivas. Inslag i tidigare krislösningar skapar blockeringar vilket har försvårat möjligheten att komma överens. IMF pressar Tyskland i frågan om skuldnedskrivning som IMF förordar; även USA har gett sig in i diskussionen på IMF:s sida. Att en stor del av den grekiska offentliga skulden i praktiken utgörs av fordringar från skattebetalare i andra länder, i vissa fall med lägre inkomster och BNP per capita, försvårar diskussion. IMF-linjen innebär också att fortsatt stöd ska knytas inte bara till utvecklingen för offentligt saldo och skuld utan man vill också styra reformerna mer i detalj. Detta ses av Grekland som en begränsning av suveräniteten. Flera svåra frågor ska enligt överenskommelsen hanteras; t ex reformering av pensionssystem och arbetsmarknad, specificerande av privatiseringsprogram och frågan hur man kan göra offentlig administration mindre politisk och mer tjänstemannamässig. Värt att notera är att reformerna är mer av strukturell karaktär och inte åtstramande besparingar.

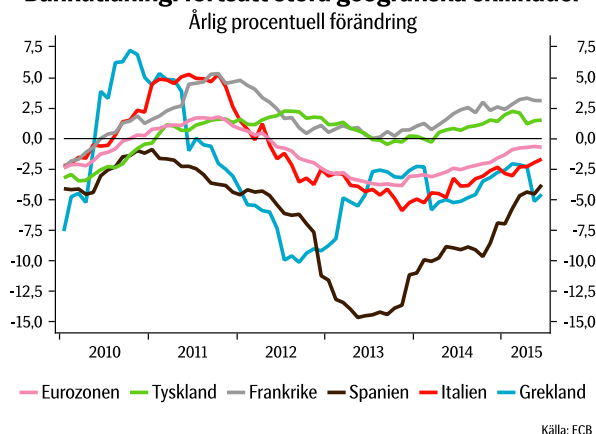
Trots svårigheter finns nu ett avtal på plats och ytterligare stöd har börjat betalas ut. Implementeringen av det nya låneprogrammet kommer med stor sannolikhet att kantas av motsättningar i höst och kommande år. **Vi räknar med att landet förutom stödlånen får en skuldrekonstruktion** som omfattar en kombination av lägre räntor och flera amorteringsfria år. IMF lär till slut bidra till en lösning, om inte annat för att täcka Greklands återbetalningar till IMF.

Nya stödlån köper ytterligare tid men om en sådan strategi kan lyckas på sikt är mycket osäkert. Även **om ingen aktör egentligen vill utlösa en Grexit** är det idag svårt att skönja en väg som ger långsiktig stabilitet. Nyvalet i september skapar ett viss maktvacuum på kort sikt. Men vår bedömning är att det är ett logiskt försök av Tsipras att utnyttja tiden mellan nu beslutade stödpaket och första granskningen av Grekland (troligen i oktober) för att rensa ut de värsta kritikerna inom partiet vilket kan förstärka det parlamentariska stödet för stödprogrammet. En osäkerhetsfaktor är dock hur många väljare som utbrytare ur Syriza och motståndare mot euron och stödpaketerna kan samla. Vår bedömning är ändå att sannolikheten för en Grexit på några års sikt ligger nära 50 procent. En Grexit skulle troligen inte få så stora direkta effekter på den makroekonomiska utvecklingen för eurozonen då skyddande brandväggar byggts upp. På längre sikt kan konsekvenserna av ett utträde bli större. Greklands krisen kan bli ett varnande exempel på att euroländerna har svårt att lösa gemensamma problem och på hur oklar ansvarsfördelning kan bryta ner förtroendet för demokratiska institutioner.

Investeringar ökar från låg nivå

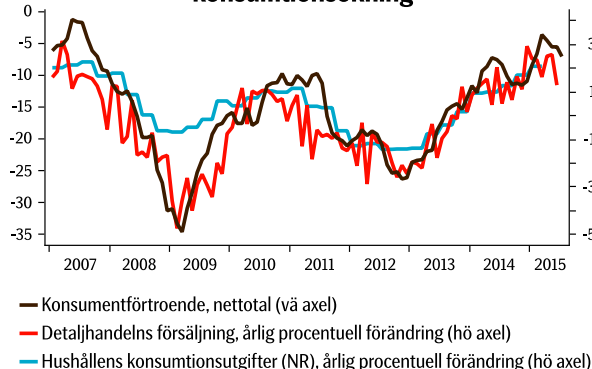
Investeringsaktiviteten är fortsatt svag. Osäkra framtidsutsikter och tröghet på kreditmarknaden verkar återhållande. Men trots den relativt långsamma produktionsuppgången ligger kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin i linje med det långsiktiga genomsnittet. Detta indikerar att den långa perioden med svaga investeringar snart kommer att resultera i utbyggnadsbehov. Fortsatt återhämtning och låg ränta i kombination med lättare kreditförhållande bidrar till en modest **investeringssuppgång på 2-3 procent 2015-2017.**

Fortfarande finns restriktioner på kreditmarknaden. Bankers vilja att låna ut är låg i vissa länder, bl a beroende på en fortsatt stor mängd dåliga lån. Skillnaden mellan olika länder är stor och framför allt är det små och medelstora företag som kommer i kläm när bankernas balansräkningar anpassas. Detta begränsar stimulans-effekten av låg ränta och expansiv penningpolitik. Ett sätt att angripa utbudsproblem är att reformera banksystemet för att reducera mängden dåliga lån och rensa bankers balansräkningar. IMF har uppskattat att kreditvolymerna på upp till 5 procent av regionens totala BNP skulle kunna frigöras; en stor del i krisländerna. ECB:s undersökningar visar ändå att utvecklingen sakta är på väg i rätt riktning genom såväl ökad efterfrågan på lån som större vilja från banker att låna ut. Förväntad efterfrågan på lån ligger t ex inte långt från nivåerna innan krisen. Det är nyutlåningen till hushållen som ökar medan företagsutlåning är relativt oförändrad.

Bankutlåning: fortsatt stora geografiska skillnader**Hyfsad konsumtionstillväxt**

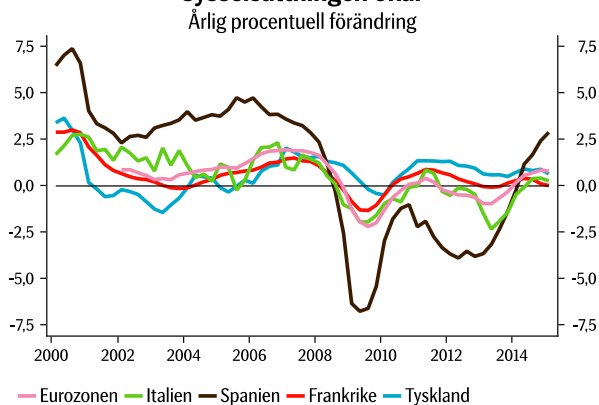
Hushållen har de senaste åren pressats av ökad arbetslöshet och krispaket, vilket avspeglas i att **konsumtionsnivån först i år nått upp till samma nivå som första kvartalet 2008.**

Sparkvoten har varit relativt stabil, men fallit något under krisen. Efter att ha bottnat i början av 2013 har nu **konsumtionen växlat upp.** Detaljhandels försäljning tyder på en fortsatt god utveckling och konsumentförtroendet ligger på en hyfsad nivå, trots en viss nedgång de senaste månaderna. Att bilförsäljningen ökar snabbare än på flera år tyder på en förbättrad framtidstro även om en låg räntenivå också spelar en roll. De regionala skillnaderna är stora, även om förtroendegapet minskat den senaste tiden. Framför allt har framtidstron förbättrats i Spanien som dock har mycket att ta igen; medan konsumtionen sedan början på 2008 stigit med 15 procent i Tyskland har den fallit med ca 8 procent i Spanien. Sammantaget räknar vi med att låg inflation, ökad sysselsättning och förbättrat förtroende i takt med en positiv ekonomisk utveckling i de flesta länderna att bidrar till att **konsumtionen i eurozonen ökar med runt 2 procent per år 2015-2017.**

Högt konsumentförtroende och fortsatt god konsumtionsökning**Arbetslösheten faller långsamt**

Arbetslösheten är på väg ned från tidigare rekordhöga nivåer och uppgick till 11,1 procent under andra kvartalet 2015. Arbetslösheten faller relativt brett i regionen; dock med stora regionala skillnaderna vad gäller nivå och takt. Italien (12,7

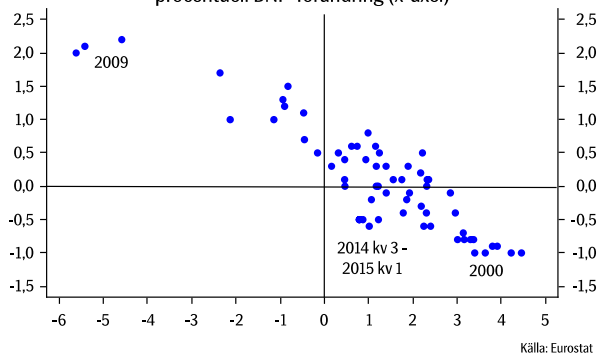
procent i juli), där arbetslösheten senaste tiden åter ökat, och Frankrike (10,2 procent), där utvecklingen går sidledes, visar en sämre utveckling än genomsnittet. Tyska arbetsmarknaden är fortsatt het; arbetslösheten på historiskt låg nivå, 4,7 procent, och antalet lediga platser fortsätter att öka och är klart högre än vid de senaste två perioderna med hög tillväxt.

Sysselsättningen ökar

Sysselsättningen ökar i samtliga fyra stora länderna och Spanien är det land som sticker ut; första kvartalet 2015 ökade sysselsättningen med 2,9 procent på årsbasis och trenden senaste året är tydligt positiv. Även på denna punkt uppvisar Frankrike och Italien en svagare utveckling. Att arbetskraftsdeltagandet varit relativt stabilt under krisen har bidragit till att hålla uppe arbetslösheten. Vi ser nu en viss nedgång i arbetsutbudet, vilket kommer att ge viss draghjälp nedåt för arbetslösheten. **Arbetslösheten faller**, mätt som årsgenomsnitt, **från 11,1 procent 2015 till 10,3 procent 2017.**

Arbetslösheten faller snabbare än historiska samband visar

Årlig förändring av arbetslösheten i procentenheter (y-axel) och årlig procentuell BNP-förändring (x-axel)



Den tröga ekonomiska återhämtningen skapar utmaningar på sikt. Jämviktsarbetslösheten är ca 9 procent, vilket är en hög nivå och det kommer att ta flera år att nå dit. Sedan början av 2014 har BNP legat på ca 1 procent i årstakt vilket i genomsnitt varje år pressat arbetslösheten med ca 0,5 procentenheter. Fortsätter denna trend kommer det att ta fyra år att nå jämviktsarbetslösheten. De senaste åren har arbetslösheten sjunkit snabbare än vad det historiska sambandet med BNP-tillväxten (Okunsambandet) vilket tyder på att produktionen

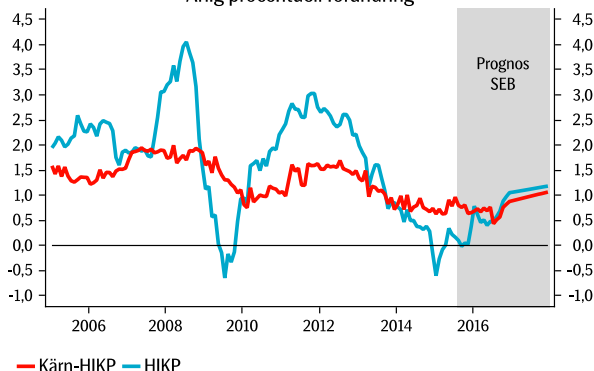
ökar mer i arbetskraftsintensiva sektorer. Om sambandet framöver blir mer normalt är det inte säkert att den stigande tillväxt vi förutser är tillräcklig för att snabba på nedgången i arbetslöshet. Reformen som bidrar till att underlätta för företagen att anställa är därför angelägna för att undvika att långvarig arbetslöshet minskar chanserna för många arbetstagare att få jobb i framtiden.

Inflationsförväntningarna faller igen

Lönepress drivet av hög arbetslöshet och besparingspaket i kombination med fallande energipriser och ett allmänt lågt internationellt pristryck pressar ned inflation och inflationsförväntningar. Under första halvåret 2015 började visserligen inflationen klättra uppåt samtidigt som ECB:s politik fick inflationsförväntningarna att vända uppåt. Sedan i maj har **oljepri-set återigen vänt ned vilket pressar inflationen och inflationsförväntningarna**. ECB kommer därigenom att förbli under press att leverera stimulanser för att nå inflationsmålet.

Lågt inflationstryck - oförändrade priser 2015

Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, SEB

I juni låg inflationen (HIKP) på 0,2 procent (årstakt) och den väntas ligga kring noll under stora delar av hösten innan den långsamt stiger. Mätt som årsgenomsnitt är **priserna oförändrade 2015 och ökar därefter med 0,7 procent 2016 och 1,1 procent 2017**; klart under ECB:s mål. Även kärninflationen är låg och uppgick till 0,8 procent i juli. Fortsatt hög arbetslöshet, måttliga löneökningar och spridningseffekter från bl a låga energipriser gör att uppgången blir svag med en ökningstakt i linje med HIKP. Inflationsförväntningarna spretar den senaste tiden. Enligt ECB:s undersökning bland ekonomer ökade inflationsförväntningarna tredje kvartalet medan marknadsprissättningen innebär fallande förväntningar de senaste två månaderna (mätt som femåriga inflationsförväntningar om 5 år).

ECB fortsätter enligt plan

ECB:s QE-program har på flera sätt förändrat spelplanen. Förutom effekterna på inflationsförväntningar och räntenivåer har ECB visat att den är beredd att gå långt för att hålla ihop unionen. Detta har bidragit till att smittoeffekterna från Greklandskrisen blivit små, t ex avseende räntespreddar för andra krisländer. Låg inflation, måttlig återhämtning, höga offentliga skulder och fortsatt Greklandsrisk gör att **ECB behöver föra en mycket expansiv politik under lång tid framöver**.

Diskussionerna från i våras om att ECB skulle börja minska sina köp har i stort sett tystnat och signalerna är tydliga: **obligationsköpen** på ca EUR 60 miljarder i månaden **fortsätter så länge det behövs**. Innan inflation och inflationsförväntningar närmar sig nivåer i linje med inflationsmålet på nära men under 2 procent kommer köpen att fortsätta. ECB har angivit att programmet åtminstone ska pågå till och med september 2016. Fler europeiska institutioners värdepapper kan göras tillgängliga om så behövs för att undvika materialbrist. Vår bedömning är att **refirantan inte kommer att sänkas till negativt territorium; behöver mer göras så sker det via tillgångsköp**. Att den exceptionella stimulanspolitiken inte passar för alla kan dock bli alltmer tydligt framöver. Framför allt gäller det den tyska ekonomin. Bostadspriserna i Tyskland har stigit med ca 20 procent sedan 2008 och ökningstakten visar nu tecken på att accelerera. En ännu svagare euro ger ytterligare skjuts till tyska ekonomin vilket kommer att leda till att det internationellt kritiserade bytesbalansöverskott växer ytterligare. Överhettningssproblematiken är inte akut för tillfället men ytterligare flera år med expansiv ECB-politik kan komma att öka på spänningarna.

Val med lägre osäkerhetsfaktor

Syrizas stora framgångar i det senaste parlamentsvalet i Grekland ledde till finansiell oro som skakade om Europa. I höst/vinter hålls val i två andra länder som genomlidit stora sparprogram; i Portugal i oktober och Spanien senast 20 december (sent i oktober eller i november verkar troligt). **Risken för ökad politisk osäkerhet, liknande utvecklingen i Grekland, är dock ganska låg**.

Precis som i Grekland går nya partier framåt i Spanien, drivet av missnöje mot de etablerade partierna och mot effekterna av sparprogrammen. Valet 2011 gav Rajoy's Peoples Party (PP) en stor seger men läget nu är osäkert. Missnöje med besparingsprogram och korruptionsskandaler har bidragit till nedgången för PP och socialistpartiet (PSOE) samtidigt som Podemos och Centern har vunnit mark. Vi räknar ändå inte med så stor omdaning av det politiska landskapet. Att vi ser två "nya" partier bidrar till att splittra missnöjesrösterna, de är mer mitteninriktade än Syriza och den senaste tidens utveckling i Grekland hämmar missnöjespartiernas expansion genom att skrämja väljare. Fler partier kan leda till ett mer diversifierat politiskt landskap som kommer att tvinga fram fler samarbeten över partigränser. Regionvalet i Katalonien (september), som ses som en förtäckt folkomröstning om självständighet är en huvudvärk för regeringen. För att köpa stöd har regeringen ihop med PSOE nyligen öppnat för att diskutera mer regionalt självstyre.

I Portugal finns inga nya missnöjespartier men den socialistiska oppositionen har tidigare gett stöd för Syrizas politik. Stödet har dock minskat som en följd av Greklands problem. Oppositionen ger nu sitt stöd till regeringens överenskommelser med långivarna, vilket minskar sannolikheten för en större politisk omsvängning efter valet.

- **Sommarens eurokris är den mest allvarliga hittills men sannolikt inte den sista**
- **Greklands skuldkris efterlämnar svåråtkäta sår och eviga ärr för det politiska Europa**
- **Nya problem för Aten håller "Grexit" vid liv**

Grekiska skuldkrisen sommaren 2015 får **långtgående politiska konsekvenser**. Diskussionerna som föregick krisavtalet 13 juli mellan Aten och Trojkan kom till sist att handla om **tillit**, grekiska politikernas **probleminsikt**, stora tyska politiska **eftergifter** och global **säkerhetspolitik**. Själva avtalet är mycket speciellt i sin utformning t ex genom stora inskränkningar i grekiskt ekonomisk-politiskt självbestämmande. Krisen har åter tydliggjort både obalanserna inom eurozonen och ett antal allvarliga brister i samarbetets "infrastruktur".

"Exit" har kommit för att stanna

Erkännandet från EU-kommissionens ordförande Juncker om existensen av ett *"detailed Grexit scenario"* och Tysklands förslag till "time-out" från euron – och möjligheten att ha en parallell valuta – har för alltid förändrat synen på valutaunionen. Det gör att alla 19 euroländer, i varierande utsträckning, nu ska **bära en valutariskpremie**. Det kan för flera stater betyda ökade upplåningskostnader framöver.

Greklands senaste krisavtal: Några slutsatser

- Ett tredje stödlån på **86 miljarder euro** läggs nu till de tidigare två (240 miljarder) till totalt **326 miljarder euro**.
- Landets offentliga skuld når ca **200 procent av BNP**.
- Grekland väntas få en **skuldrekonstruktion** före utgången av 2015 – dock **ingen skuldavskrivning**.
- En **avskrivning**, om den sker, behöver vara på **150 miljarder euro** (40 procent) och skulle då ge en skuld på 120 procent av BNP (d v s en nivå som ses som uthållig).
- **Skuldavskrivningen 2012** blev ca 110 miljarder euro, d v s 10 000 euro per grek (Private Sector Involvement).

Men Greklands kris har också bekräftat att det i dag **saknas legala möjligheter att utesluta enskilda länder** från eurosamarbetet. Den enda möjligheten som tycks stå till buds är att ett land inför ett eget betalningsmedel. Det betyder i praktiken att man ger upp euron men är kvar i eurozonen. Denna fiktiva lösning liknar hanteringen av ERM-krisen 1992-93. Istället för att helt överge fastkurssystemet fick ERM-valutorna en ökad valutabandgräns på ± 15 procent istället för $\pm 2,25$ procent.

Att Grekland är fullt ut finansierat t o m 2018 innebär inte att Aten nu kan luta sig tillbaka. Stödprogrammet ska utvärderas löpande och eventuella avvikelser från utställda löften innebär att utbetalningar av stödlånet kan ställas in.

Grekland: Det tredje stödpaketet



USA:s ovanliga intervention i krisen har varit en viktig faktor för bl a Tyskland att gå med på krisavtalet. Den konspiratoriske vill t o m hävda att USA fick IMF att, mitt under brinnande kris-samtal, i förtid publicera en varnande skuldanalys av Grekland för att påskynda avtalet. Skälet för Washington att agera är förstås rädslan att grekiska problem adderar till en redan förhöjd politisk instabilitet i regionen (Mellanöstern, Turkiet, Balkan).

Ny färdplan fastlagd för EU:s politiska union

I anslutning till EU-toppmötet 25-26 juni 2015 presenterade EU-kommissionens ordförande **"Fem presidenters rapport"** ("Completing Europe's Economic and Monetary Union"). Rapporten är en "färdplan" för att i tre steg under perioden **2015-2025 färdigställa EU:s politiska union**. Rapporten har mycket stora likheter med den "färdplan" som kommissionen presenterade redan 2012.

Påtagligt fördjupad ekonomisk, finansiell och politisk integration mellan euroländerna är helt avgörande för att skapa långsiktig stabilitet för eurozonen och minska risken för nya eurokriser. Följande tre element är centrala för att skapa "eurozonens förenta stater":

1. En **fiskal** (transfererings) **union** som ger möjligheter att omfördela skattemedel mellan de 19 euroländerna;
2. En **ekonomisk-politisk union** som harmoniserar t ex länders skattenivåer och pensions- och bidragssystem;
3. En demokratisk **överstatlig politisk infrastruktur** med bl a bara en gemensam regering och nytt parlament.

Ny tysk finansiell eftergift – magert utbyte

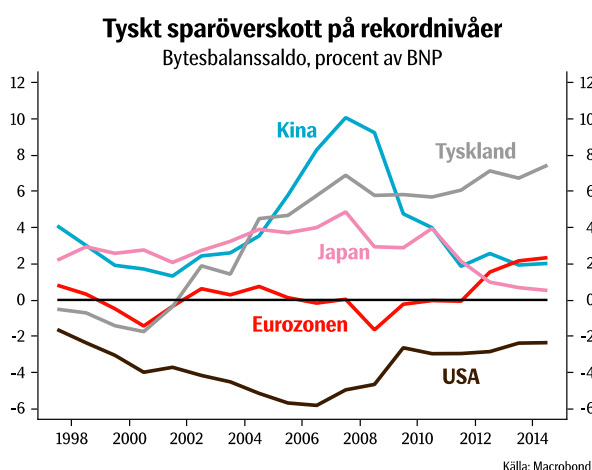
Tysk strategi mot slutet av de grekiska krisförhandlingarna verkar ha varit att försöka lägga **kravribban** för Aten så högt att landet på egen hand skulle **riva ur sig och överge euron**. Strategin misslyckades. Men Tysklands röda tråd under de senaste årens eurokriser har varit att ökat finansiellt stöd till olika länder ska gå hand i hand med steg mot **ökad eurointegration** och i praktiken **mindre ekonomisk-politisk självständighet**.

I dagsläget blåser **inte federalismens vindar**. Och det blir allt svårare att kräva hårda motprestationer av enskilda länder. I en miljö där **anti-åtstramningspolitik vinner alltmer terräng**

riskerar den tyska hållningen, och steget mot ökad integration och federalism, att istället stärka extrema och populistiska politiska krafter inte bara i Grekland utan i flera europeiska länder.

Köksdörrar för att få en "fiskal union"

Mycket lite talar för att euroländerna – med några få undantag – i dagsläget är beredda att ta politiska steg för att skapa en fiskal union. Det bekräftas indirekt av att euroländerna tillsammans avfärdar en grekisk skuldavskrivning även om t ex Paris och president Hollande vill hålla dörren öppen. En avskrivning ("hair-cut") med 30-40 procent skulle **strida mot eurosamarbetets disciplinära grundprinciper**: ett lands dåliga offentliga finanser ska inte övervältras på övriga euroländer.



I frånvaro av skuldavskrivning finns en "köksväg" in i en fiskal union. Den kräver att **tysk ekonomisk politik förändras** så att landets årliga finansiella sparöverskott på ca 260 miljarder euro (ca 8 procent av BNP) omvandlas till en ökad efterfrågan i Tyskland eller att investeringskapital "dirigeras" till övriga euroländer. Sedan euron bildades 1999 har den totala tyska nettoförmögenheten (NIIP) ökat från nära noll till nästan 1 400 miljarder euro. Men i dag är **intresset i Berlin för att föra en mer expansiv och tillväxstöttad ekonomisk politik lågt**. Samtidigt har relationen mellan Paris och Berlin blivit mer frostig.

"Köksväg" två in i den fiskala unionen är redan på plats. **ECB:s** okonventionella penningpolitik och **köp av statspapper möjliggör omfattande fördelaktig finansiering för stater** men utan att ta andra länders skattemedel i anspråk. ECB-politiken har medverkat till att stabilisera inflationsförväntningar.

Myntet har dock en baksida. Räntesignalsystemet sätts ur spel. Kredit- och ränterisker samt trovärdighetsproblem prissätts inte på ett korrekt sätt. Därtill har ECB under greklands krisen även tvingats avstå från att göra oberoende kreditbedömningar vid sin utlåning. Det är politiskt förståeligt men likväl ologiskt då t ex Grekland faktiskt ställde in betalningarna den 30 juni.

Grekisk resa börjar i brant uppförsbacke

Det är bråttom för grekiska regeringen att återvinna förtroende bland greker (för att stoppa blodflödet från bankerna), bland eurokollegor (för att normalisera relationer) och bland övriga länder och IMF. **Greklands ekonomi har skadats av den in-**

rikespolitiska utvecklingen 2015 och ett stängt banksystem. Kapitalkontroller lär kvarstå i någon form; Cypern tvingades behålla sina i två år. Indragning av hushållens köpkraft och kvardröjande osäkerhet som hämmar investeringar lär sänka tillväxten kortsiktigt. Återhämtningen inleds 2016 efter att den grekiska ekonomin minskat med drygt 25 procent sedan 2008. Förbättrad framtidstro och lägre räntor ökar förutsättningarna för tillväxt men det tar mycket lång tid att normalisera läget.

Att en betryggande majoritet i det grekiska parlamentet röstat för krisavtalet signalerar politiskt krismedvetande och minskar risken för politisk instabilitet. Premiärminister Tsipras har trots splittring inom det egna partiet folkets stöd – i alla fall kortsiktigt – och därmed ökar sannolikheten för att **Tsipras vinner nyvalet i september – det fjärde sedan 2012**. Därtill är den politiska oppositionen svag. Avgörande för Tsipras framtid och politiska stabiliteten är att tillväxten återkommer under 2016, att arbetslösheten börjar falla och att skatteintäkterna ökar.

Kritiker hävdar att **EU har gått för långt** när det gäller att försöka påverka ett lands politiska utveckling och att man i praktiken **sätter länder under ekonomisk-politiskt förmyndarskap**. Andra hävdar att detta är något vi ska vänja oss vid. Om eurosamarbetet långsiktigt ska uppnå stabilitet behöver de 19 euroländerna röra sig i riktning mot mer federalism, mer överstatlighet, mer gemensam finanspolitik (transfereringspolitik) och därmed mindre ekonomisk-politisk självständighet.

Den värsta eurokrisen – men inte den sista

Det är unikt att ett EU-, euro- och OECD-land ställer in betalningarna. Det är historiskt att ett utträde ur EU:s valutaunion har diskuterats. Fortsatt hög arbetslöshet och skuldsättning och växande demografiska utmaningar gör **valutaunionen sårbar** i en omvärld där eurozonen känner pressen från den "Stora förvandlingen" ("Great Transformation" = globalisering, demografi, teknologi och miljörelaterade förändringar).

Huvudproblemet för valutaunionen är inte att hitta olika lösningar som omfördelar statsskulder mellan euroländer (senast Grekland). Det handlar om att långsiktigt lösa unionens ekonomiska, finansiella, politiska och institutionella problem. Stora olikheter och förutsättningar präglar euroländerna; konkurrenskraft, industristruktur, skattemoral. **Detta talar för att Aten är långt ifrån att ha stängt dörren till "Grexit"**.

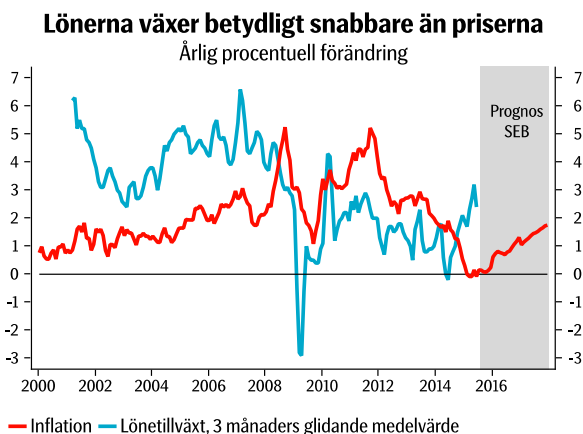
Greklands krisen riskerar att ge **politiska efterskalv i form av destabiliserande populism/extremism**. Tyskland och Frankrike går till val 2017, d v s samma år som Storbritanniens Cameron utlovat att senast hålla en folkomröstning om fortsatt brittiskt EU-medlemskap (mediauppgifter talar om omröstning i juni 2016). Greklands skuldskris har återigen tydliggjort vägvalen: **ta steg mot en politisk union och ökad integration eller fortsatt instabilitet och återkommande kriser**.

Utmaningarna att hålla ihop samarbetet och EU växer framöver. Tyskland spelar en nyckelroll; landet lär inte fortsätta att ovillkorat ställa upp med stöd och garantier för systemet. Frågan kan komma att ställas: *överstiger det finansiella priset de politiska vinster?*

Hushållen viktigaste tillväxtmotorn

- **Arbetslöshet under jämvikt**
- **...driver upp lönetillväxten**
- **...men inflationen förblir låg**
- **BoE höjer i långsam takt**

Brittisk tillväxt har tagit fart igen efter första kvartalets inbromsning. För hushåll och företag andas indikatorerna optimism. I tillverkningsindustrin är förtroendet lågt, men indikatorbilderna är sammantaget förenliga med betydligt högre tillväxtsiffror än vad hårddata visar. Efter tillväxt i G7-topp i fjol **växer ekonomin med 2,7 procent i år och 2,5 procent såväl 2016 som 2017**; högre än konsensusprognosen. Storbritannien undviker med nöd och näppe prisfall 2015. **Inflationen blir 0,1 procent, 0,7 procent och 1,4 procent 2015 till 2017**, under såväl konsensus som centralbankens inflationsmål. Istället är det den låga arbetslösheten som blir Bank of Englands främsta argument för gradvis räntenormalisering. Vi spår fortfarande att den första höjningen kommer i februari 2016.



När nu sysselsättningstillväxten bromsar från 25-årshögsta i fjol **tar produktiviteten över stafettpippen** och de senaste siffrorna visar också starkare produktivitet efter flera års kräftgång. De senaste åren har arbetslösheten fallit snabbt och understiger klart OECD:s uppskattning av jämviktsarbetslösheten. Framöver spås gradvisa arbetslöshetsfall och i **slutet av 2017 står arbetslösheten i 4,7 procent** vilket matchar botten i den förra konjunkturcykeln. **Stigande lönekurvor** vittnar om ansträngt resursläge och reala timlönerna ökar med 2,5 procent i år; snabbaste takten sedan 2007.

Oljeprisfallet är nettopositivt för ekonomin, framför allt för att det ger hushållen rejäl köpkraftsstimulans. Detta är sannolikt också ett skäl till att konsumentförtroendet har skruvats upp till historiskt höga nivåer. **Hushållens konsumtion ökar med 3 procent i år**; starkast sedan 2005. Också 2016 och 2017 blir konsumtionen hygglig trots de utgiftsnedskärningar som den konservativa regeringen presenterat. **Finanspolitiken blir därmed tydligt åtstramande 2016 och 2017** och budgetunderskottet minskar från strax över 5 procent av BNP i fjol till 2 procent i slutet av prognosperioden.

Lägre oljepriser gynnar också investeringarna utanför oljeindustrin. Förtroendet är högt, framför allt i bygg- och tjänstesektorn, och har inte påverkats av att **folkomröstningen om EU-medlemskap rycker närmare och** kan äga rum redan i **juni 2016**; ett år tidigare jämfört med ursprungsplanen. Opinionsundersökningar visar att britterna sannolikt kommer att rösta för fortsatt medlemskap. Om dessutom premiärminister Cameron lyckas förbättra villkoren för Storbritannien lär majoriteten för medlemskap bli förkrossande stor.

Ett orosmoln är bytesbalansunderskottet som uppgick till 6 procent av BNP i fjol. Underskottet har aldrig varit större i fredstid och en risk är att utländska investerare kan få kalla fötter om opinionsläget inför EU-omröstningen skulle bli jämnare. Det riskerar i sin tur driva pundet lägre och inflationen högre. Men vår huvudprognos är tvärtom att inflationen förblir låg kommande år och inflationsprognoserna har reviderats ned beroende på lägre oljepriser. När oljan faller ur tolv månaders-talen väntas inflationen dock röra sig gradvis uppåt men **prisökningarna hamnar under målet också 2017**, mätt som årsgenomsnitt. Låga internationella priser och pundförstärkning motverkar snabbare prisökningar. Att produktiviteten tar sig håller tillbaka enhetsarbetskostnaderna, vilket gör att lönetillväxten inte blir alltför inflationsdrivande.

Vi håller fast vid prognosen att det **första steget i räntenormaliseringen kommer i februari 2016**. Historiskt har korrelationen mellan brittiska och amerikanska styrräntor varit stark; med den amerikanska penningpolitiken i förarsätet. De brittiska räntehöjningarna bli denna gång ännu makligare än i USA; den viktigaste styrräntan står i 1,25 procent i slutet av 2016 respektive 1,75 procent i slutet av 2017. Att ECB lättar på penningpolitiken talar för att pundet förstärks mot euron det närmaste året. I slutet av 2016 står EUR/GBP i 0,67 och GBP/USD i 1,57

Centraleuropa står emot fortsatt rysk recession

- Ryssland pressas av lågt oljepris och sanktioner men inflationschocken avtar
- Sanktionspolitiken fortsätter 2016
- IMF räddar Ukraina undan statsbankrutt

Den splittrade konjunkturutvecklingen i Östeuropa består även de närmaste två åren. Konfliktländerna **Ryssland och Ukraina fortsätter att präglas av ekonomisk svaghet** även om de återfår viss tillväxt och valutorna stärks något. På kort sikt hindras dock valutaapprecieringar av lågt oljepris respektive svag valutareserve. Samtidigt fortsätter **framför allt den centrala delen av Östeuropa och i viss mån även sydöstra** att visa **god och stabil tillväxt**; hittills främst driven av dynamisk privat konsumtion, framöver även med stöd av gradvis växande export och investeringar även om de senare hämmas av geopolitisk oro i närområdet. Starka realinkomster för hushållen, sjunkande arbetslöshet, relativt liten handelskoppling till Ryssland och växande efterfrågan i klart viktigare Tyskland är huvudförklaringar till regionens goda motståndskraft mot rysk svaghet och oro i Ukraina. Bara Baltikum, Bulgarien och ett antal centralasiatiska länder har stor exponering mot Ryssland i sin utrikeshandel.

Greklandskrisen utgör inget stort direkt hot mot Östeuropa. Länderna på Balkan har en del exponering finansiellt och i handel men ej dramatisk. Bara Bulgarien och Makedonien är i den högre riskzonen; grekiska banker står för över 20 procent av banktillgångarna i dessa länder. Bulgarien har även relativt stor export till Grekland (3,5 procent av BNP).

Polen och Tjeckien i täten

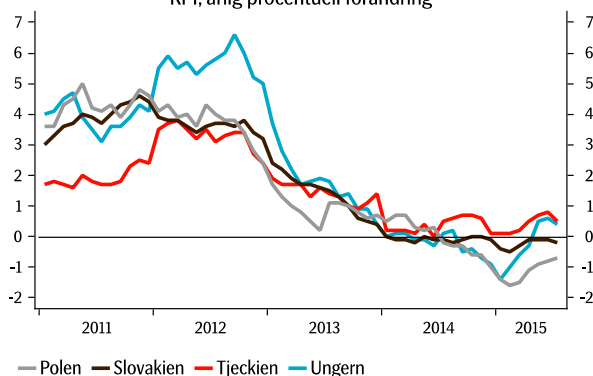
Under **2015-2016 får Polen och Tjeckien snabbast tillväxt** i Östeuropa med BNP-ökningar på i snitt drygt 3,5 procent; strax över potentiell tillväxt i Polen men klart över i Tjeckien. I år håller Tjeckien högst fart med bra drag generellt i ekonomin, inte minst i bilindustrin, och stark sysselsättningsökning. Tillväxten breddas även i Polen. Den **tidigare låga politiska risken i Polen har ökat påtagligt** i och med den otippade presidentvalsvinnaren Duda från oppositionspartiet Lag och Rättvisa i maj. Regeringskoalitionen bestående av Medborgarplattformen och lilla Bondepartiet är även pressad opinionsmässigt inför parlamentsvalet i oktober. Ett regeringsskifte där högerkonservativa Lag och Rättvisa tar över som styrande skulle kunna medföra en mer populistisk politik med bl a skattehöjningar för banker samt en mer eurokritisk linje som ger mer lössläppt finanspolitik. Detta skulle dock inte ändra tillväxtbilden nämnvärt för de allra närmaste åren, men temporärt försvaga zlotyn.

Inflationen i Östeuropa har passerat eller är nära botten på de flesta håll, utom i Ryssland-Ukraina. Den **stiger svagt** nästa år efter det att fallande råvarupriser pressar ned nivåerna i höst. I ett flertal länder drivs prisuppgången på sikt av knappa arbetskraftsresurser och relativt snabb lönetillväxt.

Räntesänkingscykeln i Centraleuropa är över i flertalet länder men bara försiktiga höjningar sker 2016-2017.

ECB:s expansiva penningpolitik bidrar till att Centraleuropas centralbanker väljer lågsamma räntehöjningar; risken är annars att valutorna stärks för mycket, något som skulle göra det ännu **svårare att uppnå inflationsmål** på två års sikt.

Inflation i Centraleuropa bottenar ur efter skarpt fall
KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Långvarig rysk-ukrainsk konflikt

Ett grundantagande i vår Östeuropa-analys sedan **rysk-ukrainska konflikten** bröt ut i februari-mars 2014 har varit att den blir **långvarig**. Det gäller ännu. Ryssland vill störa Ukrainas västorientering som tar sikte på Natomedlemskap 2020 och ansökan om EU-inträde samma år. En kommande ökad decentralisering av det politiska styret i Ukraina ger också Ryssland möjligheter att få mer inflytande över bl a de infekterade Donetsk- och Luhanskområdena i öster. Utökad regional autonomi var en del av senaste fredsavgörelsen "Minsk 2" i februari i år. I juli godkände ukrainska parlamentet i en preliminär omröstning en konstitutionell ändring för detta. Samtidigt är fredsavtalet i sig bräckligt. Under sommaren har rapporter kommit om uppblossande strider, bland de värsta sedan Minsk 2-avtalet slöts.

Sanktionspolitiken mot Ryssland **fortsätter** från EU och USA (plus ett antal andra västnationer) samt med ryska motdrag. Så som vi förutspått beslöt EU i juni att förlänga de ekonomiska sanktionerna ytterligare ett halvår, till och med den 31 januari 2016. De innefattar rejält beskurna möjligheter för rysk upplåning på europeisk kapitalmarknad men också

vapenembargo och stopp för viss export av teknologi till rysk energisektor. USA, som tidigt i Ukraina-konflikten var mer pådrivande än EU om sanktioner, har liknande ekonomiska sanktioner mot Ryssland. Därutöver har EU och USA "svarta listor" för nyckelpersoner i politik/företag/organisationer i Ryssland och Ukraina som gäller reseförbud och frysta tillgångar i banker; EU:s svartlistning löper till den 15 september i år. Ryssland har svarat på EU:s förlängning av de ekonomiska sanktionerna med att lägga till ett år på det ettåriga importstoppet av jordbruksvaror/livsmedel från länder som bedriver sanktionspolitik mot landet och som infördes i augusti i fjol. **Sannolikheten är hög att vare sig EU/USA eller Ryssland häver sanktionerna heller under 2016.**

Vår bedömning är att **Ryssland förlorar mest på sanktionskriget**. De negativa ekonomiska effekterna är relativt stora på Ryssland men små på drabbade motparter. De finansiella skadeverkningarna på Ryssland har också varit större än väntat. De ryska importrestriktionerna har varit relativt tandlösa eftersom Ryssland köper jordbruksvaror och livsmedel från en lång rad länder; bara Litauen har betydande exponering på dessa varor (4 procent av sin totala export). Dock drabbas enskilda producenter och jordbrukare samt transportföretag relativt hårt av de ryska sanktionerna. Samtidigt har Ryssland skadat sig självt genom att lägga utbud bidragit till högre matpriser. IMF har nyligen gjort en modellberäkning som visar att sanktioner mot Ryssland och motsanktioner, via svagare konsumtion och investeringar, hittills kan ha minskat Rysslands BNP med 1-1,5 procent.

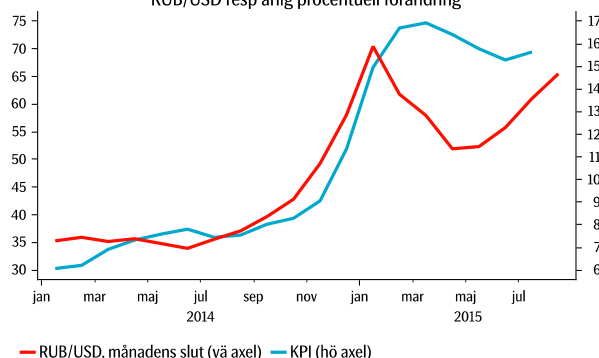
Rysk recession även nästa år

Rysslands BNP-fall accelererade andra kvartalet till 4,6 procent mätt i årstakt från första kvartalets 2,2 procent. Nedgången drevs av fortsatt fall i privat konsumtion och investeringar. Detta under en period då värsta inflationschocken, utlöst av superdeprecieringen av rubeln i slutet av 2014, börjat klinga av något efter en förmodad toppnotering på nära 17 procent i mars. Inflationstakten var dock ännu höga 15-16 procent, vilket innebar att reallöner föll med drygt 8 procent andra kvartalet.

Tillväxtutsikterna för Ryssland har mörknat ytterligare efter den senaste tidens relativt skarpa **nedgång i oljepriset** som vi bedömer handla om en varaktig nedväxling. Konsensus bland ekonomkåren har under de senaste månaderna blivit mindre pessimistisk om tillväxten 2015 efter tidigare stabilisering i oljepris/rubel och lägre än väntad BNP-nedgång första kvartalet. Vi väljer att inte följa med i denna revideringsvåg av BNP-prognoser; sviktande indikatorer (t ex sjönk industri-PMI till 48,3 i juli från 48,7 i juni och har legat under expansionsgränsen sedan 2014) i kombination med vikande oljepris/rubel gör att **NO-majprognosen för 2015 på -4,0 procent kvarstår**, att jämföra med juli-konsensus -3,5 procent. För **2016 justerar vi ned BNP-prognosen något från noll till minus 1 procent**. Skälet är främst **sänkt oljeprisantagande** (Brent) för 2016 till 55 USD/fat mot tidigare 70, men även tecken på att sanktionspolitiken fortsätter. Under **2017 återfår Ryssland en viss tillväxt** på 1,5 procent, med stöd av något högre oljepris, förbättrad omvärldskonjunktur samt lägre och mer normal inflation och

ränta som gör att hushållens konsumtion repar sig efter tre riktigt svaga år. Arbetslösheten, som i år stigit från historiskt låga 5 procent till 6 procent vilka är nära jämviktsnivåer, fortsätter uppåt något. **Inflationen faller** från 15 procent 2015 till 6 procent 2017. En på sikt något starkare rubel bidrar till lägre inflation. Lägre inflationsutsikter och svag ekonomi ger utrymme för **fler stegvisa lättnader av styrräntan**, även om centralbanken på g a darrig rubel slår av på takten i höst. Räntan har sänkts från krisnivån 17 procent i december i fjol till 11 procent, senast i juli, och antas stå i 7 procent i slutet av 2016.

Rysk inflation har kulminerat efter valutadriven uppgång
RUB/USD resp årlig procentuell förändring



— RUB/USD, månadens slut (vä axel) — KPI (hö axel)

Källa: Macrobond, nationella statistikbyråer

Ukraina undviker betalningsinställelse

I skymundan av all uppmärksamhet på Grekland befinner sig **Ukraina i en akut finansieringskris av sin skuld**. Tidigare dramatisk valutadepreciering (särskilt i början av 2015) och fortsatt häftig BNP-nedgång har gjort att valutaservens gröpts ur och **offentliga skulden** rusat i väg från ca 70 procent av BNP i slutet av 2014 till över 100 procent – **på väg mot 150 procent i år**. Regeringen befarade själv så sent som i juni en betalningsinställelse i sommar, men lyckades i slutet av juli genomföra en kritisk räntebetalning på USD 120 miljoner på en euro-obligation. Vår tro kvarstår att Ukraina trots pressen **undviker en betalningsinställelse. IMF kommer sannolikt att ge fortsatt stöd**. Fonden har i sommar backat från tidigare krav från i våras om att Ukraina först måste ha kommit överens med privata långgivare om en skuldnedskrivning innan mer pengar betalas ut. En skuldnedskrivning lär komma; Ukraina siktar på 40 procent (drygt USD 15 mdr). Nästa kritiska datum är den 23 september när en obligation löper ut.

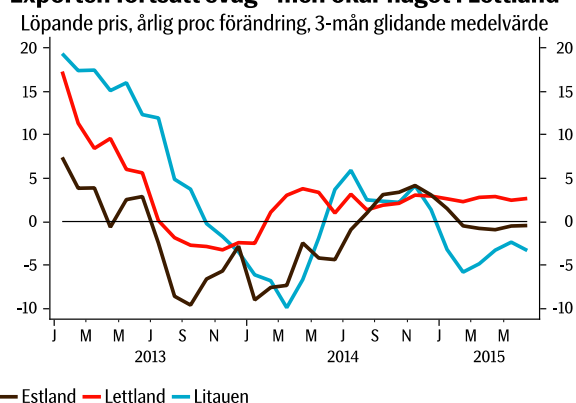
Ukrainas BNP-ras accelererar i år; vi sänkte i juni prognosen till ett fall på **12 procent** från tidigare 8 procent. Nedgången blir bred. Industriproduktion och export störs av ödelagda produktionsanläggningar och sönderslagen infrastruktur. Hushållens konsumtion rasar i spåren av den valutadrivna inflationschocken; valutan har dock stabiliserats efter IMF:s besked i mars i år om utökat stödlån. Investeringar pressas av geopolitisk osäkerhet. **BNP-prognosen för 2016 sänks nu från plus 2 procent till 1 procent**. Inhemsk efterfrågan förblir nedtryckt när hushållen kläms av fortsatt mycket hög inflation om än lägre än i år. En **svag exportledd tillväxt på 2 procent väntas 2017**. De viktiga jordbruks- och stålsektorerna leder återhämtningen som börjar försiktigt under loppet av nästa år.

Hyfsad tillväxt med stöd av hushållen

- Ryssland och geopolitisk oro bromsar
- BNP-prognosen för Litauen sänks påtagligt
- Löner driver upp inflation i Estland-Lettland

Växande privat **konsumtion** fortsätter att staga upp Baltikums tillväxt när **export och investeringar** även nästa år **hämmas av rysk recession och importrestriktioner** samt av **geopolitisk osäkerhet** från Ukrainakonflikten. Konsumtionen ökar i god takt. Hushållens realinkomster ökar starkt via gradvis sjunkande arbetslöshet, höga nominella löneökningar samt låg inflation även om denna nästa år börjar studsa upp i Estland och Lettland. Trots låga räntor förblir kreditillväxten relativt låg ännu ett år, delvis till följd av osäker omvärld. Den nu sent uppvaknande bostadsmarknaden i Litauen kan ge något högre kredittryck där. Exporten är svag och repar sig sakta. Växande efterfrågan i Väst- och Centraleuropa och reorientering till nya marknader i t ex Asien och Mellanöstern kompenserar över tiden bortfall från den viktiga ryska marknaden. Men hittills har det inte förmått göra detta för Estland och Litauen där exporten varit överraskande svag i år, främst p g a svagt Finland respektive ryskt importstopp av livsmedel och lägre oljepriser. Företagens investeringar, som varit låga i flera år d v s även innan Ukrainakonflikten, ökar gradvis. De får stöd av EU-strukturmedel, bostadsbyggande och låga räntor. Sammanvägt väntar en **accelererande men måttlig BNP-tillväxt 2016-2017**. Det dröjer till 2017 innan den blir bredbaserad och når potentiell takt 3-3,5 procent. **Växande utbudsrestriktioner på arbetsmarknaderna** hämmar tillväxten på sikt.

Exporten fortsatt svag - men ökar något i Lettland



Källa: Nationella statistikbyråer

Alla ekonomier är i **relativt god intern och extern balans**. **Rådande inflation är obefintlig**. Låga energipriser och svagt

stigande omvärldstryck bromsar pristryck även framöver. I **Litauen stiger inflationen ytterst långsamt** till i snitt 1,2 procent 2017; en prispress på el till följd av nya energikanaler bidrar till extremt låg inflation 2016. I **Estland och Lettland stiger inflationen snabbare** i spåren av ett större **ackumulerat lönetryck**, till i snitt 2,7 respektive 2,2 procent 2017. Ansträngda arbetsmarknader kan ge något högre inflation än vad som ligger i prognoserna. Estlands arbetslöshet på ca 6,5 procent är redan ett par procentenheter under jämvikt och övriga länder går mot sina balanslägen (9-10 procent) närmaste året. **Offentliga budgetar och bytesbalanser** väntas visa **små underskott 2015-2016**. Men tryck på ökade offentliga utgifter, bl a till försvar, kan höja budgetunderskotten. Och bytesbalansunderskotten riskerar svälla på sikt när importaktiviteten ökar.

Detta är BNP-prognoserna för Baltikum ländervis:

Estlands starkt exportberoende ekonomi är sakta på väg upp ur en relativt djup svacka 2013-2014. Detaljhandeln har länge varit dynamisk och hade i juni en omsättning på 10 procent i årstakt, starkaste ökningen sedan februari 2012. Industrin går dock ännu knackigt. BNP växte andra kvartalet med hyggliga 1,9 procent i årstakt, en uppgång efter en svag start på året. Tillväxten hamnar på i snitt 2,2 procent i år och stiger successivt till 3,4 procent 2017.

Lettland tuffar på bäst av de tre baltstaterna och tycks vara mest motståndskraftig mot rysk svaghet och importsanktioner. Den totala exporten har till skillnad mot Estlands och Litauens export vuxit stabilt sedan Ukraina-konflikten startade i början av 2014, även om ökningstakten varit beskedlig (2-3 procent i löpande pris). Framgångsrik geografisk diversifiering i livsmedelssektorn kan ha bidragit. BNP-tillväxten, som dock främst drivs av privat konsumtion, växlade upp andra kvartalet till en årstakt på 2,7 procent från 1,9 det första. BNP ökar med i snitt 2,4 procent i år och 2,7 respektive 3,8 procent de närmaste två åren.

Litauen påverkas mer negativt av rysk recession och sanktioner än vad vi räknat med. Exportnäringen med inriktning på livsmedel/jordbruksvaror har drabbats relativt hårt. Transportsektorn har dock stått emot väl och visar totalt sett positiv tillväxt. Detaljhandeln har fortsatt att gå starkt och fastighetsmarknaden har börjat komma i gång även om priserna ännu är trögörsliga. BNP-ökningen på magra 1,3 procent i årstakt andra kvartalet var oväntat låg. **Vi sänker tillväxtprognoserna för 2015-2016 relativt kraftigt** till 2,0 respektive 2,8 procent. Tillväxten 2017 spås bli 3,2 procent.

God tillväxt men stora ekonomisk-politiska utmaningar

- **Industrikonjunkturen lyfter inte riktigt**
- **Försiktiga hushåll trots gynnsam miljö**
- **Ökade spänningar i avtalsrörelsen**
- **Inflationen stiger, men når inte målet**
- **Riksbanken sänker ytterligare en gång**
- **Försiktig budget, men trycket ökar**

Tillväxten under första halvan av 2015 har i stort sett utvecklats i linje med vår bedömning från *Nordic Outlook* i maj; **prognosen om en BNP-tillväxt på 3,0 procent i år ligger fast**. En gradvis starkare konjunktur i Europa och USA talar för att BNP fortsätter växa över trend även under 2016 och 2017 då tillväxten väntas bli 2,8 respektive 2,5 procent. Svensk tillväxt står sig således relativt väl i ett internationellt perspektiv. Sysselsättningen ökar i god takt men om hänsyn tas till att befolkningen ökar snabbt blir utvecklingen mindre imponerande. Trevande internationell konjunktur håller tillbaka exporten och hushållens och företagens försiktiga agerande bidrar till att tillväxten inte blir tillräckligt hög för att arbetslösheten ska kunna pressas ned på ett mer tydligt sätt.

Kommande avtalsrörelse går in i sitt mest intensiva skede i början på 2016. Höga lönekrav i vissa inhemska delar, inte minst i offentlig sektor, kan skapa spänningar gentemot industrins löneledande roll. Nedpressade inflationsförväntningar och en lång period med goda reallöner talar dock emot höga löneavtal. **Vi räknar med att avtalen i genomsnitt ger årliga löneökningar på 2,4 procent**, vilket är ett par tiondelar högre än nivåerna under föregående treårsperiod men något lägre än vad Riksbanken prognosticerar. En svagare krona och högre indirekta skatter bidrar till att inflationen ändå drar sig uppåt från nuvarande mycket låga nivåer. KPIF når nästan 2 procent i början på nästa år men faller sedan åter tillbaka och ligger under målet i slutet av 2017.

Låga inflationsförväntningar och risk för kronförstärkning gör att pressen på Riksbanken kvarstår. Vår bedömning är **ytterligare en sänkning av reporäntan till -0,45 procent i höst** men att inga ytterligare tillgångsköp genomförs än de som aviserats. I slutet av 2016 börjar räntan höjas, men nivån är så låg som 0,75 procent i slutet av 2017. En så lätt penningpolitik kommer att leda till att obalanserna avseende bostadsmarknad och hushållens skuldsättning förvärras. Riksbanken väntas så småningom ta lite större hänsyn till detta, men kampen för att bevara trovärdigheten för

inflationens målet fortsätter att dominera penningpolitiken. Den snabba befolkningsökningen skapar också ett stort behov av bostäder som bidrar till att pressa upp bopriserna. Bostadsbyggandet ökar visserligen, men inte tillräckligt snabbt för att mildra obalanserna.

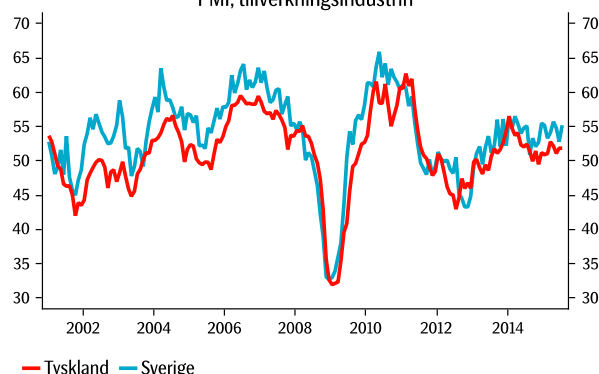
Den politiska situationen präglas av **låsningar och brist på konstruktivt samarbete mellan de politiska blocken**. Oppositionen försöker förnya sin politik med sikte på att vinna valet 2018, samtidigt som regeringen försöker hantera såväl sitt utsatta parlamentariska läge som inre stridigheter. Vi räknar med en relativt försiktig budget i september, men trycket på finansministern att satsa mer offensivt kommer gradvis att öka. Det offentliga överskottsmålet omvandlas troligen till balansmål men detta får små effekter de närmaste åren.

Industrin vaknar, men inget riktigt lyft

Varuexport och industriproduktion har stigit under första halvåret 2015 efter att i stort sett gått sidledes sedan slutet av 2012. Drivkraften är framför allt en något starkare europakonjunktur och en svag krona. Framåtblickande indikatorer **tyder dock inte på att någon stark återhämtning är på väg**. Den något bättre tillväxten i Europa och USA motverkas av en inbromsning i Kina och flera andra EM-länder. Avmattningen i EM-länderna återspeglas tydligt i fallande produktion för metall- och gruvnäringen medan fordons- och telekomsektorer tydligt gynnas av den starkare europakonjunkturen.

Indikatorerna fortsätter sidledes

PMI, tillverkningsindustrin

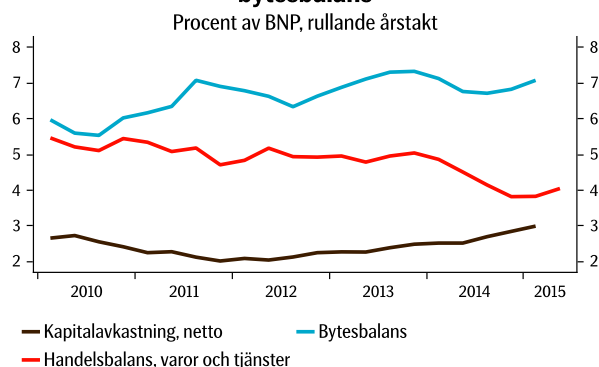


Källa: Macrobond

Sammantaget förblir varuexporten svag i år med en ökning på ca 2 procent för att därefter accelerera till knappt 4 procent 2016 och 2017. Den totala exporten ökar ändå i relativt snabb takt genom att **tjänsteexporten ser ut att stiga med nästan 10 procent i år**. Expansionen sker inom en rad sektorer som

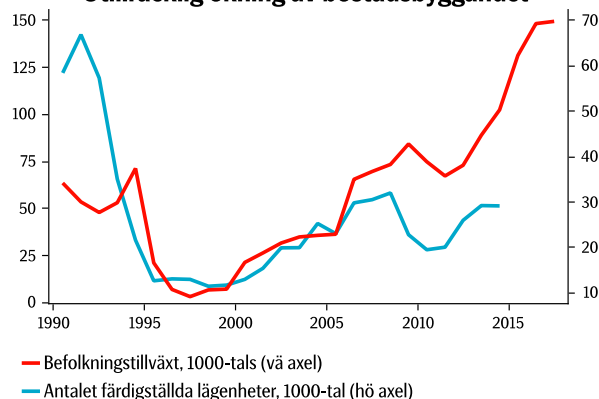
företagstjänster, transport, turism och finansiella tjänster. Den starka trenden för tjänsteexporten, som nu har varit tydlig under ganska lång tid, lär fortsätta även 2016 och 2017 även om tillväxten inte blir lika imponerande som för 2015.

Lägre handelsöverskott, men fortsatt stark bytesbalans



Överskottet i handelsbalansen har gradvis minskat de senaste fem åren, främst beroende på att varuimporten ökat snabbare än varuexporten. Det senaste halvåret har dock överskottet vänt uppåt som en följd av det kraftiga oljeprisfallet. En relativt omvärlden stark inhemsk efterfrågan talar för att handelsöverskotten minskar på nytt 2016 och 2017. Totalt sett har överskottet i bytesbalansen hållits uppe genom att kapitalinkomstnettot ökat till nästan 4 procent av BNP. Det låga ränteläget gör att räntekostnaderna för svenska skulder i utlandet faller. Visserligen minskar även de svenska räntekomsterna från utlandet, men en stor del av utlandstillgångarna består av direktinvesteringar och aktier vilket gör att kapitalinkomsterna hålls uppe i klart högre grad än utgifterna.

Otillräcklig ökning av bostadsbyggandet



Bostadsbyggandet lyfter investeringar

Industriföretagen fortsätter att vara försiktiga med utbyggnadsinvesteringar, även om senaste enkäten tyder på en viss uppgång i år efter fallen 2013 och 2014. Inhemskt orienterade sektorer har mer expansiva planer, framför allt bidrar en fortsatt snabb ökning av bostadsbyggandet till en ganska god ökningstakt för de totala investeringarna. Den rekordsnabba befolkningsökningen de närmaste åren skapar

ett stort tryck på bostadsbyggandet. Enligt SCB:s prognos kommer befolkningen under 2015-2017 att växa med nästan 150 000 per år. I det perspektivet är bostadsbyggande på ca 30 000-40 000 lägenheter långt ifrån tillräckligt, vilket gör bostadsfrågan till en stor ekonomisk-politisk utmaning framöver. Sammantaget stiger bostadsbyggandet som andel av BNP till 5,5 procent 2017. De totala investeringarna växer med ungefär 6 procent både 2016 och 2017.

Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

	2014	2015	2016	2017
Konsumtion	2,4	2,5	2,6	2,5
Realinkomster	2,6	4,0	2,1	2,6
Sparkvot, nivå	15,8	16,9	16,5	16,6

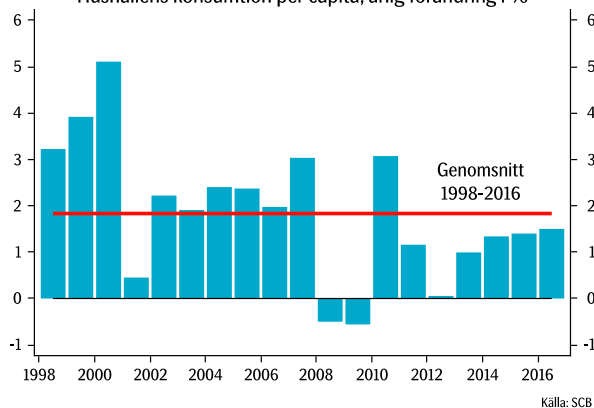
Källa: SCB, SEB

Försiktiga hushåll fortsätter spara

Den privata konsumtionen växer i relativt god takt och har gradvis accelererat hittills i år. Goda reallöner talar för att konsumtionen fortsätter att växa i en takt på 2½ procent de närmaste åren, även om stigande inflation gör att köpkraften mattas en del 2017. Konsumtionen drivs delvis av växande befolkning; konsumtionen per capita ökar t ex långsammare än det historiska genomsnittet.

Måttlig konsumtionsökning i historiskt perspektiv

Hushållens konsumtion per capita, årlig förändring i %



Hushållen har hållit uppe sparandet trots stark förmögenhetstillväxt och stigande sysselsättning. Oro för bostadspriser på sikt samt för hållbarheten i de offentliga välfärds-systemen är troligen viktiga förklaringar till detta. Hushållen kan också se bostadssituationen i ett mycket långt tidsperspektiv. Obalansen mellan efterfrågan och utbud av bostäder driver visserligen upp priserna på kort sikt, men skapar stora problem när nästa generation ska skaffa sitt första boende. Om hushållen tar denna generationsproblematik i beaktande skapar stigande bostadspriser motiv för ökat sparande som neutraliserar traditionella expansiva förmögenhetseffekter.

Ränta och befolkningsökning driver bopriser

Bostadspriserna vände åter uppåt när Riksbanken påbörjade räntesänkningar 2012 och ökningstakten ligger nu på hela 15

procent i årstakt. Utlåningen till hushållen har också skjutit fart och den årliga ökningstakten ligger nu runt 7 procent, vilket är högre än de kring 4 procent som är förenligt med konstant skuldkvot (som andel av inkomsterna). Det finns inte mycket som talar för att uppgången kommer att brytas i närtid.

Boräntorna kan komma att pressas ner ytterligare och politisk oenighet kring utformningen gör att införandet ser ut att fördröjas till nästa sommar. När amorteringskravet införs saktar bopriserna troligen in och den höga belåningsgraden gör att även måttliga räntehöjningar ger utslag på priser och utlåning.

Vi räknar med att husprisernas ökningstakt avtar till 8-9 procent under 2016 och att en utplaning sker under 2017.

Riskbilden är komplicerad. Den mycket snabba befolkningsökningen talar för att boprisuppgången kan bli kraftigare och mer ihållande. Å andra sidan tyder internationella erfarenheter på att så kraftiga och långvariga uppgångar som vi sett i Sverige regelmässigt leder till stora prisfall och internationella organisationer varnar i allt skarpare termer för detta.

Arbetsmarknaden

Årlig procentuell tillväxt

	2014	2015	2016	2017
Arbetslöshet	7,9	7,5	7,3	6,9
Sysselsättning	1,4	1,2	1,3	1,2
Arbetskraft	1,3	0,8	0,9	0,8
Befolkning, 16-64	0,3	0,9	1,2	1,2
Produktivitet	0,6	1,6	1,4	1,5

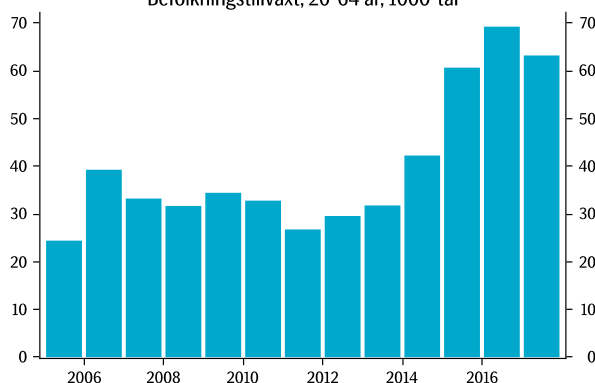
Källa:

Stark sysselsättning men seg arbetslöshet

Sysselsättningen har fortsatt att växa i en takt av 1,5 procent. Hyfsad BNP-tillväxt talar för att uppgången fortsätter i ungefär samma takt, något som stöds av att antalet lediga platser vid Arbetsförmedlingen stigit till nya rekordnivåer.

Snabb ökning av befolkning i arbetsför ålder

Befolkningstillväxt, 20-64 år, 1000-tal

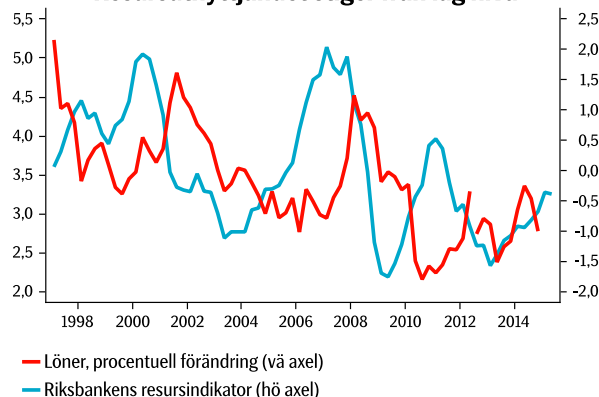


Källa: SCB

Utvecklingen för arbetslösheten är mer splittrad, men de senaste månaderna kan en nedgång skönjas även om sommarstatistiken är extra osäker. Arbetskraftens utveckling är också mycket svårbedömd. Drivkraften till de senaste årens snabba uppgång har varit en stark befolkningstillväxt och ökat arbets-

kraftsdeltagande genom en stor nedgång i antalet personer i förtidspension och lång sjukskrivningstid. Uppgången i deltagandegrad ser nu ut att kulminera men å andra sidan accelererar befolkningstillväxten; antalet personer i arbetsför ålder ökar med 60 000-70 000 per år under 2015-2017 enligt SCB:s prognos. Även om arbetskraftsdeltagandet är relativt lågt i de grupper som i första hand driver befolkningstillväxten är uppgången så stark att **arbetslösheten sjunker mycket långsamt.**

Resursutnyttjandet stiger från låg nivå



Källa: Riksbanken

Kapacitetsutnyttjandet stiger gradvis

Ett växande antal personer med låg utbildning och svaga språkkunskaper talar för att jämviktsarbetslösheten stiger. Vi delar Konjunkturinstitutets uppskattning att den under de närmaste två-tre åren närmar sig 7 procent. Det skulle innebära att arbetslösheten enligt vår prognos når sin jämvikt i slutet av nästa år. **Riksbankens indikator visar att resursutnyttjandet stigit det senaste året**, även om nivån ännu inte tyder på att löneökningstakten ska accelerera. Även om vissa kapacitetsrestriktioner kommer att göra sig gällande under senare delen av 2016, kan ökad internationell rörlighet på arbetsmarknaden bidra till att kapacitetsrestriktionerna blir lindrigare jämfört med tidigare konjunkturuppgångar.

Något högre löner i nästa treårsavtal

Vi räknar med att avtalsrörelsen i början på nästa år resulterar i något högre löneökningstakt jämfört med de avtal som slöts i början av 2013 (se temaartikel) drivet av högre lönekrav i offentlig sektor och ett något starkare konjunkturläge. Låga inflationsförväntningar verkar dock i motsatt riktning och vi räknar med **att de totala lönerna ökar med 3,0 procent under 2016 och 3,2 procent under 2017**. Detta är visserligen en uppväxling jämfört med den senaste treårsperioden men lägre än det historiska snittet på 3,5 procent och något lägre än Riksbankens prognos. En gradvis starkare produktivitetstillväxt gör dessutom att enhetsarbetskostnaden under 2016 och 2017 blir lägre än snittet för 2013-2015.

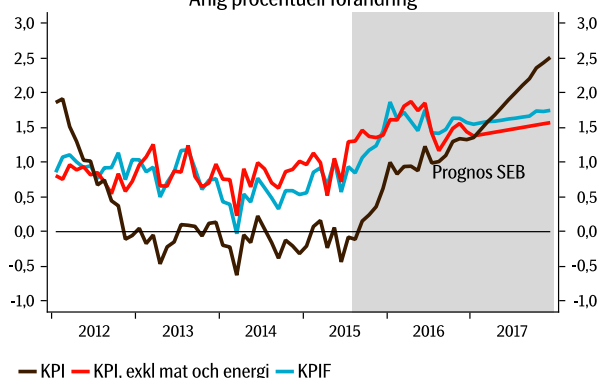
Högre inflation, men under målet

Inflationen i juli var överraskande hög; KPIF steg med 0,9 procent i årstakt. Exklusive energi- och livsmedel steg KPI med 1,3 procent, vilket tyder på ett stigande underliggande inflationstryck. Kärninflationen har dock varit volatil under de

senaste sex-tolv månaderna, mycket på grund av stora upp- och nedgångar i priserna på utrikesresor. Därför bedöms inflationsuppgången i juli delvis vara tillfällig. Men uppgången stödjer ändå bilden av att den svaga kronan bidrar till **att inflationen nu stiger från de senaste årens nedpressade nivåer**. Högre priser i importledet och högre prisförväntningar inom detaljhandeln indikerar också stigande kärninflation under resten av 2015, vilket tillsammans med avtagande nedåtttryck från energi gör att KPIF stiger till ca 1,5 procent i december i år. Effekterna av den senaste tidens oljeprisfall kan dock bli större än vi räknat med, vilket ger nedåtrisk i vår prognos.

Inflationen har bottnat men får svårt att nå målet

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB, SEB

Högre indirekta skatter i form av minskat rotavdrag och högre bensinskatt bidrar till att inflationstakten stiger ytterligare i början av nästa år. **KPIF når ändå inte riktigt upp till två procent** och vi räknar dessutom med att inflationstakten faller tillbaka något under andra halvåret 2016, när effekterna av kronförsvagningen gradvis klingar av. En gradvis starkare konjunktur med stigande lönetillväxt och något högre internationella priser gör att inflationen stiger igen under 2017.

KPI beräknas gradvis sluta gapet mot KPIF under det närmaste året, drivet av baseffekter från fallande boräntor under 2014 och första halvan av 2015. Under 2017 ökar KPI snabbare än KPIF i takt med att boräntorna förväntas stiga.

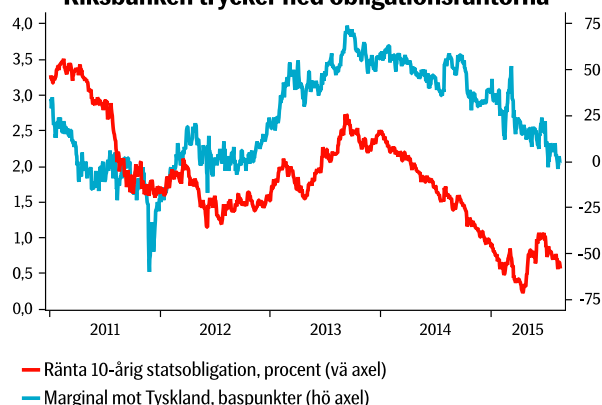
Desperat Riksbank fortsätter att sänka

Vi tror att Riksbanken kommer att behöva revidera ned sina inflationsprognoser i höst, vilket i kombination med att kronan riskerar att stärkas så fort marknaden börjar tvivla på riksbanksdirektionens beslutsamhet talar för ytterligare en liten räntesänkning. **Vi står därför fast vid prognosen om en reporäntesänkning med 10 punkter till -0,45 procent.** Att både inflations- och tillväxtsiffrorna varit något starkare än väntat på sistone har dock ökat sannolikheten för att man avvaktar till oktober, men vårt huvudscenario är fortfarande att sänkningen kommer i september. Vi bedömer att det blir den sista sänkningen och att några ytterligare obligationsköp inte görs när köpen som annonserades i juli slutförts i december. Huvudtrenden är ändå att inflationen stiger framöver samtidigt som tillväxten ser ut att stärkas i linje med Riksbankens prognoser. När löneavtalen väl finns på plats minskar också

Riksbankens behov och möjligheter att påverka förväntningsbilden. Fortsatt mycket låga inflationsförväntningar samt att ECB kan komma att utvidga sitt QE-program är dock faktorer som kan tvinga Riksbanken ytterligare åtgärder.

Riksbankens räntebana i julirapporten innebär att reporäntan börja höjas i mitten av nästa år för återvända till nollnivån i slutet av 2016 och vidare till ungefär 0,5 procent i slutet av 2017. Prognosen bygger på att KPIF stiger över två procent redan i början av nästa år och ligger kvar på den nivån under de två närmaste åren. Vår egen inflationsprognos ligger under två procent under hela prognosperioden, vilket talar för en mjukare bana. Vi tror dock att Riksbanken **så småningom kommer att bli mindre fokuserade på inflationen** i en miljö med fallande arbetslöshet och ökande finansiella obalanser. Höjningar från Fed och Bank of England bidrar också till att en försiktig höjningscykel från den extremt låga utgångsnivån påbörjas. Vi räknar därför med en första höjning av reporäntan till -0,25 procent i slutet av 2016 och att höjningarna fortsätter till en nivå på 0,75 procent i slutet av 2017.

Riksbanken trycker ned obligationsräntorna



Källa: Macrobond

Långa obligationsräntor lägre än tyska

Riksbankens aggressiva politik har lett till att den svenska 10 åriga statsobligationsräntan nu ligger i paritet med den tyska. När reporäntan sänks igen i september tror vi att **marginalen mot Tyskland blir negativ och faller till -10 punkter**. Riksbanken planer innebär därtill att man ska köpa nästan 20 procent av den utstående obligationsstocken, vilket är något mer än motsvarande ECB-köp av tyska obligationer. Den låga svenska statskulden i förhållande till BNP talar dessutom för att effekterna på räntorna kan bli större i Sverige. Under nästa år och 2017 stiger de svenska räntorna snabbare än de tyska allteftersom Riksbanken förbereder och inleder gradvisa räntehöjningar. Det innebär att den 10-åriga statsobligationsräntan i Sverige är 1,35 procent i slutet av 2016 och 1,75 procent i slutet av 2017, vilket är 15 respektive 25 punkter över motsvarande tyska ränta.

Riksbanken håller nere kronan ett tag till

Trots starka ekonomiska data har kronan försvagats den senaste tiden, pådrivet av Riksbankens faktiska och förväntade stimulanser. Den höga inflationssiffran i juli ledde dock till en rekyll med nästan 15 öre mot euron när förväntningarna om

ytterligare räntesänkningar ställdes ner. Detta understryker hur stor betydelse penningpolitiken har för valutan. Vår prognos om en ny sänkning i kombination med fortsatt mjuk signalering talar för fortsatt kronsvaghet. Både inhemska och utländska aktörer tycks dock redan tagit stora positioner för en svagare krona, vilket bidrar till att begränsa utrymmet för ytterligare försvagning. Dragkampen mellan dessa motverkande krafter väger ganska jämt och **vi räknar med att EUR/SEK vid årsskiftet ligger runt 9,20**. När inflationen kommer närmare målet under nästa år och Riksbankens räntehöjningar kommer närmare talar både relativt konjunkturläge och relativ penningpolitik för lite starkare krona. Att kronan i ett långsiktigt perspektiv är undervärderad ger också stöd. Vår prognos är att EUR/SEK i slutet av nästa år ligger på 8,80 och på 8,60 i slutet av 2017. Mot dollarn står kronan i ca 8,40 i slutet av nästa år och på ca 7,80 i slutet av 2017.

Taktiskt ställningskrig ger politisk lösning

Svensk politik präglas för närvarande av taktiskt ställningskrig snarare än konstruktivt samarbete. Oppositionens fokus ligger på att revidera och omforma politiken med sikte på en valvinst 2018. Regeringen å sin sida ska hantera såväl sitt svaga parlamentariska läge som spänningar internt mellan de båda partierna. Därtill kommer också intern kritik mot regeringspolitiken inom Miljöpartiet och arbetarrörelsen. Att opinionsmätningar nu visar på så kraftig medvind för Sverige-demokraterna att partiet utmanar Moderaterna och Socialdemokraterna om att bli näst största eller t o m största parti har potential att omvandla det inrikespolitiska landskapet. Frågan är hur länge partierna, framför allt inom Alliansen, vågar stå fast vid Decemberöverenskommelsen (DÖ).

Efter valförlusten och partiledarbytet 2014 har Moderaterna hamnat i en identitetskris. Höstens partistämma (15-18 oktober) utgör en möjlighet att staka ut en tydligare färdriktning. Partiledningen lär få igenom sitt förslag om en något mer restriktiv migrationspolitik, även om detta lär bli en stridsfråga. När det gäller den ekonomiska politiken kommer partiet troligen att driva disciplin- och ansvarsfrågan hårt genom att hålla fast vid principen om "krona-för-krona"-finansiering och motsätta sig förslag om att ändra överskottsmålet till balansmål. Man kommer också att försöka förstärka konfliktytan gentemot regeringen när det gäller "jobb mot bidrag"-frågor. Kritiken mot DÖ inom Moderaterna tycks ha dämpats, men kan få ny kraft om Sverigedemokraterna på allvar hotar att ta över som största oppositionsparti eller om regeringen börjar föra en tydligare vänsterpolitik med stöd av DÖ.

Regeringen pressas av ökade krav från bl a LO och Vänsterpartiet att bedriva en mer expansiv finanspolitik. Kritiken får bl a näring av att målet att nå EU:s lägsta arbetslöshet år 2020 ter sig allt mer ouppnåeligt utan en rejält offensiv politik. Finansminister Magdalena Andersson försöker gå en balansgång genom att inte avvika alltför mycket från den ansvarslinje hon drev i valrörelsen. Manöverutrymmet minskar också då "statsekan läcker" genom delvis **oplanerade kostnader för bl a migrationspolitik, försvar, infrastruktur och sjukförsäkring**. Detta begränsar möjligheterna att satsa på profilfrågor inom t ex välfärd och skola. På skattesidan finns

också lösningar eftersom man i valrörelsen lovat att inte höja skatter som många medelklassväljare ser som viktiga, t ex höjd fastighetsskatt eller reducerade ränteavdrag.

I en sådan situation är det naturligt att man försöker öka manöverutrymmet genom att undersöka möjligheter till förändringar av ekonomisk-politiska ramverket, t ex genom att ersätta överskottsmålet med balansmål eller på något sätt bryta ut investeringar ur den normala budgetprocessen. Att Konjunkturinstitutet nu i princip gett klartecken för ett balansmål talar för att detta så småningom genomförs. På denna punkt har regeringen goda chanser att vinna en politisk strid med Moderaterna. Men i övrigt tror vi inte att förändringar i ramverket kommer att genomföras.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2014	2015	2016	2017
Finansiellt sparande	-1,9	-1,4	-0,8	-0,2
Offentlig skuld	43,8	44,1	43,4	43,0
Statsskuld	35,6	35,9	35,3	34,9
Statens lånebehov, mdr	72	60	17	15

Källa: SCB, SEB

Försiktig budget trots rop på stimulans

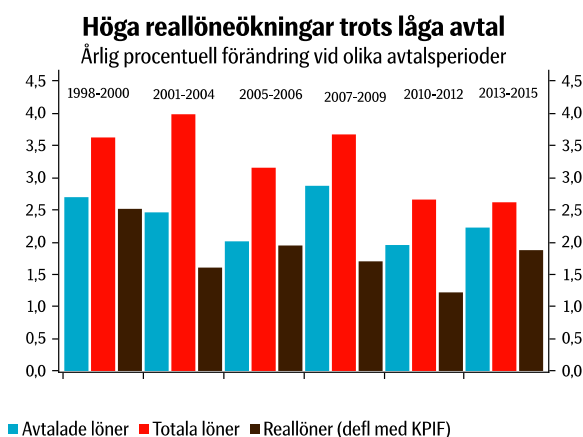
Vårpropositionen blev första genomslaget för regeringens politik efter höstens regeringskris. Inkomstförstärkningar på 8 miljarder 2015 (som stiger till 20 miljarder 2016) finansieras bl a satsningar på skola, höjd a-kassa och infrastrukturinvesteringar. I samband med vårpropositionen remitterade regeringen förslag inför budgetpropositionen, bl a minskat ROT-avdrag, begränsad uppräknings av skattgränsen för statlig inkomstskatt, höjd energiskatt (drivmedel) och avtrappning av jobbskatteavdraget som sammanlagt kan ge runt 20 miljarder. Förhandlingarna om innehållet i budgetpropositionen, som presenteras 21 september, är i nuläget inte klara vare sig inom regeringen eller med Vänsterpartiet. Från regeringens sida har förslag aviserats om sänkt skatt för pensionärer, slopad bortegräns i sjukförsäkringen och höjd föräldraförsäkring. **Sammantaget blir finanspolitiken i stort sett neutral eller svagt expansiv**. Regeringen kommer troligen att få kritik från vänsterfalangen inom partiet samt från bl a LO för att man inte agerar tillräckligt kraftfullt. En kritik som i längden kan bli svårt att stå emot i en miljö med svaga opinionssiffror, arbetslöshet långt ifrån målet och en penningpolitik som nått vägs ände.

Motstridiga krafter drar i det offentliga saldoto. God tillväxt inom delar av ekonomin som ger bra skatteinkomster så som sysselsättning, konsumtion och byggande gör att inkomsterna ökar i god takt. Hittills i år har skatteinkomsterna varit högre än vad t ex Riksgälden räknat med, vilket sänker lånebehovet. Å andra sidan finns ett underliggande utgiftstryck inom sjukförsäkringsområdet, migration och investeringar. Huvudprognosen är att reformer finansieras i stort sett fullt ut men att övriga utgiftsökningar får slå igenom på saldoto. Under skottet i det **offentliga finansiella sparandet faller från 1,4 procent av BNP i år till nära balans 2017** och den offentliga skulden ligger relativt stabil en bit över 40 procent av BNP.

Tema: Avtalsrörelsen löser inte Riksbankens dilemma

- **Höga reallöneökningar, men måttlig vinstpress de senaste åren**
- **Svag löneutveckling i omvärlden trots stramare arbetsmarknad**
- **Högre löneavtal än förra gången men lägre än Riksbankens prognos**

Samspelet mellan ekonomisk politik och lönebildning har stor betydelse för det pågående experimentet med okonventionell penningpolitik. Parternas irritation över att Riksbankens bristande måluppfyllelse hotar att rycka upp ankarat för lönebildningen var den viktigaste orsaken till omläggningen av penningpolitiken förra sommaren. **Stundande avtalsrörelse innebär att bollen nu spelas tillbaka till parterna.** När avtalen väl finns på plats har Riksbanken betydligt mindre möjligheter att via förväntningskanalen påverka inflationen de närmaste åren.



Avtalen för huvuddelen av arbetsmarknaden löper ut nästa vår. Vid utgången av **mars 2016 löper avtal för 1,6 miljoner löntagare ut** med tonvikt på industrin. **En månad senare nås denna punkt för 0,9 miljoner med tonvikt på inhemska sektorer.** Parterna inom industrin har de senaste avtalsrörelserna varit måna om att sätta ett märke för hela avtalsrörelsen i ganska god tid före utgången av tidigare avtal. Troligen kommer därför **avtalsrörelsen in i ett avgörande skede direkt efter årsskiftet 2015/16.** Men redan i höst kommer parterna att formulera sina strategier efter det att Konjunkturinstitutets lönebildningsrapport presenterats i oktober. Följs tidigare mönster kan t ex **en samordnad facklig plattform ta form i november**

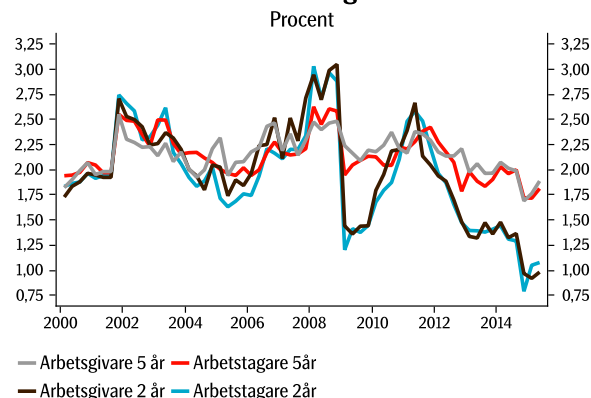
Olika syn på löneutrymmet

Parternas positioner i lönerörelsen grundas på flera överväganden. Det gäller t ex synen på traditionella områden som

konjunkturläge och konkurrenskraft men också på hur lönebildningens ska samspela med penning- och finanspolitiken. De senaste åren har den låga inflationen bidragit till att **reallönerna ökat snabbt trots låga nominella löneökningar.** Detta gäller speciellt om man använder den faktiska KPI-siffran där dock Riksbankens räntesänkningar bidrar till att förstärka bilden. Öväntat snabb reallöneökning är central för arbetsgivar sidans linje att löneutrymmet denna gång är mycket litet. Den fackliga sidan kommer att hävda att förhandlingarna bör utgå från att Riksbanken framöver kommer att uppfylla inflationsmålet med tanke på den aggressiva omläggning av penningpolitiken som nu genomförs.

I vilken mån reallöneutvecklingen verkligen pressat ned vinstnivån i svenskt näringsliv är svårt att avgöra. Låga produktivitetstal har bidragit till att vinstandelen enligt nationalräkenskaperna har sjunkit. Men å andra sidan är företagen inte direkt missnöjda med lönsamheten enligt t ex Konjunkturinstitutets barometrar. Företagsrapporter och börsutveckling tyder inte heller på att marginalpressen är speciellt omfattande, vilket delvis beror på den svaga kronan och att inflationen i hög grad pressats ned av lägre räntor och fallande energipriser. Riksbanken uppvisar en viss ambivalens i frågan. Samtidigt som man allt **tydligare betonar att inflationsmålet bör respekteras som ankare i avtalsrörelsen** är man **försiktiga med pekpinna om högre löneökningar.** Ökade möjligheter för företagen att höja sina marginaler i ett starkare konjunkturläge ses som den viktigaste kanalen till högre inflation på kort sikt. Högre löneökningar väntas få större betydelse i ett senare skede i konjunkturcykeln även om Riksbankens prognos är att löneökningstakten stiger från 2,6 procent i år till 3,2 procent 2016.

Parternas inflationsförväntningarna har stabiliserats



Den faktiska inflationsutvecklingen de närmaste 3-4 månaderna får betydelse för inflationsmålet trovärdighet i avtalsrörelsen. Vår bedömning är att inflationen kommer att stiga under resten av året, främst beroende på att effekter av förra höstens energiprisfall faller ur 12-månaderstalen. Men den

senaste tidens förnyade energiprisfall dämpar uppgången och Riksbanken kommer troligen att behöva justera ned inflationsbanan i höst. Detta lär stärka **arbetsgivarnas argumentation om att inflationsmålet inte är trovärdigt**.

Resursutnyttjande och lönebildning

Frågan om hur mycket lediga resurser det finns i ekonomin kommer att ha betydelse i avtalsrörelsen. Konjunkturinstitutet har t ex gjort bedömningen att den senaste tidens skatteförändringar och omfattande immigration bidragit till **att höja arbetslöshetens jämviktsnivå till en nivå nära 7 procent**. Det skulle innebära att den cykliska arbetslösheten nu bara motsvarar drygt en procent av arbetskraften. Tendenser till arbetskraftsbrist i flera sektorer talar också för att det inte finns så mycket lediga resurser i ekonomin. Å andra sidan har de faktiska löneökningarna varit oväntat låga den senaste tiden, vilket tyder på fortsatt hård konkurrens om jobben på stora delar av arbetsmarknaden.

Inom vissa sektorer kan arbetskraftsbrist bli ett argument för högre löneökningar. Det gäller framför allt inom den offentliga sektorn där bristen på t ex lärare och vårdpersonal är stor. Detta kan också få betydelse för den fackliga samordningen och hanteringen av relativlöneförändringar. **Ambitionen att minska löneskillnaderna mellan kvinnor och män har bred acceptans**, men det finns ingen enighet i hur det ska påverka de centrala avtalen. Det stora fackförbundet på industrisidan, det mansdominerade IF Metall, har varit obenäget att stå tillbaka i de generella löneavtalen. Man har bl a hänvisat till att det skulle innebära en dubbel diskriminering av förbundets egna kvinnliga medlemmar. I en situation där arbetskraftsbristen är större i kvinnodominerade yrken kan dock jämställdhetsaspekten bli lättare att hantera i kommande avtalsrörelse.

Men generellt lär den fackliga sidan vara försiktig med att använda resursläget som argument för högre löner. LO:s syn är att rådande arbetslöshetsnivå ligger klart över jämvikt. Detta är en viktig förutsättning för att man så kraftfullt efterlyser en betydligt offensivare ekonomisk politik. Det gäller inte minst finanspolitiken där man tar tydlig strid mot regeringens mer försiktiga linje. En bieffekt av att LO i så hög grad betraktar arbetslösheten som cyklisk är att fokus därigenom flyttas från behovet av strukturella förändringar på den svenska arbetsmarknaden. Med ett stigande antal personer med låg utbildningsnivå och/eller bristfälliga språkkunskaper kan man annars hävda att **stabiliseringspolitiken måste kompletteras med uppluckringar i arbetsrättslagstiftningen och stimulanser till låglönejobb** för att möjliggöra en större nedgång i arbetslösheten. Denna känsliga diskussion vill fackföreningsrörelsen undvika så länge som möjligt.

Industrimärket ifrågasätts?

Industrin har traditionellt haft en dominerande roll i svenska avtalsrörelser. Det sk i Industriavtalet, som slöts mellan industrins parter 1997 och omförhandlades 2011, har befäst detta. Avtalet reglerar formerna för förhandlingar mellan parterna inom industrin på en rad områden och gäller således inte enbart lönesidan. En viktig princip är att industrins löneavtal ska slutas först så att de kan fungera som riktmärke för

övriga delar av arbetsmarknaden. Detta har från och till ifrågasatts av andra delar av arbetsmarknaden och av oberoende akademiska debattörer. Ett skäl är att upplägget har sina rötter i en regim med fast växelkurs där värnandet av industrins konkurrenskraft dominerade lönebildningen. Med rörlig växelkurs är det istället inflationsmålet som är ankaret och där spelar inhemska sektorer en väl så viktig roll. Ändå har industrin behållit sin normerande roll. Ett skäl till detta är att det inte är realistiskt att utgå från att växelkursen på kort och medellång sikt anpassas i en riktning som återställer konkurrenskraften om löneökningarna avviker från omvärldens. Även om industrins roll i grunden är en fråga för arbetsmarknadens parter är det tydligt att såväl **Riksbank som regering aktivt verkar för att industrin ska behålla sin lönenormerande roll**. Detta har inte minst genomsyrat det statliga Medlingsinstitutets arbete.

Möjligen blir situationen något mer tillspetsad denna gång. Om avtalen ger löneökningar på en betydligt lägre nivå än vad Riksbanken förutser kan ytterligare penningpolitiska stimulanser tvingas fram. **Valutaförsvagningar i kölvattnet på detta gynnar industrin på inhemska sektorer bekostnad**. Dessa branscher har därför starkare motiv än vanligt att motsätta sig ett lågt riktmärke från industrisidan.

Riksbankens löneprognos för hög

Sammantaget tror vi att 2016 års löneavtal kommer att hamna något högre än de som slöts 2013. Skillnaden blir dock ganska liten. De genomsnittligt avtalade löneökningarna 2013-2015 hamnade på 2,2 procent och vi räknar med att vi denna gång hamnar på 2,4 procent för 2016 och 2017. Vår bedömning är att avtalen blir 3-åriga med möjlighet till uppsägning efter 2 år. **De totala löneökningarna lär hamna nära 3 procent de kommande åren**, vilket är lägre än vad Riksbanken prognosticerar (3,2 respektive 3,4 för 2016 och 2017).

Förutom de inhemska faktorer som diskuteras ovan talar internationella trender för att löneökningarna förblir dämpade. Arbetsmarknadsläget är nu relativt stramt i t ex Tyskland och USA, men detta har inte satt något tydligt avtryck i högre löner. Trots att centralbanker i flera länder bejakar högre löneökningar och att höjda minimilöner blir ett allt vanligare inslag i den ekonomiska politiken förblir löneökningarna dämpade. Faktorer som **ökad global prispress och konkurrens på arbetsmarknaden** i kombination med de senaste årens **låga produktivitetstillväxt** har fortfarande stor betydelse.

I en sådan miljö är det svårt att tro på något tydligt trendbrott för svenska löner. Arbetsgivarna kräver mer handfasta bevis på att inflationsmålet är möjligt att nå innan man är beredd att släppa igenom större löneökningar. På den fackliga sidan är inställningen mera splittrad, men flera skäl som diskuteras ovan talar för att kraven till slut blir modesta. Genom att skruva upp tonläget i Riksbankskritiken bidrog parterna till en omläggning av penningpolitiken. När denna nu väl är genomförd lär inte Riksbanken få speciellt mycket hjälp att uppfylla inflationsmålet. Situationen illustrerar det dilemma som ramverket för ekonomisk politik och lönebildning i Sverige befinner sig i. Olika aktörer agerar rationellt utifrån sina utgångspunkter men ändå riskerar obalanserna i ekonomin att förvärras.

Tillväxten stärks

- **Ny regeringen, ny politik, samma ekonomi**
- **Räntehöjningar rycker närmare**
- **Stigande bostadspriser ökar interventionsrisken**

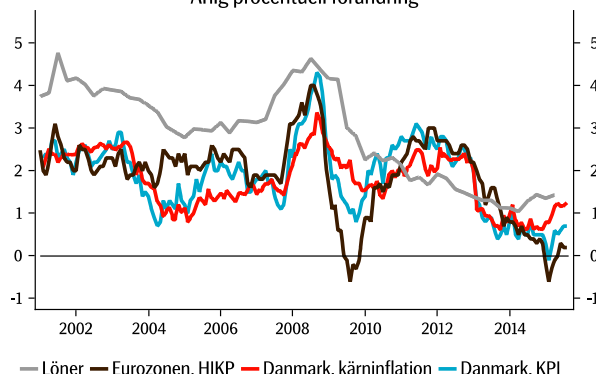
En ny regering finns på plats; styrkeförhållandena har skiftat från vänster till höger. Även om vissa politiska frågor redan påverkats mer än vi väntat oss bedöms de ekonomiska effekterna bli måttliga. Det nya politiska läget ger ingen anledning att ändra prognosen för 2015-2016. **BNP väntas öka med 2 procent 2015 och med 2,5 procent 2016 och 2017.**

Den senaste tiden har den ekonomiska statistiken kommit in ungefär som väntat. **BNP-utfallet för första kvartalet publicerades strax efter senaste *Nordic Outlook* i maj; BNP steg 0,5 procent jämfört med föregående kvartal.** Konsumtionen har blivit allt viktigare och är nu tillväxtens huvudsakliga drivkraft, vilket är ett hälsotecken. Investeringarna är mycket volatila och var svaga första kvartalet men bedömningen är att detta var tillfälligt. Dessutom bör husbygget få fart drivet av snabbt stigande huspriser. Exporten utvecklas väl och får stöd av bättre tillväxt i eurozonen.

Dessa trender väntas fortsätta 2016-2017. Den globala tillväxten accelererar kommande år och med hjälp av god konkurrenskraft väntas exporten skjuta fart, vilket även ger positiva effekter på investeringarna. Mätt i årstakt har BNP ökat med omkring 2 procent senaste tiden medan sysselsättningen vuxit med omkring 1 procent de senaste ett och ett halvt åren. Lönerna har accelererat långsamt men överstiger fortfarande inte 1,5 procent och ligger därmed fortfarande klart under normala ökningstakter. När den ekonomiska aktiviteten skjuter fart och arbetsmarknaden gradvis stärks väntas även lönerna få bättre fart. Med ett rejält överskott i bytesbalansen är detta snarare en positiv faktor än ett orosmoln. Kombinationen av accelererande löner, stigande bostadspriser och växande skuldsättning för hushållen 2016-2017 väntas ge en **god konsumtionstillväxt kommande år.**

KPI-inflationen ligger på 0,7 procent och överstiger eurozonens med nära en halv procentenhet. Som vi konstaterat i tidigare rapporter väntar vi oss att denna divergens kommer att bestå då Danmark ligger något tidigare i konjunkturcykeln än vad eurozonen gör. Inflationen väntas dock endast accelerera gradvis.

Fortfarande högre inflation än i eurozonen
Årlig procentuell förändring

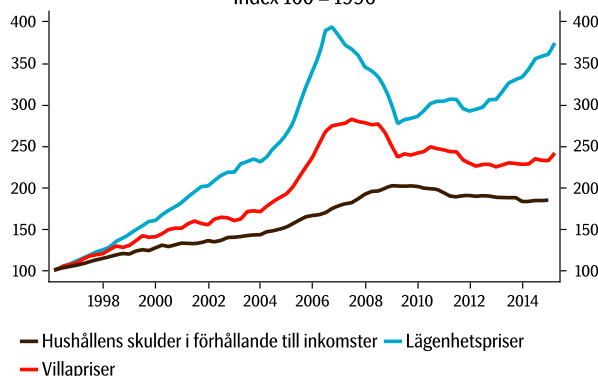


Källa: Statistics Denmark, SEB

Bostadsmarknaden – elefanten i rummet?

Bostadsmarknaden uppvisar i vissa segment en återgång till de "goda" tiderna innan kreditkrisen. Bostadsförsäljningarna stiger och enligt anekdotisk information avslutas försäljningarna i Köpenhamn och närliggande områden bara några dagar efter visningen. Första kvartalet steg bostadspriserna med över 10 procent i årstakt; den snabbaste ökningstakten sedan 2006 även om det ser lite olika ut i olika delar av landet. Projektförsäljningar (innan byggandet färdigställts) visar de snabbaste prisökningarna.

Låneboomen återkommer
Index 100 = 1996



Källa: Statistics Denmark, SEB

Kombinationen av ultralåga räntor (även om vissa höjningar väntas, se nedan) och accelererande tillväxt gör att bostadspriserna väntas fortsätta stiga med god fart. Detta gäller speciellt i de större städerna där efterfrågan drivs på av pågående urbanisering. Exempelvis kämpar nya studenter som vanligt vid den här tiden på året för att få tag på ett överkomligt boende på en tuff bostadsmarknad.

De stigande bostadspriserna oroar Nationalbanken. Under sommaren har centralbanken reviderat upp prognosen för bostadspriserna och utfärdat en varning: vaksamhet behövs, speciellt i Köpenhamn, när bostadsköp drivs av förhoppningar om värdestegringar. Bankens rapport för andra kvartalet slår fast att "den senaste utvecklingen på marknaden för projektförsäljningar i Köpenhamn liknar till viss del det som hände under inledningen till husbubblan 2005-2007".

Nationalbanken oroar sig ofta för överhettning. I det här fallet har den dock en poäng även om frågan är något för tidigt väckt. Skillnaden mellan villapriser och lägenhetspriser visar att många regioner fortfarande ligger under den tidigare toppnivån. Dessutom är skuldsättningen lägre. Än så länge är det främst i Köpenhamn som varningstecken visat sig, när en omfattande inflyttning ökar efterfrågan på bostäder. Utan tvekan skapar det låga ränteläget en miljö där spekulativt beteende florerar; den extra kostnaden på ett bostadslån för att låna ytterligare 200 000 eller till och med en miljon är ovanligt låg. Risker att en bubbla utvecklas är därför förhöjd.

Då valutapeggen utesluter penningpolitik är det i stället finanspolitiken som står till buds för att bromsa bostadsmarknaden. Nationalbanken föredrar en återgång till en mer procyklisk beskattning av bostäder något som dock har mycket svagt politiskt stöd. Andra förslag är en begränsning av tillgången till amorteringsfria lån eller att begränsa bostadslånen i förhållande till inkomsten. Det kan dock vara kontroversiellt att försöka kyla av marknaden innan den helt hunnit återhämta sig från den senaste krisen. Inget av förslagen ser därför ut att realiseras i närtid men kan bli aktuella längre fram under prognosperioden.

Kommer en räntehöjning tidigare än väntat?

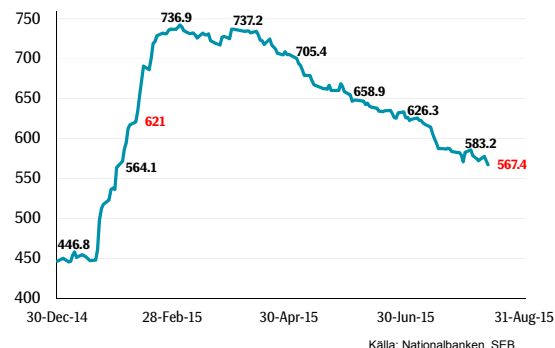
Vi följer fortfarande noga hur reverseringen av valutaflödena kopplade till vinterns attack mot valutapeggen utvecklas. Vårt huvudscenario var att utflödena, efter en inledande period då utländska investerare avvecklade sina positioner, skulle avta. Detta baserades på bedömningen att danska pensionsfonder inte skulle reversera sina beslut om att hedga exponeringen mot euro så snabbt. Till och med maj (senaste tillgänglig statistik) gjorde de heller inte det. Utflödena och centralbankens interventioner har än så länge fortsatt i stadig takt. Det går inte att se vem som ligger bakom de senaste flödena, men vi väntar oss fortfarande en moderering om inte alltför lång tid baserat på argumenten ovan.

Ändå är valutareserven mindre nu än innan den senaste räntesänkningen i februari (621 miljarder). Emissionerna av statsskuldväxlar har till viss del återupptagits så det som återstår av extraordinära åtgärder är det tillfälliga stoppet av statsobligationsemissionerna. Givet de nuvarande flödena skulle centralbanken kunna agera med hjälp av centralbankscertifikaträntan kombinerat med att sänka gränsen för de insättningar som bankerna kan göra till högre räntor i centralbanken innan statsobligationsemissionerna återgår till det normala. Anledningen är att statsobligationsemissionerna ska meddelas i god tid i förväg. En inledande höjning av certifikaträntan kombinerat med en

minskning av tillåtna insättningar bör endast få en begränsad effekt på de korta penningmarknadsräntorna.

Valutareserven krymper

Beräknad storlek på valutareserven, mdr DKK



Ny regering, ny politik, samma ekonomi

Parlamentsvalet i juni resulterade i maktskifte. Den nya regeringen kan dock visa sig vara en bräcklig konstruktion då den utgörs av ett enda parti; det liberala högerpartiet (Venstre) som endast vann 34 mandat av 179. Stöd i parlamentet kommer från Dansk Folkeparti, Konservativa och ultra-liberalerna (Liberala Alliansen). Partierna står i många frågor långt ifrån varandra, vilket kommer att försvåra för regeringen. Med 37 mandat har Dansk Folkeparti fler mandat än regeringspartiet Venstre.

Det är ännu för tidigt att kunna förutspå vad den nya regeringen kommer att göra. I Danmark formaliseras och presenteras regeringens intentioner vanligtvis i en slags regeringsförklaring (*Foundation of the government*). Det är troligt att finanspolitiken blir lite stramare än tidigare och att skattesänkningar prioriteras högre än utgifter; med direkt hänvisning till en justering av offentliga investeringar. En regional överenskommelse om utgifter har redan slagits fast och pekade också på en stramare inriktning för utgifterna. Vår prognos innefattade redan tidigare en stramare finanspolitik 2016 så ingen ytterligare justering är nödvändig. Fokus kommer att ligga kvar på jobbskapande genom förbättrade incitament i form av lägre arbetslöshetsunderstöd och lägre inkomstskatter. Det återstår att se om åtgärderna kommer att skapa fler jobb, speciellt inom låglönesektorer. Regeringen har dock inte längre minskad ojämlikhet som officiellt mål.

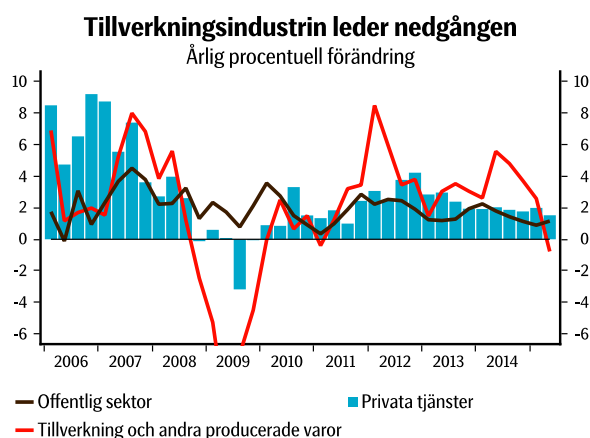
I mer ideologiska frågor har vissa förändringar ägt rum. Under valrörelsen var det svårt att se tydliga skillnader mellan blocken i frågor som invandring och asylsökande. Den nya regeringen har dock skruvat upp retoriken kring invandringsfrågan. Även konkreta åtgärder har tagits; offentligt stöd till flyktingar som får asyl ska halveras. Vår bedömning är dock att det inte blir några konkreta ekonomiska effekter av den nya invandringspolitiken utan att det främst handlar om signalpolitik.

Ytterligere dämpning men ingen djupdykning

- **Tillväxtprognoserna tas ned något**
- **Inflationen oväntat seg**
- **Fortsatt mjuk Norges Bank**

Neddragningen i oljesektoren börjar sætta større avtrykk i den øvrige økonomi, men bortsett fra en merkbar påvirkning på tillverkningsindustrien og delar av den oljerelaterte tjenstesektoren har avmattningen hittills inte varit så svår som befarats. Även om något större effekter är att vänta, bedöms bakslaget i økonomi inte övergå i en konjunkturedgång.

Tillväxten i fastlands-BNP – eksklusive olje, gas og shipping – har hittills i år gradvis mattats till 0,2 procent mellom første og andre kvartalet. Årstakten avtog samtidigt rejält från 1,9 procent under første kvartalet till 0,9 procent, vilket avspeglar tillväxtspurten under våren 2014.



Källa: Statistisk Sentralbyrå Norge

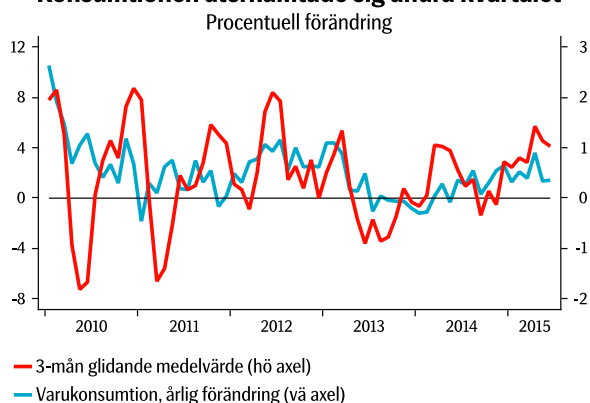
Nedgangen har varit kraftigast inom varuproducerande sektorer, særskilt tillverkningsindustrien där förädlingsværdet föll 2,3 procent jämfört med andre kvartalet i fjol. Därtill har tillväxttakten i privat tjenstesektor – som dominerar økonomi – saktat ner. Utvecklingen under andre kvartalet var sammantaget i linje med antagandena i *Nordic Outlook* maj. Men medan prognoserna for t ex privat konsumtion og export av ikke-oljerelaterte varer reviderats opp i år, er investeringarna svagare og BNP-rapporten innehåller negative revideringar bakåt i tiden. De økonomiske utsiktene påverkas dærutøver av den fornyade nedgangen i oljepriset og den nedreviderte oljeprisprognosen. **Tillväxtprognosen for fastlands-BNP dras ned två tiondelar till 1,4 procent i år og 2,0 procent næste år**, medan tillväxten bör hamna på

trendmessige 2,4 procent 2017. Prognosen for **total BNP-tillväxt under 2015 lyfts till 1,3 procent**. Vi väntar oss dock att investeringarna i oljesektoren viser ett något kraftigere fall på 9 procent næste år, og prognosen for **total BNP sänks till 1,4 procent 2016** for att dæfter stiga till **1,8 procent 2017**.

Oväntat stark konsumtion

Privat konsumtion har varit överraskande sterk i förhållande till tidligere prognoser. Den kvartalsvise tillväxten i varukonsumtionen accelererade således från 0,7 procent under årets første kvartal till 1,1 procent under det andre, den største kvartalsvise oppgangen sedan början av 2013. Även om efterfrågan på tjenester har dæmpats, har den årlige förändringen for privat konsumtion som helhet hållit sig oppe väl på 2,5 procent for kvartal två.

Konsumtionen återhämtade sig andre kvartalet



Källa: Statistisk Sentralbyrå Norge

På kort sikt ser trykket i konsumtionen ut att lætta en hel del, delvis dæ vårens acceleration fikk extra skjuts från den svængige elkonsumentene medan bilförsællningen viser tecken på att sakta ner. Vi drar opp helårsprognozen for **privat konsumtion till 2,7 procent for 2015 men sænker 2016-prognosen något till 2,3 procent**, blant annet på grund av en förväntad fördrøjning i vændningen på arbeidsmarknaden.

Oavsett dette, har konsumtionen visat överraskande motståndskraft med tanke på vikende konsumentførtroende og svagare arbeidsmarknad. Sentimentet har försæmrats till följd av en mycket negativ syn på nulæge og utsikter for økonomi i stort. Dette står dock i skarp kontrast mot hushållens bedømming av den egne økonomi som hållit emot og ligger väl över historiske nivåer.

Ingen utbredd svaghet på arbeidsmarknaden

Att arbeidsmarknaden er svagare går inte att ta miste på. Sysselsættningen har mattats, men AKU-måttet viser att

jobbtillväxten under andra kvartalet åtminstone tog tillbaka förlusterna från det föregående, vilket tyder på en stabilisering. Hur mycket arbetslösheten gått upp varierar beroende på vilket mått man tittar på.

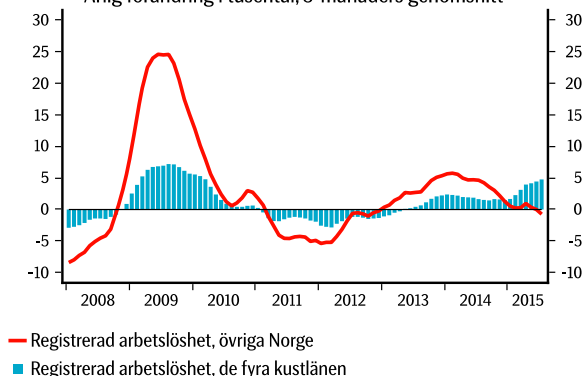
Arbetskraftsundersökningen (AKU) visar en markant försämring, med en uppgång i arbetslösheten under det senaste året från låga 3,2 procent till 4,3 procent kvartal två, högsta sedan början av 2005. En tredjedel av uppgången är dock hänförlig till studenter upp till 24 år på jakt efter deltidsjobb; inom denna grupp har arbetslösheten skjutit upp från 7,0 till 10,5 procent säsongsrensad under det senaste året. Arbetslösheten för personer över 25 har visserligen stigit med 0,7 procentenheter under samma period, men ligger på 3,3 procent ändå bara marginellt högre än förra hösten.

Vi misstänker att den stora ökningen i arbetskraftsdeltagandet bland unga är tillfällig. Vi höjer därför bara vår **prognos för arbetslösheten (AKU) en aning till 4,3 procent 2015 och 4,5 procent 2016** (med en topp på 4,6 procent).

Den registrerade arbetslösheten som tas fram av norska arbets- och välfärdsmyndigheten (NAV) – och som historiskt varit ett pålitligare mått – kryper försiktigt högre; 2,9 procent i juli säsongsjusterat var bara aningens över snittet för 2014. Det är dock möjligt att detta mått ännu inte fångat in de utbredda uppsägningarna i oljeindustrin, där många anställda är mottagare av avgångsvederlag. Därtill hoppade antalet personer i arbetsmarknadsåtgärder upp under juni och juli, delvis till följd av inflödet av nyanmällda arbetslösa men också på grund av ökade avsättningar till sådana åtgärder i vårbudgeten.

Uppgången i arbetslöshet är snävt begränsad

Årlig förändring i tusental, 3-månaders genomsnitt



Källa: NAV

NAV-data visar att uppgången, åtminstone så här långt, är begränsad till de fyra distrikt längs syd- och västkusten som är mest beroende av aktiviteten i oljesektorn. Inte oväntat svarar Rogaland – som innefattar "oljehuvudstaden" Stavanger – för merparten av ökningen. Vid sidan om dessa distrikt var den registrerade arbetslösheten oförändrad jämfört med året innan. AKU-undersökningen visar ett liknande mönster för sysselsättningen som planat ut i dessa fyra distrikt under det senaste året (och sjunkit i Rogaland). Jobbtillväxten i övriga landet har dämpats men sysselsättningen steg fortfarande med 0,8 procent i årstakt under kvartal två.

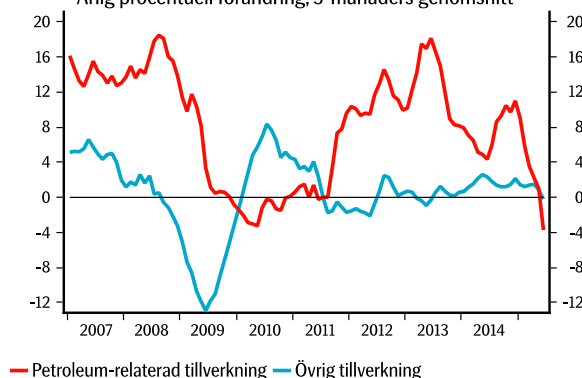
Tillverkningsindustrin hårdast drabbad

Den tvära nedgången i oljesektorns investeringar fortsätter att präglade utvecklingen i tillverkningsindustrin där produktionen sjönk med över 4 procent under årets första sex månader.

Investeringsvaror, den tidigare klarast lysande stjärnan, har fallit mest och produktionen av sådana varor sjönk med sex procent i årstakt under kvartal två. Produktionen av fartyg och oljeplattformar (som ibland är ganska volatil) har rasat, särskilt efter slutförandet av ett antal stora projekt under våren. Produktionen av maskiner och utrustning är kraftigt lägre medan reparationer och maskininstallationer visar en vikande trend. Dessa tre undersektorer är de sektorer som är mest kopplade till oljesektorn. Enligt våra kalkyler har produktionen inom dessa tre sektorer visat en skarp vändning från en uppgång på 11,0 procent på årsbasis under fjärde kvartalet 2014 till en nedgång på nästan 4 procent kvartal två. De svarar därmed för merparten av nedgången inom tillverkningsindustrin.

Tillverkningsproduktionen kraftigt lägre

Årlig procentuell förändring, 3-månaders genomsnitt

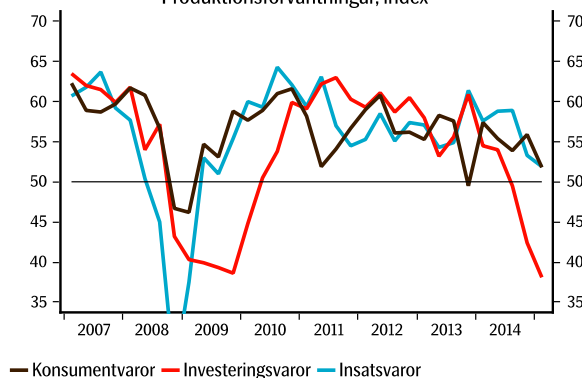


Källa: Statistisk Sentralbyrå Norge, SEB

Det går dock trögt för övrig industri också och total produktion sjönk något mellan första och andra kvartalet. Detta är framförallt hänförligt till sjunkande produktion av bearbetade metallvaror, vilket möjligen är en följd av djupdykningen för oljesektorns investeringar.

Svagheten inom tillverkningsindustrin fortsätter

Produktionsförväntningar, index

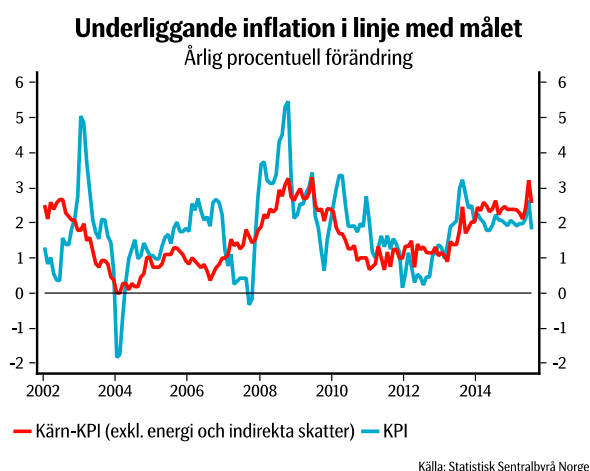


Källa: Statistisk Sentralbyrå Norge

De exportorienterade delarna av tillverkningsindustrin borde börja gynnas av starkare omvärldsefterfrågan och skjutsen från en kraftigt lägre växelkurs. Den senaste konjunkturbarometern för tillverkningsindustrin tydde dock på fortsatt svaghet inom produktionen som helhet.

Kärninflation i linje med målet

Kärninflationen mätt som KPI-ATE (exklusive energi och skatter) har varit volatil under sommaren, delvis till följd av skiftande säsongsmonster för vissa komponenter. Årstakten steg till sexårshögsta 3,2 procent i juni för att därefter korrigeras ned till 2,6 procent i juli. Kärninflationen har legat på 2,5 procent i genomsnitt hittills i år, marginellt över 2014 och i linje med Norges Banks medelfristiga mål. Elektricitet har lagt ett lock på total KPI.



Ett av huvudskälen bakom den "sega" inflationen är högre priser för importerade varor (motsvarande nära en tredjedel av kärn-KPI-korgen) som eldats på av fördröjda effekter från tidigare NOK-depreciering. Fortsatt valutaförsvagning talar för att importprisinflationen ligger kvar på ganska höga nivåer på kort sikt, men effekten borde avta under loppet av 2016.

Tjänsteinflationen borde samtidigt sakta ner framöver i en reaktion på lägre lönetillväxt medan det finns tentativa tecken på att hyreskomponenten (som svarar för 21 procent av kärnindex) är på väg att stabiliseras efter att ha trendat nedåt ett bra tag under 2014. **Vi lyfter vår prognos för kärninflationen till 2,6 procent i 2015; en dämpning till 2,3 procent väntas för 2016 och till 1,9 procent för 2017.**

Norges Bank oroad över tillväxten

Norges Bank oroar sig för effekterna från lägre oljepriser på aktiviteten i ekonomin och sänkte därför sin styrränta med 25 punkter till 1,00 procent vid junimötet, trots att banken prognostiserade en inflation nära målet. Den reviderade räntebanan var mjukare än väntad och inkluderade 70 procents sannolikhet för ytterligare en sänkning den 24 september. Vi har argumenterat för att junisänkningen var den sista, eftersom vi tror att ekonomin kommer att sakta ner mindre än vad Norges Bank antar. Ur ett finansiellt stabilitetssperspektiv har tröskeln för ytterligare sänkning dessutom höjts. Även om Norges Bank pressas av den senaste

tidens förnyade oljeprisedgång har spridningseffekterna från oljan visat sig mindre allvarliga än vad som befarades under förra hösten.

Vi väntar oss därför att **Norges Bank signalerar fortsatt tydlig nedåtrisk för räntan men att man troligen avhåller sig från att leverera ännu en sänkning.** Eftersom vi väntar oss att Fed, BoE och Riksbanken höjer sina räntor under de kommande åren tror vi att **Norges Bank har utrymme för att försiktigt lyfta sin styrränta i slutet av 2016.**

NOK pressas av oljepriset

Den förnyade nedgången för oljepriset har fått investerarna att åter inta en negativ hållning till Norge och kronen. Spekulationer om att lägre oljepriser och samtidig försämring av tillväxtutsikterna kommer att leda till en mjukare penningpolitik driver EUR/NOK-kursen högre. Sammantaget är den spekulativa delen av investerarkollektivet nu underviktade i NOK, men kronen är fortsatt känslig på kort sikt i händelse av ytterligare oljeprisfall. Vår förväntan på att Norges Bank fortsätter att signalera en nedåtrisk under större delen av året tyder på att kronan förblir svag. Men EUR/NOK-kursen ligger nu på mycket höga nivåer ur ett historiskt perspektiv och vår långsiktiga fair-valuemodell tyder på att NOK är tydligt undervärderad.

Vi väntar oss att både oljepris och penningpolitik blir mer neutrala faktorer för kronen mot slutet av året, vilket indikerar att EUR/NOK försiktigt korrigerar ned mot sitt långsiktiga fair-value. Vi väntar oss en **EUR/NOK-kurs runt 8,90 vid årsslutet 2015 följt av 8,40 och 8,10 i slutet av 2016 respektive 2017.**

Krympande långräntespread mot Tyskland

Norska statsobligationer (NGB), och särskilt sådana med kortare löptider, har fått stöd av fallande oljepriser och mjuk penningpolitik. Långfristiga obligationer har följt tyska. Norska långräntor tenderar dock att röra sig mindre än sina tyska motsvarigheter under perioder med stigande långräntor. Vår prognos om högre tyska 10-åriga räntor indikerar därför en minskad räntedifferens mot Tyskland. Långfristiga statsobligationer har tidigare påverkats negativt av ett stort utbud. Denna effekt bör kunna lätta framöver då vi räknar med ett minskat utbud vilket framförallt gynnar längre obligationer.

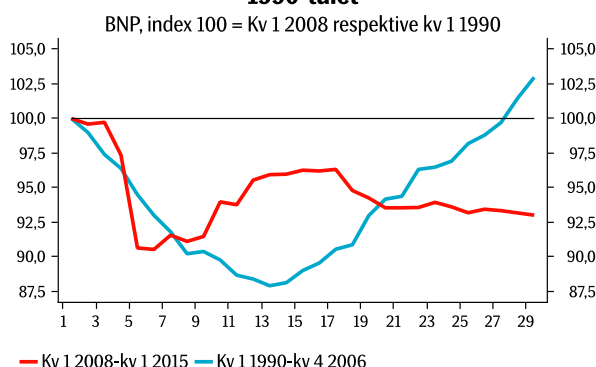
Vi förutspår en **10-årig norsk statsobligationsränta på 1,60 procent i mitten av 2016, motsvarande en räntespread mot Tyskland på 70 punkter.** Eftersom marknaden i allt högre grad kan vänta sig att Norges Bank börjar höja räntan i slutet av nästa år, kommer norsk 10-årsränta att stiga något snabbare än sin tyska motsvarighet. Vi prognostiserar en spread på 80 punkter i slutet av 2017.

Nolltillväxt 2015 efter tre år med fallande BNP

- **Recessionen tar slut men svaga utsikter**
- **Lågt oljepris och förbättrad europakonjunktur ger viss tillväxtkraft**
- **Fortsatta finanspolitiska åtstramningar**

Kraftgången i finsk ekonomi har fortsatt. BNP-nivån ligger nu 7 procent lägre än första kvartalet 2008 och ekonomin har just lämnat sin femte recession under krisen bakom sig. Även om recessionen är över förblir **utsikterna svaga**. Fortsatta strukturella och konjunkturella problem pressar ekonomin. Till det kommer den nya regeringens besparingar som förbättrar de offentliga finanserna på bekostnad av efterfrågan. **Svagheter i ekonomin är bredbaserade men det finns ljuspunkter**. En billigare euro kommer att förbättra läget för exportindustrin, det nya oljeprisfallet ger låg inflation och högre realinkomster samtidigt som fallande import förbättrar bytesbalans och nettoexport. Riskbilden är relativt balanserad. På nedsidan finns risker för en sämre utveckling i Ryssland medan den starka köpkraften kan göra att konsumtionen kan överraska på uppsidan. **Sammantaget blir 2015 ett år med nolltillväxt och 2016-2017 ökar BNP med 0,9 respektive 1,3 procent**. Prognosen är nedreviderad jämfört med *Nordic Outlook Maj* och ligger under konsensusbedömningen.

Klart svagare BNP-utveckling än recessionen på 1990-talet



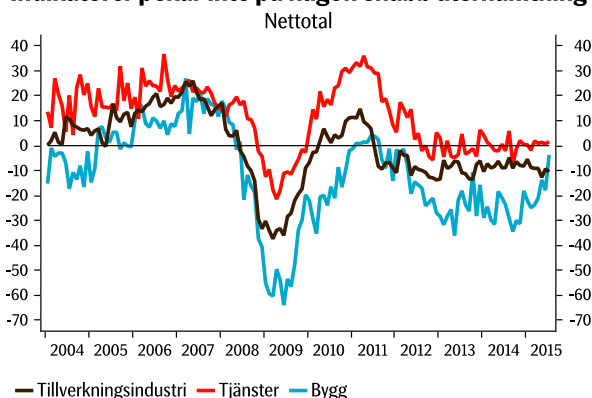
Källa: Eurostat

Indikatorer pekar på fortsatt svag tillväxt

Indikatorer ligger fortsatt på svaga nivåer, även om de senaste månaderna visat på en viss förbättring. EU-kommissionens övergripande sentimentsindikator ökade i juni och juli men rörelserna har generellt varit små de senaste 2-3 åren. En viss förbättring kan noteras för byggsektorn; istället är nu tillverkningsindustrin den sektor som visar det mest negativa senti-

mentet. Den inhemskt inriktade tjänstesektorn ser mest ljus på läget, även om nivån också här är relativt låg.

Indikatorer pekar inte på någon snabb återhämtning



Källa: EU-kommissionen

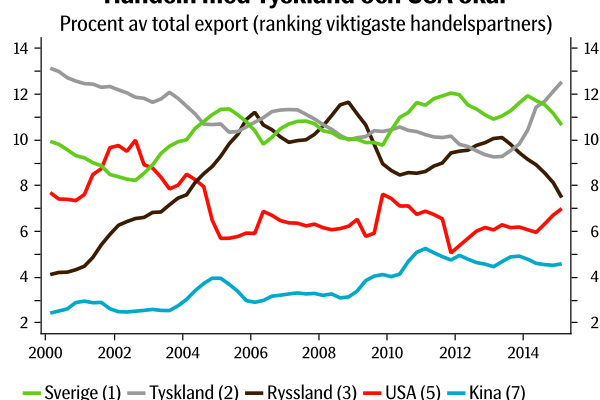
Svag exportåterhämtning

Exporten återhämtade sig andra kvartalet (upp nära 8 procent i löpande priser) efter djupdykningen i början på året. Exportföretagens förväntningar på ordergång har stärkts sedan slutet av 2014. Exportens hämmas dock av handelsstörningarna med Ryssland. Exportandelen till Ryssland har dock sjunkit och istället har beroendet av export till bl a USA och Tyskland ökat.

Konkurrenskraftsproblem och nedgången i telekom/elektronikindustrin har gjort att Finland tappat marknadsandelar de senaste åren. Finland har tappat mark mot såväl Sverige som eurozonen. Den svenska penningpolitikens ambitioner att försvaga kronan slår hårt på vissa branscher, inte minst skogsindustrin, men den kronförstärkning vi förutser gör att pressen på finsk industri lättar något. Nedväxling av löneökningarna och en generell svagare euro ger också positiva effekter de kommande åren. Svag inhemsk efterfrågan har samtidigt fått importen att falla, vilket gör att utrikesnettot ger positiv tillväxteffekt samtidigt som bytesbalansen förbättras.

Exporten förbättras därför successivt framöver. Som årsgenomsnitt blir den oförändrad i år för att därefter stiga 2,3 respektive 3,5 procent 2016 och 2017.

Handeln med Tyskland och USA ökar



Investeringarna fortsätter att falla

En lång period med svagheter för efterfrågan, produktion och export gör att kapacitetsutnyttjandet är lågt. Detta har bidragit till att investeringarna har visat en fallande trend i snart tre år. Fortsatt lågt kapacitetsutnyttjande i kombination med en kraftig nedväxling i utlåningen till icke-finansiella företag pekar på att investeringsnedgången fortsätter i år, om än i långsammare takt. Även om sentimentet i byggbranschen förbättrats något dröjer vändningen. Nybyggnationen faller inom samtliga områden och minskande antal byggnadstillstånd tyder på ett svagt bostadsbyggande framöver. Bostadspriserna fortsätter svagt nedåt, men något kraftigt prisfall som skulle förändra förutsättningarna för hushållen är inte sannolikt. **Investeringarna faller med 1 procent 2015, klart mildare nedgång än tidigare år, och ökar därefter med 1 respektive 2 procent 2016 och 2017.**

Arbetslösheten överraskar negativt

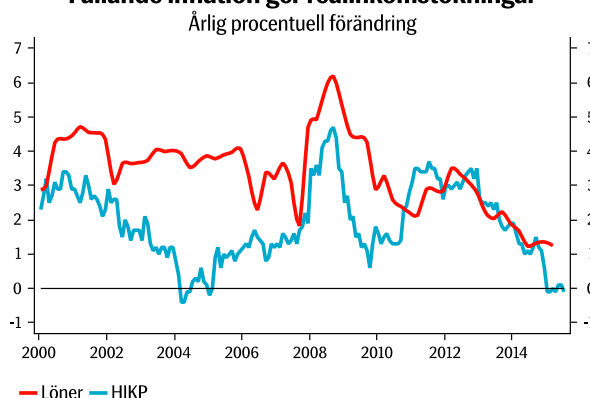
Arbetslösheten uppgick i juni till 9,7 procent; en ökning med mer än 1 procentenhet det senaste året och den högsta nivån sedan februari 2000. **Uppgången har varit större än väntat givet BNP-utvecklingen.** Den nedåtgående trenden i sysselsättningen har varit tydlig under 2015 och väntas fortsätta i samma riktning året ut. Företagen behöver förbättra konkurrenskraft och produktivitet innan man nyanställer, vilket håller uppe arbetslösheten framöver. Trots den stigande arbetslösheten har arbetskraften de senaste åren varit relativt stabil. Vi ser nu att den sakta minskar, vilket bidrar till en viss nedgång i arbetslösheten 2016 och 2017. Finlands befolkning växer men demografin gör att arbetskraften på sikt kommer att minska i och med att genomsnittsåldern ökar. Det kommer att pressa tillväxtpotentialen men givet den stora mängden lediga resurser får det betydelse först i ett längre tidsperspektiv. Arbetslösheten fortsätter att stiga upp mot 10 procent under hösten/vintern innan den vänder ner. **Mått som årsgenomsnitt blir arbetslösheten 9,6 procent 2015 och 2016 och faller 2017 till 9,2 procent.**

Låg inflation ger reallöneökningar

Inflationstrycket är svagt och pressas ånyo av lågt oljepris. Samtidigt har löneökningarna växlat ner och kommer att ligga på låga nivåer 2016-2017, vilket håller tillbaka både inflation

och kärninflation. Hushållens pressas av hög arbetslöshet och finanspolitiska åtstramningar men den låga inflationen bidrar till att reallönerna ökar. Tillsammans med låga räntor ger detta ett visst konsumtionsutrymme. Sparkvoten har fallit de senaste åren och fortsätter svagt ner; osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen talar för att hushållen vill dra upp sparandet, men samtidigt gör det svaga ekonomiska läget att utrymmet inte finns. Konsumentförtroendet har fallit de senaste månaderna, men ligger ändå på en nivå som talar för ökad konsumtion framöver. **Konsumtionen ökar med svaga 0,2 procent i år och med 0,5 respektive 0,8 procent 2016 och 2017.**

Fallande inflation ger realinkomstökningar



Fortsatta budgetåtstramningar

Budgetdisciplin har prioriterats såväl i den inhemska ekonomiska politiken som i ställningstaganden i eurosamarbetet. Men ambitionen att undvika att den offentliga skulden passerar 60 procent av BNP ser ut att misslyckas; gränsen spräcks i år. Den nya regeringen som tillträdde i maj 2015, med Centerens Sipilä som statsminister, planerar att fortsätta med besparingspolitiken trots det svaga efterfrågeläget. Breda besparingar på utgiftssidan ska ge upp till totalt 10 miljarder euro i saldoeffekt de kommande 4-5 åren. Regeringen vill även få till ett samhällsfördrag mellan arbetsmarknadens parter som ska förbättra konkurrenskraften; om ett sådant avtal nås är regeringen beredd att ta tillbaka en del sparåtgärder.

Det offentliga underskottet minskar framöver, dels genom besparingar och genom lite högre tillväxt. Underskottet överstiger 3 procent av BNP även 2015 men faller därefter till 2,3 procent av BNP 2017. Den offentliga skulden växer något ytterligare och kommer att ligga över 60 procent av BNP hela prognosperioden. Ändå ligger den finska skulden klart lägre än genomsnittet i eurozonen och den låga spreaden gentemot Tyskland för 10-åriga statsobligationer (i nuläget ca 15 räntepunkter) visar att investerare fortsatt har ett gott förtroende för landet.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
BNP OECD	1,9	2,2	2,6	2,4
BNP världen (PPP)	3,4	3,2	3,8	3,9
KPI OECD	1,7	0,5	1,0	1,7
Exportmarknad OECD	3,3	4,7	5,5	4,8
Oljepris Brent (USD/fat)	99,6	54,1	55,0	60,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr USD	2014	2015	2016	2017
BNP	17 616	2,4	2,4	3,1	2,6
Privat konsumtion	12 061	2,7	3,1	2,8	2,5
Offentlig konsumtion	3 163	-0,6	0,2	0,0	0,0
Bruttoinvesteringar	2 937	5,3	4,0	7,7	6,6
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,0	0,3	0,0	0,0
Export	2 350	3,4	2,4	6,1	6,1
Import	2 895	3,8	5,9	5,6	6,8
Arbetslöshet (%)		6,2	5,3	4,7	4,2
KPI		1,6	0,2	1,2	2,1
Hushållens sparkvot (%)		4,8	5,0	5,6	6,2

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr EUR	2014	2015	2016	2017
BNP	10 067	0,8	1,6	2,1	2,0
Privat konsumtion	5 628	1,0	1,7	2,0	1,9
Offentlig konsumtion	2 122	0,6	0,5	0,5	1,0
Bruttoinvesteringar		1,2	1,8	3,0	2,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,1	0,0	0,0	0,0
Export	4 465	3,8	4,3	4,6	4,6
Import	4 091	4,1	4,3	4,4	4,5
Arbetslöshet (%)		11,6	11,1	10,7	10,3
KPI		0,4	0,0	0,7	1,1
Hushållens sparkvot (%)		7,1	7,0	7,0	7,0

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
BNP				
Storbritannien	3,0	2,7	2,5	2,5
Japan	-0,1	0,8	1,3	1,0
Tyskland	1,6	1,9	2,3	2,0
Frankrike	0,2	1,2	1,6	1,6
Italien	-0,4	0,7	1,3	1,3
Kina	7,4	6,8	6,5	6,3
Indien	7,1	7,5	7,8	8,0

Inflation

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

Arbetslöshet, %

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

ÖSTEUROPA

	2014	2015	2016	2017
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	2,1	2,2	2,7	3,4
Lettland	2,4	2,4	2,7	3,8
Litauen	2,9	2,0	2,8	3,2
Polen	3,3	3,4	3,6	3,7
Ryssland	0,6	-4,0	-1,0	1,5
Ukraina	-6,5	-12,0	1,0	2,0

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	0,5	0,4	2,3	2,7
Lettland	0,7	0,4	1,7	2,2
Litauen	0,2	-0,4	0,3	1,2
Polen	0,1	-0,8	1,2	2,0
Ryssland	7,8	15,0	9,5	6,0
Ukraina	12,1	45,0	18,0	10,0

FINANSIELLA PROGNOSE

		19-aug	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Officiella räntor							
USA	Fed funds	0,25	0,50	0,75	1,25	1,75	2,25
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Eurozonen	Refiränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,75	1,25	1,50	1,75
Obligationsräntor							
USA	10 år	2,13	2,45	2,60	2,80	2,95	3,10
Japan	10 år	0,37	0,40	0,40	0,45	0,45	0,50
Tyskland	10 år	0,63	0,75	0,90	1,20	1,35	1,50
Storbritannien	10 år	1,97	2,10	2,30	2,60	2,75	2,90
Växelkurser							
USD/JPY		124	130	135	140	138	135
EUR/USD		1,11	1,07	1,00	1,05	1,07	1,10
EUR/JPY		137	139	135	147	148	149
GBP/USD		1,56	1,57	1,52	1,57	1,57	1,62
EUR/GBP		0,71	0,68	0,66	0,67	0,68	0,68

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr SEK	2014	2015	2016	2017
BNP	3 915	2,3	3,0	2,8	2,5
BNP, dagkorrigerat		2,4	2,8	2,6	2,7
Privat konsumtion	1 817	2,4	2,5	2,6	2,5
Offentlig konsumtion	1 029	1,9	2,0	1,5	1,0
Bruttoinvesteringar	912	7,4	7,0	6,5	6,0
Lagerinvesteringar	8	0,2	0,0	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 744	3,3	4,1	4,9	4,6
Import	1 596	6,6	5,3	6,2	5,9
Arbetslöshet (%)		7,9	7,5	7,3	6,9
Sysselsättning		1,4	1,2	1,3	1,2
Industriproduktion		-2,0	2,5	3,0	4,0
KPI		-0,2	0,1	1,1	2,0
KPIF		0,5	0,9	1,6	1,6
Timlöneökningar		2,8	2,6	3,0	3,2
Hushållens sparkvot (%)		15,8	16,9	16,5	16,6
Real disponibel inkomst		2,6	4,0	2,1	2,6
Handelsbalans, % av BNP		0,8	1,0	1,2	1,1
Bytesbalans, % av BNP		6,8	7,3	6,5	6,0
Statligt lånebehov, mdr SEK		72	60	17	15
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,9	-1,4	-0,8	-0,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,8	44,1	43,4	43,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	19-aug	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Reporänta	-0,35	-0,45	-0,45	-0,25	0,25	0,75
3-månaders ränta, STIBOR	-0,27	-0,35	-0,10	0,10	0,35	0,85
10-års ränta	0,62	0,65	0,95	1,35	1,55	1,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	-1	-10	5	15	20	25
USD/SEK	8,58	8,60	8,95	8,38	8,13	7,82
EUR/SEK	9,48	9,20	8,95	8,80	8,70	8,60
TCW	132,5	129,8	128,2	124,8	123,0	121,2
KIX	112,9	110,6	109,2	106,3	104,8	103,3

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr NOK	2014	2015	2016	2017
BNP	3 053	2,2	1,3	1,4	1,8
BNP (Fastlandet)	2 400	2,2	1,4	2,0	2,4
Privat konsumtion	1 225	2,0	2,7	2,3	2,5
Offentlig konsumtion	646	2,7	2,1	2,3	2,0
Bruttoinvesteringar	709	0,6	-3,8	0,4	1,5
Lagerinvesteringar		0,2	0,8	-0,3	-0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 200	2,7	1,2	1,7	1,7
Import	873	1,9	2,3	1,4	2,2
Arbetslöshet (%)		3,5	4,3	4,5	4,5
KPI		2,0	2,0	2,3	2,0
KPI-JAE		2,4	2,6	2,3	1,9
Årslöneökningar		3,1	2,8	2,7	3,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	19-aug	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Folioränta	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	1,75
10-års ränta	1,39	1,40	1,60	1,95	2,10	2,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	76	65	70	75	75	80
USD/NOK	8,33	8,32	8,70	8,00	7,71	7,36
EUR/NOK	9,21	8,90	8,70	8,40	8,25	8,10

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr DKK	2014	2015	2016	2017
BNP	1 919	1,1	2,0	2,5	2,5
Privat konsumtion	9 04	0,9	2,5	3,0	3,0
Offentlig konsumtion	513	0,2	1,3	0,5	0,5
Bruttoinvesteringar	359	4,0	2,2	4,6	5,9
Lagerinvesteringar		0,3	-0,3	0,0	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 030	2,6	3,4	3,6	4,2
Import	929	3,8	3,2	4,2	5,3
Arbetslöshet (%)		5,0	4,5	4,2	4,0
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,1	5,8	5,2	4,6
KPI, harmoniserat		0,6	0,6	1,2	1,6
Timplöneökningar		1,3	1,7	2,2	2,6
Bytesbalans, % av BNP		6,2	7,0	6,5	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,0	-1,5	-0,5	0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,5	43,0	41,5	40,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	19-aug	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
10-års ränta	0,73	0,85	1,00	1,30	1,45	1,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	10	10	10	10	10	10
USD/DKK	6,75	6,97	7,46	7,10	6,97	6,78
EUR/DKK	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr EUR	2014	2015	2016	2017
BNP	205	-0,4	0,0	0,9	1,3
Privat konsumtion	113	0,5	0,2	0,5	0,8
Offentlig konsumtion	51	-0,2	0,2	0,2	0,3
Bruttoinvesteringar	41	-3,3	-1,0	1,0	2,0
Lagerinvesteringar		0,4	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	76	-0,7	0,0	2,3	3,5
Import	77	0,0	0,0	1,4	2,7
Arbetslöshet (%)		8,7	9,6	9,6	9,2
KPI, harmoniserat		1,2	0,1	0,6	1,0
Timlöneökningar		1,5	1,8	2,0	2,2
Bytesbalans, % av BNP		-1,9	-2,0	-1,8	-1,6
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-3,2	-2,8	-2,5	-2,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		59,3	61,5	62,0	62,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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

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

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

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

SEB 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 30 juni 2015 uppgick koncernens balansomslutning till 2 760 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 780 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.