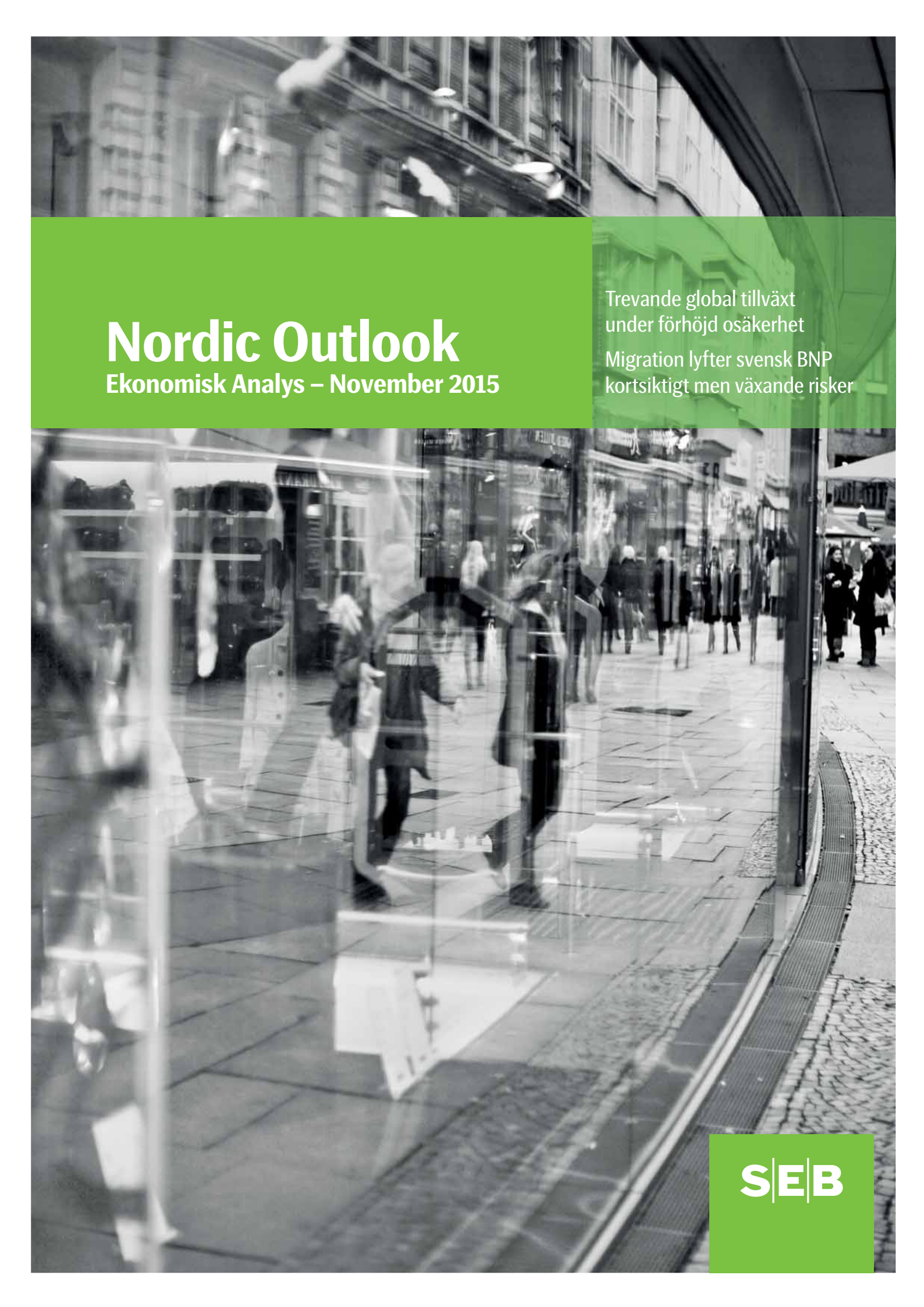




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – November 2015

Trevande global tillväxt
under förhöjd osäkerhet

Migration lyfter svensk BNP
kortsiktigt men växande risker

SEB

Internationell översikt	5
Tema: Inflationsmålspolitik i kris?	13
USA	15
Japan	18
Asien	19
Tema: Kinas inbromsning och omvärlden	21
Eurozonen	23
Storbritannien	26
Sverige	27
Tema: Migrationens effekter och utmaningar	31
Danmark	33
Norge	34
Finland	37
Nyckeldata	38

Fördjupningsrutor

Internationell översikt: Europasamarbete inför nya vägval	6
Internationell översikt: Nedåtriskerna överväger	7
Internationell översikt: Dekomponering av långräntan	10
USA: Industrisvackan bryter inte återhämtningen	16

Denna rapport publicerades den 24 november 2015.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 19 november 2015.

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

Elisabet Kopelman
Ekonom
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

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

Trevande global tillväxt med monetär divergens

- **Industriavmattningen blir tillfällig**
- **Stark inhemsk efterfrågan i Västvärlden**
- **Nedåtrisk från Kina och splittrat EU**
- **Hög tillväxt men ökande obalanser i Sverige**
- **Fed höjer och litar på phillipskurvan**
- **EUR/USD fortsätter ned mot paritet**

Den globala ekonomin fortsätter att tveka. Industrikonjunkturen har pressats av bl a kinesisk avmattning och hämmande effekter från fallande råvarupriser. Även om sommarens akuta finansiella oro lagt sig har **Kinas ekonomi ännu ingen riktig bottenkänning**. Samtidigt är den inhemska efterfrågan stark i många länder, vilket tar sig uttryck i en **robust uppgång i tjänstesektorer** och tendenser till tudelade ekonomier. Hanteringen av den europeiska flyktingkrisen och konsekvenserna av terrordåden i Paris kommer att sätta avtryck på framtida EU-samarbete. Men de ekonomiska effekterna av ökad politisk osäkerhet blir troligen små på kort och medellång sikt.

Prognosen för global BNP-tillväxt har justerats ned något både 2015 och 2016, men bilden av att den globala tillväxten långsamt förstärks de närmaste åren står fast. Trots kinesisk avmattning innebär ökad indisk tillväxt i kombination med en viss stabilisering i krisländer som Ryssland och Brasilien att BNP-tillväxten bland EM-ekonomierna (Emerging Markets) växlar upp samtidigt som industriländerna gynnas av lågt oljepris och expansiv penningpolitik. Sammantaget räknar vi med att global tillväxt **stiger från 3,1 procent i år till 3,6 respektive 4,0 procent 2016 och 2017**. Riskerna ligger dock på nedsidan (se fördjupningsruta sid 7).

De disinflationistiska krafterna i världsekonomin är fortfarande starka; **vi tror t ex att såväl konsensusbedömningen som centralbanksprognoser kommer behöva justeras ned en del**. Men inflationen är ändå på väg upp, delvis beroende på att oljepriseffekter faller ur årstakten, men också på grund av högre resursutnyttjande. Kombinationen av ganska låg inflation, men ändå minskande deflationsrisker, ger centralbankerna ett betydande manöverutrymme. Centralbankernas agerande, framför allt Federal Reserves, beror på hur de ser på samband mellan arbetsmarknad och inflation samt hur man bedömer ekonomins räntekänslighet och riskerna för sekulär stagnation.

Under hösten har vi sett hur centralbankerna tvekat; tendenser till appreciering av den egna valutan har tolkats som hot mot den eftersträlvade uppgången i tillväxt och inflation. Den stän-

diga växelverkan mellan valutarörelser och centralbanks-agerande ökar osäkerheten i prognoserna på lite längre sikt. Tendenserna till valutakrig öppnar upp för scenarier där centralbanker fortsätter att lurpassa på varandra och där Fed kanske inte alls kommer igång eller där man tvingas avbryta höjningscykeln.

Vi räknar ändå med att den finansiella- och realekonomiska miljön är tillräckligt stabil för att **Fed ska påbörja räntehöjningar i december** och sedan höja långsamt till en styrrentnivå på 2,0 procent i slutet av 2017; detta trots att ECB troligen utökar sina tillgångsköp och sänker depositräntan. Huvudscenariot innebär att penningpolitiken långsamt normaliseras. Med olika lång eftersläpning följer de flesta centralbanker Fed uppåt, även om t ex de nordiska centralbankerna levererar ytterligare stimulanser den allra närmaste tiden.

Givet detta centralbanksscenario räknar vi med att långrentorna rör sig långsamt uppåt och att t ex den amerikanska 10-årsräntan står i 2,90 procent i slutet av 2016. Vidgade penningpolitiska skillnader öppnar upp för ganska stora långgräntespreadar mellan Tyskland och USA. Det innebär också att dollarn förstärks ned mot paritet mot euron det närmaste halvåret, men sedan tror vi att alltför ansträngd dollarvärdering motiverar en rekyl uppåt i EUR/USD.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

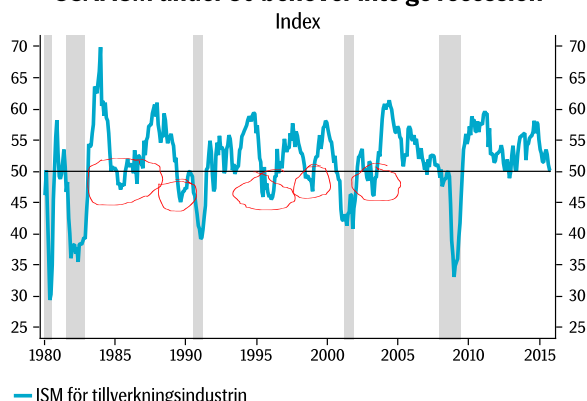
Industrisvackan sprider sig inte

Det senaste halvåret har industrikonjunkturen visat svaghets-tecken världen över. Avmattningen i Kina får extra stor betydelse för omvärlden när ekonomin samtidigt ombalanseras från importunga investeringar till mer inhemskt driven konsumtion. Spridningseffekter från minskade investeringar i

oljesektorn har blivit större än väntat samtidigt som råvaruprisfallet hämmar investeringar i utvinning. Vi har också sett en avmattning inom IT-sektorn.

Den svagare industrikonjunkturen är en varningssignal. Även om industrins andel av ekonomin minskat är den fortfarande viktig för den cykliska dynamiken i världsekonomin. **I nuläget tror vi ändå inte att detta är början på en bredare nedgång.** Expansionen i tjänstesektorn fortsätter i robust takt och i en situation med lediga resurser i ekonomin kommer penningpolitiken att förbli mycket stöttande. I en sådan situation är det mycket ovanligt att återhämtningen generellt bryts. I USA har det t ex inte varit ovanligt att inköpschefsindex för industrin sjunkit till 50 eller därunder utan att ekonomin gått in i en bred recession; nivån 43 brukar anges som kritisk. Recessionsskansen i nuläget är främst förknippad med riskerna för att den kinesiska ekonomin fortsätter utförsbacken på ett sätt som inte ligger i vår huvudprognos.

USA: ISM under 50 behöver inte ge recession



Källa: ISM, NBER, SEB

Europasamarbetet inför nya vägval

Flyktingkrisen och terrordåden i Paris förändrar förutsättningarna för Europasamarbetet. Det är för tidigt att dra några långtgående slutsatser, men EU och euroländerna står inför stora politiska utmaningar och vägval. Skillnaderna i synen på hur flyktingkrisen ska hanteras ter sig alltför stora för att det ska gå att lösa inom ramen för dagens system och någon form av förändring kommer därför sannolikt att ske. Intensifierad kamp mot terror och extremism kommer också att påverka samlarbets- och samhällsklimatet. Det mesta tyder på att vi går i en riktning mot förstärkta gränser t ex genom att Schengensamarbetet förändras eller upphör eller att EU:s yttre gränser förstärks. En eskalering av terrorkampen kan komma att hämma ekonomin. Men generellt behöver inte **de ekonomiska effekterna på kort eller medellång sikt behöver bli så stora**. På europeisk nivå är inte de flyktingströmmar vi hittills sett så stora att de påverkar den ekonomiska utvecklingen i speciellt hög grad; krisen är mer politisk och humanitär än ekonomisk. En eventuell kollaps för Schengensystemet behöver inte heller få så stora konsekvenser. Det centrala är att de fria rörligheterna t ex när det gäller arbetskraft inte undermineras.

Men också när det gäller de långsiktiga och grundläggande frågorna står EU-samarbetet vid ett vägskäl. Detta accentueras av att **EU-institutionerna i Bryssel** har ambitioner att gå vidare med 10-årsplanen för att **skapa en politisk union samtidigt som** Storbritannien ställer krav på

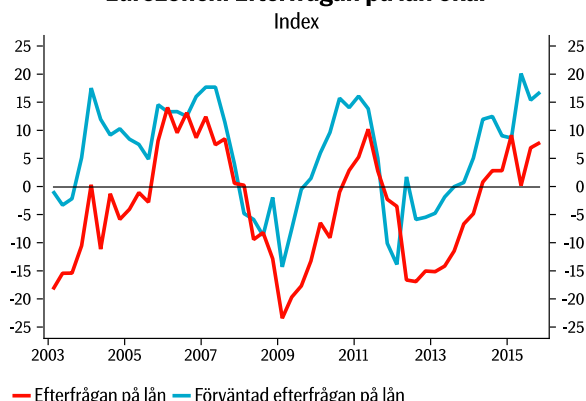
omförhandling av EU-fördrag. I syfte att skapa förutsättningar för ett ja i folkomröstningen om fortsatt EU-medlemskap (som senast under 2017) har Toriesregeringen presenterat en långtgående kravlista. Den inbegriper bl a utökad självständighet – för Storbritannien men också för andra länder – gentemot EU. Det gäller t ex möjligheter att blockera lagstiftningsförslag på EU-nivå och att kunna "skydda" det egna välfärdssystemet mot migration inom EU.

De diametralt motsatta strategierna i Bryssel och London visar att frågan inte som tidigare handlar om **europakonvergens i två olika hastigheter utan om två helt olika färdriktningar** när det gäller frågor som rör **EU:s grundfundament**. Den brittiska agendan kommer i ett läge då det är tydligt att krislösningen i eurosamarbetet, t ex när det gäller Grekland, leder av alltför stora möjligheter till nationella veton. Ska euron kunna bestå måste samarbetet förstärkas och överstatligheten öka. Läger man till detta dilemma också konsekvenserna av Europas dysfunktionella agerande när det gäller flyktingmottagande framtonar en bild av ökad politisk splittring och osäkerhet som har potentialen att **hämma en ekonomisk återhämtning som Europa så väl behöver**.

Tillväxt över trend i industriländerna

Förutsättningarna för en fortsatt inhemskt driven tillväxt är ganska goda i större delen av OECD-området. I **USA** får hushållen stöd av stigande sysselsättning, låga energipriser och robust förmögenhetsuppgång även om detta inte fullt ut återspeglas i framtidsstron. Den dynamiska situationen på bostadsmarknaden innebär också att byggandet ger betydande tillväxtbidrag. Trots detta **ligger nivån på de cykliskt mest känsliga delarna** av ekonomin (byggande, maskininvesteringar och konsumtion av varaktiga varor) fortfarande på en historiskt låg nivå som andel av BNP, vilket indikerar

potential för fortsatt återhämtning. Nedskärningar i oljesektorn och den starka dollarn har dock hämmat industriproduktionen i högre grad än vi räknat med, vilket bidragit till att vi reviderat ned BNP-tillväxten något för 2016. Också i **Storbritannien** leder robust inhemsk efterfrågan till en tillväxt på runt 2,5 procent per år. Att arbetslösheten nu ligger nära eller till och med under jämvikt i de anglosaxiska länderna innebär att faktorer på utbudssidan blir viktigare för tillväxtpotentialen. Vi ser utsikter för en viss rekyl uppåt i produktiviteten samtidigt som arbetsutbudet kan öka i ett läge med stark efterfrågan på arbetskraft.

Eurozonen: Efterfrågan på lån ökar

Källa: ECB Bank Lending Survey

Trots fortsatta orosmoln **växer också eurozonens ekonomi i hyfsad takt** stimulerad av bl a lågt oljepris och svag euro. ECB:s åtgärder har också bidragit till lättnader på kreditmarknaden och efterfrågan på lån är nu på väg uppåt. Den **spanska** återhämtningen har intensifierats medan **Frankrike** och **Italien** nu också visar positiv tillväxt, om än svag. Tysk industri har hämmats av svag omvärldsfrågan och Volkswagenskandalen har spätt på osäkerheten. Vi tror dock inte att detta får några betydande varaktiga konsekvenser för tysk industri. **Sammantaget räknar vi med en BNP-tillväxt för eurozonen på 2,0 procent för 2016 och 2,1 för 2017**, vilket är över trend men inte tillräckligt för att komma tillrätta med obalanserna på arbetsmarknaden och svaga offentliga finanser. Det låga resursutnyttjandet skapar ett fortsatt disinflationistiskt tryck och skadeverkningar förknippade med obekvämt låg inflation och därmed högre realränta är extra stora med dagens höga offentliga skuldsättning.

Nedåtriskerna överväger

I nuläget ser vi främst nedåtrisker på tre viktiga områden. Den kanske viktigaste risken är att **kinesiska myndigheternas inte har förmåga att säkerställa en mjuklandning**; en kraftigare kinesisk nedgång skulle få ganska stora globala spridningseffekter. En annan risk är att vi överskattar **motståndskraften mot Fedhöjningar i många sårbara tillväxtekonomier**. Det tredje riskområdet gäller eventuella **ekonomiska effekter av de olika problem och bakslag som hotar det europeiska samarbetet**.

Potentialen för en starkare tillväxt ligger främst i att **det låga oljepriset med viss fördröjning får större stimulanseffekt** än vi räknar med i huvudscenariot. En annan möjlighet är att vi underskattar sannolikheten till en **rekyl uppåt i produktivitetstillväxten** efter det stora tapp som skett i de flesta industriländer. Om så är fallet underskattar vi tillväxtpotentialerna från utbudssidan. Sammantaget är vår bedömning att nedåtriskerna överväger, men att sannolikheten för att dessa risker ska ge upphov till en markant sämre utveckling än i huvudscenariot inte är så stora som tidigare. Vi bedömer därför att sannolikheten för låg-

EM-ekonomier pressas på flera fronter

Osäkerheten kring tillväxtekonomiernas utveckling består. Visserligen har sommarens finansiella turbulens bedarrat avsevärt, men den kinesiska ekonomin har ännu inte fått bottenkänning. Det innebär att många EM-ekonomier ställs inför uppgiften att samtidigt hantera nationella strukturproblem och svagare kinesisk importefterfrågan (se temaartikel: *Kinas inbromsning och omvärlden*). Därtill kommer oljeproducenternas utmaningar att anpassa sig till lägre inkomstflöden.

BRIC-länder, BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
Kina	7,3	6,9	6,5	6,3
Indien	7,1	7,5	7,8	8,0
Brasilien	0,2	-3,1	-1,2	1,5
Ryssland	0,6	-3,6	-0,8	1,5
EM-ekonomier	4,7	4,0	4,5	5,0

Källa: OECD, SEB

Vi har justerat ned prognosen för BNP-tillväxten i EM-regionen något och räknar därtill framöver med BNP-ökningar på betydligt lägre nivåer än vi såg före krisen. **Vi ser dock fortfarande en mjuklandning i Kina som mest sannolik**, även om riskerna har ökat något. Den inhemska tjänsteproduktionen växer snabbt, vilket är logiskt mot bakgrund av ambitionerna att gå över till en något mer konsumtionsdriven tillväxt. Därtill kommer ett betydande utrymme för ytterligare uppmjukning av den ekonomiska politiken om detta skulle bli nödvändigt.

tillväxtscenariot är 20 procent och sannolikhet för scenariot med högre tillväxt 15 procent. Såväl problem inom EU-samarbetet som möjligheterna till snabbare produktivitetstillväxt är faktorer som i första hand påverkar utsikterna på lite längre sikt.

Alternativscenarier

BNP, årlig procentuell förändring.

	2016	2017
Lågtillväxtscenario (20%)		
USA	2,5	1,5
Eurozonen	1,2	0,5
OECD	1,7	1,2
EM-ekonomier	3,5	4,5
Högtillväxtscenario (15%)		
USA	3,2	3,4
Eurozonen	2,5	3,0
OECD	2,8	3,2
EM-ekonomier	5,0	5,5

Källa: SEB

Indiens tillväxt fortsätter att ligga på en högre nivå än den kinesiska. Även om det finns politiska trögheter när det gäller den strukturella reformagendan stimuleras ekonomin av det låga oljepriset samtidigt som fallande inflation öppnar upp för ytterligare penningpolitiska stimulanser. **Brasilien pressas av politiska problem och ekonomisk-politiska dilemman.** Hög inflation i spåren av den kraftiga valutaförsvagningen hindrar en uppmjukning av penningpolitiken samtidigt som stigande budgetunderskott tvingar fram en åtstramning av finanspolitiken. BNP väntas minska med mer än 3 procent 2015 och nedgången fortsätter 2016 även om den dämpas något. **Även i Ryssland väntas BNP minska rejält i år.** Aktiviteten i ekonomin hämmas alltjämt av hög inflation, stram penningpolitik och sanktioner från Väst. Rubelförsvagningen ger dock visst stöd i form av exportstimulans och vi ser redan en vändning i industrin. Rubelförsvagningen bidrar också till att stärka statsfinanserna genom att oljeinkomsterna i nationell valuta hålls uppe trots prisfall på världsmarknaden.

Pressad oljemarknad

Oljemarknaden har under hösten präglats av **överproduktion** och **lageruppbbyggnad** i spåren av Kinas inbromsning och mer uthålliga amerikanska energiproducenter. Inför Opecmötet 4 december finns få tecken på vilja att minska produktionskvoter. Saudiarabien har t ex sänkt priserna för export till Europa/USA och upprepar sin strategi: **maximera produktionen för att tränga ut icke-Opecländer (läs: USA) med högre produktionskostnader.** Saudistrategin har lyckats i så måtto att **oljeinvesteringar i USA bromsat in** men misslyckats då företag samtidigt **lyckats sänka sina produktionskostnader.**

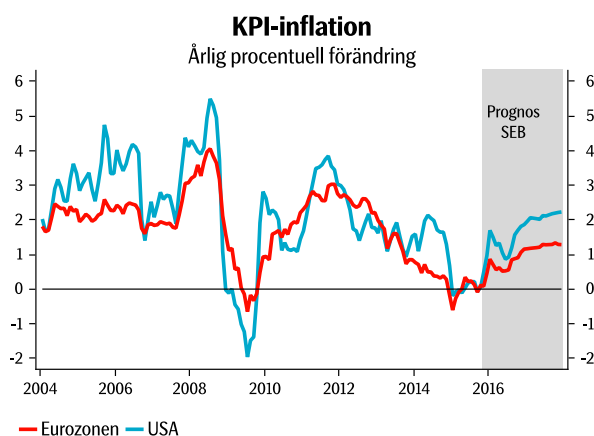
Vår prisprognos (för Brent) ligger på **55 USD/fat 2016 och 60 USD/fat 2017.** Det kan jämföras med 53 USD/fat för 2015. Nedåtriskerna i prognosen överväger; flera faktorer gör att **oljepriset förblir under press.** Under första halvåret 2016 kvarstår överproduktionen då även Iran väntas utöka sin export. En starkare dollar är också en negativ faktor för oljepriset. Såväl IEA som Opec andas prispessimism också långsiktigt även med stigande efterfrågan. Ett tydligt orosmoment för den globala stabiliteten är att flera oljeländer inte kan finansiera sina offentliga åtaganden med dagens oljepris; nedskärningar ökar risken för social och politisk oro.

Inflationen vänder långsamt uppåt

Inflationen fortsätter att vara nedpressad. Oljeprisnedgången håller fortfarande ned headline-inflationen men effekterna börjar falla ur 12-månaderstalen de närmaste månaderna. Genomslaget på bensinpriserna kom dock delvis med viss fördröjning, vilket gett en extra KPI-impuls nedåt som också dröjer sig kvar längre. Kärninflationen har dock överraskat något på uppsidan både i USA och i eurozonen.

Vår bedömning är fortfarande att konsensusprognosen inte fullt ut tagit hänsyn till de disinflationistiska krafterna i världsekonomin. **Ändå tror vi att inflationen är på väg uppåt.** KPI-inflationen stiger brant den närmaste tiden när effekterna av oljeprisfallet faller ur 12-månaderstalen. Även om fluktuationerna i olje- och bensinpriser ger upphov till en rekyl nedåt i mitten av 2016 är trenden uppåtriktad. Utvecklingen på lite

längre sikt avgörs i hög grad av i vilken grad stramare arbetsmarknadsläge påverkar lönerna (se temaartikel). Hittills har löneresponsen varit svag, men nu börjar vi se en uppgång i länder som USA, Tyskland och Storbritannien. Även om hårt globalt konkurrenstryck verkar återhållande är det rimligt att räkna med att lönerna kommer att öka med ca 3 procent de närmaste åren. Att produktiviteten i viss mån normaliseras efter en lång stagnationsperiod håller dock tillbaka effekterna på inflationen. Vi räknar med att **KPI-inflationen i USA stiger till 1,4 procent respektive 2,1 procent 2016 och 2017.** Motsvarande siffror för eurozonen är 0,8 respektive 1,3 procent, vilket fortfarande är en obekvämt låg nivå för ECB.



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Decemberhöjning tredje gången giltigt för Fed

Centralbankernas agerande de senaste månaderna har gett intryck av osäkerhet. Deflationsriskerna har minskat men QE-politiken har inte satt några större avtryck i högre inflationsförväntningar. Det har medfört att **realräntorna inte fallit på ett sätt som hade varit önskvärt.** Låg utbudsdreven inflation behöver inte vara något problem, men en ny lågkonjunktur i ett läge med redan låg inflation skulle skapa ett förnyat deflationstryck och göra de senaste årens globala **skulduppbbyggnad än mer svårhanterad.** Detta ger centralbankerna extra starka motiv att säkerställa att inflationen verkligen stiger och kan därmed förklara att tendenserna till valutakrig är så seglivade.

Men ändå tyder mycket nu på att Fed är på väg att avsluta den sjuåriga "nollräntepolitiken" **genom att höja målintervallet med 0,25 procentenheter i december.** Höjningsbeslutet fattas utifrån ett traditionellt synsätt att **mer ansträngt resursläge till slut ska resultera i stigande inflation.** Man spelar därmed indirekt ned riskerna för sekulär stagnation och går emot IMF:s och Världsbankens rekommendationer att ta globala hänsyn och avvakta ytterligare en tid när den låga inflationen erbjuder en sådan möjlighet. Förmodligen hade man intentionerna såväl i juni som september, men valde att inte leverera i turbulenta finansiella miljöer.

Det finns flera skäl till **Feds politik i allt högre grad blivit en global angelägenhet.** Tillväxtekonomiernas utlandsskulder har fördubblats sedan Lehman-kollapsen till 3 000 miljarder dollar. Därtill har flera länder, inklusive Kina, sina valutor mer eller mindre hårt kopplade till dollar. Mindre expansiv amerikansk penningpolitik transmitteras därmed till länder som

befinner sig i ett annat konjunkturläge än USA. När därtill dessa länder tvingas till samtidig finanspolitisk åtstramning på grund av fallande råvarupriser, **pressas länderna ekonomiskt, finansiellt, politisk och socialt.**

Centralbankers styrräntor

Procent

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

Källa: Centralbanker och SEB

Även om Fed nu höjer i december kommer globala hänsyn att bidra till att man går lugnt fram. Men det finns också flera inhemska skäl för en mjuk och förutsägbar **normaliseringsprocess**. Inflationen är under kontroll och dollarn riskerar hela tiden att bli oönskat stark. Vi räknar med att **Feds nästa räntehöjning sker i juni och man når nivån 2,00 procent i slutet av 2017**. Det innebär en betydligt mjukare höjningscykel än det historiskt normala. Vår bana är dock mer aggressiv än vad som ligger i dagens marknadsprissättning. När väl Fed har påbörjat höjningscykeln på de premisser som diskuteras ovan, krävs tydliga makroekonomiska bakslag för att man helt ska avbryta höjningarna. Vår bedömning är att riskerna för sådana är ganska små, inte minst mot bakgrund av stimulans-effekten från Feds värdepappersportfölj (se nedan).

USA:s höjning är väl förberedd och har rimligen utgjort huvudspåret i andra centralbankers omvärldsanalys. Vi tror därför inte den senaste tidens dollarförstärkning får ECB att avstå från att leverera ytterligare stimulanser i linje med de signaler som gavs vid policymötet i november. Vi räknar med att de månatliga köpen utvidgas till 70-80 miljarder euro per månad och att depositräntan sänks med 10 räntepunkter till -0,30 procent. Bank of Japan väntas också utöka sitt QE-program under 2016.

Trots **försiktiga anglosaxiska räntehöjningscykler** – Bank of England höjer räntan i augusti 2016 – **förblir global penningpolitik, inklusive QE-portföljerna, stimulat**. IMF:s beräkningar visar att t ex Feds obligationsportfölj (SOMA) på 4 500 miljarder dollar motsvarar en ränteeffekt på ca 2 procentenheter i expansiv stimulansdos. Nästa år förväntas Fed avstå från att återinvestera hela eller delar av förfallande obligationsinnehav, men åtstramningseffekten blir marginell.

Nära målgång för Riksbanken

De nordiska ekonomierna drivs nu av olika krafter. **I Sverige kommer det mycket stora flyktningmottagandet att kräva resurser som till stor blir ofinansierade i budgetprocessen.** Det innebär på kort sikt en finanspolitisk stimulans som bidragit till att vi reviderat upp BNP-prognosen betydligt. Samtidigt ökar riskerna i ekonomin genom ökande obalanser på bostadsmarknaden och påfrestningar på de offentliga finan-

serna. För att större skatthöjningar ska kunna undvikas på lite längre sikt krävs en betydande förbättring av det svenska samhällets förmåga att integrera nyanlända.

Fallande oljeinvesteringar pressar nu den norska ekonomin och vi ser tydliga spridningseffekter till övrig ekonomi. Motkrafter i form av expansiv finanspolitik och exportstimulans från den 15 procentiga valutaförsvagningen (handelsvägt sedan mitten av 2014) gör dock att BNP växer med ca 1½ procent både 2016 och 2017. **I Danmark vinner återhämtningen gradvis ytterligare terräng** även om de externa riskerna ökat något. Den finska ekonomin möter fortsatt hård motvind men en viss ljusning kan skönjas i spåren av ECB:s stimulanspolitik.

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
Sverige	2,3	3,2	3,6	2,8
Norge	2,2	1,9	1,5	1,6
Danmark	1,1	1,8	2,2	2,5
Finland	-0,4	0,2	0,7	1,3

Källa: OECD, SEB

Riksbanken har under hösten fortsatt att slåss för att pressa upp inflation och inflationsförväntningar. Vi räknar med att ytterligare ECB stimulanser provocerar fram en mindre räntesänkning till -0,45 procent i december, men att man avstår från att fullfölja hotet om valutainterventioner. **På sikt pekar flera faktorer på att en omläggning av politiken kommer att ske.** Kontrasten mellan å ena sida tillväxt långt över trend, stigande resursutnyttjande och växande hushållsskulder och å den andra sidan den extremt expansiva penningpolitiken blir alltmer slående. Under andra halvåret 2016, efter avtalsrörelsens slutförande, väntas Riksbanken reversera minusräntan i små steg. **I slutet av 2017 ligger räntan på 0,75 procent.**

Den norska centralbanken är i dag starkt tillväxtfokuserad och **penningpolitiken har varit inriktad på att motverka de negativa spridningseffekterna från lågt oljepris och att hålla den norske kronen svag.** Kärninflationen, som i dag ligger över målet, får därmed en underordnad roll. Den norska centralbanken väntas, i enlighet med vad man redan starkt indikerat, **sänka räntan till 0,50 procent i december. Den första räntehöjningen dröjer till sent 2017.**

Stigande långräntor efter Fed-leverans

Stigande förväntningar på att Fed ska höja räntan vid i december mötet har satt förnyad press uppåt på långa räntor. Höjningen är ännu inte fullt ut diskonterad på räntemarknaden **vilket talar för att långa räntor stiger ytterligare när leveransen väl sker.** Att Fed går försiktigt fram med räntehöjningarna jämfört med tidigare höjningscykler innebär samtidigt att uppgången för långa räntor under hela prognosperioden blir måttlig i ett historiskt perspektiv.

Högre obligationsräntor i USA kommer att spilla över på långa räntor i Europa också, men motverkas delvis av fortsatt mycket

expansiv centralbankspolitik, inte minst genom att ECB nu väntas utöka dosen. Redan i utgångsläget ligger dock differensen mellan 10-åriga räntor i USA och Tyskland på historiskt höga nivåer, både absolut och i relation till styrräntedifferensen. Marknaden har således redan tagit höjd för en divergerande penningpolitik i USA och eurozonen framöver. **Det gör det svårt för tyska räntor att helt stå mot effekterna av högre långräntor i USA.** Vår prognos är att 10-åriga räntor i USA i slutet av året ligger på 2,45 procent för att sedan gradvis stiga till 2,90 respektive 3,10 procent i slutet av 2016 och 2017. Motsvarande tyska obligationer handlas på 0,60 procent i slutet av 2015 samt på 1,20 respektive 1,50 i slutet av 2016 och 2017. Det innebär små förändringar i räntespreaden från dagens ca 175 punkter ned till 160 i slutet av prognosperioden.

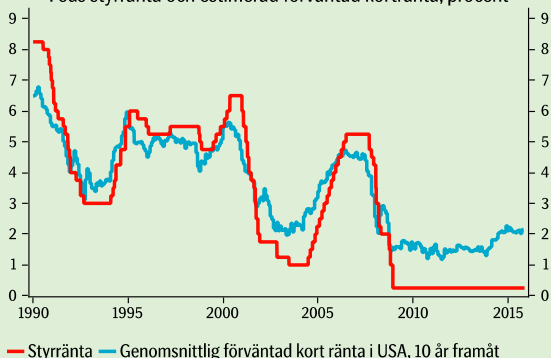
Spreaden mellan svenska och tyska 10-åriga räntor sjönk efter att Riksbanken utökade QE-programmet i slutet av oktober. **Den senaste tiden har långränteskillnaden ökat igen i takt med stigande osäkerhet kring de svenska statsfinanserna** i spåren av flyktingkris och växande obalanser. Vi ser också en risk för att dålig likviditet i spåren av Riksbankens obligationsköp framöver kan leda till att investerare begär en premie för att investera i svenska statsobligationer. Högre tillväxt och inflation i Sverige jämfört med eurozonen kommer att sätta avtryck i långräntedifferensen under nästa år, när Riksbanken närmar sig tidpunkten för när räntan åter börjar höjas i slutet av året. Svenska 10-åriga obligationsräntor stiger från 0,95 procent i slutet av 2015 till 1,80 och 2,30 i slutet av 2016 och 2017; 60 respektive 80 punkter över motsvarande tyska ränta.

Dekomponering av långräntan

Ett sätt att analysera utsikterna för långa räntor är att dela upp räntan i sina två huvudsakliga komponenter: **löptidspremien**, d v s riskpremien för att investera i längre löptider i stället för i en serie av korta räntepapper, samt **förväntad utveckling för korta räntor**. En sådan modell har tagits fram av NY Fed. Den visar att riskpremien historiskt tenderat att öka inför och omedelbart efter en första räntehöjning. Vi tror att detta mönster upprepas även denna gång. Det gäller särskilt som riskpremien för 10-åriga statsobligationer är nära rekordlåga nivåer i USA. **När Fed väl kommit igång med räntehöjningar brukar långa räntor styras mer av förändringar i synen på korta räntor.**

Ränteförväntningar i linje med förra höjningscykeln

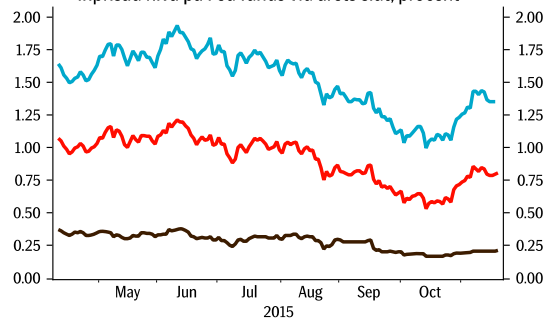
Feds styrränta och estimerad förväntad kortränta, procent



Källa: Macrobond, NY Fed, SEB

Stigande förväntningar på Fedhöjningar

Inprisad nivå på Fed funds vid årets slut, procent



— December 2015 — December 2016 — December 2017

Källa: Bloomberg, SEB

Spreaden mellan norska och tyska 10-åriga statsobligationer ligger nu på en historiskt hög nivå, vilket delvis avspeglar *kronens* försvagning emot euron. En stabilisering och efterföljande förstärkning av valutan bör öka intresset för norska statspapper och därmed pressa ned de höga spreadnivåerna. På kort sikt får räntemarknaden också stöd av ytterligare lättnad i penningpolitiken. Särskilt mittsegmentet av kurvan gynnas av en räntebana som signalerar låga räntor under lång tid framöver, medan räntor längre ut på kurvan styrs mer av utbudsfaktorer. Vi prognostiserar en **10-årsspread mot Tyskland på 75 punkter i slutet av 2016, motsvarande en ränta på 1,95 procent**. I slutet av 2017, när Norges Bank åter börjat höja räntan, ligger spreaden på 80 punkter och 10-årsräntan på 2,30 procent.

Just nu förväntas korta räntor enligt modellen ligga på drygt 2 procent i genomsnitt för den kommande 10-årsperioden. Till skillnad mot riskpremien är detta inte speciellt lågt i ett historiskt perspektiv utan i linje med nivåerna inför den förra räntehöjningscykeln 2004. En tolkning av detta är att den låga marknadsprissättningen inte ger en helt rättvisande bild av investerarnas ränteförväntningar på lite längre sikt, t ex på grund av osäkerhet kring startpunkten för räntehöjningarna. Med denna tolkning **har marknaden redan tagit höjd för högre korta räntor**, vilket i kombination med de försiktiga och gradvisa Fed-höjningar som vi ser framför oss talar för att uppgången i 10-åriga obligationsräntor blir måttlig.

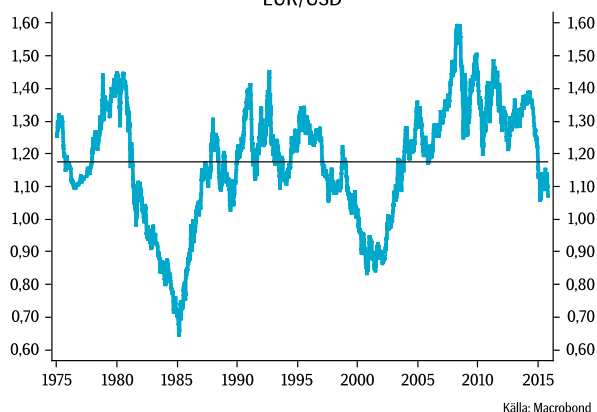
Riskpremien har historiskt sjunkit när höjningscykeln väl etablerats. Om så blir fallet även denna gång är tveksamt. Löptidspremien för 10-åriga statsobligationer har trendat nedåt sedan början av 1980-talet och **ligger idag enligt Feds modell nära rekordlåga nivåer i USA**. Riktigt vad som ligger bakom denna nedgång är svårt att säga, men sannolikt speglar det en kombination av nedpressade riskpremier för inflationen och ökad efterfrågan på statsobligationer till följd av centralbankernas QE-program. Att riskpremien är så nedpressad gör långa räntor känsliga för en omvärdering i synen på såväl inflation som utbuds-/efterfrågefaktorer framöver. Ett exempel är den häftiga uppgången i tyska långa räntor i våras, efter tidigare jakt på avkastning inför starten på ECB:s QE-program.

Starkare dollar när centralbanker divergerar

Valutorna fortsätter att vara känsliga för centralbankssignaler samtidigt som växelkursen är viktig i centralbankernas reaktionsfunktion. Denna växelverkan skapar en komplex situation för såväl centralbanker som övriga aktörer på valutamarknaden. Vår prognos där Fed påbörjar höjningar i december samtidigt som ECB levererar ytterligare stimulanser innebär ytterligare **divergens mellan de två ledande centralbankerna framöver**. Sedan 2014 har dollarn stärkts med nästan 25 procent och frågan är hur mycket potential som finns kvar.

Erfarenheten från tidigare höjningscykler (som påbörjades 1994, 1999 och 2004) visar att dollarn normalt stärks innan den första höjningen men sedan försvagas under en period efter leverans. Förstärkningen beror antagligen på att Fed ofta varit framgångsrika med att styra marknadsförväntningarna, men det är inte lika uppenbart varför den försvagas efter den första höjningen. Möjligen kan Fedleveransen spå på förväntningar om att andra centralbanker ska följa efter. Denna gång är dock de cykliska skillnaderna mellan USA och eurozonen så stora att en Fedhöjning inte rimligen leder till spekulationer om en omsvängning från ECB. Att euron i ökad utsträckning kommer att utnyttjas som en finansieringsvaluta till följd av det låga ränteläget bidrar till att pressa valutan nedåt. **Vi räknar med att dollarn är fortsatt stark och att EUR/USD står i 1,00 vid halvårsskiftet 2016 och 1,03 i slutet av 2016.** Att inte dollarn väntas stärkas mer beror på att vi ser dollarvärderingen som ansträngt hög på dessa nivåer. Därtill kommer att oljeproducerande länder med stora dollarreserver har ett växande behov att sälja dollar för att finansiera växande budgetunderskott i spåren av det låga oljepriset.

Dollarvärdering ännu inte extrem
EUR/USD



Brittiska pundet gynnas av förväntningar om att Bank of England snart ska följa Feds exempel. Ännu ligger inflationen en bra bit under målet men gapet på arbetsmarknaden stängs snabbt och det finns tecken på att löner växer snabbare. Vi räknar med en höjning i augusti 2016, vilket stärker pundet mot t ex euron. På sikt utgör osäkerheten om fortsatt EU-medlemskap en belastning för pundet. Storbritannien är beroende av utländska portföljinflöden för att finansiera omfattande bytesbalansunderskott; ett utträde skulle därför drabba

pundet. **Vi räknar med att EUR/GBP faller till 0,73 under 2016 och 0,75 året därpå.**

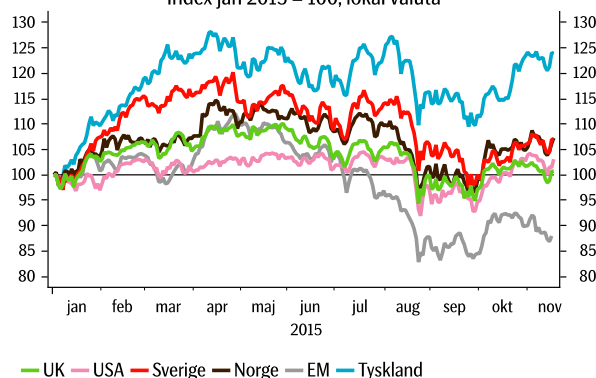
En starkare dollar och låga råvarupriser fortsätter att påverka råvarurelaterade valutor negativt. Bl a består nedåtrycket på den norska kronan så länge osäkerheten om hur norsk ekonomi kommer att påverkas av de låga oljepriserna består. Vi räknar med ytterligare en sänkning ned till 0,50 procent i december, vilket bidrar till att den norska kronan försvagas ytterligare mot ett flertal valutor och däribland den svenska kronan. **I slutet av nästa år står EUR/NOK i 8,80**

Goda svenska fundamenta talar för en starkare krona framöver. Kronan är undervärderad samtidigt som flödesbilden på flera sätt är gynnsam, bl a genom neddragningar av de spekulativa positioner som tidigare försvagat kronan. Valutan har blivit en allt viktigare pusselbit i Riksbankens strävan efter högre inflation och vårt huvudscenario är att man sänker räntan ytterligare en gång för att motverka en appreciering. Men därefter räknar vi med att högre inflation gör att sänkingscykeln är slut och att Riksbanken tvingas acceptera en starkare krona. En viss ökad osäkerhet om de svenska statsfinanserna är inte heller tillräckligt för att motverka en appreciering. **Vi räknar med att EUR/SEK faller en bit under 9 nästa år.**

Vinstrevideringar dämpar börshumöret

Aktiemarknaderna har tagit tillbaka delar av den Kina-relaterade nedgången i augusti-september med stöd av en räntesänkning i Kina och mjuka signaler från ECB. Breda index är, med undantag för Emerging Markets, tillbaka på eller över nivåerna i början av året. Samtidigt har vinstprognoserna fortsatt att revideras ned, inte minst i USA. Detta speglar till stor del problem i energisektorn men även utsikterna för t ex industrin har ställts ned. Det innebär att värderingen på många håll blivit mer ansträngd. **Vår prognos om relativt god och stigande global tillväxt under de kommande två åren är en miljö som i grunden bör vara gynnsamt för aktier** och som framöver bör avspeglar sig i såväl ledande indikatorer som prognostiserade vinster. Men så länge frågetecknen kring industrikonjunkturen kvarstår kommer troligen börserna att sakna tydlig riktning.

Börsåterhämtning efter dämpad Kinaoro
Index jan 2015 = 100, lokal valuta



Starten på Feds räntehöjningar är en riskfaktor, men det normala mönstret är att detta bara får tillfälliga negativa effekter

på börsen. Främsta undantaget är de misslyckade höjningar som Fed gjorde på 1930-talet och i början av 1940-talet samt på 1970-talet. Så länge som Fed inte gör en felaktig bedömning av läget i ekonomin har **högre styrräntor historiskt inte varit ett hinder för stigande börskurser**. Aktiemarknaderna får också samtidigt stöd av ökade stimulanser från ECB.

Fortsatt återhämtning i ekonomin, vilket får stöd av ledande indikatorer, i kombination med ökade ECB-stimulanser bör särskilt gynna europeiska aktier där värderingen också är måttligare än i USA. **Nedgången på EM-börserna innebär att värderingen nu måste betraktas som låg**. Liksom tidigare ser utsikterna bäst ut för Asien och sämst för Latinamerika.

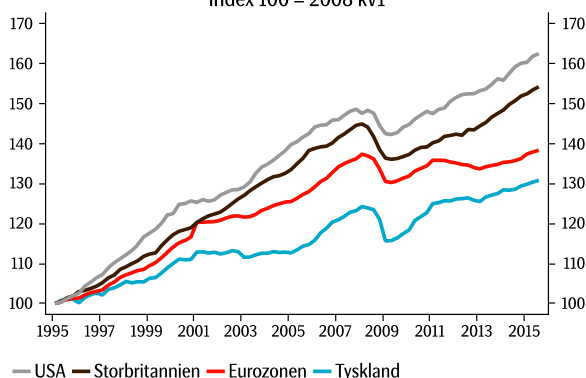
Värderingen av svenska aktier ligger i dagsläget i linje med vad vi ser som en långsiktig jämviktsnivå givet fortsatt dämpade utsikter för långa räntor. **Vi räknar med att OMX30 kan stiga ungefär i linje med förväntade vinster, eller med drygt 10 procent** under det kommande året. Även ett nordiskt börsindex ser ut att öka knappt 10 procent under samma period. Utvecklingen för oljepriset förblir den viktigaste faktorn för Oslo-börsen medan finska aktier kan hämta stöd i svagare euro och en mer stabil utveckling i Ryssland. Möjligheterna till ett närmande mellan Ryssland och väst i spåren av terrordåden i Frankrike är en faktor som särskilt kan väntas gynna Finland.

- **Måluppfyllelsen får godkänt på global nivå**
- **Argument för både högre och lägre inflationsmål. Men inte övertygande...**
- **Riksbanken kan ha mer avspänd hållning till inflationsmålet utan formella förändringar**

Centralbankernas exceptionellt expansiva stimulanspolitik fortsätter. Trots att det gått sju år sedan Lehman-krisen har hösten dominerats av mjuka penningpolitiska signaler. Att tillväxten fortfarande inte riktigt lyfter har ökat frustrationen och gett nytt liv i debatten om inflationsmålets centrala roll i den ekonomiska politiken. Centralbankernas samarbetsorganisation BIS (Bank of International Settlements) har t ex återigen betonat att **nollräntepolitiken riskerar att skapa finansiella bubblor och leda till mindre effektiv allokering av finansiella resurser**. I Sverige är frågan extra het eftersom Riksbanken gått långt med okonventionell trots god tillväxt, väl fungerande kreditmarknad och överhettningstendenser på bostadsmarknaden. Frågan är nu om Riksbanken får hjälp på traven av omvärlden när det gäller att tänka nytt. Bank of Canada genomför nu t ex utvärderingar och undersöker möjligheter till förbättringar. Om man ska bedöma om någon förändring eller tyngdpunktsförskjutning i politiken kan komma till stånd de närmaste åren kan det vara på sin plats att diskutera vilka frågor och problem som egentligen står i fokus när det gäller inflationsmålspolitikens utmaningar.

Stort gap till tidigare tillväxttrend

Index 100 = 2008 kv1



Källa: Eurostat, BEA

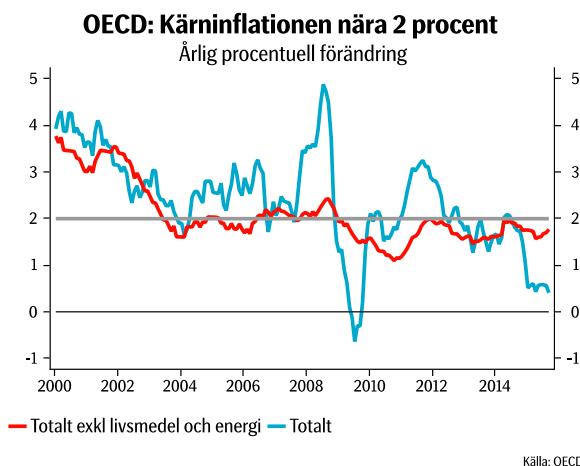
Har penningpolitiken för låg verkningsgrad? En ganska vanlig synpunkt är att penningpolitiken inte längre är effektiv när det gäller möjligheterna att stimulera produktion och tillväxt. Den diskussion om sekulär stagnation som pågått i några år har fått nytt liv när konjunkturen inte riktigt lyfter. Huvudfrågan av den debatten, inte minst som den först lanserades av den amerikanske ekonomen Larry Summers, pekar dock på att

problemet efterfrågerelaterat och fokuserat på att det i nuläget inte ens räcker med nollränta för att skapa balans mellan sparande och investeringar. I en sådan situation blir det logiskt att fortsätta politiken med okonventionell penningpolitik i form av t ex negativ ränta och kvantitativa lättningar (QE). Att hävda att finanspolitiken har en viktig kompletterande roll att spela när penningpolitiken är så ansträngd innebär egentligen inte att man underkänner inflationsmålspolitiken. Men det finns också mera systemkritiska **utbudsrelaterade argument i BIS anda som fokuserar på att nollräntan ger en ineffektiv resursallokering**. En mekanism är svagt omvandlingstryck ger ineffektiva företag möjlighet att överleva, vilket hämmar nyinvesteringar och därmed produktivitetstillväxten. Därmed försvagas tillväxten på längre sikt

Är det alltför svårt att pressa upp inflationstakten? Globaliseringens och digitaliseringens prispressande kraft har varit ett viktigt tema under ett antal år. Ett ökande utbud av arbetskraft tillsammans med teknikförnyelse och ökad transparens i prissättning t ex genom internethandeln beskrivs ibland som närmast oöverbinnerliga krafter för centralbankerna. Den senaste tidens råvaruprisnedgång har ytterligare förstärkt de disinflationistiska krafterna i världsekonomin. Den totala KPI-inflationen i industriländerna är nu nedpressad till nivåer som bara underträffats av krisnoteringar 2009. Energipriserna spelar dock en stor roll och tittar man på kärninflation är det snarast inflationstaktens stabilitet som är slående. Avvikelsen från 2-procentsnivån har varit liten den senaste 10-årsperioden, vilket egentligen kan ses som ett gått betyg åt politiken. Även om nuvarande disinflationistiska krafter är starka **är det således svårt att i nuläget hävda att inflationsmålen skulle vara omöjliga att uppnå**.

Har sambandet mellan resursutnyttjande och inflation försvagats? En viktig fråga när det gäller inflationsprocessen är om man kan lita på gamla samband mellan resursutnyttjande, inte minst på arbetsmarknaden, och inflation. Även om stabiliteten i den sk Phillipskurvan (sambandet mellan arbetslöshet och inflation) ifrågasatts länge har den fortfarande en stark ställning i centralbankers prognoser och kommunikation. Om inte ett stramt arbetsmarknadsläge och förr eller senare ska leda till ökade löner befinner sig centralbankerna i en svårnavigerad terräng. På motsvarande sätt antas att företagen kan höja priserna när efterfrågan blir tillräckligt het. I många länder är inte resursutnyttjandet tillräckligt högt för att ställa frågan på sin spets. Men redan nu har vi en situation där de tre största OECD-ekonomierna (USA, Japan och Tyskland) ligger nära jämvikt (Nairu) på arbetsmarknaden utan lönerna tydligt rört sig uppåt. Detta stämmer också ganska bra med tidigare erfarenheter det senaste decenniet. **Löne- och inflationsimpulsen kommer ganska sent i cykeln, vilket är förrädisk ur ett centralbanksperspektiv**. Fed står nu inför detta dilemma inför kommande höjningar. Huvudstrategin verkar vara att vara trogna synsättet

att inflationen så småningom reagerar på arbetsmarknadsläget men att man inte nödvändigtvis måste ha fått detta bekräftat innan höjningarna inleds. Denna typ av pragmatism har vi också tidigare sett prov på. Innan vi har sett facit i den amerikanska inflationsprocessen är det för tidigt att avgöra om sambandet mellan inflation och arbetslöshet förändrats på ett avgörande sätt.



Riskerar nuvarande penningpolitiska ramverk att skapa nya finansiella bubblor? I kölvattnen av den finansiella kraschen 2008-09 påbörjades ett intensivt arbete för att förbättra möjligheterna att motverka uppkomsten av finansiella bubblor och obalanser. Införandet av makrotillsynen som komplement till penningpolitiken var ett viktigt inslag i detta. Att räntepolitiken mer helhjärtat kan satsa på att inflationsmålsuppfyllelse innebär både risker och möjligheter. Än så länge vet vi inte hur effektiv makrotillsynen verkligen är i en situation då penningpolitiken får en alltmer extrem utformning. Redan nu finns det nog anledning att diskutera huruvida prissättningen på vissa marknader nått osunda nivåer. **Men generellt är knappast värderingen på börsen eller husmarknaderna alarmrande hög i de stora ekonomierna.** Det är därför inte troligt att risker för finansiella obalanser och bubblor ska föranleda någon omläggning av det penningpolitiska ramverket de närmaste åren.

Skulle en nivåjustering av inflationsmålen underlätta? I debatten finns argument både för en höjning och sänkning av inflationsmålen. Syftet med att sänka målet skulle vara att det då skulle vara lättare att uppfylla och därmed minska behoven av extrema penningpolitiska stimulanser. Teoretiskt är det emellertid svårt att hävda att en viss inflationsnivå skulle vara lättare att uppnå än någon annan. Centralbankerna kan knappast acceptera att det finns någon sådan magisk nivå och man verkar också uppfatta det som en trovärdighetsförlust att anpassa målet efter de senaste årens faktiska utfall. Idén att höja målen till t ex 4 procent har föreslagits av t ex IMF-sekretariatet. Tanken är att man då skulle ha större manöverutrymme vid kriser när nollränterestriktionen är mer avlägsen. Högre inflation skulle också underlätta relativa förändringar i priser och framför allt löner vilket skulle förbättra ekonomins funktionssätt. Frågan om att höja målen kommer nog tillbaka, men är inte så aktuell i dagens starka disinflationsmiljö.

Hur ska en eventuell förändring av ramverken formellt gå till? Frågan om inflationsmålen och fast penningvärde är ganska nära förknippade med frågan om centralbankernas självständighet. Att en viktig del av den ekonomiska politiken kan brytas och särskiljas från andra mål skapar en möjlighet till bodelning mellan centralbanker och det politiska systemet. Man kan tycka att centralbankerna i vissa fall utsätts för politiska påtryckningar men i det stora hela har centralbankernas oberoende stor acceptans. En förändring av det ekonomisk-politiska ramverket skulle därför ha ganska stora politiska konsekvenser och det är inte lätt att se hur en sådan skulle initieras under normala tider. Det krävs nog att **inflationsmålpolitiken genererar ytterligare en rejäl internationell ekonomisk kris innan en förändring på allvar ska aktualiseras.** Så har också varit fallet vid tidigare stora förändringar på global nivå.

Riksbanken kan ändå göra en del

Vår slutsats är således att inflationsmålpolitiken kommer att fortsätta ifrågasättas så länge inflationen inte tar fart och ränteläget ligger kvar på extremt låga nivåer. Men i nuläget finns knappast tillräckligt starka argument för att en större omprövning ska ske. Det saknas tydliga idéer om hur ett alternativ skulle utformas. För svensk del innebär det att Riksbanken eller riksdagen knappast ska räkna med någon hjälp med idéer från omvärlden när det gäller att lösa upp de ekonomisk-politiska spänningarna. Det hindrar inte att Riksbanken inom ramen för dagens system har möjlighet att ändra tillämpningar och inta ett mer avspänt sätt till inflationsmålet för att inte tvingas till alltmer dramatiska åtgärder, som också har oklar verkningsgrad. Det kan handla om att **återinföra ett toleransintervall** eller att annonsera att man accepterar att **målsuppfyllelsen tar längre tid.** Man kan också erkänna att det finns ett inslag av **målkonflikt mellan inflationsmålet och finansiell stabilitet** åtminstone i ett läge då andra politikgrenar är handlingsförlamade.

Riksbankens huvudargument för att inte gå i denna riktning är att man faktiskt ser betydande faror i att dålig målsuppfyllelse leder till allt lägre inflationsförväntningar. Men frågan är om detta verkligen är så allvarligt i en situation då inflationen är på väg uppåt och de långsiktiga inflationsförväntningarna inte ligger speciellt långt från 2 procent. Riksbanken gjorde tidigare också en sådan tolkning men gick på defensiven efter den kraftiga kritik man fick motta under 2014. Det gäller framför allt från arbetsmarknadens parter, men också från marknadsaktörer och tongivande akademiker både i omvärlden och i Sverige. **Med lite perspektiv på den frågan ter sig kritiken ganska onyanserad,** inte minst om jämför med hur passiviteten hos finanspolitik och makrotillsyn bemöts i debatten. Man kan också jämföra med Feds agerande där man är på väg att höja räntan i ungefär samma inflationsmiljö, men med betydligt mindre finansiella obalanser. Det är möjligt att Mervyn Kings och Marvin Goodfriend utvärdering av Riksbanken som presenteras i januari åtminstone på några punkter kommer att förslå ändringar i denna riktning, vilket kan bli startskottet på en förändringsprocess.

Hushållen visar framfötterna

- **Stark inhemsk efterfrågan står emot industrisvaghet**
- **Arbetslösheten faller under NAIRU...**
- **... och ger snabbare lönetillväxt 2016**
- **Låg inflation stoppar inte försiktiga räntehöjningar**

Amerikansk industri bromsas av dollarförstärkningen i kombination med svag utlandsefterfrågan. Det låga oljepriset har dessutom slagit hårt mot energirelaterade investeringar. En omsvängning i lagercykeln hämmade också BNP under det tredje kvartalet. Vi tror dock att riskerna för en bredare avmattning är små eftersom bostadsbyggande och privat konsumtion ger starkt driv för inhemsk efterfrågan. Sammantaget är bedömningen att **BNP växer med 2,5 procent i år, 2,9 procent 2016 samt 2,6 procent 2017**. Trots en viss nedrevidering avseende 2016 jämfört med förra *Nordic Outlook* är huvudvyn oförändrad; **ekonomin växer över trend** (drygt 2 procent) **och bättre än konsensusuppfattningen under kommande år**. Flera faktorer förklarar vår i grunden optimistiska syn; hushållen drar nytta av det köpkraftslyft som oljeprisfallet ger samtidigt som demografiska förändringar bidrar till fortsatt uppsving i bostadssektorn. Finanspolitiken ger dessutom positiva tillväxtbidrag när Washington undviker repris av tidigare års skuldtakshaverier. Årets tillväxtmotvind klingar dessutom gradvis av; det gäller såväl dollarförstärkningen som oljeprisfallets effekt på investeringarna. Efterfrågan från tillväxtekonomierna stärks också något 2016 jämfört med 2015.

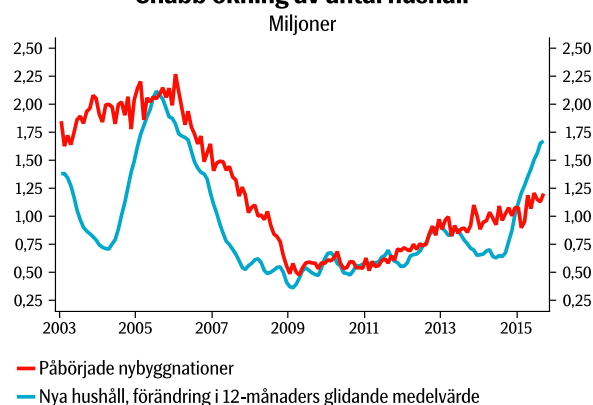
Arbetslösheten fortsätter att sjunka och spås **i slutet av 2017 nå en nivå på 4,2 procent**. Det strama arbetsmarknadsläget bidrar till att löneökningstakten stiger 2016 och 2017 från en låg nivå. En försiktig normalisering av penningpolitiken kan sjösättas; **den första styrräntehöjningen kommer redan i december enligt våra prognoser**. I slutet av 2017 står den viktigaste styrräntan i 2,00 procent, klart över marknadsprissättningen men fortfarande något under vår bedömning av neutral nivå.

Hushållen har kraften

Trots hackande lönetillväxt har uppgången i hushållens konsumtion överstigit 3 procent (i uppräknad årstakt) under fem av de senaste sex kvartalerna. Man får gå tillbaka till kreditboomen 2005 och dessförinnan till den urstarka konjunkturen i slutet av 1990-talet för att finna motsvarande

styrka. Att bensinpriserna faller mot 6-årslägsta ger köpkraftslyft och skapar **förutsättningar för en rekordstark julhandel**. Lägre bensinpriser återspeglas också i konsumtionsmönstret; antalet körda mil ökar i den snabbaste takten sedan 1980-talet samtidigt som bilförsäljningen noterar historiskt höga nivåer. Man får gå tillbaka till 2002 för två så starka på varandra följande bilförsäljningsmånader som september och oktober. De ledande måtten på konsumentförtroendet visar vissa motstridiga signaler men helikopterbilden är att förtroendet är tillbaka på förkrisnivåer. Att det framför allt är konsumtionen av varaktiga varor som är drivande signalerar tillförsikt. **Samtantaget förblir hushållen den viktigaste tillväxtmotorn i ekonomin**; konsumtionen växer med 3,1 procent i år, 2,7 procent 2016 respektive 2,5 procent 2017, med uppsidesrisk.

Snabb ökning av antal hushåll



Källa: Census Bureau, Macrobond, SEB

Het byggkonjunktur

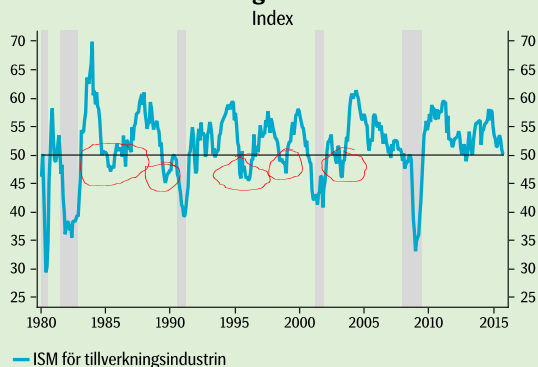
Bostadsmarknaden är den sektor som går allra starkast för tillfället. Bostadsförsäljningen fortsätter upp, liksom låneansökningar och påbörjade nybyggnationer. Tidigare i höstas noterades förtroendet i byggbranschen på den högsta nivån sedan 2005. Historiskt sett är bostadsmarknaden den mest cykliska delen i ekonomin, samt den sektor som först vänder uppåt i konjunkturcykeln. Att nu bostadsmarknaden går så starkt trots att konjunkturuppgången har sex år på nacken är en indikation på att återhämtningen har torrt krut kvar. Den underliggande efterfrågan i form av antalet nya hushåll målar också utsikterna i ljusa färger; **hela 1,5 miljoner nya hushåll är en rimlig prognos avseende 2015** vilket i så fall blir den högsta noteringen sedan 2005. Därmed väntas påbörjade nybyggnationer stiga rejält från dagens nivåer. Bostadsinvesteringarna, som bedöms ha ökat med 8,5 procent i år, spås accelerera ytterligare något 2016. **Nästa år och 2017 ökar bostadsinvesteringarna med 9 respektive 5,5 procent enligt våra prognoser**. Husprisuppgången har

samtidigt bromsat in till måttliga ökningstal och **överhettningens riskerna är inte överhängande**. Enligt Case-Shillers husprisindex ökar huspriserna med ungefär 5 procent i årstakt och i nominella termer ligger huspriserna fortfarande 14 procent under toppen 2006.

Industrisvackan bryter inte återhämtningen

Tillverkningsindustrin har bromsat in rejält och företagsförtroendet i sektorn visar nu varken expansion eller kontraktion. Oljeprisfallet har slagit hårt mot energirelaterade investeringar, men också underleverantörsledet påverkas. Inbromsningen i stora utvecklingsekonomier som Kina och Brasilien dämpar exportföretagens försäljning samtidigt som dollarstyrkan eroderar utlandsvinster och konkurrenskraft. Efter alltför snabb lagerupbyggnad tidigare i år har också lagercykeln varit en dämpande tillväxtkraft.

ISM under 50 ger inte recession



ISM för tillverkningsindustrin är en dominerande konjunkturindikator. Detta beror delvis på den långa historien men framför allt på att industrin ofta är ledande indikator på den inhemska efterfrågan. I nuläget ser vi dock flera skäl till att tillverkningsindustrins svacka inte ska dra med sig USA-ekonomin ner. För det första har **industrins vikt i ekonomin sjunkit stadigt**. På 1950-talet svarade tillverkningsindustrin för 30 procent av produktionen att jämföra med 12 procent i dag. Det förklarar varför industrin de senaste decennierna varit i recession vid ett flertal tillfällen samtidigt som ekonomin fortsatt växa (se graf där skuggade områden visar recessioner). Det historiska sambandet tyder på att den kritiska nivån då ISM för tillverkningsindustrin signalerar recession för hela ekonomin ligger på 43. Vår slutsats är att recessionsrisken är låg när inhemska efterfrågan och framför allt hushållens konsumtion växer i så pass snabb takt som den gör i dag.

Tillfällig företagssvacka

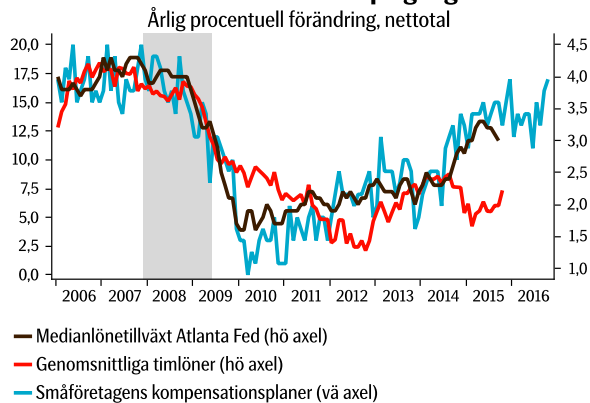
Svagheten i industrin uppvägs av styrkan i tjänstesektorn och indexskillnaden mellan ISM för tillverkningsindustrin och ISM för tjänstesektorn är den näst högsta som noterats. Vår sammanvägda indikator för tillverkningsindustrin och tjänstesektorn tyder på närmare 4-procentig BNP-tillväxt. Svackan för stora tillverkningsföretag väntas dessutom bli tillfällig. Nästa år förutses snäppet starkare efterfrågan från

utvecklingsekonomierna igen samtidigt som dollareffekten väntas klinga av gradvis; även om **viss dollarförstärkning förutses också 2016 är apprecieringstakten mild jämfört med 2015**. Efter den kraftiga lageravvecklingen under det tredje kvartalet väntas dessutom lager inte längre hålla tillbaka tillväxten; snabbare lagerproduktion behövs för att möta inhemska efterfrågan. Efter flera starka år är också vinstandelen som andel av BNP nära historiskt höga nivåer för inhemska industrier, vilket talar för starkare investeringstillväxt framöver. Sammantaget är bedömningen att **företagens investeringar växer med 3,7 procent i år och växlar upp till 7,2 procent i snitt 2016-2017**. Kortsiktsindikatorer som orderingen tyder dock på svaghet på kort sikt och risken i investeringsprognosen ligger på nedsidan.

Lönetillväxten växlar upp 2016

Efter ett par svagare månader ökade sysselsättningen åter i robustare takt i oktober 2015. Fullt så stark sysselsättningstillväxt som i fjol, när månadstakten i genomsnitt låg på 260 000, kan dock inte förväntas i ett läge när arbetslösheten tangerar jämviktsarbetslösheten NAIRU och det blir allt svårare för företagen att hitta arbetskraft. Sysselsättningen ökar med 200 000 per månad i snitt i år och 180 000 i snitt 2016 och 2017. Sådana sysselsättningstal fortsätter att pressa arbetslösheten lägre; **i slutet av 2017 ligger arbetslösheten på 4,2 procent enligt våra prognoser**. Den nivån är låg också i ett historiskt perspektiv; arbetslöshetsbottenarna i de två tidigare konjunkturcyklerna var 3,8 respektive 4,4 procent.

Snabbare lönetillväxt på gång?



Att arbetsmarknaden är ansträngd är tydligt i veckostatistiken över nya arbetssökanden där 42-årslägsta noterades tidigare i höst. Att **konkurrenssituationen förskjuts alltmer till arbetstagarnas favör** talar för att lönetillväxten ska stiga kommande år trots att den strama arbetsmarknaden hittills haft mycket liten effekt på lönebildningen. Genomsnittliga timlöner, som noterat årliga ökningstal på omkring 2 procent sedan 2011 men som växte i tydligt snabbare takt i oktober, väntas öka med 3,0 procent 2016 och 3,5 procent 2017. Indikatorer som småföretagens löneplaner tyder också på starkare lönetillväxt på ett år sikt. Bredare indikatorer på lönetillväxt som Atlanta Feds mått visar samtidigt redan 3-procentiga löneökningar.

Stabil kärninflation

Inflationen, som föll brant i vintras ligger fortfarande kvar strax över nollstrecket. De närmaste månaderna vänder dock inflationen uppåt igen när kollapsen i oljepriserna faller ur tolvmånderstalen. Lägre matpriser och eftersläpande dollareffekter dämpar inflationsuppgången också **2016 när priserna ökar med modesta 1,4 procent enligt vår prognos**. 2017 väntas inflationen bli 2,1 procent. Den underliggande inflationen visar samtidigt en svagt stigande trend och kärninflationen, där mat och energipriser exkluderas, ligger strax under två procent för närvarande. Det är bland annat trenden mot ökat hyresboende som håller kärninflationen uppe; hyror uppvisar treprocentiga ökningstakter. Dessutom bidrar tjänster generellt till att **deflationsriskerna är små i ekonomin**; exklusive energi ökar tjänstepriserna med 2,7 procent i årstakt vilket är den snabbaste ökningstakten sedan december 2008.

Kärninflationen blir 1,8 procent såväl i år som nästa år samt 2,1 procent 2017 enligt våra prognoser.

Kärninflationen är viktigare än headlineinflationen för Fed som tack vare att inflationskurvorna pekar mot målet kan normalisera räntepolitiken i långsam takt. Inflationsförväntningarna, som låg på den lägsta nivån sedan 2009 enligt breakevens tidigare i höstas, har också rört sig uppåt på sistone och är numera åter förenliga med inflationsmålet.

Finanspolitiken mindre stökig än vanligt

De senaste årens återkommande politiska spänningar visar på ett i grunden bister samarbetsklimat i kongressen. Men i år har demokrater och republikaner lyckats undvika politiska självmål. **Skuldtaksfrågan**, som orsakat stor förödelse förr, **löstes smärtfritt den här gången** och beräknas inte återkomma på agendan förrän våren 2017. Dessutom klubbades en tvåårig budget igenom som höjer utgiftstaken och bidrar till att **finanspolitiken blir svagt expansiv 2016 och 2017** och det federala underskottet ökar från 2,4 procent av BNP 2015 till 2,7 procent av BNP 2016. Effekterna beräknas dock bli så pass små, 0,2 procent av BNP per år, att finanspolitiken inte får någon direkt påverkan på penningpolitiken. För såväl president Obama, som nästan helt fick igenom den budgetökning han efterfrågat, som för den nye talmannen i Representanthuset, Paul Ryan, var beslutet välkommet. Ryans popularitet öppnar möjligen också dörren på glänt för en bredare skatteöverenskommelse 2016. Det finns dock fortfarande viss kvardröjande risk att statliga verksamheter tvingas stänga igen dörrarna när den nuvarande finansieringen löper ut den 11 december.

Inför presidentvalet 2016 är enligt vadslningsinstituten numera värdekonserver Marco Rubio den republikanske favoriten, skuggad av uppstickaren Donald Trump. Hillary Clinton blir sannolikt demokraternas kandidat; hon ligger långt före utmanaren Bernie Sanders i mätningarna. Det innebär att det lutar åt ett tydligt ideologiskt vägval för de amerikanska väljarna. Även om den senaste terrorvägen spelar i Republikanernas favör är **Hillary Clinton i kraft av sin erfarenhet den troligaste vinnaren**. Men det är mycket

ovanligt att samma parti lyckas behålla makten i Vita huset tre perioder i rad. Enda gången det hänt under modern tid är Reagan/Bushen 1981-1993.

Fed inleder försiktig räntenormalisering

Kombinationen av konjunkturoro utomlands, framför allt osäkerhet avseende allvaret i Kinas inbromsning, och den åtstramning i finansiella förhållanden som sensommarens turbulens på de finansiella marknaderna medförde, gav Fed skäl att sitta stilla i båten vid septembermötet. Signalen är istället att den första räntehöjningen kommer vid decembermötet vilket också marknaden prisar in efter den urstarka sysselsättningsrapporten avseende oktober. Att dessutom finansiella marknader stabiliserat sig och tillväxtonen mojnär talar också för leverans i december. Att finanspolitiken inte lägger krokben för ekonomin spelar också roll i ett läge där de inhemska konjunkturkrafterna verkar robusta. **Vår prognos är att Fed höjer räntan i december till 0,25-0,50 procent**. Avseende 2016 och 2017 ligger vår styrränteprognos på 1,00 procent respektive 2,00 procent vid årens slut. Detta är ett historiskt sett försiktigt höjningstempo men ändå mer aggressivt än vad marknaden inprisar; i nuläget pekar terminerna på 0,80 procent i slutet av 2016 respektive 1,36 procent i slutet av 2017. **Dollarns räntekänslighet innebär dock att risken på styrränteprognosen ligger på nedsidan**.

Vissa marknadsaktörer ställer sig samtidigt skeptiska till om Fed över huvud taget kan påbörja räntenormaliseringen i ett läge när andra ledande centralbanker fortsätter gasa eftersom större styrräntedifferenser riskerar att ge överdriven dollarstyrka. Det är också tydligt att Fed numera fäster större vikt vid finansiella förhållanden där bland annat valutförändringar ingår. **Kombinationen räntehöjningar från Fed och lättnader utomlands möter dock inga formella hinder**. Om exempelvis ECB ökar stimulanserna leder detta till starkare tillväxt både i eurozonen och i USA enligt IMF:s stora makroekonomiska modell. Att USA är en relativt stängd ekonomi ger små förväntade negativa växelkurseffekter i den här typen av modeller. För Feds del är det dessutom positivt att andra centralbanker fortsätter det globala deflationskriget samtidigt som ekonomin drar nytta av längre omvärldsräntor och stigande tillgångsvärden. Så under förutsättning att dollarn inte förstärks okontrollerat mycket och mer jämfört med vad våra växelkursprognoser pekar på är **vår bedömning att ytterligare penningpolitiska lättnader utomlands inte stoppar Fed**.

Feds balansräkning, som planat ut på 4,5 trilioner dollar i år och som därmed redan faller i relation till ekonomins storlek, fortsätter den vikande trenden 2016 och 2017. Enligt centralbankens normaliseringsprinciper kommer förfallen från statsobligationsportföljen att upphöra när väl räntehöjningarna påbörjats. Avseende 2016 och 2017 innebär detta förfall på 215 respektive 194 miljarder dollar kommande år och i **slutet av prognosperioden uppgår balansräkningen till 21,5 procent av BNP** enligt våra beräkningar, att jämföra med 25 procent i dag.

Exportledd tillväxtstrategi kämpar i motvind

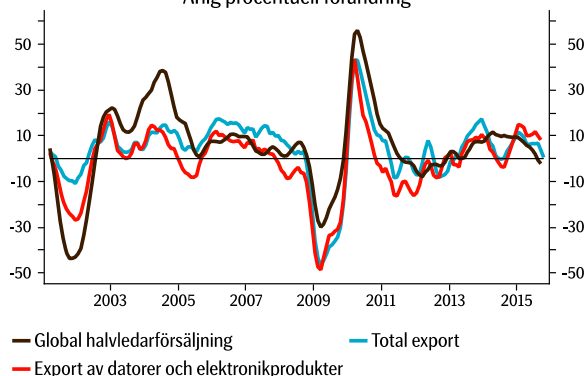
- Tillväxtsvacka banar väg för ny stimulans
- Export i motvind, investeringslyft uteblir
- Motståndskraft i inhemsk ekonomi

Japans ekonomi har åter tappat tempo. BNP sjönk ytterligare något under kvartal tre. Regeringen väntas nu komma med ännu ett finanspolitiskt stimulansprogram; om än av i jämförelse med tidigare paket blygsamma proportioner (runt 3 000 miljarder yen, 0,6 procent av BNP). Besvikelser för inflationen gör att pressen på Bank of Japan att utöka sina stimulanser kvarstår. Vi har reviderat ned BNP-prognosen ett par tiondelar för både innevarande och kommande år till **0,6 procent följt av 1,1 och 0,8 under 2016 respektive 2017**, fortsatt över långsiktig trend kring 0,5 procent. Regeringens ekonomiska politik har vilat på förhoppningen om en positiv spiral där mer konkurrenskraftig valuta stimulerar exporten och ökar företagets vinster vilket i sin tur ska spilla över i stigande investeringar, högre löner och mer konsumtion. Den strategin kämpar i motvind av flera skäl.

Kinas inbromsning och ändrade tillväxtmodell har gett nya bakslag för utrikeshandeln, både direkt och via effekter på handeln med övriga regionen. Kina enskilt svarar för 18 procent av exporten, motsvarande 2,7 procent av BNP. Svag industri och dämpade investeringar i EM Asien slår särskilt mot exporten av investeringsvaror där Japan har en stark ställning. Generellt svag global efterfrågan på IT-relaterade varor har bidragit till en dålig export för Japan och övriga Asien i år. Vårt scenario med mjuklandning i Kina och stark USA-tillväxt bör ändå ge förutsättning för en exportåterhämtning framöver.

Lägre IT-efterfrågan bidrar till svag export

Årlig procentuell förändring



Källa: Finansministeriet, lokala och globala branschföreningar

Förhoppningar om att höga och stigande vinster ska få fart på investeringarna har heller inte realiserats; trots att lönsamheten i företagssektorn nu är tillbaka på förkrisnivåer, och företagen enligt Tankan förblivit hyfsat optimistiska. Företagens investeringar görs dessutom i allt högre grad utanför Japan. Samtidigt som företagets totala investeringar stagnerat sedan krisen har investeringar i utlandet ökat till ungefär en fjärdedel av den totala investeringsvolymen. Exporten möter därmed även strukturella hinder. Utflyttningen av produktion till lågkostnadsländer i regionen har lett till att allt större del av försäljningen till övriga världen sker från enheter i utlandet. Mer konkurrenskraftig valuta och mindre osäker elförsörjning när kärnkraftsproduktionen åter kommer igång kan dämpa utflyttningstrenden. Utmaningarna från krympande befolkning och svag underliggande tillväxt på hemmaplan kvarstår dock. Strukturella reformer för att öka produktiviteten utgör en potential men går trögt. Framgångarna med att öka kvinnors och äldres deltagande räcker inte för att lösa bristen på arbetskraft. Kvinnors arbetskraftsdeltagande är exempelvis redan i nivå med USA:s.

Det finns dock även ljuspunkter i ekonomin. God fart i inhemska tjänstesektorer samt byggnad – med draghjälp av OS 2020 – har hållit uppe efterfrågan på arbetskraft under den senaste svackan och vi räknar med att arbetslösheten planar ut runt 3,3 procent. **Den strama arbetsmarknaden har ännu satt få avtryck i lönerna men realinkomsterna får stöd av de låga energipriserna**. Privat konsumtion krympte under andra kvartalet men ser nu ut att vara tillbaka på en försiktig stigande trend. Medan total inflation sjunkit i spåren av förnyade energiprisfall trendar kärninflationen uppåt och ligger exklusive energi och mat strax under 1,0 procent – bortsett från tillfälliga effekter från skatthöjningar högst sedan mitten av 90-talet. **Total inflation rör sig sidledes från 0,8 procent i år till 0,9 procent 2017** och ligger kvar under 2-procentmålet under hela perioden. Det gör i kombination med vikande inflationsförväntningar att **Bank of Japan levererar ny stimulans** genom att utvidga existerande program för tillgångsköp från 80 000 miljarder yen per år till 90-100 000 miljarder, mest troligt april 2016, innan valet till överhuset i juli. Det innebär viss ytterligare yenförsvagning till USD/JPY 127 i december 2016.

Avgörande för tillväxtprofilen under kommande år är om regeringen fullföljer planerna på att höja konsumtionsskatten ännu ett steg till 10 procent i april 2017. Vi har antagit att denna höjning åter skjuts på framtiden i ljuset av de stora negativa effekterna från höjningen 2014. På lång sikt kvarstår dock kraven på åtgärder för att dämpa den ohållbara trenden för de offentliga finanserna.

Hyfsad tillväxt men Kina fortsätter bromsa

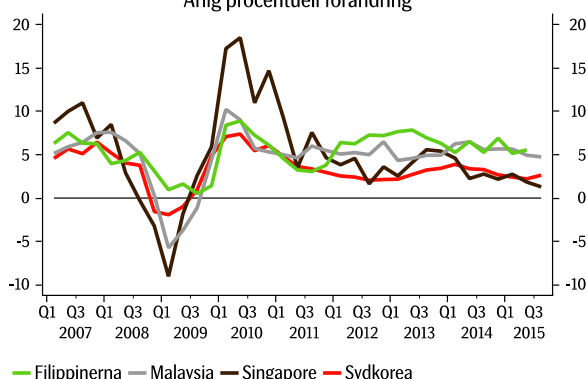
- Tillväxten stabiliseras
- Kina: Ökad misstro mot BNP-siffror
- Indien: Trögt för tillväxthöjande reformer

De asiatiska tillväxtekonomierna fortsätter att pressas och tillväxten förblir betydligt lägre än före krisen. Exporten har fortsatt utvecklas svagt. Problemen är störst för råvaruexporterande ekonomier som Indonesien och Malaysia. Svag extern efterfrågan motverkas dock av god inhemsk efterfrågan och mjuk penningpolitik. Icke-råvaruexporterande ekonomier gynnas av de förnyade prisfallen på främst energi.

BNP-tillväxten väntas stabiliseras eller accelerera försiktigt kommande år i de flesta ekonomier i regionen; dock med Kina som viktigt undantag.

BNP-tillväxten har stabiliserats

Årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Inflationstrycket är fortsatt **historiskt lågt** och i flera ekonomier ligger inflationen i nuläget nära eller under noll. Inflationen vänder uppåt i de flesta länder 2016 när fjolårets kraftiga oljeprisras faller ur statistiken. Penningpolitiken förblir mjuk under prognoshorisonten. Förutom Kina och Indien väntas även centralbankerna i bland annat Sydkorea och Thailand fortsätta sänka räntorna 2016.

Efter sommarens finansiella oro, som främst drevs av ökad osäkerhet kring Kinas ekonomi, har börser och valutor under hösten återhämtat sig. Nivåerna ligger dock generellt lägre än vid årets början. **Feds kommande räntehöjning kan dock leda till turbulens** men inte i den omfattning som präglade sommaren 2013. För enskilda ekonomier med bytesbalansunderskott (Indonesien) eller omfattande utlandsupplåning i USD (Malaysia) kan effekterna ändå bli kännbara.

Kina: Mjuklandar men ökad osäkerhet

Tredje kvartalet ökade BNP med 6,9 procent i årstakt vilket var högre än väntat men ändå den långsammaste ökningen sedan första kvartalet 2009. Skepticismen kring den officiella BNP-statistiken har ökat än mer senaste kvartalen. Många andra indikatorer som inköpschefsindex, industriproduktion, export/import samt investeringar tyder på att ekonomin bromsat in kraftigare än vad BNP-siffrorna för 2015 anger, vilket i hög grad bidragit till oron på finansiella marknader. Samtidigt visar dock de senaste utfallen på att aktiviteten i ekonomin håller på att stabiliseras snarare än kollapsa, bland annat beroende på stöd från genomförda och planerade uppmjukningar av den ekonomiska politiken.

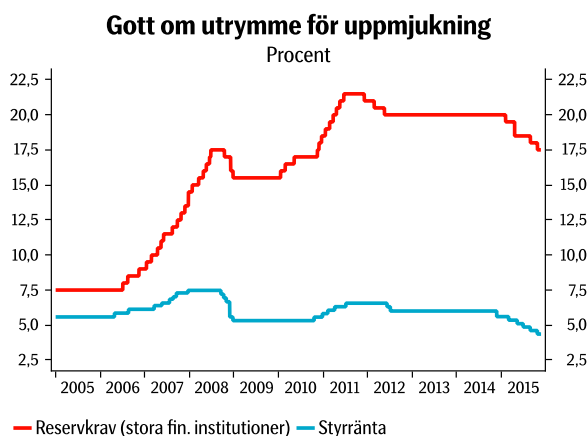
Den verkliga BNP-tillväxten är med största sannolikhet betydligt lägre än vad officiella siffror visar. Det är naturligtvis svårt att bestämma hur hög den är. Flera aktörer har lanserat estimat långt under de officiella, men vår

bedömning är snarast att avvikelserna inte är så dramatiska. Generellt tyngs tillväxten i första hand av den svaga utvecklingen i industrin, medan tjänstesektor och detaljhandel går betydligt bättre. En risk är att utvecklingen i tjänstesektorn underskattas på grund av mätosvårigheter, exempelvis genom den kraftigt ökande onlineförsäljningen. En viktig aspekt är att inbromsningen är en central del i ambitionerna att gå över till en modell med lägre men mer balanserad tillväxt. BNP-statistiken visar att tjänstesektorn växte betydligt snabbare än industrisektorn tredje kvartalet, vilket är i linje med en mer konsumtionsdriven tillväxt. Sammantaget räknar vi med att den gradvisa inbromsningen fortsätter och att Kina kan undvika en hårdlandning. **2015 räknar vi med att BNP ökar med 6,9 procent. Tillväxten dämpas till 6,5 procent 2016 och till 6,3 procent 2017.**

Inflationstrycket är fortsatt lågt; i oktober var KPI-inflationen 1,3 procent. Den stora andelen livsmedel i KPI-korgen gör att prisförändringar på dessa varor får stort genomslag och bidrar till tvära kast från månad till månad. Det mesta pekar på att det underliggande pristrycket gradvis ökar och att **Kina undviker deflation**; inflationen väntas accelerera kommande månader då fjolårets kraftiga oljeprisras faller ur statistiken. Mätt som helårsgenomsnitt hamnar **inflationen på 1,5 procent 2015. 2016 accelererar inflationen till 2,0 procent och 2017 till 2,5 procent.**

I slutet av oktober sänktes styrräntan med 25 punkter till 4,35 procent; den femte sänkningen i år. Även bankernas reservkrav sänktes. Centralbankens ambition är att genomföra en gradvis men tydlig uppmjukning av penningpolitiken. Om man behåller samma frekvens som gällt den senaste tiden finns utrymme för

ytterligare en sänkning av styrränta och reservkrav innan årsskiftet. Uppmjukningen fortsätter nästa år och **vid slutet av 2016 bedöms styrräntan stå i 3,85 procent.**



Källa: People's Bank of China

Centralkommittén i Kinas kommunistparti diskuterade under slutet av oktober **femårsplanen för 2016 till 2020**. Denna kommer att beslutas och offentliggöras vid folkkongressens möte i mars 2016. Det mesta pekar på att de ekonomiska reformerna kommer att fortsätta framöver och att sommarens valhanta intervenerande på aktiemarknaden och förändring av valutapolitiken inte ska tolkas som en medveten omsvängning av reformpolitiken. En viktig del av femårsplanen är målet för den ekonomiska tillväxten. Målet låg under 2010 till 2015 på 7,0 procent. Centralkommittén har kommunicerat att målet ska vara "medelhög till hög" tillväxt under den kommande femårsperioden. En tolkning av uttalandet är att målet kommer att sänkas till 6,5 procent för perioden 2016 till 2020. Mötet bestämde även att ett barnspolitiken slutgiltigt överges samt att taket för bankernas inlåningsräntor tas bort. Båda reformerna är steg i rätt riktning men de ekonomiska effekterna i närtid blir små.

Efter devalveringen i augusti har yuana återhämtat sig något. I närtid ligger fokus för valutapolitiken på stabilitet inför IMF:s beslut om yuana ska inkluderas i korgen av reservvalutor (SDR). På lite längre sikt kommer tillväxtinbromsning och mjukare penningpolitik leda till försvagning. **USD/CNY** väntas stå i **6,70 vid slutet av 2016** och i **6,40 vid slutet av 2017**.

Indien: Grus i reformmaskineriet

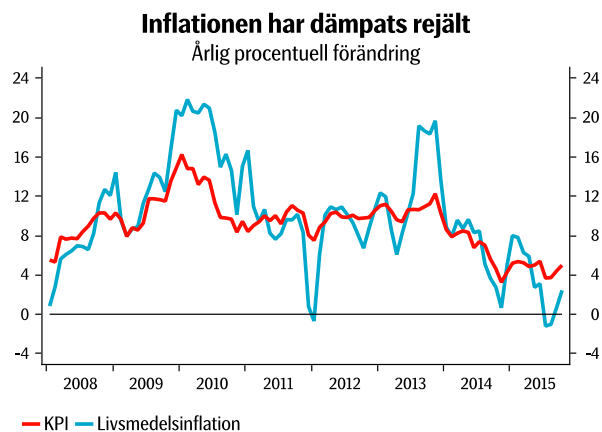
BNP-tillväxten bromsade andra kvartalet in till 7,0 procent i årstakt jämfört med 7,5 procent föregående kvartal. Inköpschefsindex ligger klart under historiska genomsnitt och konsumentförtroendet har försämrats. Export och import har försvagats ytterligare. Bilförsäljningen indikerar att hushållens efterfrågan är fortsatt dämpad. Investeringarna har stagnerat och hålls tillbaka av högt skuldsatta företag.

Samtidigt finns flera faktorer som gör att Indien ändå är en ljuspunkt bland tillväxtekonomierna. Inflationen har fallit tillbaka rejält och underskotten i budget och bytesbalans har minskat kraftigt. Förbättringarna speglas i utvecklingen för både rupien och börsen som klart överträffar de flesta andra EM-ekonomier. Minskade underskott kombinerat med

betydligt lägre inflation har möjliggjort mer expansiv penning- och finanspolitik, vilket bidrar till att tillväxten accelererar något framöver. **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**. Riskerna ligger på nedsidan.

Det är dock tveksamt om Indien kan nå en ännu högre tillväxt framöver. Det blir **allt mindre sannolikt att Modi-regeringen kommer att lyckas genomföra de reformer som skulle kunna lyfta tillväxten över 8 procent**. Tre åtgärder är avgörande för att få upp BNP-tillväxten: införande av en nationell försäljningsskatt, uppmjukning av den restriktiva arbetsmarknadslagstiftningen samt reformering av lagstiftningen kring landköp. I samtliga tre fall är utsikterna för tydliga genombrott små. Modis parti BJP saknar majoritet i överhuset och Kongresspartiet har tillsammans med andra oppositionspartier stoppat reformerna genom att inte släppa igenom de lagstiftningsändringar som krävs.

Både inflationen och inflationsförväntningarna har fallit tillbaka rejält senaste två åren. I oktober var KPI-inflationen 5,0 procent. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen hamna på 5,0 procent 2015, på 5,3 procent 2016 och 5,5 procent 2017**. Det låga inflationstrycket har skapat möjlighet för fortsatt uppmjukning av penningpolitiken och i slutet av september sänktes styrräntan med 50 punkter till 6,75 procent. Det var den fjärde sänkningen under 2015. Vår bedömning är att **RBI kommer att fortsätta sänka räntan. Vid slutet av 2016 väntas styrräntan ligga på 6,25 procent.**



Källa: Indian Ministry of Statistics and Programme Implementation

Rupien visade god motståndskraft under den Kina-drivna oron i augusti och har under 2015 klarat sig betydligt bättre än flertalet EM-valutor. Valutan har ändå försvagats med några procent gentemot USD sedan årsskiftet. Rupien väntas försvagas av Feds inledande räntehöjningar men stabiliseras längre fram i höjningscykeln och sedan appreciera med stöd av goda fundamenta. **Vid slutet av 2016 och 2017 väntas rupien stå i 68,0 respektive 66,0 mot USD.**

- **Störst negativ effekt på råvaruexportörer**
- **Världsekonomin kan hantera en gradvis kinesisk inbromsning...**
- **...men Kinas betydelse fortsätter öka över tiden och riskerna stiger**

En drivande faktor bakom sommarens turbulens på finansiella marknader var oro kring utvecklingen i Kina. Hanteringen av börssrasen samt den plötsliga förändringen av valutapolitiken var viktiga faktorer men det största orosmolnet är Kinas tillväxtinbromsning. Osäkerheten har förstärkts av ökande skepticism kring Kinas officiella BNP-statistik då den verkliga BNP-tillväxten sannolikt är betydligt lägre. SEB:s bedömning är att **Kina kan undvika en hårdlandning** men att tillväxten kommer att fortsätta bromsa in under kommande år och hamna på strax över 6 procent 2017.

Som augusti-turbulensen på finansiella marknader visade finns en koppling mellan marknadssentimentet och bedömningen av utvecklingen för den kinesiska ekonomin. En fråga är dock om tillväxtinbromsningens negativa effekter på resten av världsekonomin är tillräckligt stora för att motivera de i vissa fall kraftiga marknadsreaktionerna. Exempelvis skapar Kinas övergång från en tillväxtmodell baserad på statliga investeringar och export till en modell med långsammare konsumtionsdriven tillväxt på olika vis både direkta och indirekta vinnare i omvärlden.

Kina motsvarar omkring 17 procent av global BNP (mätt i PPP-termer). Med en väntad tillväxt på omkring 7 procent i år bidrar därmed Kina med strax över en procentenhet till global tillväxt. Så sent som 2010 växte Kinas ekonomi med över 10 procent. Det går därför att argumentera för att den största inbromsningen redan passerats så länge vårt antagande att Kina undviker en hårdlandning infrias. Å andra sidan väntas Kina trots fortsatt inbromsning framöver ändå vara en av världens snabbast växande ekonomier och kommer därför att **på sikt bli allt viktigare för global tillväxt**. Det finns ett stort antal länkar mellan utvecklingen i Kina och tillväxten i omvärlden. Nedan följer en genomgång av de viktigaste.

Minskad kinesisk import

Ett resultat av Kinas tillväxtinbromsning är minskad import och länder där en betydande andel av direktexporten går till Kina riskerar därmed att drabbas. Omfattningen av handel mellan två länder eller regioner bestäms till stor del av det geografiska avståndet. Följaktligen utgör exporten till Kina en liten andel av både Europas och USA:s handel medan en stor andel av Japans export hamnar i Kina. När exporten sätts i relation till det exporterande landets storlek i form av andel av BNP förstärks bilden av att **vare sig Europa eller USA är speciellt**

beroende av export till Kina. Kinas omfattande råvaruimport gör däremot att exportdrivna och råvaruexporterande ekonomier i Kinas närhet som Australien och Malaysia är tydligt beroende av Kinas import. I Europa sticker Tyskland ut med en relativt hög andel drivet av en omfattande export av maskin- och fordonsdelar.

Export till Kina

	Andel av total export	Andel av BNP
Australien	33,7	5,6
Frankrike	3,7	0,7
Japan	18,3	2,7
Storbritannien	3,5	0,5
Sverige	3,3	0,9
Tyskland	5,8	2,1
USA	7,6	0,7
Brasilien	18,0	1,7
Indien	4,2	0,6
Malaysia	12,0	8,6

Källa: IMF, SEB

Nedåtpress på råvarupriser

Huvuddelen av Kinas tillväxtinbromsning härrör från en svag utveckling för tung industri samt byggsektor. Båda sektorerna är råvaruintensiva och då Kina är den största importören av en lång rad råvaror är inbromsningen en viktig förklaring till de senaste årens råvaruprisnedgångar. Fallande råvarupriser är nettopositivt för global tillväxt på längre sikt. Lägre råvarupriser ger stöd till efterfrågan genom ökad köpkraft för hushåll med lägre inkomster som konsumerar en större andel av disponibel inkomst. Den positiva effekten bedöms dock i nuläget vara relativt begränsad, bland annat på grund av att anpassa balansräkningar.

I produktionsländer kan effekterna av prisnedgångarna bli kraftigt negativa. Det nuvarande oljepriset ligger långt under de nivåer där de flesta oljeexporterande ekonomier balanserar sina budgetar. Exempelvis krävs ett oljepris på över 100 dollar per fat för att Saudiarabiens statsbudget ska balansera. Även om **lägre råvarupriser netto ger en viss positiv effekt på global tillväxt** får det därför samtidigt **kraftigt negativa effekter på enskilda ekonomier** som kan påverka stabiliteten i världsekonomin.

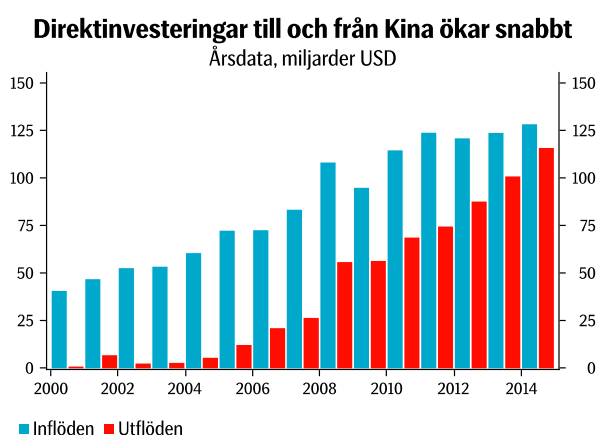
Nedåtpress på global inflation

Kinas påverkan på råvarupriserna kan även slå igenom på global inflation. En kraftigare inbromsning skulle riskera att sätta press på redan historiskt låg inflation genom ytterligare nedåtpress på råvarupriser. En annan kanal där Kina kan påverka inflationen i omvärlden är genom en devalvering av yuanen som skulle resultera i minskade importpriser för Kinas

handelspartners. I båda fallen skulle sannolikt effekterna bli relativt små. Kinas påverkan på de råvaror som är viktigast för konsumentpriserna, oljepris och livsmedelspriser, är betydligt mindre än på industrimetaller. För de flesta utvecklade ekonomier är andelen import från Kina begränsad och det skulle därför krävas en kraftig yuandevalvering för att få en mer betydande effekt på global inflation.

Direktinvesteringar och finansiella länkar

Kina är en viktig destination för både ut- och inflöden av direktinvesteringar. En snabb inbromsning skulle därmed ha en dämpande effekt på global tillväxt. Sannolikt skulle dock inflödena av direktinvesteringar påverkas mer än kinesiska företags investeringar utomlands.



Källa: UNCTAD

En relativt stängd kapitalbalans samt statliga banker gör att Kinas **finansiella länkar med omvärlden ännu är begränsade** då det finansiella systemet är avskärmat från resten av världen. Generellt är banksektorena i de större ekonomierna inte speciellt exponerade mot Kina; både utlåning och portföljinvesteringar är små. Ett undantag är Storbritannien men där ligger huvuddelen av exponeringen mot Hongkong snarare än mot fastlands-Kina. Kinas valutaserv innehåller en stor andel amerikanska statspapper. Trots det är kopplingen mellan kinesisk efterfrågan och amerikanska räntor svag; överskottet i Kinas bytesbalans har redan minskat rejält utan att resultera i någon tydlig uppåtpress på räntorna.

Geopolitiska spänningar

Kinas stadigt ökande ekonomiska betydelse får även geopolitiska effekter i form av **stigande spänningar gentemot grannländer**. Detta är mest framträdande i **Syd kinesiska sjön** som genom omfattande gas- och oljetillgångar kombinerat med en av världens viktigaste sjötransportleder är mycket betydelsefull för den globala ekonomin. Kina har de senaste åren flyttat fram sina positioner rejält och är skarp i sin retorik gentemot USA som hittills varit garanten för säkerhetspolitisk stabilitet i regionen. Trots relativt svaga reala länkar mellan de kinesiska och amerikanska ekonomierna finns det därmed en tydlig och allt mer betydelsefull politisk interaktion. Sannolikheten för en allvarlig konflikt mellan Kina och USA är liten. Samtidigt gör ett ökande

antal incidenter i regionen att **riskerna för en begränsad konflikt mellan Kina och något av länderna i regionen stiger**.

Ett annat exempel där Kinas växande inflytande får geopolitiskt genomslag är i relationen till Ryssland. Länderna samarbetar bland annat i BRICS utvecklingsbank (New Development Bank) och även genom avtal om ryska gasleveranser samt valutautbytesavtal mellan centralbanker. Samtidigt konkurrerar Kina och Ryssland om geopolitiskt inflytande i Centralasien där Kina gjort omfattande investeringar i energisektorer och det finns en betydande risk att relationen länderna emellan kommer att domineras av konkurrens snarare än av samarbete.

Kinas framtida val av hur relationerna med andra länder ska hanteras kan få tydligt genomslag på den ekonomiska utvecklingen; både i Kinas närområde men även globalt. Kinas tonläge har visserligen höjts senaste åren men **den generella strategin fokuserar ännu på ekonomisk utveckling och samarbete** med omvärlden snarare än på militära ambitioner. Detta skulle dock kunna ändras om en hårdlandning för ekonomin leder till social oro som motverkas genom ökad nationalism. Ett mer aggressivt beteende skulle öka instabiliteten i närområdet och få tydligt negativa tillväxteffekter genom försämrat sentiment och minskade investeringar i regionen.

Både förlorare och vinnare

Kinas tillväxtinbromsning skapar både förlorare och vinnare. Länder som påverkas tydligt negativt är råvaruexportörer, framför allt ekonomier i Kinas region som Malaysia och Australien. Även Japan är genom sin geografiska närhet beroende av utvecklingen i Kina. Både **Europa och USA** bedöms ha **god motståndskraft mot en kinesisk inbromsning**. Det finns även vissa ekonomier som gynnas. Exempelvis är både Indien och ekonomier i Centraleuropa såsom Polen nettoimportörer av råvaror samtidigt som de direkta länkarna med Kina genom handel och investeringar är små. Snabbt stigande kinesiska löner skapar även möjligheter för låglöneländer som Vietnam att ta över arbetsintensiv produktion medan länder som Sydkorea utsätts för hårdare konkurrens när kinesiska företag flyttar sig uppåt längs värdekedjan.

Sammantaget bedöms ett scenario med en **gradvis inbromsning i Kina få negativa men hanterbara effekter för världsekonomin**. Samtidigt kommer Kina trots inbromsningen fortsätta att öka i betydelse för den globala ekonomin. Ökad finansiell integration gör att obalanserna i Kinas finanssektor kan slå igenom på omvärlden på sikt.

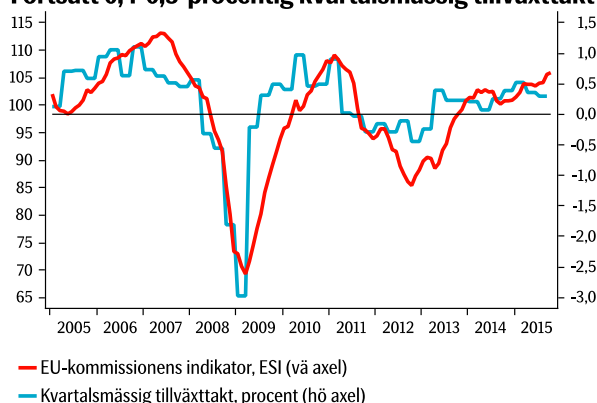
En hårdlandning skulle kunna få svåröverblickbara konsekvenser. Råvarupriserna skulle hamna under rejäl press vilket kan leda till ökad instabilitet. En snabb och kraftig inbromsning skulle dessutom kunna slå igenom på kinesisk arbetsmarknad och orsaka social oro. Ett sådant scenario skulle riskera att leda till att Kina i likhet med Ryssland försöker motverka folkligt missnöje genom ökad nationalism och en aggressiv utrikespolitik.

Återhämtning utan riktigt tillväxtlyft

- Tillväxten växlar upp något
- Fortsatt god konsumtionstillväxt
- ECB utökar tillgångsköpen och sänker depositräntan
- Flyktningkrisen mer politisk och humanitär än ekonomisk och finansiell

Konjunktorellt fortsätter eurozonen att utvecklas i rätt riktning men med tanke på krisårens stora tapp och mängden lediga resurser går det långsamt. Indikatorer pekar på en kvartalsmässig tillväxt på 0,4-0,5 procent för regionen som helhet, med export och konsumtion som de viktigaste drivkrafterna. Tyskland fortsätter att visa stabil tillväxt samtidigt som Spaniens återhämtning har intensifierats. Även Frankrike och Italien visar positiv tillväxt, om än svag. En hyfsad omvärldkonjunktur, fortsatt låg inflation och **ECB:s expansiva politik stimulerar ekonomin**. Vi väntar oss därtill att ECB utökar de månatliga köpen med 10-20 miljarder euro till 70-80 miljarder euro per månad i december och att depositräntan sänks 10 punkter till -0,30 procent. **BNP ökar med 1,5 procent 2015 och 2,0 respektive 2,1 procent 2016 och 2017. Utvecklingen är dock inte utan risker.** Cykliska delar av ekonomin, främst investeringar, ligger fortsatt efter samtidigt som den politiska utvecklingen inom regionen är ett konstant orosmoln.

Fortsatt 0,4-0,5-procentig kvartalsmässig tillväxttakt



Källa: Eurostat, EU-kommissionen

Även om det ekonomiska läget har stabiliserats och flera krisländer visar en hyfsad återhämtning **fortsätter regionen att brottas med samarbetsproblem och långsiktiga utmaningar**. Uppföljningen av krisprogrammen till stödländer och

flyktningkatastrofen visar tydligt att regionen består av 19 länder med olika politik och viljor. Också när lösningar till slut nås sker det efter uppsplitande förhandlingar vilket bidrar till politisk osäkerhet. I flyktningkrisens spår har det visat sig hur olika länders synsätt utmanar grundläggande delar av EU-projektet som t ex öppna gränser. Gränsfrågan har ytterligare kommit i fokus efter terroristattacker i Paris. Tveksamheten om i vilken riktning samarbetet är på väg – mer eller mindre integration – är större än på länge. Det gäller inte minst Storbritanniens roll i Europa och risken att landet vill lämna EU.

Den offentliga skulden är hög men utgör just nu inget akut problem med tanke på det låga ränteläget. ECB:s åtgärder har bidragit till att även ett så skuldsatt land som Italien nu har statslåneräntor nära noll på löptider upp till två år. Utrymmet för stimulans är dock litet; **finanspolitiken blir i stort sett neutral de kommande åren**. För hela regionen är effekten av flyktningkrisen på offentliga finanser relativt liten, underskottet påverkas negativt med 0,1-0,2 procent av BNP. I vissa länder, t ex Tyskland, blir effekten något större men fortfarande hanterbar. På kort sikt ger ökade utgifter för flyktningmottagande en positiv BNP-effekt motsvarande 0,1-0,2 procent; i närtid kopplat till ökade offentliga utgifter. Därefter beror effekten på hur snabbt de nyanlända kommer i sysselsättning. **Utmaningarna med flyktningkrisen för eurozonen som helhet är således mer politiska än ekonomiska.**

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

Stabila indikatorer och stigande export

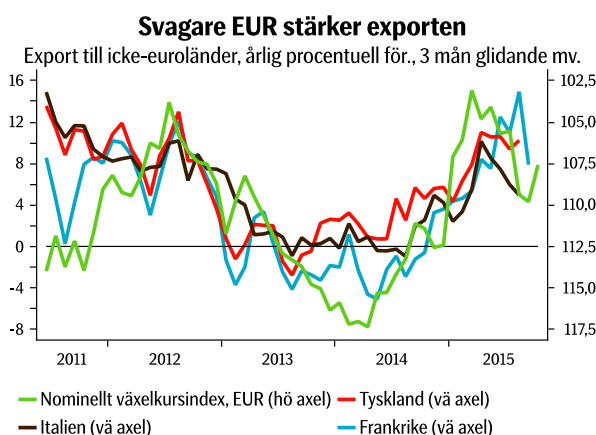
Indikatorbilden har för regionen som helhet varit relativt stabil sedan i våras. PMI har legat kring 54-nivån och EU-kommissionens **ESI** har under samma tid ökat svagt och **låg i oktober på den högsta nivån sedan i mitten av 2011**.

Utsikterna varierar dock inom regionen och mellan sektorer. Av de fyra stora länderna så ligger Tyskland och Italien kring

regionens sammanvägda siffra samtidigt som Frankrike släpar efter. Spanien, som haft en god tillväxt hittills i år, har dock backat något senaste tiden. Branschmässigt är det framför allt tjänster och detaljhandeln som drar upp det sammanvägda indexen medan utsikterna inom tillverkningsindustri och framför allt byggnadsindustri är sämre. Produktionen i tillverkningsindustrin har dock förbättrats senaste kvartalet, vilket inger visst hopp efter ett par år med fallande eller svagt ökande utveckling. Vi räknar därför med **en viss ytterligare uppväxling av industriproduktionen** under slutet av året.

Volkswagens manipulerade emissionstest skapar frågetecken. Med tanke på att flera märken i VW-familjen påverkats och att produktion finns i många länder angår frågan inte bara Tyskland. Det är för tidigt att dra några definitiva slutsatser, men av allt att döma blir tillväxteffekter och skadan för tysk industris varumärke små. Förtroendeeffekter kan visserligen minska VW:s försäljning och ge lägre investeringar, men å andra sidan kan kunder gå över till andra tyska eller europeiska märken. Behoven av korrigeringar av miljontals bilar skapar därtill extra efterfrågan på komponenter för att justera felen.

Exporten har också tagit fart och den månatliga öknings-takten har successivt förbättrats i över ett års tid. Exporten till icke-euroländer ökar snabbare än inom regionen. En förbättrad världskonjunktur och en svagare euro kommer att fortsätta att ge stöd framöver, vilket även bekräftas av orderingång. **En osäkerhetsfaktor är dock den internationella industrikonjunkturen** och avmattningen i Kina och tillväxtekonomierna. Exporten av konsumtionsvaror och tjänster väntas i denna miljö öka snabbare än mer traditionella industrivaror. Konsumtionsvaror har senaste åren blivit en viktigare del av exporten på bekostnad av bl a kapitalvaror. Omvärldens efterfrågan gör att konsumtionsvaror kommer att öka mer än exporten av kapitalvaror.

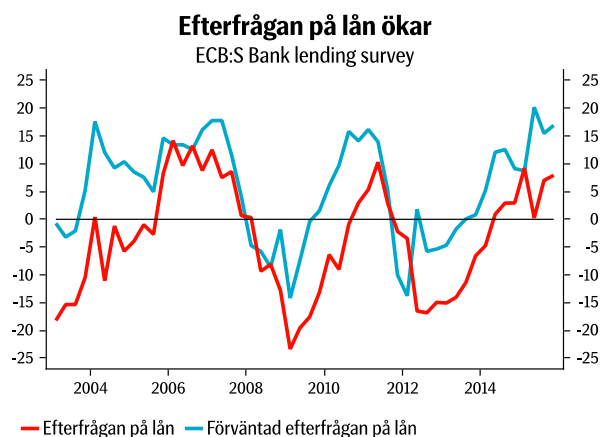


Källa: ECB, Eurostat

Investeringsökning från låg nivå

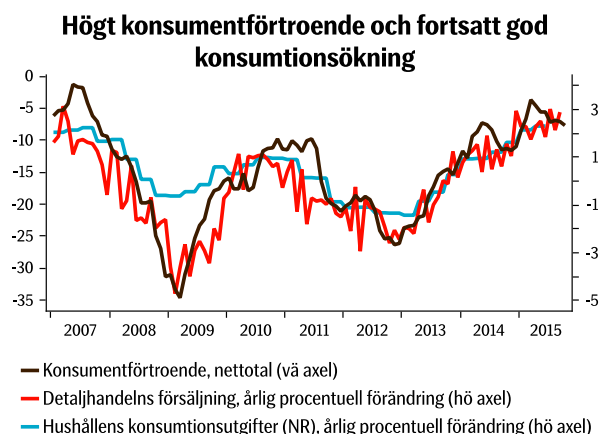
Låg efterfrågan och bristande framtidstro har bidragit till en svag investeringskonjunktur, vilket är en viktig delförklaring till att återhämtningen inte riktigt tagit fart. Överinvesteringar inom t ex bostäder innan krisen förklarar delvis trögheten. Totalt sett ligger investeringsnivån 15 procent lägre än 2008; som andel av BNP har investeringar fallit med nära 5 procent-

enheter sedan 2007-2008. Även om ingen kraftig uppgång väntas i närtid så **ökar nu investeringarna något mer bredbaserat**. Gradvis ljusare framtidsutsikter i kombination med en lång tid med låga investeringar och ett kapacitetsutnyttjande som ligger relativt högt talar för att **investeringsuppgången kan ta viss fart kommande år**.



Källa: ECB Bank Lending Survey

Även bankutlåningen stiger, om än svagt, och efterfrågan på lån ökar enligt ECB:s undersökning. Förbättrade framtidsutsikter avspeglar sig framför allt i att förväntad efterfrågan på lån ligger på en hög nivå. Även om efterfrågesidan förstärks så **brottas fortfarande banksektorn med dåliga lån**, framför allt i sydeuropa, och tvekar därför att låta balansräkningarna växa. Statistik visar på en fortsatt fragmenterad utveckling på lånesidan. Även i Spanien, som visar en god allmän ekonomisk återhämtning, så faller lånestocken. Finansiella förhållanden har lättat senaste tiden när euron försvagats och kommer att fortsätta göra så framöver.



Källa: Eurostat, EU-kommissionen

Konsumtionen är viktig tillväxtmotor

Konsumtionen blir en allt viktigare tillväxtmotor och flera krafter drar nu i positiv riktning. Detaljhandelssiffror pekar på fortsatt hyfsad tillväxt och bilregistreringarna ökar med ca 10 procent i årstakt, vilket är ett tecken på stark framtidstro. Ökad sysselsättning, låga räntor och låg inflation bidrar till att konsumtionsutrymmet ökar trots låga nominella löneökningar. Sparkvoten väntas ligga stabilt på den nivå som etablerats de

senaste åren och inkomstökningar väntas således användas till att återställa tidigare minskad konsumtion. **Konsumtionen ökar med nära 2 procent per år 2016 och 2017.**

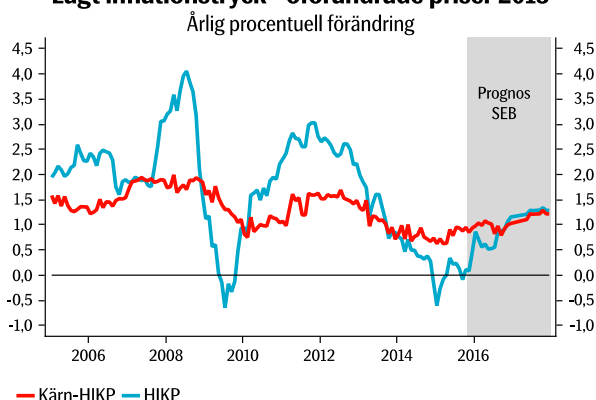
Arbetsmarknaden förbättras, men långsamt

Arbetslösheten föll i september till 10,8 procent och har fallit med 1,3 procentenheter sedan toppnivån våren 2013. Nedgången är bredbaserad i regionen men nivå och takt skiljer sig markant åt. Spanien och Portugal sticker ut med en relativt kraftig nedgång även om nedgången i Portugal mattats av. Tyskland har en fortsatt stark arbetsmarknad men arbetslösheten väntas nu plana ut på en historiskt låg nivå runt 4,5 procent. Tillväxt över trend talar för fortsatt stigande sysselsättning som bidrar till att **arbetslösheten i eurozonen sjunker från 11,0 procent 2015 till 10,6 procent 2016 och 10,2 procent 2017.** Vår bedömning av arbetslöshetens jämviktsnivå ligger runt 9 procent. Detta innebär således att det fortfarande i slutet av 2017 finns ledig kapacitet vilket påtagligt avviker från situationen i USA. Flyktingströmmarna innebär dock en stor osäkerhetsfaktor. Det gäller dels hur många som får stanna i Europa och dels hur snabbt de kommer in i arbetskraften och blir anställningsbara.

Inflationen stiger, men klart under målet

Inflationen är fortsatt låg och i t ex Spanien, som visar en god realekonomisk återhämtning, faller fortfarande priserna. Inflationen **kommer även framöver att vara nedpressad**, bl a som en följd av fortsatt låga löneökningar. Löneökningstakten i eurozonen som helhet ligger nu runt 1,5 procent och i GIIPS-länderna strax över noll. En viss uppgång i inflationstakten sker dock när effekten av fallande oljepris faller ur förändringstalen. Därtill ger den svaga euron, som handelsvägt ligger ca 10 procent under nivån 2014, också en viss inflationsimpuls. ECB:s tumregel innebär att valutautvecklingen ska lyfta inflationen med ca 0,5 procentenheter. Vår bedömning är dock att effekten är mindre i en miljö med svag efterfrågan och hård global konkurrens som gör det svårt för företag att höja priser. Sammantaget räknar vi med att HIKP stiger till **0,8 respektive 1,3 procent 2016 och 2017.** Inflationen fortsätter därmed att ligga på en obekvämt låg nivå för ECB. Trycket på ECB att fortsätta värna trovärdigheten i inflationsmålet illustreras av att de långsiktiga marknadsbaserade inflationsförväntningarna fallit tillbaka och nu ligger på 1 procent (på 5 års sikt).

Lågt inflationstryck - oförändrade priser 2015



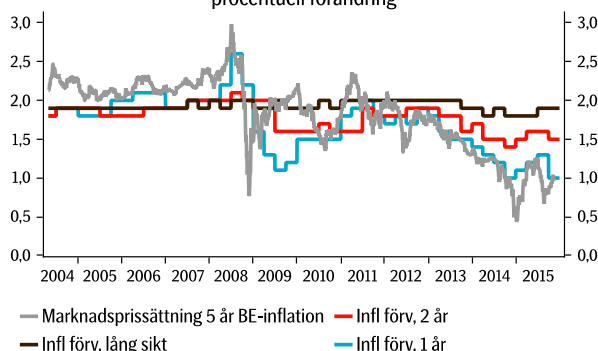
Källa: Eurostat, SEB

Ytterligare stimulanser från ECB

ECB och dess chef Draghi gav oväntat tydliga signaler vid det senaste penningpolitiska mötet. **Det gör att ytterligare lättnader nu är mycket sannolika.** ECB är oroligt över svagheter på tillväxtmarknader, låga inflationsförväntningar och risker för en oönskat stark euro. Att ECB ser ökade nedåtrisker för tillväxten är något förvånande mot bakgrund av den relativt starka inhemska efterfrågan, men tillväxten kommer från låg nivå och arbetslösheten är fortsatt mycket hög. Vi ser dessutom flera starka skäl för ytterligare stimulans. Dollarn har apprecierat men ECB vill säkerställa en fortsatt svag euro för att ge export och inflation en impuls. Detta blir särskilt viktigt om Fed åter skulle mjukna och t ex avstå från att höja räntan i december. De finansiella riskerna med monetär expansion är små och ECB vill säkerställa att europeiska räntor hålls låga och att en eventuell uppgång i USA när Fed börjar höja inte smittar av sig på eurozonen. Inflationen är på väg upp, men lönetrycket är lågt och det underliggande inflationstrycket är svagt; HIKP och kärn-HIKP når inte högre än 1,2-1,3 procent mot slutet av 2017. Inflationsprognos ligger under både konsensus och ECB och bedömningen är att vi kommer att se nedrevideringar från andra prognosmakare.

Låga inflationsförväntningar problem för ECB

Marknadens och prognosmakares inflationsförväntningar, årlig procentuell förändring



Källa: ECB, SEB

Det finns flera vägar framåt för mer stimulanser:

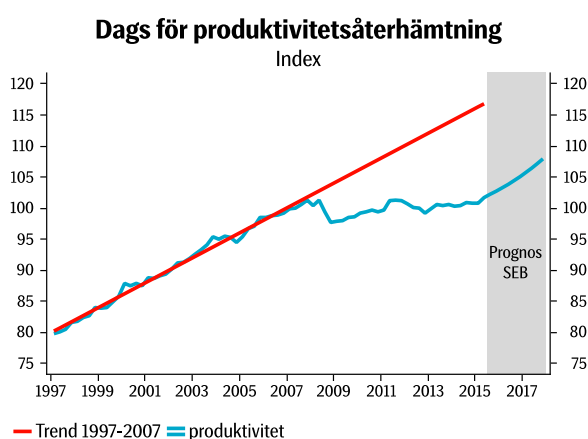
- 1. Sänka räntan.** Syftet med räntesänkningar är framför allt att försvaga euron. Att sänka depositräntan kan dock öka kostnaderna för banker som deltar i TLTRO-operationer. En sänkt depositränta utökar mängden tillgängliga obligationer för ECB eftersom köp endast görs till räntenivåer över depositräntan. Samtidigt skulle en sänkt depositränta också sätta press nedåt på marknadsräntorna, vilket delvis tar ut denna effekt.
- 2. Utöka de månatliga köpen** är det alternativ som ligger närmst till hands, kombinerat sannolikt med uttalanden att den totala volymen jämfört med existerande program utökas.
- 3. Förlänga programmet.** ECB har sagt att tillgångsköpen ska ske minst till och med september 2016 eller så länge som det behövs. Den bortre tidpunkten kan ytterligare förlängas och ECB kan mer explicit säga att programmet är utan slutdatum.

Som vi ser det är en kombination av alternativ 1 och 2 det mest sannolika, dvs **depositräntan sänks med 10 punkter till -0,30 procent och månatliga obligationsköp utökas till 70-80 miljarder euro.**

Låg arbetslöshet driver lönerna högre

- **Produktiviteten allt viktigare tillväxtkraft**
- **Låg inflation men utan deflationsfara**
- **Bank of England avvaktar längre**

Sensommarens finansiella turbulens och globala tillväxtoro väntas inte sätta varaktiga spår i brittisk ekonomi. **BNP stiger med stabila 2,4 procent i år, 2,5 procent nästa år respektive 2,6 procent 2017** trots finanspolitisk motvind. Jämfört med konsensusuppfattningen är avvikelserna störst 2017 när vår optimistiska syn på produktivitets återkomst ger avtryck i tillväxtsiffrorna. Storbritannien undviker med nöd och näppe prisfall 2015. **Inflationen blir 0,1 procent, 0,6 procent och 1,4 procent 2015 till 2017**, vilket klart understiger konsensus. Istället är det en allt stramare arbetsmarknad med arbetslöshet som fallit under jämvikts-arbetslösheten som ger Bank of England (BoE) argument för gradvis räntenormalisering. **Den första räntehöjningen kommer i augusti 2016** enligt våra prognoser. Enligt terminspriseringen låter den första räntehöjningen vänta på sig ytterligare ett par kvartal. I slutet av prognosperioden står den viktigaste styrräntan i 1,50 procent.



Källa: Office for National Statistics, SEB

De senaste årens branta arbetslöshetsfall bromsar in och i slutet av 2017 står arbetslösheten i 4,7 procent; en halv procentenhet under dagens nivå och i linje med botten i den förra konjunkturcykeln. Den låga arbetslösheten begränsar tillväxten från utbudssidan och sysselsättningstillväxten saktar nu in tydligt från 25-årshögsta i fjol. Efter flera års kraftig utveckling håller i sig och produktiviteten tar gradvis över som främsta drivkraft i återhämtningen. Det höga resurs-

utnyttjandet medför en fortsatt robust lönetillväxt; för närvarande noterar lönerna treprocentiga ökningstal i både reala och nominella termer. Produktivitetstillväxten mildrar löneökningarnas inflationsimpuls. Men inflationen letar sig ändå gradvis högre kommande år när baseffekter från tidigare bensin- och oljeprisfall faller ur tolv månaderstalen och motvinden från pundförstärkningen lättar. Risken för varaktig deflation är låg sett till hushållens inflationsförväntningar.

Förutsättningarna finns för fortsatt robust hushållskonsumtion. Låg inflation och stigande lönekurvor ger köpkraftslyft samtidigt som kreditförhållandena gradvis lättar och hushållens balansräkningar befinner sig i allt bättre skick. Trots att konsumentförtroendet är högt uppskruvat har detaljhandelsförsäljningen sviktat på sistone; i stället är det tjänster och sällanköpsvaror som drar nytta av köpkraftslyftet. **Hushållens konsumtion ökar med 2,7 procent i snitt 2015 till 2017.** Ökningstalen matchar den reala inkomstutvecklingen vilket innebär att sparkvoten ligger kvar på stabilt låg nivå. **Stram finanspolitik ger negativa tillväxtbidrag i storleksordningen 1 procent av BNP 2016 och 2017** och hindrar ett ännu starkare konsumtionslyft.

På investeringssidan drar byggsektorn ett gradvis större tillväxtklass. Stora infrastruktursatsningar är på väg samtidigt som regeringens mål är att en miljon nya bostäder ska byggas till 2020. Därmed lär påbörjade nybyggnationer stiga kraftigt från dagens nivåer. Samtidigt som låga oljepriser ger lönsamhetsproblem för nya borrhål i Nordsjön finns andra möjligheter för energisektorn i form av stora skiffergasfyndigheter. Men det återstår att se hur mycket som faktiskt kan tas upp i slutändan. **Företagens konkurrenskraft tycks intakt trots pundförstärkningen** med närmare 13 procent i effektiva termer sedan 2013; förtroendet i tillverkningsindustrin steg brant i oktober och bytesbalansunderskottet minskat med besked i år till hanterbara 3,6 procent av BNP.

Senast 2017 kommer Storbritannien att folkomrösta om EU. I ett linjetal nyligen presenterade premiärminister Cameron en rad brittiska reformkrav, däribland minskad överstatlighet och ändrade regler för arbetskraftsinvandring från andra EU-länder. Enligt opinionsundersökningarna vill fortfarande en majoritet av britten stanna kvar i unionen; om Cameron får gehör för reformkraven är majoriteten förkrossande hög. Folkomröstningen i kombination med att pundet redan är högt värderat talar för att pundet inte förstärks ytterligare mot euron trots de förväntade skillnaderna i penningpolitiken. **EUR/GBP står i 0,75 och GBP/USD i 1,40 i slutet av 2017.**

Starkare tillväxt med växande strukturella utmaningar

- **Resurser för flyktingmottagning höjer BNP**
- **Bristssituationer på arbetsmarknaden...**
- **...pressar upp löner och inflation något**
- **Riksbanken sänker i december men höjning påbörjas i slutet av 2016**
- **Svagare offentliga finanser när migrationskostnader lånefinansieras**

Konjunkturuppgången som gradvis accelererat under det senaste året **ser ut att stärkas ytterligare under det kommande året**. Drivkraften är både en något starkare tillväxt i omvärlden men framför allt stigande efterfrågan i spåren av det stora migrationsflödet. Vi tror att en betydande del av de ökande kostnaderna kommer att finansieras med större offentliga underskott vilket leder till en **finanspolitisk stimulans på mer än en procent av BNP**. Även om vissa undanträngningseffekter av både offentlig och privat konsumtion är troliga räknar vi med att **BNP under 2016 stiger med hela 3,6 procent för att därefter bromsa något till nära 3 procent 2017**. Jämfört med *Nordic Outlook* från augusti har tillväxten justerats upp med nästan en procent 2016 och en kvarts procentenhet 2017. Vår prognos bygger på de senaste antagandena (oktober 2015) från Migrationsverket, vilket förutsätter ett avtagande migrantflöde.

Den starka sysselsättningsökningen i kombination med matchningsproblem gör att **resursrestriktioner och flaskhalsar bli mer påtagliga**. Trots att sysselsättningen väntas accelerera förblir arbetslösheten relativt hög. Låga inflationsförväntningar och mer expansiv politik från ECB gör att Riksbanken sänker reporäntan med ytterligare 10 punkter i december till -0,45 procent men att inga ytterligare stimulanser genomförs trots Riksbankens mjuka signalering. Därefter talar stigande resursutnyttjande och inflation för att Riksbanken har sänkt färdigt i denna cykel. **Under 2016 skiftar penningpolitikens fokus** och när inflationen närmar sig målet **höjs räntan i slutet av 2016**; ca ett halvår tidigare än vad Riksbanken räknar med. I slutet av 2017 bedöms reporäntan ligga på 0,75 procent.

De **direkta kostnaderna för flyktingmottagandet** belastar enligt våra beräkningar de offentliga finanserna med **40-50 miljarder under 2016**. Detta kommer delvis att finansieras bl a genom neddragningar av utlandsbiståndet. Effekterna på de offentliga finanserna mildras också av att den starka tillväxten stärker skatteintäkterna. Det finns en risk för att trycket på

kommunerna blir så stort att ytterligare statliga medel måste skjutas till utöver de nyligen aviserade ca 10 miljarderna.

Bortom den initiala finanspolitiska stimulansen från flyktingvågen väntar **betydande politiska utmaningar** för att potentialen med den ökade befolkningen ska kunna realiseras. Det gäller t ex bostadsbyggande och utbildning som kommer ta stora resurser i anspråk under många år framöver. Obalanserna på bostadsmarknaden i kombination med utmaningarna av den stora flyktingströmmen har ökat sårbarheten och riskerna i ekonomin. Om inte integrationen förbättras **kan ytterligare ökning av det offentliga utgiftstrycket leda till att räntorna pressas uppåt**, delvis som effekt av försvagat omvärldsförtroende. I kombination med ökat behov av skattehöjningar kan detta leda till en mer markerad nedgång i bostadspriserna.

Skakig återhämtning för industrin

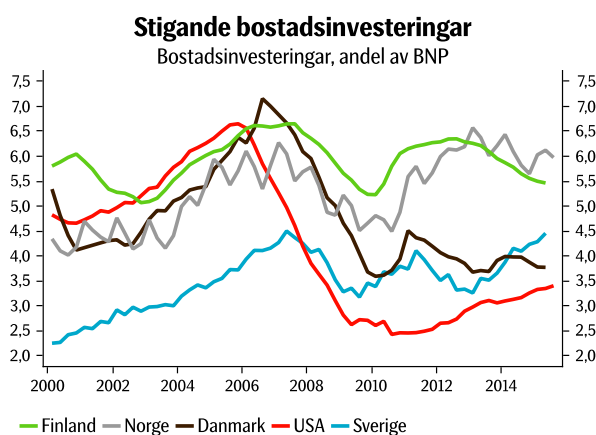
Industrikonjunkturen fortsätter att halta. En viss uppgång kan skönjas för varuexport och produktion, men i såväl Sverige som omvärlden ligger framåtblickande sentimentsindikatorer kvar på måttliga nivåer. Hyfsad tillväxt i Väst Europa talar för att varuexporten ändå gradvis accelererar efter att ha legat i stort sett stilla de senaste två åren. Detta gynnar framför allt konsumtionsvaror och investeringsvaror, där t ex fordonsindustrin och läkemedelsindustrin är mer optimistiska än på länge. För gruv- och metallindustrin samt för maskinvaruindustrin är utsikterna betydligt dystrare, vilket reflekterar att dessa branscher påverkas mest av inbromsningen i Kina. Den globala IT-avmattningen avspeglas i att elektronikindustrin uppvisar bristande framtidstro. En fortsatt god tillväxt för tjänsteexporten bidrar till att **exporten accelererar till 4,9 procent nästa år för att därefter bromsa till 4,6 procent 2017**. Jämfört med historiska konjunkturuppgångar växer exporten relativt svagt.

Bostadsinvesteringarna kan öka ännu mer

Investeringarna ökade med i genomsnitt nästan åtta procent under första halvåret 2015, framför allt drivet av stigande bostadsinvesteringar. Att befolkningstillväxten accelererar gör att efterfrågan på bostäder kommer att vara fortsatt mycket hög, vilket förutom stort investeringstryck **fortsätter att pressa bostadspriserna uppåt**. Att få fram tillräckligt med bostäder blir en mycket svår strukturpolitisk utmaning. Regionala obalanser gör också att efterfrågan på bostäder är som störst i de redan överhettade storstadsregionerna. Vi kan visserligen se vissa signaler till blocköverskridande samsyn när det gäller regelförenklingar på bostadsmarknaden, men detta lär få ganska marginella effekter.

Bostadsbyggandets ökningstakt dämpades under första halvåret 2015, men nu pekar fler påbörjade lägenheter på att

uppgången tar fart på nytt. Vi räknar med att **bostadsbyggnadets bidrag till BNP-tillväxten uppgår till nästan en procentenhet både 2016 och 2017**. Bygginvesteringarnas andel av BNP kommer enligt vår prognos växa till över 6,5 procent. **Byggbranschen visar redan i nuläget vissa tecken på överhettning och situationen kommer att förvärras**. Stigande arbetskraftsbrist i byggbranschen kan leda till en snabbare löneökningstakt de närmaste åren jämfört med vad som ligger i vår huvudprognos.



Bostadspriserna har stadigt accelererat sedan slutet av 2011 och den årliga ökningstakten ligger nu på nästan 16 procent. SEB:s boprisindikator tyder på att uppgången mattas något mot slutet av innevarande år och givet att amorteringskravet införs enligt plan i maj nästa år tror vi prisuppgången saktar in ytterligare till under 10 procent. **Ytterligare åtgärder för att dämpa priserna införs antagligen 2017**; bl a tror vi att någon förändring av ränteavdragen påbörjas. Fortsatt låga räntor och alltmer tilltagande bostadsbrist talar för att huspriserna kan öka något ytterligare under 2017, men riskerna för husprisfall längre fram när konjunkturen saktar in är stora.

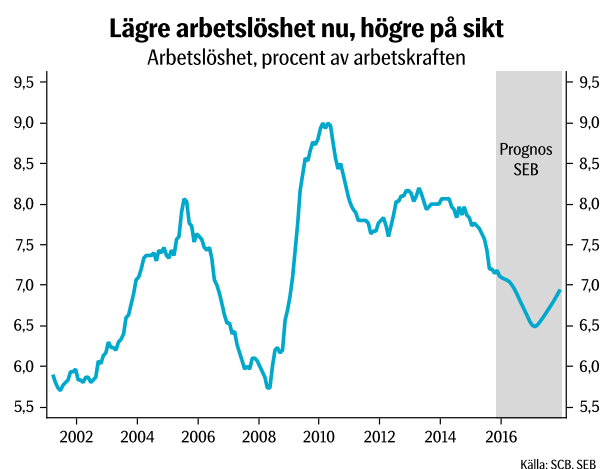
Högre privat och offentlig konsumtion

Vid sidan av byggnadsinvesteringar kommer konsumtionen att vara den starkaste drivkraften för tillväxt de närmaste åren. Snabb befolkningsökning samt stigande inkomster och sysselsättning stimulerar konsumtionen i än högre grad än vi tidigare räknat med. Sammantaget räknar vi med att den **privata konsumtionen stiger med 3,3 procent 2016 och 2,8 procent 2017**. Stimulanseffekten relaterat till flyktigmottagandet motverkas av att andra hushåll minskar sin konsumtion för att kompensera för framtida förväntade skatthöjningar (så kallad Ricardiansk ekvivalens). **Flyktinkrisens effekter på den offentliga konsumtionen blir ännu större**. Förutom flyktningarnas boende ökar behovet av bland annat undervisning och hälsovård betydligt. Tillväxten i offentlig konsumtion uppgick under första halvåret till 2 procent och vi tror att tillväxten under nästa år kan bli hela 3,5 procent. Under 2017 växer den offentliga konsumtionen med 2,5 procent.

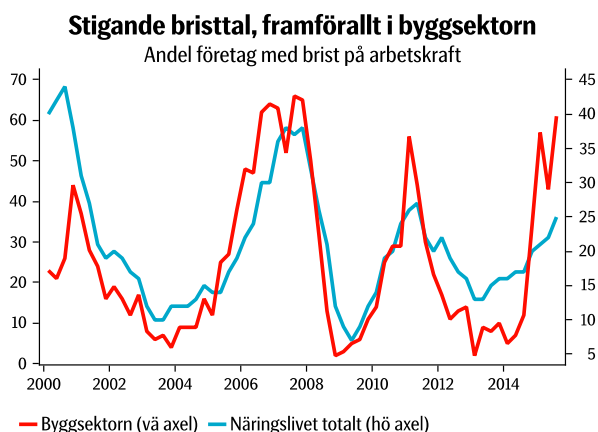
Snabb jobbtillväxt; något lägre arbetslöshet

Sysselsättningen har under en lång tid växt i snabb takt, vilket möjliggjorts av den stora invandringen. Uppgången ligger nu

på ungefär 1½ procent i årstakt. Kortsiktiga indikatorer tyder på att ökningstakten kan accelerera ytterligare under hösten; t ex har antalet nyanmälda lediga platser stigit till rekordnivåer. **Tillväxten drivs nu i hög grad av sysselsättningsintensiva komponenter**, inte minst i den offentliga sektorn. Vi har därför justerat upp prognosen för sysselsättningen de närmaste åren. Utsikterna för arbetslösheten är osäkra, men ett ökat arbetsutbud bidrar till att den faller endast långsamt. Bara en liten del av de flyktingar som nu kommer till Sverige bedöms bli tillgängliga för arbetsmarknaden under det närmaste 1-2 åren; prognosen för arbetsutbudet har därför reviderats ganska lite jämfört med augusti. Mot slutet av prognosperioden tror vi dock att arbetslösheten stiger igen när arbetsutbudet växer snabbare. **En stor del av den ökande arbetslösheten riskerar dessutom att bli strukturell**.



Trots hög arbetslöshet har indikatorer för resursutnyttjandet, t ex andelen företag som anger svårigheter att hitta lämplig arbetskraft, **stigit sedan slutet av 2013 och ligger nu nära det historiska snittet**. Ännu har vi inte nått den nivå som historiskt varit förenlig med accelererande löner, men mycket talar för att arbetskraftsbristen fortsätter öka under de närmaste åren. Vissa sektorer med stark efterfrågan, t ex byggsektorn, har redan i dagsläget bristtal som närmar sig historiska toppar. Även i offentlig sektor kommer bristen på många yrkesgrupper att bli påtaglig.

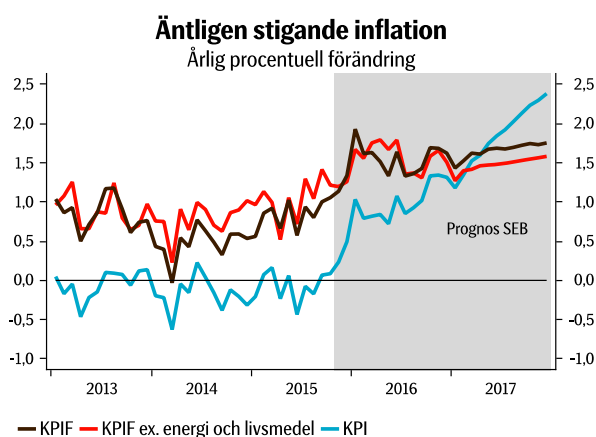


Lite mer press uppåt på lönerna

Den pågående **avtalsrörelsen kommer in i ett avgörande skede i början på nästa år** (se temartikel i *Nordic Outlook Augusti 2015*: Avtalsrörelsen löser inte Riksbankens dilemma). Att LO gett upp ambitionerna att få till en samordning på den fackliga sidan har förändrat spelplanen en del. Industrifackens utgångsbud om ettåriga avtal med löneökningar på 2,8 procent ligger på samma nivå som budet i avtalsrörelsen 2013. Den relativt svaga industrikonjunkturen talar för att avtalen i sektorn också hamnar på ungefär samma nivå 2013-2015 nämligen 2,3 procent per år. Löneavtalen i de inhemska sektorerna kommer antagligen bli något högre. Starkare arbetsmarknadsläge och ambitioner att minska löneskillnader mellan män och kvinnor talar i den riktningen. Att LO-samordningen spruckit innebär en högre sannolikhet för att avtalen på många områden blir ettåriga i linje med industrifackens bud. Ändå är vårt huvudscenario att de flesta avtal till slut blir treåriga; tidigare har arbetsgivarna ofta gått med på lite högre löneökningar i utbyte mot att facken accepterat längre avtal. Prognosen för de totala löneökningarna inklusive löneglidning har justerats upp något till följd av ett högre resursutnyttjande. **Vi räknar nu med att lönerna stiger med 3,2 procent 2016 och 3,4 procent 2017.**

Högre inflation men delvis tillfälligt

Inflationen har den senaste tiden rört sig sidledes med KPI runt noll och KPIF någon procentenhet högre. **Vi ser nu tydliga tecken på att inflationen är på väg upp.** KPIF exklusive energipriser ökade till 1,8 procent i september och när energiprisfallen under slutet av i fjol faller ur den årliga prisförändringen kommer total KPIF att stiga betydligt. Efter årsskiftet får uppgången ytterligare lyftkraft av höjda skatter på bensin och reparationer (minskat ROT-avdrag), vilket bidrar till att KPIF i början av nästa år ser ut att hamna nära Riksbankens mål.



Källa: SCB

Till stor del är dock **drivkrafterna till inflationsuppgången av tillfällig natur**. De senaste årens kronförsvagning driver upp priserna, främst på varor, men denna effekt kommer enligt våra modeller avta under nästa år. Vidare blir bidraget från indirekta skatter troligen betydligt mindre 2017 än 2016. De senaste månaderna har dessutom inflationen pressats upp av onormalt stora prisuppgångar på bl a grönsaker och resor som med stor sannolikhet är tillfälliga. Slutsatsen blir att inflations-

takten börjar falla tillbaka under andra halvåret 2016 och når en nivå på knappt 1½ procent i början av 2017. Under 2017 påbörjas dock även en cyklisk uppgång i inflationen som drivs av ett stramare resursläge, vilket leder till stigande löner och med en viss fördröjning även högre inflation. **I slutet av 2017 är KPIF-inflationen i stort sett tillbaka på 2 procent.**

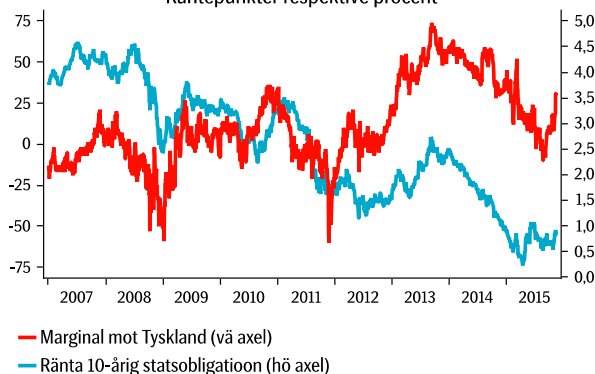
Riksbanken ändrar kurs under 2016

Riksbanken fortsätter pressas den närmaste tiden av obekvämt låga inflationsförväntningar och expansiv penningpolitik från ECB. Vi räknar därför med **räntan sänks med ytterligare 10 punkter till -0,45 procent i december**. Riksbanken har också tydligt signalerat att man är redo att gå vidare genom t ex utvidgning av obligationsköpen till andra tillgångar än statspapper. **Tonläget när det gäller valutainterventioner har också skärpts betydligt** men vi tror ändå inte man kommer att genomföra detta. Vi räknar heller inte med nya QE-åtgärder efter att det nuvarande programmet avslutas i juni nästa år.

På sikt pekar flera faktorer på att en omläggning av politiken kommer att ske. Kontrasten mellan å ena sida tillväxt långt över trend, stigande resursutnyttjande och växande hushållsskulder och å den andra sidan den extremt expansiva penningpolitiken blir alltmer slående. När inflationen tydligare börjar röra sig uppåt är det troligt att även inflationsförväntningarna gradvis börjar stiga. I en temartikel (se sid 13) diskuteras också utsikterna för att Riksbanken kan gå i en riktning där penningpolitiken görs mer flexibel, vilket skulle ge ytterligare argument för att avstå från stimulanser i en situation med rusande bostadspriser. Vi räknar med att **räntehöjningar påbörjas i slutet av 2016**, d v s tidigare än vad Riksbankens bana anger och att **reporäntan ligger på 0,75 procent i slutet av 2017.**

Stigande ränteskillnad mot Tyskland

Räntepunkter respektive procent



Källa: Macrobond

Marginalen mellan den svenska och tyska tioåriga obligationsräntan sjönk efter att Riksbanken utökade QE-programmet i slutet av oktober i slutet av oktober med 65 miljarder till totalt 200 miljarder kronor. Den senaste tiden har dock långgränteskillnaden ökat igen i takt med ökad osäkerhet avseende de svenska statsfinanserna. Framöver mildras tendenserna till isärspridning av att Riksbanken ska köpa nästan 35 procent av utestående stock av nominella statsobligationer. Den dåliga marknadslikviditeten skapar dock problem som på kort sikt främst tar sig uttryck i ökad volatilitet men på lite sikt innebär

att **svenska obligationer börjar handlas med en premie**. Högre tillväxt och inflation gör sig också gradvis gällande. Sammantaget tror vi att marginalen mot Tyskland (tioårig obligationsränta) stiger till 50 punkter i mitten på nästa år för att sedan stiga till 80 punkter i slutet av 2017.

Riksbanken låter motvilligt kronan stärkas

Riksbankens aggressiva politik under det senaste året har resulterat i att **kronan varit relativt stabil mot euron, trots starkare tillväxt i Sverige**. Vi tror att penningpolitiken kommer fortsätta vara den avgörande faktorn för kronan det närmaste halvåret och givet vår prognos om att ECB kommer att utöka den penningpolitiska stimulansen betydligt december är det troligt att kronan stärks under de närmaste månaderna. För att undvika att inflationen faller tillbaka är det troligt att Riksbanken åter lättar penningpolitiken om kronförstärkningen går för fort. När tillväxten accelererar under nästa år och Riksbanken tar ytterligare ett steg tillbaka **blir kronförstärkningen ännu tydligare**. Osäkerheten kopplade till flyktingkrisens budgeteffekter har troligen mindre betydelse för kronan än för räntemarginalen eftersom den implicita finanspolitiska stimulansen i sig talar i kronpositiv riktning.

Ökade risker, men fortsatt motståndskraftiga offentliga finanser

De offentliga finanserna pressas nu av stigande utgifter i migrationskrisens spår. Men det starka utgångsläget gör att effekterna inte är speciellt dramatiska. Huvudscenariot är att regeringen kommer att behöva revidera upp migrationsrelaterade utgifter med 40-50 miljarder 2016 och ytterligare 5-10 för 2017. Därtill kommer de 10 miljarder i extra bidrag till kommunerna som regeringen nu aviserat redan för 2015. Det finns därtill en risk för att utgifterna blir högre på en rad andra områden t ex inom arbetsmarknadspolitiken. I huvudsak lånefinansieras utgiftsökningarna men vissa besparingar kommer att göras. I Budgetpropositionen för 2016 föreslogs att ca 8 av totalt ca 43 miljarder av utlandsbiståndet används för flyktingmottagande och vi antar att 5 miljarder till kan tas även om det pressar utlandsbiståndet. Därtill räknar vi med att besparingar på ytterligare 10-15 miljarder genomförs inom ramen för det anslagssparande som pågår inom finansdepartementet.

För det offentliga saldoto finns dock krafter som drar i motsatt riktning. Ökad sysselsättning, konsumtion och bostadsbyggande bidrar till att skatteinkomsterna stiger snabbt och kan överraska på uppsidan. Försvagningen av de offentliga finanserna blir därför inte så stor jämfört med tidigare beräkningar. **Underskottet ligger kring 1,5 procent av BNP 2015-2017** och den offentliga skulden ligger kring 44,0 procent av BNP 2015-2017. Vår bedömning är också att Riksgäldens senaste upplåningsprognos underskattar lånebehovet. De svenska statsfinanserna är således fortsatt starka, men den relativt kraftiga räntereaktionen i samband med finansministerns presentation av tilläggsbudgeten den 12 november visar att situationen ändå har förändrats. Framför allt är det nog viktigt för förtroendet att inte migrationskrisen leder till ständiga revideringar i negativ riktning.

Ökade utgifter pga migration & finansiering

Miljarder kronor

	2015	2016	2017
Flyktingmottagande*	50	55	
Bidrag t. kommuner & landsting	10	15	20
Bistånd	-5	-5	
Övriga besparingar	-10	-15	
Summa (lånefinansieras)	10	50	55

Källa: SEB. * Migrationsverket, etablering mm

När det gäller det finanspolitiska ramverket är det tydligt att målet om ett överskott på 1 procent av BNP är avlägset, men målet har redan tidigare spelats ned av regeringen. Om det statliga utgiftstaket skulle spricka vore det en större förändring. Taket har tidigare endast justerats i samband med regeringsskiftet, men kommer med stor sannolikhet att behöva höjas 2016. Framöver blir **utrymmet på utgiftssidan för andra reformer att vara obefintligt i budgetarna för 2017 och 2018**, vilket kan skapa politiska spänningar i regeringens relationer med framför allt Vänsterpartiet

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2014	2015	2016	2017
Finansiellt sparande	-1,7	-1,2	-1,6	-1,8
Lånebehov (mdr)	72	45	50	70
Offentlig bruttoskuld	43,8	44,1	43,9	43,9

Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

Minoritetsregeringen under press

Trots det relativt stabila budgetläget är **det politiska läget bräckligt efter att Decemberöverenskommelsen fallit**. Det svaga parlamentariska läget skapar problem för regeringen som nu också plågas av migrationsfrågan och dess budgetkonsekvenser. Sannolikheten är ganska hög för att Miljöpartiet lämnar regeringen i takt med att ytterligare åtstramningar av migrationspolitiken genomförs. Men eftersom det finns tydliga skillnader i migrationsfrågan inom båda blocken är en möjlig utväg att Socialdemokrater och Moderater når en samsyn och att andra partier sedan kan välja om och i vilken grad man vill ansluta sig eller passivt acceptera en sådan. Allianspartierna har ännu inte någon gemensam strategi efter DÖ-kollapsen. Folkpartiet (numera Liberalerna) har signalerat tydligast vilja att på allvar samarbeta med regeringen, medan Moderaterna och Centern i viss utsträckning agerar i linje med DÖ:s intentioner. Kristdemokraterna har visat störst benägenhet att försöka få till stånd ett regeringsskifte när tillfälle ges. Under rådande akuta kris är det inte troligt att Alliansen är benägen att provocera fram en regeringskris. I ett lite lugnare läge när den politiska striden främst gäller integrationsfrågor, där Allianspartierna har större samsyn, kan dock situationen förändras. Förändringar i det aktuella opinionsläget blir extra viktigt i en sådan situation.

- **Ofinansierade utgifter ger finanspolitisk stimulans**
- **Starkt immunförsvar minskar politikens trovärdighetsproblem**
- **Integrationsutmaningar ökar trycket på politiskt samförstånd**

I de flesta länder påverkas inte de makroekonomiska prognoserna speciellt mycket av migrationsflödena i flyktingkrisens spår. Situationen är dock annorlunda för Sverige som har det **klart största mottagandet bland EU-länderna i relation till folkmängden**. Den senaste prognosen från Migrationsverket pekar på att antalet asylsökande kommer att ligga på 160 000 (140 000 till 190 000) för 2015 och på runt 110 000 för 2016. Detta kan jämföras med tidigare prognoser runt 80 000, vilket i sin tur var något över genomsnittet den senaste 5-årsperioden. För 2017 har vi kalkylmässigt antagit en nivå på 70 000 personer. Osäkerheten är dock stor när det gäller antalet asylsökanden samt deras utbildnings- och åldersstruktur.

Sammantaget över perioden 2015-17 motsvarar mottagandet ca 3½ procent av befolkningen. Men även dessa höga antaganden bygger på att åtgärder vidtas för att dämpa inflödet från de dramatiska nivåer som gäller i nuläget.

De närmaste åren är det efterfrågeeffekter av de extra resursinsatserna som dominerar, medan det på längre sikt blir avgörande hur de nyanländas integration och arbetsdeltagande utvecklas. Hur detta påverkar olika delar i prognosen framgår på olika sätt i Sverigeavsnittet; nedan diskuteras några principiella frågor mer utförligt. Regeringen har signalerat att huvuddelen av utgifterna inte kommer att finansieras genom besparingar eller skattehöjningar utan istället leda till ökad statlig upplåning (se avsnitt om offentliga finanser). **Det innebär att vissa undantag från det normala finanspolitiska ramverket görs.** Taket för statliga utgifter höjs troligen samtidigt som överskottsmålet i de offentliga finanserna alltmer skjuts på framtiden.

I tabell på sidan 29 redovisas kalkylerna för de offentliga finanserna. Givet Migrationsverkets prognoser ligger riskerna troligen på uppsidan. Framför allt är det möjligt att kostnader för kommunernas utbildningsinsatser eller Arbetsförmedlingens insatser för att t ex få ut nyanlända på arbetsmarknaden blir högre. Å andra sidan kan migrationsprognosen för 2016 och 2017 komma att justeras ned med tanke på allt tydligare politiska ambitioner att begränsa flyktingströmmen.

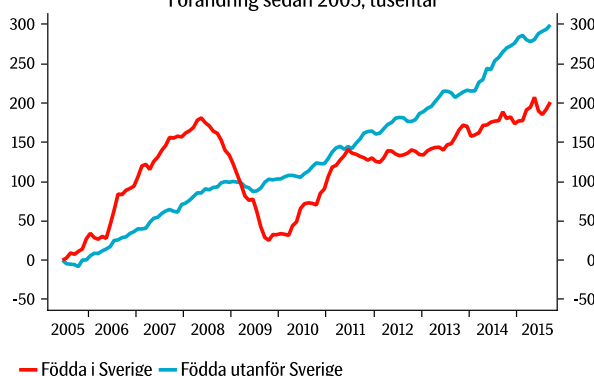
Hantering av krisen innebär därmed en extra finanspolitisk stimulans som främst går via offentlig och privat konsumtion. Att en del av de besparingar som ska genomföras drabbar utlandsbiståndet förstärker ytterligare den expansiva effekten

på den inhemska efterfrågan. **I vår prognos har BNP-tillväxten lyfts med drygt ½ procentenhet för 2016 och knappt ½ procentenhet för 2017 till följd av nya antaganden.** De direkta resursinsatserna för flyktingmottagande blir ännu större, men därtill tar vi också hänsyn till vissa undanträngningseffekter. Det gäller omprioriteringar i offentlig sektor samt lägre privat konsumtion till följd av att hushållen troligen ställer in sig på framtida skattehöjningar. Den sammantagna försvagningen av de offentliga finanserna mildras av att skatteintäkterna ökar som en indirekt följd av den kortsiktiga BNP-stimulansen.

Den relativt långa perioden av stor immigration har skapat ett betydande inflöde till arbetskraften. **Huvuddelen av sysselsättningsuppgången på senare år har t ex kommit från utlandsfödda.** Samtidigt är sysselsättningsgraden fortfarande betydligt lägre i den gruppen, vilket både avspeglas i lägre förvärvsfrekvens och betydligt högre arbetslöshet. Detta har bl a bidragit till att jämviktsarbetslösheten stigit en del de senaste åren och vi räknar nu med att den ligger något under 7 procent.

Utlandsfödda bakom ökande sysselsättning

Förändring sedan 2005, tusental

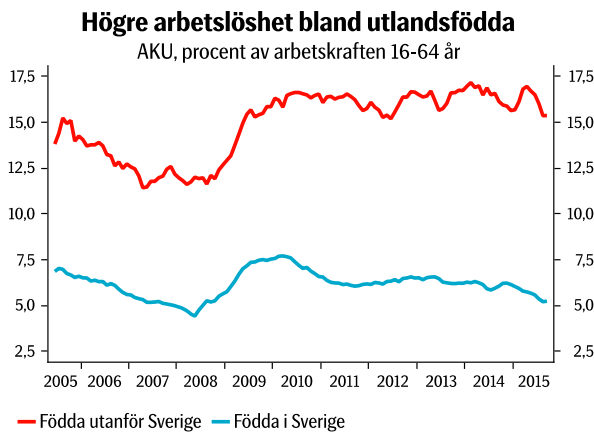


Källa: SCB

Den dominerande kortsiktiga effekten av den förändrade bilden av flyktingmottagandet är en uppjustering av sysselsättningen kopplad till extraordinära resursinsatser och högre ekonomiska aktivitetsnivå. **Därmed blir också arbetslösheten lite lägre det närmaste året.** Under 2017 räknar vi med att arbetslösheten stiger något när de nyanlända börjar komma in i arbetskraften. Även om insatser sätts in för att påskynda olika processer i integrationen bedömer vi att en ganska liten del av de anlända kommer att komma ut på arbetsmarknaden under prognosperioden.

Effekter på inflation och lönebildning avgörs bl a av i vilken grad bristsituationer uppstår på arbetsmarknaden t ex inom utbildningssystemet eller i byggsektorn. Detta kommer att leda till en press uppåt på lönerna i vissa branscher. **Vi tror dock att påverkan på den totala löneökningstakten i ekonomin stannar vid 0,2-0,3 procent** bl a mot bakgrund av

kommunernas ansträngda ekonomi och den internationella lönepressen. Signalerna hittills i avtalsrörelsen tyder inte heller på något större skift i löneökningstakten. Därmed blir **pressen uppåt på inflationen liten de närmaste åren**; inflationsprognosen har endast lyfts några tiondelar.



Förändringarna i den makroekonomiska bilden får också vissa konsekvenser för den finansiella utvecklingen. **Högre tillväxt och inflation motiverar en något mindre expansiv penningpolitik.** I kombination med ett ökat utbud av statspapper pressas obligationsräntorna pressas uppåt även om Riksbankens obligationsköp begränsar rörelsen. På valutasidan går effekterna åt olika håll; något mindre expansiv penningpolitik ger en starkare krona samtidigt större osäkerhet avseende offentliga finanserna talar i andra riktningen. Generellt ger dock starka underliggande fundamenta i den svenska ekonomin ett ganska starkt immunförsvar. Vi tror t ex inte att någon nedgradering av Sveriges kreditbetyg kommer att ske. För att trovärdighetsproblem ska få en dominerande betydelse krävs troligen en betydligt större försvagning av de offentliga finanserna än vad som nu ligger i korten.

Spänningar i integrationspolitiken

De effekter vi hittills diskuterat har haft fokus på de närmaste åren. På längre sikt blir det förmågan att integrera de anlända på arbetsmarknaden och i samhället generellt som blir avgörande för ekonomiska, sociala och politiska konsekvenser av migrationen. **Migrationsflöden har en potential att vitalisera ekonomin i olika avseenden bl a när det gäller att minska demografiska obalanser.** Den stora invandringen från Balkanländerna på 1990-talet är ett exempel på lyckad integration. Men för att potentialen denna gång ska kunna realiseras krävs att integrationen förbättras jämfört med vad det svenska samhället lyckats prestera de senaste åren. Utmaningen blir inte mindre av att tillströmningen nu ökar kraftigt. Sammantaget över en 4-årsperiod ser antalet nyanlända ut att bli nästan tre gånger större än på 1990-talet. I denna situation kommer det att ta tid att bringa ordning i mottagningssystemet och en stor del av flyktingarna kommer att placeras i glesbygd med svagt arbetsmarknadsläge. Därtill kommer att integration av utomeuropeiska invandrare hittills visat sig vara svårare. I nuläget bedömer vi att osäkerheterna är för stora för att göra scenarier för de offentliga finanserna på

längre sikt (5-10 år), men det blir en viktig uppgift för t ex Konjunkturinstitutet och Ekonomistyrningsverket att illustrera hållbarheten i de offentliga finanserna under olika antaganden i ett sådant tidsperspektiv.

Stödet för en generös och liberal invandringspolitik har varit brett i Sverige. Både inom det politiska systemet och i samhället i stort finns en stor vilja att förbättra integrationen. Men samtidigt kan man konstatera att **visionerna och konsekvensanalyserna** av vad öppna gränser och migration innebär skiljer sig tydligt åt **mellan höger- och vänstersidan** i svensk politik. Detta riskerar att skapa spänningar och låsningar framöver. Att skynda på processer när det gäller validering av yrkeskompetens är ett exempel på okon- troversierliga åtgärder. Ambitionen att sänka trösklarna till arbetsmarknaden finns också på bred front, men metoderna är olika av ideologiska skäl. Allianspartierna förespråkar t ex i högre grad förändringar i arbetsrätten och uppöppnande av låglönesektor, medan vänstersidan är mer inriktade på skattesubventioner. Regeringen sätter också stor tilltro till breda utbildningsinsatser för att förbättra kompetensen hos de nyanlända. Traditionell efterfrågestimulans, där t ex stora bostadsbyggnadsprojekt på olika sätt får offentligt stöd, är en annan väg som t ex fackföreningsrörelsen förespråkat.

Det är inte så lätt att förutspå hur olika synsätt till slut kommer att balanseras i integrationspolitiken. Interna slitningar väntar också inom båda de politiska blocken. Frågan är **hur långt Socialdemokraterna kan kompromissa när det gäller arbetsrätt och låglönejobb**; detta är frågor som kan förändra maktbalansen på arbetsmarknaden och fackföreningsrörelsen är redan hårt trängda av Sverigedemokraternas ökande stöd bland medlemmarna. Även på den borgerliga kanten finns motsättningar mellan ett radikalt ekonomiskt-liberalt synsätt och mera socialliberala eller konservativa strömningar t ex när det gäller i vilken grad den svenska arbetsmarknadsmodellen bör förändras. Många av de recept som skrivits ut på senare år har varit inriktade på hur Sverige ska konkurrera om t ex arbetskraft i en globaliserad värld med allt öppnare gränser. Frågan är hur mycket av det som kan tillämpas i nuvarande situation där gränser verkar vara på väg att stängas och Sverige på kort och medellång sikt ställs inför utmaningar som skiljer sig från andra länder.

Förutsättningarna för ett bredare politiskt samförstånd ska dock inte underskattas. En misslyckad integration och politisk splittring riskerar att leda till en nedåtgående spiral där t ex sociala spänningar, sämre utbildningskvalité eller höjda skatter riskerar att göra Sverige mindre attraktivt i den globala konkurrensen. Med så mycket på spel kommer trycket på det politiska systemet att vara stort, vilket kan underlätta slaktandet av heliga kor och uppbyggnaden av blockpolitiken. Den svenska arbetsmarknadsmodellen kommer troligen att behöva förändras men frågan är hur mycket den på sikt kan avvika från övriga Norden.

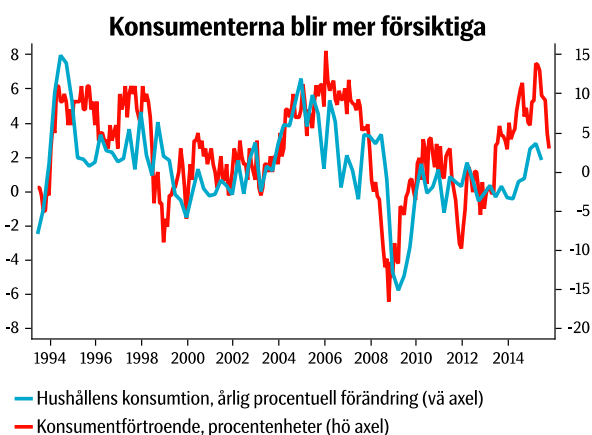
Återhämtningens inhemska drivkrafter intakta

- **Nedrevidering av tillväxtprognosen**
- **EM och migrantkrisen ger nedåtrisker**
- **ECB:s politik minskar sannolikheten för räntehöjningar**

Svagare investeringar än förväntat under första halvåret kombinerat med signaler om stramare finanspolitik och stigande globala risker gör att vi reviderat ned tillväxtprognosen. Även om BNP-tillväxten väntas studsas upp tillfälligt tredje kvartalet bedöms tillväxtbanan i närtid bli något plattare vilket slår igenom på helårsprognoserna för 2015 och 2016.

BNP väntas öka med 1,8 procent i år och med 2,2 procent 2016 (en nedrevidering med 0,2 respektive 0,3 procentenheter). För 2017 kvarstår prognosen på 2,5 procent.

Tillväxten har varit långsammare än väntat senaste tiden, men återhämtningens drivkrafter är intakta. Den senaste nedgången i konsumentförtroendet utgör en risk för hushållens konsumtion vilket är den viktigaste ingrediensen i en stabil återhämtning. Starkt mediafokus på flyktkrisen i Europa kan ha gjort konsumenterna mer osäkra om framtiden. Höstens turbulens på finansmarknaderna kan också ha påverkat sentimentet negativt. Trots nedgången pekar sentimentsindikatorerna fortsatt på en stabil konsumtionstillväxt, även om man ska komma ihåg att de gett en alltför positiv bild de senaste åren. De **underliggande drivkrafterna för konsumtionen** är dock **intakta**. Återhämtningen på bostadsmarknaden skjuter fart, jobbtillväxten fortsätter och löneinflationen har accelererat något. Bedömningen är därför att det finns gott stöd för konsumtionen.



Källa: Statistics Denmark

Förutom indikationer på mer försiktiga hushåll härrör **de flesta av riskerna kring utsikterna från en mer osäker global utveckling**. Långsammare tillväxt i emerging markets har redan fått slagit igenom på global handel men har också ökat risken för allvarliga problem i en del av de svagare länderna vilket kan påverka den globala tillväxten negativt. Danmark kan påverkas genom exportkanalen, finansiella länkar samt förtroendet i näringslivet. Stigande global osäkerhet kan resultera i lägre investeringar då företagen blir mer försiktiga. Även om detta är en nedsidesrisk är dansk export mycket mer beroende av Europa och där ser återhämtningen ut att fortsätta. Utökade ECB-stimulanser förstärker den bedömningen ytterligare.

Statsbudgeten för 2016 håller på att slutföras. Budgetförhandlingarna förstärker intrycket att den nya regeringen kommer att hålla igen på utgifterna (förutom på hälsovård) och att näringslivet kommer att gynnas genom lättade bördor. Det återstår att se om företagen kommer att använda det utökade utrymmet till att investera i arbetskraft eller kapital eller till sparande. Med tanke på att överskottet i utrikeshandeln redan ligger på 7 procent av BNP skulle det tidigare vara att föredra med tanke på balansen i ekonomin.

Både kärninflation och KPI-inflation visar att **inflationstrycket är fortsatt lågt**. De senaste utfallen ligger dock fortfarande omkring en halv procentenhet över nivåerna i eurozonen. Vi räknar med att divergensen består, främst beroende på det stramare arbetsmarknadsläget i Danmark.

Då ECB rör sig mot ytterligare lättnader har **sannolikheten för att Nationalbanken behöver höja räntorna minskat**. Vi anser fortfarande att marknadsförväntningarna på en normalisering av ränteläget efter vinterns attack mot valutapeggen mot euron i vintras är för aggressiva. Ökad sannolikhet för både en sänkning av ECB:s inlåningsränta samt en utökning av obligationsköpen har stärkt vår bedömning ytterligare.

Då valutareserven nu nästan ligger på nästan samma nivå som före attacken mot valutapeggen är inte risken för en räntehöjning försumbar. Men detta utgör huvudscenariot, bl a därför att strukturella faktorer pekar på en risk för ett förnyat valutainflöde, drivet av stigande likviditetsöverskott i eurozonen vilket skulle kunna spilla över till den danska marknaden. Notabelt är dessutom att valutainterventionerna redan håller på att minska och var endast DKK 12 miljarder i oktober. Bedömningen är därför att Nationalbanken inte har någon brådska att höja inlåningsräntan på kort och medellång sikt.

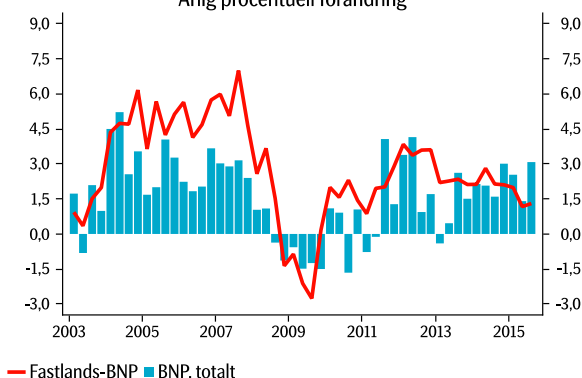
Kyliga vindar från Nordsjön

- **Kraftig dämpning från oljesektorn**
- **Bostadspriser en risk för konsumtionen**
- **Norges Bank levererar en sista sänkning**

Effekterna av fallande oljeinvesteringar och generella kostnadsbesparingar i denna sektor fortsätter att sprida sig genom ekonomin. Effekterna blir bara något mindre svåra nästa år, med **negativa efterfrågeeffekter från oljeindustrin** – via investeringar, insatsvarukonsumtion och lönekostnader – **motsvarande grovt räknat en procentenhet av fastlands-BNP** (BNP exklusive olja/gas och shipping).

Fokus ligger på spridningseffekterna. Med hänsyn till hur mycket investeringarna i oljesektorn fallit och med ett oljepris långt under normen de senaste åren, har nedväxlingen i övrig ekonomin ändå inte varit lika djup som kunde ha befarats. Därtill kommer **betydande motkrafter i form av historiskt låga räntor och mer expansiv finanspolitik** (motsvarande 0,75 procentenheter av fastlands-BNP för 2016). **Försvagningen av den handelsvägda växelkursen på ungefär 15 procent** sedan mitten av 2014 **lyfter därtill exporten av icke-oljerelaterade varor**, som väntas öka med 5,5 procent under 2015 och ytterligare 4,3 procent nästa år.

Tillväxten bromsar, men mindre än befarat
Årlig procentuell förändring



Källa: Statistisk sentralbyrå

Total BNP steg med hela 1,8 procent från andra till tredje kvartalet, huvudsakligen tack vare ökad aktivitet i oljesektorn. En rekyl är trolig under fjärde kvartalet, men prognosen för **total BNP-tillväxt under 2015 lyfts till 1,9 procent och till 1,5 procent för 2016**. **Fastlands-BNP** har växlat ner under det gångna året; **prognosen är oförändrad på 1,4 procent för 2015 men sänks till 1,8 procent för nästa år och till 2,3 procent för 2017** (från 2,0 respektive 2,4 procent i *Nordic Outlook* augusti).

Utsikterna inte genomgående bleka

Investeringarna i oljesektorn hade länge stått inför ett fall med operatörer som anpassar sig efter årtal med skenande kostnadsutveckling och på grund av kraftigt lägre oljepriser.

Fallet i investeringarna under första halvåret var överraskande måttligt. BNP-rapporten för tredje kvartalet visade däremot en skarp, men förväntad, nedgång på 7,5 procent. Inklusive bakåtrevideringar väntar vi oss nu att **investeringarna går ned med 14,5 procent under 2015 medan prognosen för 2016 justeras ned till -12 procent**, delvis då bestående låga oljepriser kan väntas slå mot t ex prospekteringsverksamhet.

Utsikterna för de kommande åren är bistra, men vi varnar för en statisk syn på en sektor som kännetecknas av ständiga teknologiska framsteg och där kostnadsnedskärningar redan börjat få effekt. De förväntade utgifterna för investeringar i första fasen av det vidsträckta Johan Sverdrup-fältet har reducerats och kostnaderna för det mindre Maria-fältet ligger 30 procent under den ursprungliga planen för utveckling och drift som lades fram 2014. Besparingsåtgärder så som krav på prispress hos underleverantörer och förbättrad produktivitet sänker investeringarna i nominella tal, men i volymtermer har efterfrågan från sektorn till övriga ekonomin inte förändrats.

Förbättrad projektekonomi gör också att utvecklingen av nya fynd blir mer sannolik än, säg, för ett år sedan. Konceptförändringar och andra besparingsåtgärder har således lett till att break-evenpriset för Johan Castberg-fältet i Barents hav (kan komma att utvecklas under 2020-talet) sänks från omkring USD 90 per fat till USD 50-60/fat.

Bostadspriser en nedåtrisk

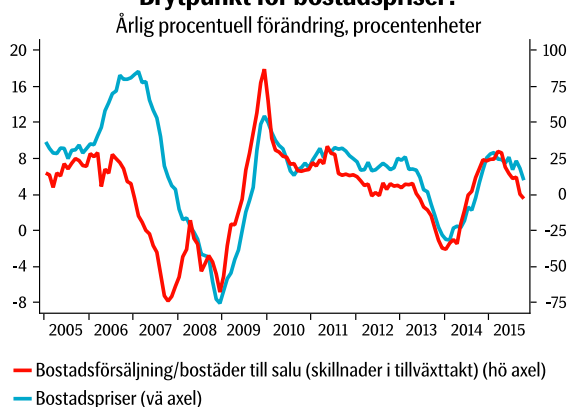
Tredje kvartalet såg en till synes plötslig omsvängning i privat konsumtion som stod nästan still från föregående kvartal även om årstakten höll sig uppe på 2,2 procent. Hushållens konsumtion av tjänster är fortsatt stark och nedgången berodde på sjunkande varukonsumtion som fortsatt mönstret av kvartalsvisa omväxlande upp- och nedgångar. Inklusive nedrevideringar för första halvåret sänks **konsumtionsprognosen för 2015 till 2,2 procent medan 2016 bör se en tillväxt på 2,0 procent**.

Icke desto mindre har konsumtionen klarat sig mycket bättre än vad som indikeras av konsumentförtroendet, som ligger på nivåer väl under det normala och mer i linje med sjunkande konsumtion på årsbasis. Den främsta risken är således att konsumenterna börjar bete sig som de känner sig. Markant lägre bostadspriser och/eller sjunkande sysselsättning samt en större än väntad uppgång i arbetslösheten skulle kunna bli den utlösande faktorn för en dylik omsvängning.

Bostadsmarknaden visar tecken på att kylas av då priserna planat ut under de senaste månaderna, vilket sänkt årstakten från en topp på 8,1 procent i juni till 5,6 procent i oktober. Marknaden har eldats på av historiskt låga bostadsräntor, med allt högre skuldsättning hos hushållen som resultat, vilket skapar risk för en mera abrupt nedgång i bopriserna.

En betydande vändning nedåt i bostadspriserna riskerar att slå mot privat konsumtion på samma sätt som 2013. Då gav något lägre priser upphov till omfattande varningar för nära förestående kollaps. Säljarna flockades på marknaden, vilket satte ytterligare press nedåt. Prisnedgången visade sig stanna på måttliga två procent från maj till december 2013 (priserna har sedan dess gått upp med nästa 12 procent), men konsumenterna slog ändå nästan omedelbart till reträtt.

Brytpunkt för bostadspriser?



Källa: Macrobond

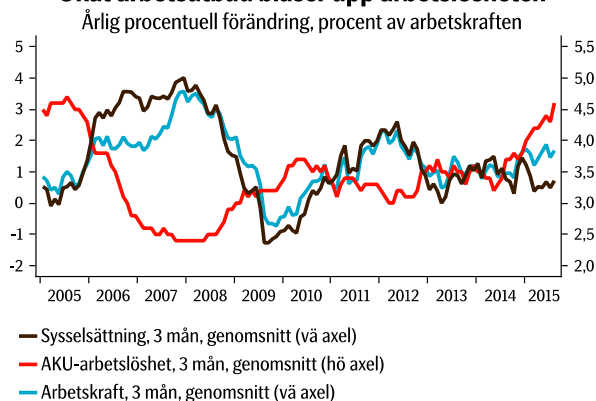
Demografi och alltså låga bostadsräntor ger fortfarande stöd medan uppgången i arbetslösheten än så länge är begränsad till vissa områden. Utvecklingen i bopriserna under de senaste månaderna, med en försämring i trenden för försäljning av bostäder i förhållande till utbudet av bostäder tyder på att husprisökningen mattas ytterligare.

Arbetsmarknaden fortsätter att försvagas

De senaste årens gradvisa försämring av arbetsmarknaden ser ut att fördjupas. Under de senaste månaderna har den registrerade arbetslösheten börjat komma ikapp den tvärs uppgången i AKU-arbetslösheten (som är ett mer volatilt och mindre pålitligt mått), även om nivåerna alltså skiljer sig åt väsentligt.

Det är viktigt att notera att det är den **snabbt växande arbetskraften, och inte nettoförluster av jobb, som är den viktigaste förklaringen till det senaste årets skarpa uppgång i AKU-arbetslösheten** från 3,7 procent till tioårshögsta 4,6 procent. Medan sysselsättningen ökat med 0,7 procent på ett år har arbetskraften expanderat med hela 1,7 procent, dubbelt så snabbt som i början av 2014 och i kontrast mot en befolkningstillväxt i åldersgruppen 15-74 år som saktat ner till 1,3 procent. **Denna "extra" ökning i arbetskraften lyfter AKU-arbetslösheten med nästan 0,5 procentenhet.**

Ökat arbetsutbud blåser upp arbetslösheten



Källa: Statistisk sentralbyrå

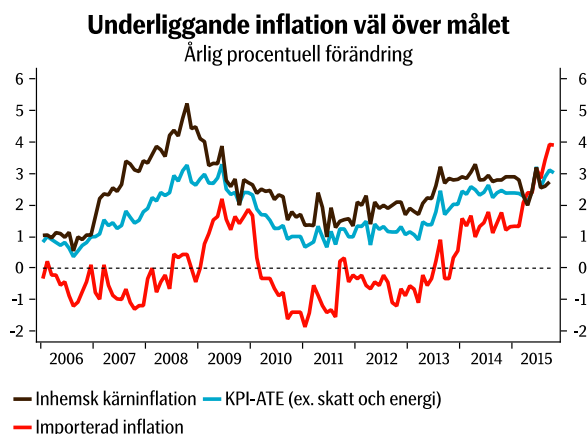
Att arbetskraften växer mycket snabbare än befolkningen går på tvärs mot vad man skulle vänta sig när tillväxten går ner väl under trend. Den dominerande gruppen, 25-54 år, följer manus, men utbudet bland yngre är upp mer än 5 procent i årstakt trots oförändrade befolkningstal i åldersgruppen, drivet av studenter på jakt efter deltidsjobb. Bland 55 år och äldre ökade arbetskraften bra mycket snabbare än befolkningen i denna ålderskategori fram tills mitten av året, men gapet har därefter krympt.

Prognosen för AKU-arbetslösheten har gradvis krupit högre på grund av de överraskande ökningarna i arbetsutbudet medan förväntad sysselsättning inte ändrats mycket. **AKU-arbetslösheten väntas nu öka från 4,4 procent i genomsnitt 2015 till 4,8 procent 2016** (en upprevidering med 0,3 procentenheter) med en topp på eller strax under 5 procent nästa vår/sommar, för att åter lätta till **4,6 procent 2017**.

Inflationen väntas fortfarande gå ned

Norge avviker från sina gelikar i Europa och USA genom att faktiskt ha inflation och till på köpet över det officiella målet (som är högre än på andra håll). Den årliga ökningstakten i kärninflationen har varit lite skakig sedan i våras, men efter ett rejält lyft i juni har årstakten för KPI-ATE måttet, inflation ex skatt och energi, **stabiliserats runt 3 procent och således väl över det medelfristiga målet på 2,5 procent**. Total inflation har hållits i schack av lägre priser på el; dessa rekylade upp i oktober och lyfte total inflation till 2,5 procent.

Trots att ekonomin tappat fart och lönetillväxten saktat av, har kärninflationen trendat högre under de senaste åren. Uppgången leddes inledningsvis av inhemska varor och tjänster, men högre importerad inflation på grund av kraftigt försvagad växelkurs har varit den främsta drivkraften på senare tid. Importprisinflationen i kärnenergimåttet var negativ i genomsnitt under 2013 men steg till 1,4 procent under 2014 och vidare upp till 3,9 procent i september och oktober. Inhemsk kärninflation har dämpats något under det senaste året men ligger alltså något över målet.



Källa: Statistisk Sentralbyrå Norge, SEB

Prognosen innebär att kärninflationen är kvar på förhöjda nivåer på kort sikt följt av gradvis moderering under 2016. Även om växelkursen nyligen försvagats tyder den förväntade valutakursutvecklingen framöver på att importprisinflationen snart toppar ur. Därtill väntas måttligare lönetillväxt dämpa inhemsk tjänsteinflation. Prognosen skrivs upp en aning, men den stora bilden är att **kärninflationen avtar från 2,7 procent 2015 till 2,5 procent nästa år och 2,0 procent 2017.**

Tillväxtrisker i centrum för Norges Bank

Norges Bank är fortsatt försiktig kring tillväxtutsikterna och fokuserad på att motverka nedåtrisker. De två sänkningarna hittills i år, där styrräntan sänkts till historiskt låga 0,75 procent, och de fortsatta nedrevideringarna av bankens räntebana har syftat till att stimulera efterfrågan och hålla NOK-kursen svag. Oro för tillväxten övertrumfar hänsynen till inflationen, med en kärninflation som enligt bankens prognos inte är tillbaka på målet förrän i början av 2017.

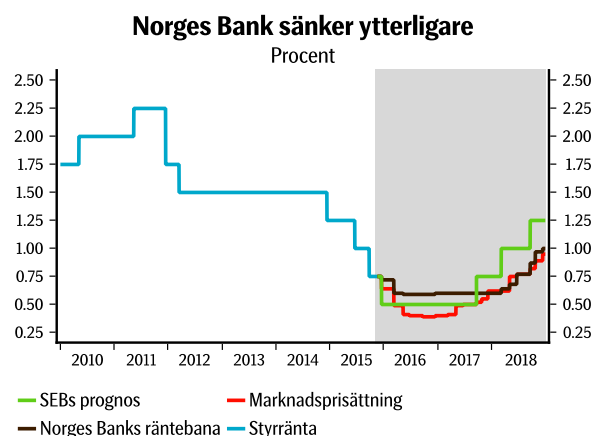
Räntebanan i den penningpolitiska rapporten i september indikerade 64 procents sannolikhet för en (sista) sänkning med 25 punkter och utvecklingen sedan dess ger få skäl att tro att Norges Bank skulle vara på väg bort från sin slutsats då om att "styrräntan kan sänkas ytterligare under det kommande året".

Mot en bakgrund av tilltagande svaghet på arbetsmarknaden, fortsatt nedtryckt oljepris och tillväxtrisker kvar på nedsidan, väntar vi oss att banken sänker sin styrränta ytterligare. Vi tror att oljeinvesteringssenkäten (publiceras 24 november) och i synnerhet Norges Banks regionala nätverksrapport (släpps 4 december) kommer att få **vågskålen att tippa över till förmån för en räntesänkning till 0,50 procent på mötet den 17 december.** Räntebanan sänks troligen igen för att hålla dörren öppen för ännu lägre räntor. Eftersom vi tror att Norges Bank kommer att bli positivt överraskad av tillväxtdata under 2016 lär decembersänkningen bli den sista i denna cykel även om risken ligger på nedsidan. **Norges Bank väntas inte börja höja räntan förrän sent 2017.**

Vi tror inte att okonventionella åtgärder blir verklighet i Norge. För det första går det inte att motivera en sådan aggressiv politik utifrån utsikterna för ekonomin. För det andra finns det

gott om manöverutrymme i finanspolitiken. Även om tillväxten ligger tydligt under trend och resursutnyttjandet sjunker, har regeringen hållit emot. Finanspolitiken ser ut att bli bara aningens mer expansiv under nästa år och stimulanseffekten bleknar i förhållande till de åtgärder som vidtogs i början av 2009.

Norges Bankchefen, Øystein Olsen, sa i ett tal i början av oktober att det är låg sannolikhet för negativa styrräntor i Norges eftersom "vi fortfarande har manöverutrymme i den ekonomiska politiken". Det är endast ur ett NOK-perspektiv som negativa räntor eller ett QE-program kan bli föremål för diskussion, men rådande krone-nivåer ligger långt från vad som skulle peka i sådan riktning.



Källa: Norges Bank, Bloomberg, SEB

Utsikterna för kronen är nära sammankopplade med penningpolitiken och oljepriset. NOK är särskilt känslig för överraskningar från Norges Bank vilket resulterat i en ökad volatilitet i EUR/NOK i samband med räntebesked.

NOK handlas i dagsläget på ohållbart svaga nivåer och värderingen är attraktiv. Fortsatt mjuk penningpolitik under de närmaste 3-6 månaderna i kombination med nedpressat oljepris tyder på att EUR/NOK kan stiga ytterligare på kort sikt. När tillväxten åter stabiliseras och Norges Bank intar en mera neutral hållning bör valutan åter kunna stärkas. Vi väntar oss **EUR/NOK runt 8,80 i slutet av 2016 följt av 8,50 i slutet av 2017.**

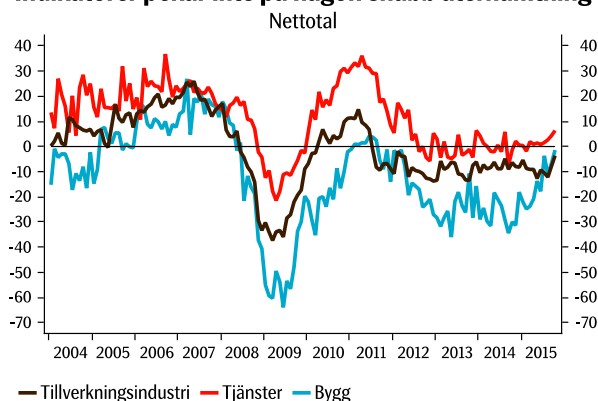
Norska statsobligationer (NGB:s) bör få stöd av fortsatt mjuk penningpolitik. Särskilt mittsegmentet av kurvan gynnas av en räntebana som signalerar låga räntor under lång tid framöver. Räntor längre ut på kurvan styrs mer av utsikterna för utbudet av obligationer. Regeringens budgetförslag för 2016 visade ett lånebehov på 55 miljarder NOK, vilket är i stort sett oförändrat från i år. Långa räntor handlas på historiskt höga nivåer jämfört med sina tyska motsvarigheter, vilket delvis avspeglar den oförmånliga växelkursutvecklingen mot euron. Positiva utsikter för valutan på medellång sikt tyder på att den FX-relaterade efterfrågan gradvis ökar i takt med att investerarna passar på att utnyttja de höga spreadnivåerna. Vi prognostiserar en **10-årsspread mot Tyskland på 75 punkter och 80 punkter i slutet av 2016 respektive 2017.**

Tillväxt strax över nollstrecket

- **Indikatorer ger visst framtidshopp**
- **Arbetslösheten faller, men långt till jämvikt**
- **Offentliga underskott minskar men skulden fortsätter att öka 2016-2017**

Finsk ekonomi fortsätter att utvecklas svagt och håller sig precis över nollstrecket i kvartalsmässig tillväxttakt hela 2015. Ytterligare finanspolitiska åtstramningar håller tillbaka tillväxten 2016-2017 samtidigt som ekonomin fortsätter att brottas med cykliska och strukturella problem samt fallande efterfrågan från Ryssland. Den under en lång tid syrefattiga utvecklingen gör att BNP fortfarande ligger 6-7 procent under nivån i början på 2008. En viss ljusning kan ändå skönjas. ECB:s stimulanspolitik ger en svagare euro samtidigt som exporten också får stöd av god tillväxt i viktiga exportländer. Låg inflation stöttar annars svaga realinkomster och dessutom kommer investeringarna sakta igång. **BNP växer med 0,2 procent 2015, 0,7 procent 2016 och med 1,3 procent 2017.**

Indikatorer pekar inte på någon snabb återhämtning



Indikatorer bekräftar att botten är nådd och att en viss förbättring är att vänta. Förtroendet förbättras relativt brett vilket troligen gör att Finland, som genomlidit 5 recessioner sedan 2008, klarar sig undan ytterligare en recession. Marginalerna är dock små och Finlands Statistiks BNP-indikator har vänt ner senaste månaderna. **Produktionen i tillverkningsindustrin fortsätter att falla svagt** men väntas börja öka under slutet av året. Exporten har ökat hittills i år efter fjolårets negativa tillväxtbidrag. Det är framför allt tjänsteexporten som drar, men även varuexporten förbättras. God tillväxt i viktiga exportländer som Tyskland och Sverige samt en svag euro överväger negativa effekter av fallande

export till Ryssland. En tidigare relativt stor andel investeringsvaror i exporten har hämmat utvecklingen och fortsätter vara en återhållande faktor i och med en tvekan global investeringstrend. **Exporten stagnerar i år men och ökar 2016-2017 med 1,8 respektive 3,5 procent.**

Investeringar faller 2015 för fjärde året i rad, men en viss återhämtning är att vänta. Räntor är låga, och produktionen har bottnat samtidigt som framtidsutsikterna är något ljusare och bostadspriserna åter stiger. En nedåtrisk i närtid är att utlåningen till icke-finansiella företag störtdykt under 2015 till noll i årstakt vilket är lägsta ökningstakten på över 10 år.

Arbetsmarknaden har varit en besvikelse med en kraftig uppgång i arbetslösheten under första halvåret. Nu faller den åter men nivån är hög trots en hyfsad nivå på antalet lediga platser; i september låg arbetslösheten på 9,3 procent samtidigt som jämvikt uppskattas ligga strax under 8 procent. Vi väntar oss en långsam nedgång mot knappt 9 procent i slutet av 2016. **Den höga arbetslösheten pressar hushållen** vars inkomster dessutom pressas av offentliga besparingsprogram och låga nominella löneökningar. Arbetsmarknadens parter är inriktade på att återställa konkurrenskraften, vilket leder till låga löneökningar kommande år. Ersättning per anställd har bromsat in från 3,5 procent 2004-2012 till nuvarande ökningstakt runt 1 procent. Samtidigt har sparkvoten fallit senaste åren och utrymmet för ytterligare neddragning är litet. Hushållens inkomster och konsumtion räddas av låga räntor och svagt fallande priser 2015. **Konsumtionen ökar måttligt 2015-2017 med ca 0,5 procent per år.** En viss nedåtrisk är att konsumentförtroendet backat men samtidigt stiger åter bostadspriserna.

Den svaga ekonomiska utvecklingen har drabbat offentliga finanser hårt, både genom ökade offentliga utgifter och lägre skatteintäkter. Finland har varit en ett av de länder som hårdast drivit på för en stram finanspolitik inom eurozonen. Det har därför varit en besvikelse att landet, trots tidigare besparingsprogram, nu både **brutit både 3-procentsgränsen för underskott och 60-procentsgränsen för offentlig skuld**. Koalitionsregeringen med Centerpartiet i spetsen som tog över i maj har presenterat stora besparingsprogram och försöker ihop med arbetsmarknadens parter förbättra konkurrenskraften. Samtidigt har besparingarna mött kritik och regeringssamarbetet har pressats både av opposition och internt. Vi väntar oss att underskottet pressas ner under 3 procent redan 2016 och att det når -2,5 procent av BNP 2017. Även utan nya motgångar, ekonomiska eller politiska, fortsätter den offentliga skulden att öka kommande år och toppar 2017 på 65 procent av BNP.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
BNP OECD	1,9	2,1	2,4	2,4
BNP världen (PPP)	3,4	3,1	3,6	4,0
KPI OECD	1,7	0,4	1,1	1,6
Exportmarknad OECD	3,3	4,5	5,1	4,8
Oljepris Brent (USD/fat)	99,6	53,0	55,0	60,0

USA

Årlig procentuell förändring

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

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr EUR	2014	2015	2016	2017
BNP	10 091	0,9	1,5	2,0	2,1
Privat konsumtion	5 620	0,9	1,6	1,8	1,9
Offentlig konsumtion	2 124	0,8	0,5	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar		1,2	1,8	2,7	2,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,1	0,0	0,0	0,0
Export	4 482	3,9	4,3	4,6	4,6
Import	4 094	4,2	4,3	4,4	4,4
Arbetslöshet (%)		11,6	11,0	10,6	10,2
KPI		0,4	0,0	0,8	1,3
Hushållens sparkvot (%)		6,5	6,5	6,7	6,8

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

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

Inflation

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

Arbetslöshet, (%)

Storbritannien	6,2	5,6	5,1	4,8
Japan	3,6	3,4	3,3	3,3
Tyskland	5,0	4,6	4,7	4,9
Frankrike	10,3	10,4	10,4	10,2
Italien	12,7	12,4	12,2	12,0

ÖSTEUROPA

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

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	0,5	0,5	2,3	2,7
Lettland	0,7	0,4	1,7	2,3
Litauen	0,2	-0,7	0,3	1,2
Polen	0,1	-0,8	1,2	2,0
Ryssland	7,8	15,7	9,5	6,0
Ukraina	12,1	48,0	18,0	10,0

FINANSIELLA PROGNOSE

		18-nov	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Officiella räntor							
USA	Fed funds	0,25	0,50	0,75	1,25	1,50	2,00
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Eurozonen	Refiränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	1,00	1,25	1,50
Obligationsräntor							
USA	10 år	2,28	2,45	2,55	2,90	3,00	3,10
Japan	10 år	0,30	0,40	0,40	0,45	0,45	0,50
Tyskland	10 år	0,51	0,60	0,80	1,20	1,35	1,50
Storbritannien	10 år	1,93	2,05	2,35	2,85	2,95	3,05
Växelkurser							
USD/JPY		124	125	127	127	125	123
EUR/USD		1,06	1,05	1,00	1,03	1,04	1,05
EUR/JPY		132	131	127	131	130	129
GBP/USD		1,52	1,48	1,41	1,41	1,41	1,40
EUR/GBP		0,70	0,71	0,71	0,73	0,74	0,75

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr SEK	2014	2015	2016	2017
BNP	3 915	2,3	3,2	3,6	2,8
BNP, dagkorrigerat		2,3	3,0	3,4	3,0
Privat konsumtion	1 818	2,4	2,7	3,3	2,8
Offentlig konsumtion	1 029	1,9	2,0	3,5	2,5
Bruttoinvesteringar	912	7,4	7,0	7,0	6,0
Lagerinvesteringar	8	0,2	0,2	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	5,4	6,8	6,4
Arbetslöshet (%)		7,9	7,4	6,8	6,8
Sysselsättning		1,4	1,3	1,6	1,5
Industriproduktion		-2,0	2,5	3,0	4,0
KPI		-0,2	0,0	1,0	1,9
KPIF		0,5	0,9	1,5	1,7
Timlöneökningar		2,7	2,6	3,2	3,4
Hushållens sparkvot (%)		15,8	16,9	16,3	16,7
Real disponibel inkomst		2,6	4,0	2,5	3,4
Handelsbalans, % av BNP		0,8	1,0	0,8	0,7
Bytesbalans, % av BNP		6,2	6,7	6,0	5,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-72	-45	-50	-70
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,7	-1,2	-1,6	-1,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,8	44,1	43,9	43,9

FINANSIELLA PROGNOSE	18-nov	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	-0,39	-0,55	-0,40	-0,10	0,40	0,95
10-års ränta	0,83	0,95	1,30	1,80	2,00	2,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	32	35	50	60	65	80
USD/SEK	8,73	8,76	8,80	8,45	8,32	8,19
EUR/SEK	9,30	9,20	8,80	8,70	8,65	8,60
TCW	131,4	130,1	125,5	123,4	122,5	121,6
KIX	112,4	111,2	107,3	105,5	104,7	103,9

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr NOK	2014	2015	2016	2017
BNP	3 139	2,2	1,9	1,5	1,6
BNP (Fastlandet)	2 474	2,3	1,4	1,8	2,3
Privat konsumtion	1 254	1,7	2,2	2,0	2,5
Offentlig konsumtion	671	2,9	2,4	2,5	2,1
Bruttoinvesteringar	717	0,0	-3,1	-0,8	1,7
Lagerinvesteringar		0,4	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 231	2,2	3,5	2,1	1,7
Import	889	1,5	1,0	2,0	3,4
Arbetslöshet (%)		3,5	4,4	4,8	4,6
KPI		2,0	2,1	2,5	2,0
KPI-JAE		2,4	2,7	2,5	2,0
Årslöneökningar		3,1	2,7	2,7	2,8

FINANSIELLA PROGNOSE

	18-nov	Dec-15	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Folioränta	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
10-års ränta	1,56	1,50	1,60	1,95	2,10	2,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	105	90	80	75	75	80
USD/NOK	8,69	8,86	9,25	8,54	8,32	8,10
EUR/NOK	9,26	9,30	9,25	8,80	8,65	8,50

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr DKK	2014	2015	2016	2017
BNP	1 943	1,1	1,8	2,2	2,5
Privat konsumtion	931	0,9	2,5	3,0	3,0
Offentlig konsumtion	512	0,2	1,5	0,0	0,5
Bruttoinvesteringar	387	4,0	0,9	4,3	5,9
Lagerinvesteringar		0,3	-0,4	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 037	2,6	1,9	3,4	4,2
Import	919	3,8	0,6	4,2	5,4
Arbetslöshet (%)		5,0	4,5	4,2	4,0
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,1	5,8	5,2	4,6
KPI, harmoniserat		0,6	0,5	1,1	1,6
Timlöneökningar		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

	18-nov	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	0,76	0,85	1,00	1,40	1,55	1,70
10-års räntedifferens mot Tyskland	25	25	20	20	20	20
USD/DKK	7,01	7,10	7,46	7,24	7,17	7,10
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	206	-0,4	0,2	0,7	1,3
Privat konsumtion	114	0,5	0,5	0,5	0,7
Offentlig konsumtion	51	-0,2	0,0	-0,1	0,2
Bruttoinvesteringar	42	-3,3	-0,8	1,8	2,2
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,4	-0,2	0,0	0,0
Export	78	-0,7	0,0	1,8	3,5
Import	79	0,0	-0,6	1,5	2,5
Arbetslöshet (%)		8,7	9,3	9,0	8,7
KPI, harmoniserat		1,2	-0,1	0,5	1,3
Timplöneökningar		1,5	1,5	1,5	1,8
Bytesbalans, % av BNP		-0,9	-2,0	-1,8	-1,6
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-3,3	-3,1	-2,8	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		59,3	62,5	64,5	65,0

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 september 2015 uppgick koncernens balansomslutning till 2 743 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 631 miljarder kronor. Koncernen har cirka 15 500 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.