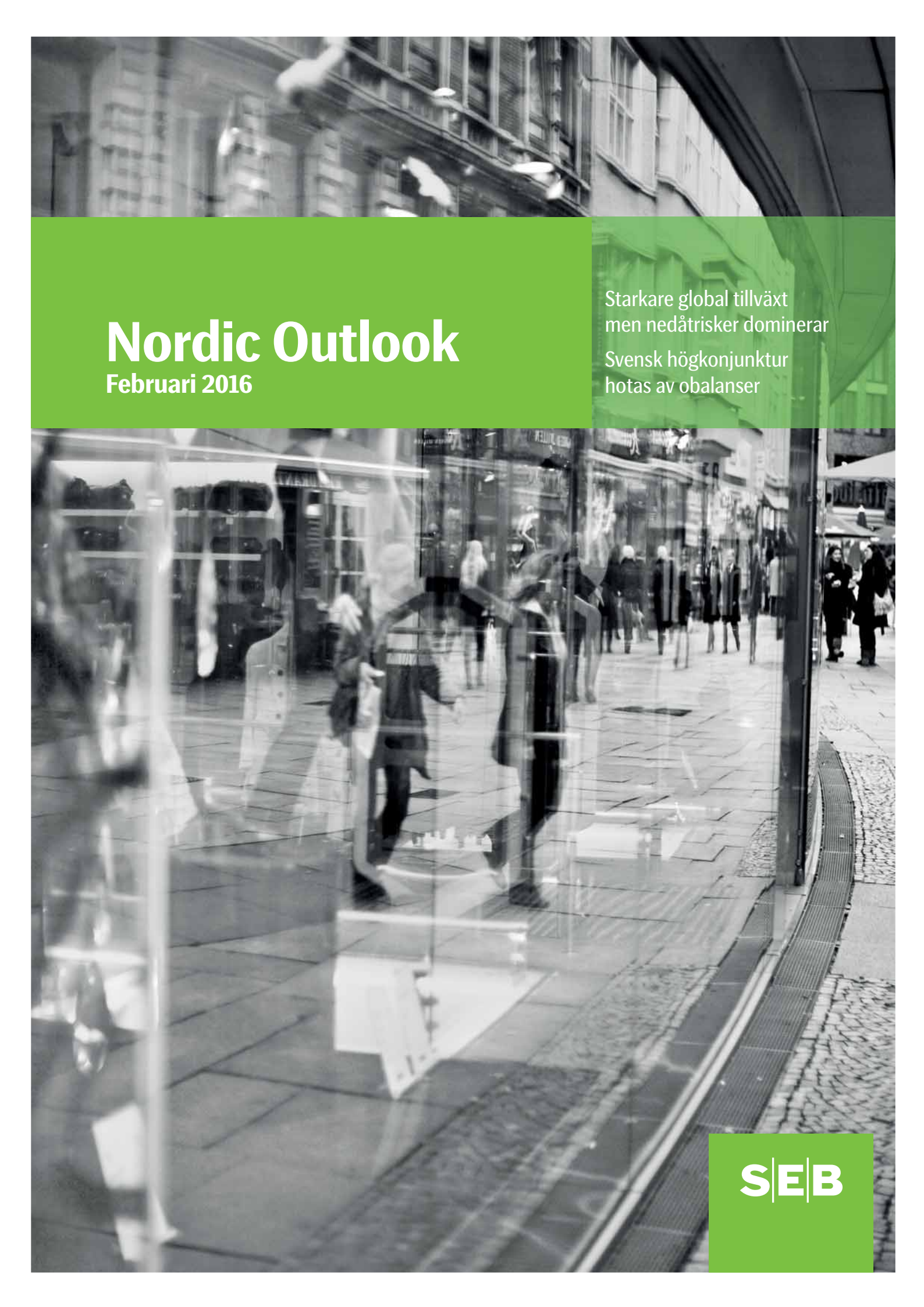




Nordic Outlook

Februari 2016

Starkare global tillväxt
men nedåtrisker dominerar

Svensk högkonjunktur
hotas av obalanser

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Utdragen vändning för oljepriset under 2016	14
USA	15
Japan	19
BRIC	20
Tema: Kinas valutapolitik väcker stora flöden till liv	23
Eurozonen	25
Storbritannien	28
Sverige	29
Tema: Resursutnyttjande och inflationsprocessen	34
Danmark	36
Norge	38
Finland	41
Nyckeldata	42

Fördjupningsrutor

Internationell översikt: Brexit-hotet avvärjs troligen	7
Internationell översikt: Nedåtrisker av olika art dominerar	8
Internationell översikt: Stress på high-yieldmarknad ett konjunkturhot?	10
USA: Vilka lönemått är viktigast för Fed?	18
Sverige: King&Goodfriend öppnar för mer flexibilitet	32

Denna rapport publicerades den 9 februari 2016.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 3 februari 2016.

Robert Bergqvist
Chefekonom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
Sverige
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Ekonom
Eurozonen, Finland
+46 8 506 23118

Erica Blomgren
SEB Oslo
Norge
+ 47 2282 7277

Mattias Bruér
Ekonom
USA, Storbritannien
+ 46 8 506 23294

Stein Bruun
SEB Oslo
Norge
+47 2100 8534

Frederik Engholm-Hansen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1469

Ann Enshagen Lavebrink
Redaktionsassistent
+ 46 8 763 80 77

Olle Holmgren
Ekonom
Sverige
+46 8 763 80 79

Andreas Johnson
Ekonom
Kina, Indien, Ryssland
+46 8 506 23295

Elisabet Kopelman
Ekonom
+ 46 8 763 80 46

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1008

Starkare global tillväxt men nedåtrisker dominerar

- **Global motståndskraft mot industrisvaghet**
- **Oljepriset stiger trots strukturell prispress**
- **Mjuklandning i Kina men ökade risker**
- **Nya stimulanser från ECB och BoJ**
- **Stigande löner får Fed att höja efter en paus**
- **Riksbanken sänker trots hög tillväxt**
- **Dollarförstärkning med Fed-acceptans**

De senaste månaderna har osäkerheten avseende den globala ekonomins styrka tilltagit när industrikonjunkturen vacklar på bred front. **I USA avslutades fjolåret svagt och frågetecknen kring den kinesiska ekonomin** sätter avtryck på finansiella marknader. Det gäller såväl styrkan i den pågående avmattningen som mer långsiktiga frågetecknen kring valutapolitiken, officiella statistikens trovärdighet samt myndigheternas förmåga att hantera de ekonomiska utmaningarna. **Samtidigt har förnyat oljeprisfall förstärkt den finansiella oron.** Energisektorn väger relativt tungt i globala börsindex, samtidigt som det låga oljepriset pressar de offentliga finanserna i många producentländer. Detta ökar riskerna för att politisk instabilitet, främst i Mellanöstern, ska förvärra det geopolitiska läget. Därtill uppstår ett säljtryck på främst aktiemarknaden när producentländer tvingas använda fonderade medel för att täcka underskotten.

Vi har sänkt våra BNP-prognoser, men revideringarna är ganska små. Vi räknar nu med en global BNP-tillväxt på 3,4 respektive 3,8 procent för 2016 och 2017, jämfört med 3,6 och 4,0 procent i förra Nordic Outlook. För 2016 gäller justeringen både OECD-länderna och EM-ekonomierna (Emerging Markets) medan revideringen för 2017 enbart gäller EM-länder. Vi ser således goda skäl att tro att vi inte står inför någon recession. **Den amerikanska ekonomin har en underliggande styrka** genom en stark arbetsmarknad och expansiv tjänstesektor och vi tror att de positiva effekterna av oljeprisfallet kommer att slå igenom med viss fördröjning. **Samtidigt ter sig den finansiella oron för den kinesiska ekonomin som överdriven**, bl a för att den inte riktigt speglar den senaste tidens data. Vi tror också att oljepriset nu har bottenkänning; även om de närmaste månaderna blir turbulenta räknar vi med en uppgång i priset till ca 45 USD/fat i slutet av 2016. I Europa reser hanteringen av flyktingkrisen och hotet om ett brittiskt utträde ur EU (Brexit) många frågor om den

politiska framtiden, **men det är inte sannolikt att detta påverkar ekonomin i speciellt hög grad de närmaste åren.**

Även om vi inte tror på en recession är global tillväxt fortfarande bräcklig. Ekonomierna är i fortsatt behov av penningpolitiskt stöd och investeringarna tar inte fart trots goda vinstnivåer. Detta avspeglas bl a i att **centralbanker i allt högre grad börjar signalera en syn på ekonomierna i linje med tesen om sekulär stagnation.** Att inflation och inflationsförväntningar ligger på en obekvämt låg nivå förstärker denna bild genom att pressa upp den reala räntan. Många centralbanker tycks därmed ha svårt att se någon slutpunkt för sina stora stimulansåtaganden. Vi verkar vara fast i en situation där perioder av **försvagad riskapitet på finansiella marknader provocerar fram nya centralbanksstimulanser.** I en miljö där penningpolitiken i många länder riskerar att fastna i ett exceptionellt stimulansläge är det ofrånkomligt att risker för finansiella bubblor och snedvridna resursallokeringar så småningom kommer att aktualiseras.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Vår prognos innebär att europeiska centralbanken (ECB), Bank of Japan (BoJ) och de skandinaviska centralbankerna kommer att intensifiera sina stimulanser den närmaste tiden samtidigt som höjningar från Bank of England skjuts på framtiden. **Det innebär att Federal i Reserve i USA får genomföra räntehöjningar på egen hand det närmaste året.** Vi räknar med att en allt stramare arbetsmarknad gör att Fed fortsätter på höjningsspåret, men att oro för en alltför stark dollar gör att man går mycket långsamt fram. Vår prognos är en historiskt mycket långsam höjningstakt där nästa höjning dröjer till september; ändå har vi en aggressivare bana än rådande marknadsprissättning. Vår räntebana är troligen förenlig med

en måttlig dollarförstärkning i effektiva termer; vi räknar med att EUR/USD står i 1,03 vid slutet av 2016.

En miljö med bräcklig tillväxt och nedåtrisker skapar osäkerhet på aktiemarknader. Men vår prognos innebär ändå en tillväxt över trend i OECD-området och en stabilisering av oljepriset. Detta i kombination med att centralbankerna är fortsatt redo att stötta vid bakslag ger anledning **till försiktig optimism avseende börsutvecklingen det närmaste året.**

Annorlunda respons på oljeprisfall

Det kraftiga oljeprisfallet sätter nu stora avtryck på världsekonomin. **Det historiska mönstret att de positiva effekterna av lägre oljepris överväger** därför att konsumenter och importländer är mer känsliga för prisförändringar än producentländer **utmanas nu på olika sätt.** Effekterna av lägre oljenota för konsumenter och företag får inte lika stort genomslag på konsumtion och investeringar som väntat. Detta kan bero på allmänt bristande framtidstro men också på osäkerhet om den låga prisnivån blir bestående. Även om vi tror att oljepriset kommer att stiga från dagens extremt nedpressade nivåer (se temaartikel sid 14) kommer oljan att förbli betydligt billigare än vad vi vant oss vid på senare år. När oljekonsumenter bland företag och hushåll väl ställer in sig på att ett permanent skift **finns goda utsikter för att vi får se fördröjda positiva effekter på konsumtion och investeringar.**

Ett nytt beteende hos producentländerna är dock en viktigare förklaring till att världsekonomin reagerar annorlunda än tidigare. **Att USA blivit en ännu viktigare oljeproducent än tidigare har haft betydelse.** Även om kostnaderna pressats i skifferoljeproduktionen är fortfarande break-even-nivåerna relativt höga. Detta har lett till minskad produktion och kraftigt neddragen investeringsaktivitet. De reala och finansiella spridningseffekterna på världsekonomin tenderar generellt att bli extra stora när just den amerikanska ekonomin drabbas.

Oljepris för att nå balans i offentlig sektor

USD

Land	Break-even	Land	Break-even
Bahrain	106	Irak	80
Saudiarabien	103	FAE*	73
Algeriet	95	Kuwait	67
Oman	95	Qatar	55
Iran	87		

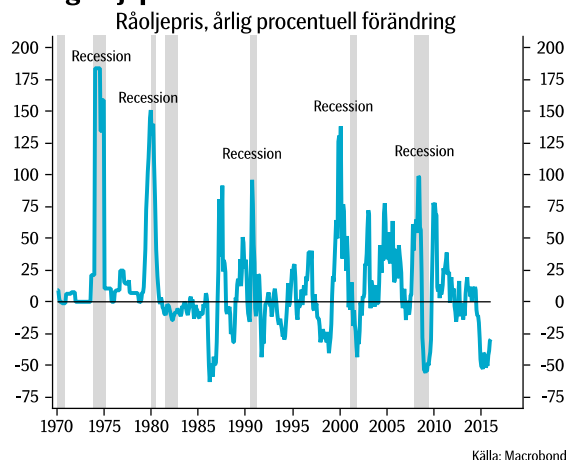
Källa: IMF 2015. * Förenade Arabemiraten

Men de potentiellt största effekterna för den globala ekonomin gäller länder vars ekonomiska och politiska stabilitet är beroende av oljepriset. Efter den arabiska våren för fem år sedan satsade många länder på kostsamma välfärdssatsningar för att dämpa den sociala oron. **Detta har inneburit att många länder behöver ett högt oljepris för att nå balans i de offentliga finanserna** (se tabell ovan). Därtill kommer att länder som Ryssland och Venezuela av olika skäl slagit in på vägar som resulterat i en mycket utsatt politisk situation. Förutom de geopolitiska risker som är kopplade till destabili-

serande kriser i producentländer finns en direkt påverkan på globala finansmarknader. De stora nationella fonder som många producentländer byggt upp (Sovereign Wealth Funds) måste nu användas för att täcka budgetunderskott. **Detta innebär framför allt en press på aktiemarknaden** och har bidragit till den senaste tidens svaghet. I ett senare skede kan länderna i högre grad behöva utnyttja sina valutareserver och då blir det främst räntemarknaden som påverkas.

Pressen på börserna kommer att minska en del som en följd av den uppgång i oljepriset som vi förutser. En annan utväg att lindra spänningarna kan vara att vissa länder släpper sina dollarpeggar. Även om det varierar mellan olika länder är vår bedömning att övervärderingen av valutorna ligger runt 15 procent. En depreciering bidrar till att oljeintäkterna stiger i nationell valuta, vilket mildrar problemet med offentliga underskott. Länderna kommer också att tvingas till utgiftsbesparingar för att minska de offentliga underskotten. Vårt huvudscenario är att situationen är hanterbar i de flesta länder, men situationen är ändå labil och besparingar kommer att öka de sociala och politiska riskerna. I värsta fall kan regeringar helt tappa kontrollen med inbördeskrig och nya flyktkatastrofer som yttersta följd. Mot denna bakgrund **är det inte ologiskt att oljeprisfall från redan låga nivåer möts med oro från finansiella marknader.**

Högt oljepris korrelerat med USA-recession



Inhemsk styrka ger USA motståndskraft

Den amerikanska ekonomin påverkas nu i högre grad än vanligt av omvärlden. Industrin pressas av en stark dollar och kinesisk svaghet samtidigt som oljeindustrin spelar en större roll än tidigare. **Ändå är vår bedömning att USA-ekonomin i nuläget har relativt stor motståndskraft.** Den svaga tillväxten fjärde kvartalet 2015 var i hög grad driven av en lageravveckling. Generellt har heller inte industrikonjunkturen varit någon bra ledande indikator för ekonomin som helhet de senaste decennierna. Detta kan bero på att industrins andel av ekonomin har minskat så mycket att industrikonjunkturen inte längre förmår styra hela den ekonomiska cykeln. De stora recessionerna har istället utlösts av inhemska obalanser, t ex fastighetskrisen på 1990-talet eller den senaste finans- och bostadsfinansieringskrisen.

Den inhemska ekonomin är underliggande stark och hushållen gynnas av stram arbetsmarknad och god förmögenhetsställning. Vi tror också att de positiva effekterna av oljeprisfallet blir tydligare när väl hushåll och företag ställer in sig på en varaktigt relativt låg oljeprisinivå. Samtidigt mildras det

negativa bidraget från nedgången i oljeproduktion. I ett lite längre perspektiv blir därför effekterna av oljeprisfallet ändå inte helt olik de mönster vi vant oss vid. Sammantaget räknar vi med att **BNP-tillväxten för USA de kommande åren hamnar på 2,4 respektive 2,7 procent**.

Brexit-hotet avvärjs troligen

Löftet om en folkomröstning om EU-medlemskap var ett sätt för regeringen i Storbritannien att bromsa det EU-kritiska UKIP-partiets frammarsch i parlamentsvalet förra året. Taktiken slog väl ut i valet men nu gäller det också för regeringen att säkra ett JA i folkomröstningen. Att premiärminister Cameron deklarerat att det bästa för Storbritannien är en framtid i ett **förändrat EU (alltså inte i dagens EU) ställer krav på resultat** i omförhandlingarna om villkoren för medlemskap. Uppfattas de som alltför magra kan detta bli ett farligt vapen i nejsidans kampanj.

Ett brittiskt utträde ur EU skulle få stor betydelse för Sverige och Danmark. Dels mister man en viktig allierad t ex i frågor som handelsliberaliseringar och motstånd mot otillbörlig överstatlighet. **Utan Storbritannien skulle EU-samarbetet i ännu högre grad kretsa kring euron**, vilket skulle tendera att marginalisera de länder som står utanför euron. På lång sikt är det inte orimligt att man pressas till ett val att antingen införa euron eller få en relation till EU som liknar den som Norge och Schweiz har idag. Även nya EU-medlemmar i Östeuropa skulle påverkas på liknande sätt. För dessa länder har också goda relationer till Storbritannien (och USA) alltid varit viktiga när maktbalansen i närområdet rubbats. Också i nuläget ses Storbritannien som en motvikt mot centraliseringssträvanden vare sig de kommer från Bryssel eller Paris/Berlin. Vi kan se hur t ex Polen visar allt större acceptans för de brittiska kraven om restriktioner för EU-migranternas tillgång till det brittiska välfärdssystemet.

För britten själva har risken för att Londons ställning som ledande finanscentrum ska hotas länge diskuterats, men **nu försöker toriesregeringen också förmå näringslivet att på bredare front opinionsbilda** för ett fortsatt EU-medlemskap. För övriga EU skulle ett brittiskt utträde leda till en rad tekniskt svåra frågor om hur ett framtida delat Europa ska organiseras. Separationsprocesserna skulle ta mycket kraft i en situation då Europa behöver kraftsamla för

att möta en rad utmaningar. I Tyskland och Frankrike är ledande politiker troligen angelägna om att lösa frågan innan deras parlaments- respektive presidentval går av stapeln 2017.

Den senaste tiden har parterna därför blivit allt mer angelägna om att nå en uppgörelse. EU:s president Donald Tusk har presenterat ett förslag på en urvattnad version av de förändringar som Storbritannien begärt. Godkänner övriga EU-länder överenskommelsen på EU-toppmötet 18-19 februari kan en omröstning komma att hållas redan i juni i år. Trots att opinionsmätningarna i nuläget tyder på en ganska jämn kraftmätning är vadslagsfirmorna ganska övertygade om att Storbritannien till slut kommer att stanna i EU. Detta utgör också vårt huvudscenario. Möjligen skulle akut uppblossande kris inom EU, t ex kopplad till flyktingfrågan, kunna ge nejsidan så mycket ny vind i seglen att man kan utmana på allvar. Om vi får rätt försvinner ett viktigt osäkerhetsmoment, vilket troligen ger en viss positiv injektion i europeisk ekonomi.

Men även fortsättningsvis lär det gnissla i samarbetet. EU-motståndet har bred grogrund i Storbritannien. Förutom oron för EU-migrationens påfrestningar på det nationella välfärdssystemet finns farhågor för att överstaliga ambitioner, inte minst hos EU-teknokrater i Bryssel, ska växa sig okontrollerat starka. Inte minst driver tongivande delar av den konservativa pressen en ständig kamp för att värna Londons oberoende gentemot Bryssel eller Berlin/Paris. När EU-byråkratin med "Fem Presidenters Rapport" vill skapa en politisk Union till 2025 kommer Storbritannien troligen att kämpa emot så hårt att det knappast längre handlar om ett tvåhastighetseuropa utan snarare om ett tvåvägseuropa. Att aktivt försöka motverka tendenser till maktkoncentration på kontinenten har egentligen varit kärnan i brittisk europapolitik under sekler och det lär inte ändras i brådsket.

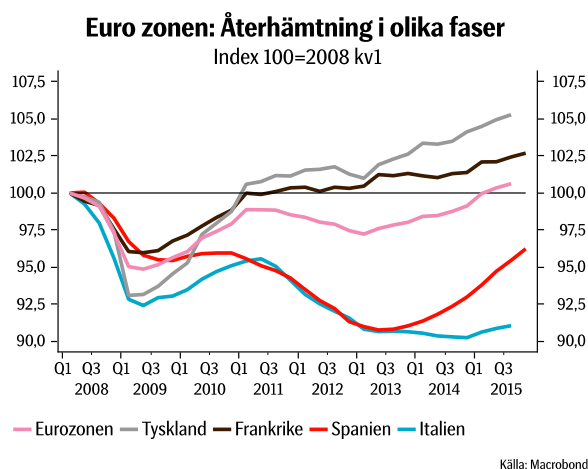
Västeuropa står emot politisk osäkerhet

Konjunkturen i Västeuropa fortsätter så sakteliga att förbättras. Som utpräglad nettoimportör av olja kan eurozonen entydigt dra nytta av lägre energipriser. Pressen nedåt på inflationen gör att hushållens realinkomster stiger trots låga nominella lönelöft. I kombination med stigande sysselsättning och sjunkande arbetslöshet lägger det grunden för en konsumtionsledd återhämtning. Samtidigt gynnas exporten av den relativt svaga euron. Den långa perioden med låg investeringsnivå har bidragit till ett relativt högt kapacitetsutnyttjande, vilket talar för att investeringsaktiviteten ökar något de närmaste åren. ECB-stimulanserna har bidragit till lättare kreditförhållanden, men bankerna i Sydeuropa tyngs fortfarande av

en stor andel dåliga lån. Även om ledande indikatorer backat tillbaka något de senaste månaderna räknar vi med en tillväxt över trend de närmaste åren. **BNP i eurozonen väntas stiga med 1,9 respektive 2,0 procent 2016 och 2017.**

Oförmågan att hantera flyktingkrisen kan få konsekvenser för hela EU-samarbetet. Att Dublinförordningen slutat att fungera innebär att Schengensamarbetet hotas. **En kollaps för Schengen vore ett stort symboliskt bakslag för EU-samarbetet** och skulle kunna vara startpunkten för bredare upplösningstendenser. I nuläget har vi dock svårt att se att flyktingkrisen ska få så stora ekonomiska konsekvenser. Ökade resursinsatser ger en viss efterfrågestimulans samtidigt som de offentliga finanserna pressas. Men inte ens för Tyskland, som

tar emot ojämförligt flest flyktingar av euroländerna, blir effekten större än 2-3 tiondelar av BNP enligt IMF:s beräkningar.



EM-ekonomier pressas av finansiell oro

Tillväxtekonomierna pressas på en rad olika områden. Valutor och börser har dragits med i den finansiella turbulensen i början på året. Framför allt har **råvaruexporterande ekonomier drabbats hårt** av det förnyade oljeprisfallet och oron för en kinesisk hårdlandning. Exempelvis har den ryska rubeln försvagats rejält och EM-ekonomier med dollarpeggar såsom Saudiarabien har hamnat under press. Feds åtstramning av penningpolitiken är ytterligare ett osäkerhetsmoment. Ekonomier med omfattande utlandsupplåning är speciellt sårbara för valutaförsvagningar som ökar lånebördan. Sannolikt kommer volatiliteten att fortsätta ännu ett tag tills oljepriset når en botten eller återhämtar sig.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Ändå tycks många EM-länder visa god motståndskraft mot den finansiella oron. I många mindre och medelstora ekonomier är tillväxten hyfsad. Exempelvis väntas BNP-tillväxten i många asiatiska EM-ekonomier accelerera försiktigt 2016 och 2017. **De allvarliga tillväxtproblemen finns i Brasilien och Ryssland.** I Rysslands fall förvärras problemen av det förnyade oljeprisfallet, men samtidigt tror vi att sanktionerna från Väst gradvis kommer att hävas under 2016. **Kina väntas kunna undvika en kraftig tillväxtinbromsning** tack vare en stark tjänstesektor och fortsatta stimulanser, men tillväxten fortsätter bromsa in. **Indien är en ljuspunkt;** tillväxten bedöms öka något de närmaste åren även om de

reformer som krävs för att nå en tillväxt på över 8 procent inte ser ut att komma på plats.

Nedåtrisker av olika art dominerar

Vår syn att recessionsriskerna är små grundar sig på flera argument. Resursutnyttjandet är fortfarande relativt lågt samtidigt som centralbankerna står redo att agera vid tydligare inbromsning. Balansräkningar för företag och hushåll är starka i de flesta ekonomier och vi är långt ifrån den typ av excesser på investeringssidan som brukar utlösa recessioner. Därtill kommer den inhemska styrkan i USA. Under sådana förutsättningar är det svårt lägga in en recession som huvudscenario. Ändå är marknadsoron påtaglig med inslag av recessionsrisker i den finansiella prisen. Detta kan avspeglade **att riskbilden är mer asymmetrisk än normalt**. Detta beror delvis på att upsidepotentialen är ganska liten. Ett högtillväxtscenario skulle främst kunna genereras av att de positiva effekterna av ett lägre oljepris så småningom realiserar som en ketchupeffekt. Men om indikatorer tydligt börjar stärkas och tillväxtprognoser börjar skrivas upp skulle centralbankerna förmodligen dra tillbaka stimulanser och därmed bidra till att kyla av finansiella marknader.

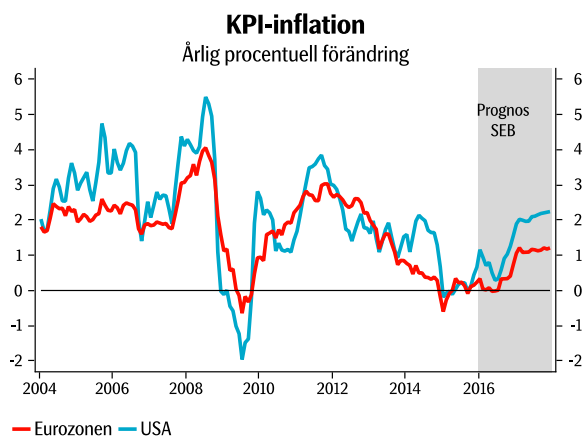
Man kan därtill argumentera för att det i nuläget finns en typ av nedåtrisker som i och för sig har **mycket liten sannolikhet men med potential att skapa en djup recession** ("tail risks"). En sådan risk är utvecklingen i Kina. När allt kommer omkring vet vi ganska lite om myndigheternas förmåga och möjligheter att hantera en allvarlig kris. En kollaps för oljepriset skulle också kunna leda till sammanbrott i viktiga producentländer med svåröverskådliga geopolitiska konsekvenser. Men även bortsett från sådana katastrofscenarier överväger nedåtriskerna i prognosen. Vår bedömning är att riskerna för en sämre utveckling än i huvudscenariot är 25 procent medan sannolikheten för ett högtillväxtscenario är 10 procent.

Inflationsuppgången fördröjs återigen

Det förnyade fallet i oljepriser pressar nu på nytt ned KPI-inflationen på bred front. Därtill kommer prisnedgångar på andra råvaror framför allt livsmedel. Detta har föranlett betydande nedrevideringar av våra prognoser för totala KPI 2016. Som årsgenomsnitt räknar vi nu med att KPI i USA ökar med 0,8 procent och med 0,2 procent i eurozonen. När energipriseffekter faller ur 12-månaderstalen i slutet av året stiger inflationen och 2017 ökar KPI med 2,1 procent i USA och 1,1 procent i eurozonen.

Vår prognos för 2016 ligger klart under konsensusbedömningen, men inflationsförväntningarna avlästa på marknaden för realränteobligationer ligger än lägre. Det är inte ovanligt att denna prissättning överreagerar på stora förändringar i oljepriset, men det reser ändå frågan om vi underskattar spridningseffekterna av energiprisfallet. Fallande inflationsförväntningar skapar också huvudbry för centralbankerna. Det är inte självklart att man kan se igenom energipriseffekter när marknaden prisar in bestående nedåtpress på inflationen. Hittills har dock spridningseffekterna varit små och

kärninflationen har legat ganska stabilt på en nivå strax under 2 procent i OECD-området som helhet.



Källa: Eurostat, BLS, SEB

På lite sikt är den viktigaste frågan hur stigande resursutnyttjande påverkar löneökningarna. Är den så kallade Phillipskurvan fortfarande relevant eller har ökad rörlighet och global konkurrens i grunden försvagat sambandet? Flera ledande centralbanker försöker på olika sätt signalera att man helst ser att löneökningarna växlar upp, vilket speglar en oro för att det finns en strukturell press nedåt på lönerna. **Våra modellskattningar för USA tyder dock inte på att sambandet brutits**, vilket bidrar till att vi tror att lönerna gradvis växlar upp till 3½ procent 2017 när arbetslösheten bedöms falla under sin jämviktsnivå. Fortsatt lågt resursutnyttjande i eurozonen bidrar däremot till att hålla tillbaka lönerna. Vi räknar med uppgångar på ca 1 procent både 2016 och 2017. I Tyskland är resursläget dock betydligt stramare än för eurozonen som helhet och där stiger lönerna med ca 3 procent 2016; fortfarande lite för lågt för att påtagligt mildra skillnaderna i konkurrenskraft inom eurozonen. I Sverige är lönebildningen relativt okänslig för variationer i resursutnyttjandet, och därtill brukar reaktionen komma med betydande fördröjning, vilket skapar bekymmer för Riksbanken (se temaartikel).

Allt större dilemman för centralbankerna

Policyutmaningarna fortsätter att växa för världens centralbanker. Nedåtriskerna har ökat för tillväxten medan finansiell oro stiger och inflationsförväntningar sjunker. Detta leder till ytterligare monetär stimulans från flera håll. Men samtidigt är det ett bekymmer att finansmarknader och riskapitet är i ständigt behov av allt extremare penningpolitiska stimulanser. **Att tvingas "tillfredsställa" finansmarknader och samtidigt tvivla på verkningsgraden av åtgärderna är ett växande centralbanksdilemma.**

IMF och flera centralbanker verkar nu samlas kring uppfattningen att den korta reala jämviktsräntan, dvs räntan som ger full sysselsättning utan inflation och balans mellan investeringar och sparande, är noll eller till och med negativ. Effekterna av tron på extremt låga realräntor är flera. Centralbanker tvingas medge att det kan ta längre tid än den vanliga tvåårs-horisonten att nå inflationsmål. De centralbanker som påbörjar normaliseringsprocesser tvingas gå långsamt fram, speciellt

som nollrestriktionen och låg inflation gör policymisstag asymmetriska i termer av kostnader. Det begränsade penningpolitiska manöverutrymmet ökar också behovet av en mer expansiv finanspolitik när utrymme finns. **Det nya synsättet gör även att riktmärket behöver sänkas för vad som kan ses som normal nivå på en lång statsränta.** En justering nedåt av den långa referensräntan gör aktievärderingar mer försvarbara, men innebär också växande utmaningar för pensionssystemen i många länder.

Men det finns också lite andra idéströmningar där BIS är tongivande men som flera ledande centralbanker också visat förståelse för. Det handlar bl a om principerna för inflationsprognoserna och frågan om man inte måste ta större hänsyn till långsiktiga strukturella förändringar kring tillväxt och inflationsdynamik. Traditionellt har centralbanksmodeller tagit sin utgångspunkt i att tillväxt- och inflationsavvikelser från historiska trendmönster är temporära fenomen. Perioden med avvikelser har heller inte ansetts tillräckligt lång för att policyåtgärder ska skapa finansiella obalanser och äventyra den finansiella stabiliteten. Denna syn börjar nu ifrågasättas i ljuset av pågående globalisering, digitalisering och automatisering. Med tanke på dessa förändringar kan det vara svårt och riskabelt att snabbt försöka nå inflationsmålen oavsett tillståndet i ekonomin eller det finansiella systemet. Detta gäller inte minst mot bakgrund av risken för att tillföra nya störningar som kan visa sig vara mer skadliga än att låta inflationen kvarstå på låga nivåer lite längre.

En annan tydlig tendens är att centralbankernas fokus på valutamarknaden har ökat. En förklaring är sannolikt att penningpolitikens effektivitet via ränte- och kreditkanalen minskat **medan globaliseringen av finansmarknader ökat växelkursens transmissionskraft**. Detta talar för ökade spänningar och tendenser till globalt valutakrig. Fed har lägre tolerans för en stark valuta efter att ha överraskats av dollarns uthålliga och negativa effekt på ekonomin. Japan följer Sverige och använder minusräntor för att försvaga valutan och öka inflationen medan en svag euro är nödvändig för att få eurokrisekonomier på fötter. Flera EM-länder och oljeproducenter, låter valutan falla för att kompensera för lägre råvarupriser.

Centralbankers styrräntor

Procent

	I dag	Dec 2016	Dec 2017
Federal Reserve	0,50	1,00	1,75
ECB	0,05	0,05	0,05
Bank of England	0,50	0,50	1,00
Bank of Japan	-0,10	-0,30	-0,30
PBoC (Kina)	4,35	3,85	3,85
Riksbanken	-0,35	-0,45	0,50
Norges Bank	0,75	0,50	0,75

Källa: Centralbanker och SEB

Även om inflationen rör sig uppåt i takt med gradvis ökat resursutnyttjande har flera centralbanker svårt att nå sina inflationsmål inom rimlig framtid. **Det gör att global penningpolitik blir ännu mer expansiv 2016.** Bank of Japan väntas

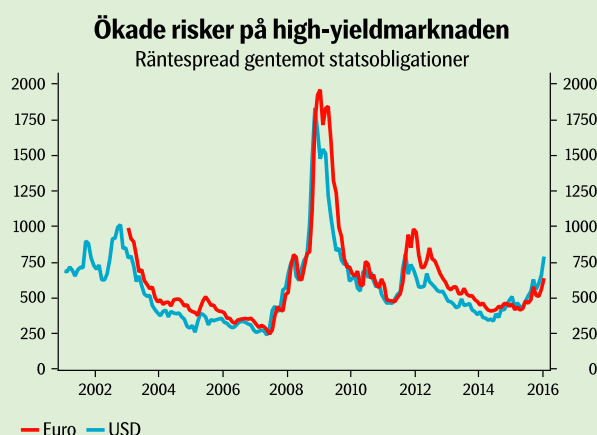
behålla värdepappersköpen på dagens 80 biljoner yen (årstakt) och istället sänka räntan med 0,1 procentenheter både andra och tredje kvartalet 2016 till nivån -0,30 procent för att försvaga yenen och motverka kapitalinflöden. ECB sänker sin inlåningsränta i mars med 10 räntepunkter och utökar de månatliga värdepappersköpen med 15 miljarder euro till 75 miljarder euro. Sverige och Norge – och Kina – tar ytterligare steg och sänker sina styrräntor.

Stimulanterna i omvärlden gör att Fed tvingas höja i påtaglig motvind. Vi tror att man nu tar en paus men den **allt stramare**

arbetsmarknaden gör att man återupptar försiktiga höjningar i september. Under 2017 tror vi också att stigande löner underlättar höjningsbesluten. Vi räknar med att Fed når en nivå på 1,00 procent i slutet av 2016 och 1,75 procent i slutet av 2017. Bank of England senarelägger sina höjningar och levererar en första höjning februari 2017. I början på 2017 tror vi också att Riksbanken är redo för en första höjning med tanke på den svenska ekonomins goda tillväxt och allt stramare resursläge.

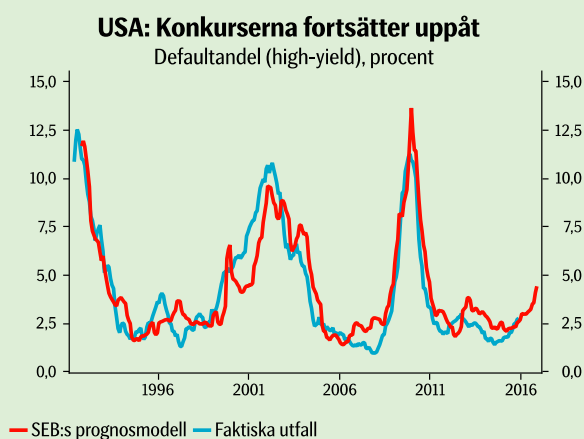
Stress på high-yieldmarknad ett konjunkturhot?

Oljeprisfallet pressar nu de finansiella marknaderna på bred front. Prissättningen på marknaden för högavkastande (high yield) företagsobligationer kan vara intressant när man analyserar riskerna för att den finansiella stressen ska föda tillbaka till den reala ekonomin och dra igång en negativ spiral. Defaultfrekvensen (som inkluderar konkurser och andra betalningsinställelser) inom high-yieldsegmentet kan t ex **vara en indikator på hur allvarliga påfrestningar banksystemet utsätts för.** Det senaste året har vi sett hur oljeprisfallet drivit upp både obligationsspreadar och faktiska defaultar. Detta är framför allt tydligt i Norge där high-yieldmarknaden helt domineras av oljesektorn. I USA står olja/energisektorn för ca 20 procent av denna marknad, medan andelen på motsvarande eurodenominerade marknad är mycket lägre.



Denna skillnad återspeglas i spreadar och defaultfrekvens. I USA har uppgången varit ganska kraftig, medan den varit mildare i eurozonen. Defaultfrekvensen i eurozonen har i stort sett gått sidledes, men spreadarna har ändå stigit en del som en följd av allmänt minskad riskaptit och fallande börser. Vår framåtblickande modell tyder på att defaultfrekvensen i USA kommer att stiga ganska snabbt den närmaste tiden. Modellen **indikerar att vi inom kort når nivåer som bara överträffats under de tre stora**

recessionerna sedan början av 1990-talet. När defaultfrekvensen kommer upp på så höga nivåer finns en risk för en negativ spiral där banker och andra investerare drar öronen åt sig och stramar åt kreditvillkoren på ett sätt som leder till förnyade defaultar osv.



Källa: Macrobond

Att en så stor del av konkurserna fortfarande är koncentrerade till olja-energisektorn innebär dock att situationen i nuläget är lite speciell. **Spridningseffekterna från en sådan sektorskris är troligen mindre än när ekonomin drabbas av stora obalanser i t ex fastighets- eller finanssektorn.** Om vår prognos om en generellt motståndskraftig amerikansk ekonomi i kombination med en viss återhämtning i oljepriset infrias är det sannolikt att vi kan undvika en utveckling där finansieringsproblemen i high-yieldsegmentet blir så stora att krisen eskalerar. Att Feds Beige Book generellt rapporterar om allt lättare kreditförhållanden är också lugnande. Mot denna bakgrund blir vår slutsats att kreditmarknaden från ett fundamentalt perspektiv nu tagit höjd för ett mer negativt scenario än vad som ligger i vår huvudprognos. Men den höga volatilitet som vi ser nu kan mycket väl fortsätta ytterligare en tid och leda till att spreadarna vidgas än mer på kort sikt

Olika utmaningar i de nordiska länderna

De nordiska länderna ställs nu inför olika utmaningar. **Sverige uppvisar en imponerande BNP-tillväxt på 3,7 procent i år.** Sysselsättningen ökar snabbt och arbetslösheten ligger redan nära jämvikt. Det stora flyktingmottagandet kräver extra

resursinsatser och bidrar på kort sikt till ökad privat och offentlig konsumtion. Samtidigt ökar obalanserna på bostadsmarknaden. Reformen inom bostads- och arbetsmarknadspolitiken blir framöver viktiga för möjligheten att integrera nyanlända och **därigenom undvika sociala spänningar och**

stora påfrestningar på de offentliga finanserna. På kort sikt fortsätter Riksbanken att desperat försöka få upp inflations-takten. Vi räknar med både räntesänkning till -0,45 procent och tillgångsköp i närtid. Men efter hand blir stigande resurs-utnyttjande allt viktigare för penningpolitiken och under hösten börjar man signalera en omsvängning i stramare riktning. Den första räntehöjningen kommer i början på 2017.

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Den norska ekonomin tyngs av det låga oljepriset.

Sjunkande investeringar i sektorn gör att nedgången sprider sig till andra industriverksamheter. Hushållens framtidstro har också fallit kraftigt. Expansiv penning- och finanspolitik samt en kraftig försvagad valuta gör ändå att tillväxten hålls uppe hyfsat; vi räknar med att totala BNP ökar med 1½ procent både 2016 och 2017. Norges Banks främsta prioritet är att hålla valutans svag och man visar tolerans mot en ganska hög kärninflation. Vi tror att man sänker styrräntan till 0,50 procent i mars, men sedan avstår från ytterligare stimulansåtgärder. Risken ligger dock på nedsidan; en återhämtning av oljepriset kan stärka valutans på ett sätt som tvingar fram en duvaktig bias. Vi tror också att ett latent apprecieringstryck bidrar till att räntehöjningar dröjer till slutet av 2017.

Finland plågas av fortsatt stagnation och konkurrens-kraftsproblem bl a beroende på deprecierande valutor i närområdet. Den ekonomiska politiken står inför en balansgång och försöker nu hantera både svaga offentliga finanser och strukturella tillväxtproblem. Den relativt strama finanspolitiken gör att tillväxten förblir svag även om vi räknar med en svagt stigande tillväxt där BNP ökar med 0,4 respektive 1,1 procent 2016 och 2017. I **Danmark** fortsätter den modesta återhämtningen. En kraftig nedgång av BNP-siffran för tredje kvartalet 2015 gör att vi har justerat ned tillväxtsiffrorna och räknar nu med en BNP-ökning på 1,8 respektive 2,2 procent för 2016 och 2017. En stark arbetsmarknad ger stöd för hushållens konsumtion, men samtidigt förblir investeringsaktiviteten dämpad.

Nedpressade långräntor trots Fedhöjningar

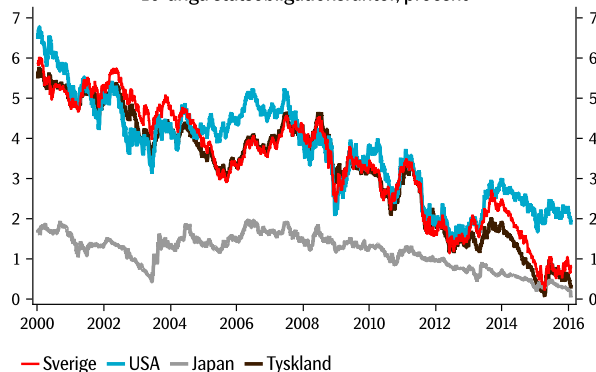
Långa räntor har under årets början åter fallit tillbaka drivet av tillväxtoro och disinflationspress från olja samt förväntningar på en ännu mer expansiv centralbankspolitik globalt. I USA förväntar sig räntemarknaden inte ens en Fed-höjning per år. Japanska 10-åriga statsobligationsräntor handlas efter introduktionen av minusränta på nya historiska bottennivåer strax över noll. I Europa pressas långa räntor av ECB:s signal om nya lättnader i mars och möjligheter till ytterligare steg därefter. Räntan på 10-åriga tyska statsobligationer har sjunkit

till de lägsta nivåerna sedan förra våren, då jakt på obligationer inför starten på ECB:s obligationsköpsprogram drev ner räntan till nära noll.

Vår prognos om snabbare tillväxt i den globala ekonomin och fortsatta räntehöjningar från Fed talar fortfarande för en **stigande trend för långa räntor** under 2016 och 2017. Prognos om en stabilisering av oljepriset bidrar också till denna bild. Att vi nu väntar oss att Fed avvaktar med nästa höjning till september **gör dock att vi dragit ned prognosen för långa USA-räntor något** jämfört med föregående *Nordic Outlook* i november. Vi tror att tyska 10-årsräntor etableras i ett intervall på 0,40-0,60 procent under första halvåret för att sedan försiktigt följa amerikanska räntor högre med start under andra halvåret när Fed återupptar sina höjningar. **Att styrräntorna under de kommande två åren ligger kvar på historiskt låga nivåer gör att uppgången i långa räntor i såväl USA som Tyskland blir måttlig.**

Långa räntor kvar nära historiska bottnar

10-åriga statsobligationsräntor, procent



Källa: Macrobond

Vår prognos är att 10-åriga räntor i USA i slutet av året ligger på 2,30 procent för att sedan gradvis stiga till 2,80 procent i slutet av 2017. Motsvarande tyska obligationer handlas på 0,60 procent i slutet av 2016 och 1,20 i slutet av 2017. Räntedifferensen mellan 10-åriga räntor i USA och Tyskland stiger därmed från 155 idag till som mest 170 punkter i slutet av året för att i slutet av 2017 ligga på 160.

Förnyade förväntningar om svenska räntesänkningar i kombination med oväntat starka statsfinanser **har lett till att räntedifferensen mellan Sverige och Tyskland åter gått ihop.** Dessa faktorer fortsätter trycka ned svenska räntor under första halvåret i år, samtidigt som Riksbankens program för köp av statsobligationer pågår våren ut. Vid halvårsskiftet ligger räntedifferensen på 10-åriga statsobligationer mot Tyskland på 35 punkter. **På lite längre sikt är dock trenden för spreaden mot Tyskland stigande** bl a beroende på räntehöjningar från Riksbanken samt ökad offentlig upplåning i flyktingkrisens spår. Detta bidrar till att svenska 10-åriga obligationsräntor stiger 2016 till 1,10 och 1,90 i slutet av 2016 och 2017; 50 respektive 70 punkter över den tyska.

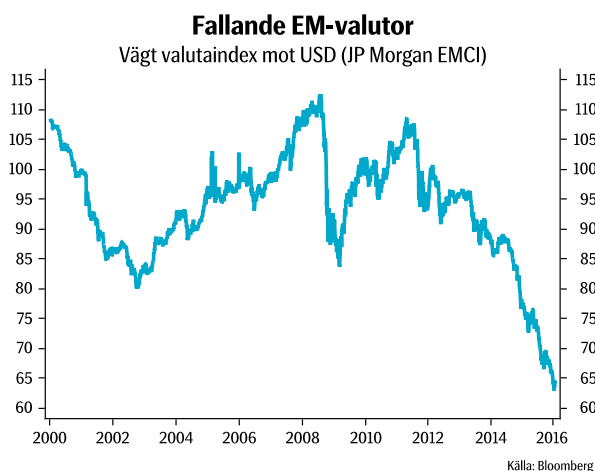
Signaler från Norges Bank om relativt låga emissionsvolymer 2016 minskar trycket på en utbudsdriven brantning av räntekurvan. Att valutans får stöd av ett högre oljepris är positivt för

obligationer eftersom **Norges Bank tvingas att behålla en duvaktig bias för att dämpa förstärkningstrycket på valutan**. Räntedifferensen mot Tyskland för 10-åriga statsobligationer väntas krympa till 80 punkter i slutet av 2016.

Valutor fortsatt i centrum för centralbanker

Den starka växelverkan mellan valutamarknad och centralbanksagerande fortsätter. I takt med att utrymmet för räntesänkningar och okonventionell penningpolitik är på väg att ta slut blir valutan en sista utväg för att försöka nå inflationsmålen. I en sådan miljö ökar riskerna för valutakrig. Trenden mot starkare dollar, som påbörjades när Fed började signalera en stramare penningpolitik för snart två år sedan, har satt hård press på råvarupriser. Sjunkande exportintäkter i råvaruproducerande länder under press. Att många råvaruberoende EM-länder de senaste åren ökat sin skuldsättning i USD, komplicerar bilden ytterligare.

Frågan är nu till vilken grad dollarn kan fortsätta att stärkas. För Fed är dollarstyrkan en huvudvärk som begränsar manöverutrymmet för ytterligare höjningar, framför allt på kort sikt. Förutom sämre exportvillkor för amerikanska företag ökar skuldbördan för många EM-ekonomier som redan är pressade av låga råvarupriser. Detta kan få globala återkopplingar som i slutändan också påverkar USA. Världen skulle i denna miljö troligen må lite bättre av en temporärt svagare dollar. Med vår reviderade Fed-prognos med en andra höjning först i september ökar också möjligheten att dollaruppgången tar en paus. Å andra sidan pressar låg inflation fram ytterligare stimulans från såväl ECB som Bank of Japan samtidigt som Bank of England avvaktar till 2017 innan räntehöjningar påbörjas. Mot denna bakgrund räknar vi med ändå med en **försiktig dollar-förstärkning under resten av året**. I slutet av 2016 står EUR/USD i 1,03 och USD/JPY i 130. År 2017 tror vi att den långsiktiga värderingsnivån får större betydelse för rörelserna och räknar med en viss återhämtning för euron till en EUR/USD nivå på 1,05; fortfarande långt från vår jämviktsnivå på 1,15-1,20.



Vår prognos om att oljepriset nu har bottenkänning och snart sakta vänder uppåt gynnar råvaruvalutorna och vi tror att många EM-valutor på lite sikt kommer att ta tillbaka förlorad

mark. Detta gäller i ännu högre grad undervärderade råvaruberoende valutor som kanadadollarn och norska kronen (NOK) som bör hitta köpare i takt med att oljepriset stiger. Återhämtningen för NOK fördröjs dock av ytterligare centralbanks-sänkning, men i slutet av 2016 står EUR/NOK i 9,20 för att sedan sjunka ytterligare till 8,50 i slutet av 2017.

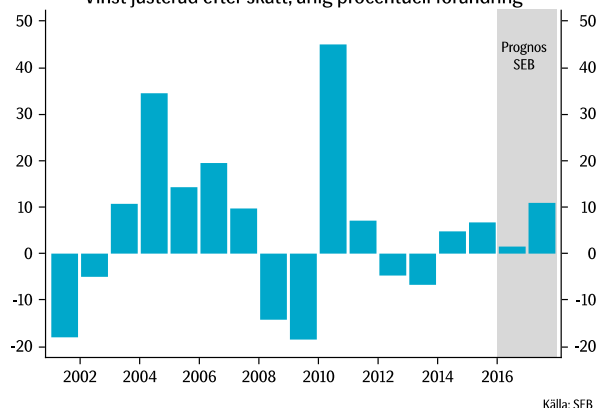
Vår syn att finansiella marknader nu överdriver hotbilden mot världsekonomin och att vi så småningom får se högre riskapit gynnar cykliska valutor. Detta är ytterligare ett argument för starkare råvaruvalutor, men gäller också den svenska kronan (SEK) gentemot mera defensiva valutor som yen, euro och CHF. Vår rankingsmetodologi (SEB FX Scorecard) placerar i nuläget SEK i topp i en rad kategorier som tillväxtutsikter, flöden, värdering och positionering. Men Riksbankens kamp att få upp inflationen hämmar kronan. Hotet om valuta-interventioner uppfattas som trovärdigt, inte minst av svenska aktörer, vilket gör att EUR/SEK är fast i intervallet 9,10-9,50 ytterligare några månader. Därefter ser vi förutsättningar för en gradvis försiktig förstärkning när Riksbanken så sakteliga börjar signalera en omsvängning i stramare riktning. EUR/SEK sjunker till **ungefär 9,00 i slutet av 2016 och sedan vidare till 8,70** slutet av 2017 när höjningar påbörjats. USD/SEK står i ca 8,75 i slutet av 2016 och ca 8,30 i slutet av 2017.

Positiva börsutsikter trots ökade risker

Oljeprisfall och tillväxtoro kopplad till Kina/EM samt svagheter i USA:s industri har tyngt börserna i början av året. Tuffa villkor för energisektorn i den billigare oljans spår är en förklaring; pressade marginaler för energirelaterade verksamheter bidrar starkt till fortsatta nedrevideringar av vinstprognoserna i särskilt USA. **I både USA och Europa är den förväntade vinsttillväxten nu negativ** (exklusive effekterna av aktieåterköp). Detta innebär att värderingen på börserna, trots den senaste nedgången är i linje med de historiska genomsnitten.

Dämpad vinsttillväxt för nordiska bolag i år

Vinst justerad efter skatt, årlig procentuell förändring



En nedåtrisk för börsen är om svagheten i energisektorn sprider sig till den övriga USA-ekonomin samt vidare till Europa och Kina, t ex till följd av råvarurelaterade problem på USA:s kreditmarknad. Stigande global tillväxt och historiskt låga räntor bör kunna driva försäljning och vinster högre och ge stöd för värderingen. Att centralbankerna är beredda att stötta

tillväxten gynnar riskaptiten, vilket reaktionerna på de mjuka signalerna från ECB och Bank of Japans räntesänkning visade. Två pusselbitar bör dock falla på plats för att vår ganska positiva börssyn ska realiseras: **Att vinsterna åter börjar revideras upp och att USA:s industri stabiliseras.**

Börserna i industriländerna har förutsättningar att gå bättre än i EM-ekonomierna. Därtill gynnas Europa mer än USA av fallande energipriser, samtidigt som **amerikanska bolags marginaler pressas av stigande löne- och finansieringskostnader.** Den svaga inledningen på året indikerar fortsatt stora risker på EM-marknaderna. Samtidigt finns stabiliserande krafter; börserna handlas med en stor rabatt i förhållande till industriländerna och särskilt asiatiska ekonomier får draghjälp av starkare konsumtion i Västvärlden.

Nordiska aktier gynnas av återhämtningen i eurozonen och därtill är inte värderingen i förhållande till övriga Europa lika ansträngd som tidigare. Vi har dragit ned den förväntade vinsttillväxten för i år till bara någon dryg procent, men ser mot bakgrund av vårt makrosenario förutsättningar för en starkare utveckling under 2017 (drygt 10 procent), vilket bör avspeglats i börsutvecklingen redan i år. Nedtryckta styrräntor är negativt för banksektorn i Norden. Hög exponering mot oljerelaterade sektorer så som oljeproducenter/oljetjänster och shipping/ transport ger negativ vinstutveckling i Norge och Danmark i år men en större rekyl 2017. Vårt riktmärke för ett sammanvägt nordiskt index (MSCI Norden) på 254 i slutet av 2016 motsvarar en totalavkastning på nästan 20 procent. Motsvarande förväntade totalavkastning för Stockholmsbörsen uppgår till drygt 20 procent med ett riktmärke på 1580 (OMX30).

Tema: Utdragen vändning för oljepriset under 2016

- **Rekordstora oljelager pressar priset**
- **Produktionsminskningar utanför OPEC och investeringsfall banar väg för bättre balans**
- **Flexibel skifferolja ger utdragen anpassning**

Nedgången i oljepriset tog ny fart under slutet av 2015 och i början på 2016 har vi sett de lägsta nivåerna på över ett decennium. **Överutbud samt rekordstora lager av olja fortsätter att pressa priset** under första halvåret och vändningen därefter blir troligen utdragen jämfört med tidigare återhämtningsperioder. Vi har reviderat ned antagandet för Brentolja med 10 dollar för både **2016 och 2017 till 40 respektive 50 dollar/fatet**. De närmaste månaderna tror vi priset ligger kvar kring 30 dollar/fatet följt av uppgång till 45 dollar vid årets slut. Nedan gör vi en genomgång av viktiga faktorer för oljepriset framöver.

Kortsiktigt präglas oljemarknaden av stora utbuds-överskott i kombination med rekordstora oljelager, vilket gör den känslig också för små störningar i utbud och efterfrågan. Obalanserna har på senare tid förvärrats av tillskottet av olja från Iran efter kärnenergiavtalet samt lite sämre efterfrågan från USA och Kina, under såväl slutet av förra året som i prognoserna framåt.

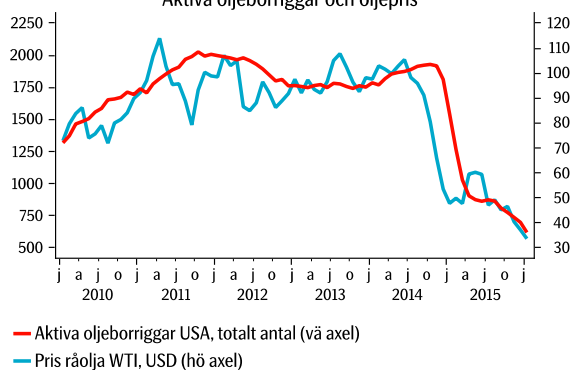
OPECs prisstrategi förblir en nyckel. Prisfallet på olja under finanskrisen 2008 följdes av snabb rekyl uppåt, orkestrerad av OPEC som genom betydande produktionsminskningar raskt förde marknaden tillbaka till balans. OPECs agerande under den senaste nedgången har istället präglats av ambitionen att **dämpa kapacitetsutbyggnaden i USA:s skifferolja-produktion** och därigenom bevara OPECs marknadsandelar. Beskedet från OPEC har varit att marknaden själv måste hitta en balans och att bördan av anpassningen måste tas via priset snarare än genom frivilliga produktionsbegränsningar. Propåerna nyligen från icke-OPEC-producenten Ryssland att nå en gemensam överenskommelse om produktionsbegränsningar tockades positivt av oljemarknaden. Inviten avvisades dock snabbt av Iran. Att flertalet OPEC-producenter har anpassat sina budgetar till ett oljepris vida över dagens nivåer talar snarare för ökat utbud, eftersom medlemmarna behöver öka volymerna för att kompensera för intäktsminskningar till följd av lägre oljepriser (se även sid 6).

Men ett grundläggande skäl till att avstå från en samordnad aktion är att **OPECs strategi visar tecken på att börja fungera**, även om det tar längre tid och kräver ett lägre pris än vad Saudiarabien från början hade väntat. Minskad produktion och kraftiga investeringsfall banar nu gradvis väg för balans. Antalet oljeriggar i USA har fallit kraftigt sedan den senaste toppen hösten 2014. Snabba effektivitetsförbättringar inom

skifferoljeindustrin har bidragit till att hålla uppe produktionen, men neddragningen ser nu ut att gå i en snabbare takt än uppgången i produktivitet. Investeringarna i prospektering och utveckling av nya fyndigheter generellt har svarat på prisfallet. SEB:s genomgång av drygt 40 stora oljebolags investeringsbudgetar tyder på att investeringarna minskar med i runda tal 25 procent under både 2015 och 2016; de största neddragningarna på 30 år. Investeringarna i skifferolja i USA sjunker ännu mer; en genomgång av ca 15 stora producenter tyder på neddragningar i storleksordningen 40 procent för bägge åren. Även OPEC ser de kommande åren ut att sänka sina investeringar kraftigt.

USA:s oljeindustri har reagerat på prisfallet

Aktiva oljeborrigar och oljepris



Källa: Baker Hughes, Macrobond

Frågan är vilka spår detta sätter på oljemarknaden och hur snabbt. De stora effekterna av dagens investeringsfall kommer troligen först 2020-25. Men under loppet av året bedömer vi att oljemarknaden gradvis rör sig mot ett mer balanserat läge i takt med en minskad produktion utanför OPEC. Historiskt har oljepriset ofta stigit kraftigt under sådana perioder, eftersom producenter utanför OPEC har reagerat med avsevärd fördröjning. En konsekvens av USA:s skifferolja är att det nu finns en **producent utanför OPEC som kan reagera snabbt på förändringar i priser eller efterfrågan**. Skifferolja är jämfört med traditionell oljeproduktion småskalig, med lägre kapitalkostnader och betydligt kortare livscykel. Tiden från investeringsbeslut till första droppen olja börjar rinna är ca 3 månader mot kanske 5 år för traditionell och produktionen är som högst under inledningen av brunnens livslängd. Om/när priset åter börjar stiga kan utbudet av skifferolja därför snabbt komma att ökas. Det talar för en mer utdragen prisanpassning uppåt jämfört med de föregående priscyklerna.

Stramare kreditförhållanden i sektorn i spåren av konkurser och kreditmarknadsproblem kan dock verka begränsande och leda till en snabbare prisuppgång. Produktionsstörningar till följd av ökad geopolitisk oro i Mellanöstern är en annan uppåtrisk för oljepriset. Men ändå överväger nedåtriskerna, t ex kan Irans återinträde gå snabbare än vi räknat med. Fortsatta effektiviseringar i USA:s skifferoljeproduktion och en stigande dollarkurs kan få större effekter än vi räknat med.

Tudelad ekonomi med allt stramare arbetsmarknad

- **Hushållen börjar konsumera köpkraftslyftet**
- **Industrin stjälper inte återhämtningen**
- **Dags för snabbare lönetillväxt**
- **Fed tar höjningspaus**

Tudelningen fortsätter i amerikansk ekonomi. Den exportorienterade tillverkningsindustrin går på knäna samtidigt som den inhemskt dominerande tjänstesektorn växer med kraft från hushållens efterfrågan. Vår bedömning är dock att recessionsrisken är relativt liten; de senaste decennierna har industrikonjunkturen inte varit någon bra ledande indikator för ekonomin som helhet. **BNP-tillväxten blir 2,4 procent 2016 och 2,7 procent 2017.** Nedrevideringen jämfört med tidigare prognoser beror främst på den lagerdrivna svackan i slutet av i fjol, men också på lägre företagsinvesteringar. Oljeprisfallet, som dämpade BNP-tillväxten 2015 trots att USA är nettoimportör av olja, får positiva effekter i år när hushållen i högre grad börjar använda köpkraftslyftet för konsumtion.

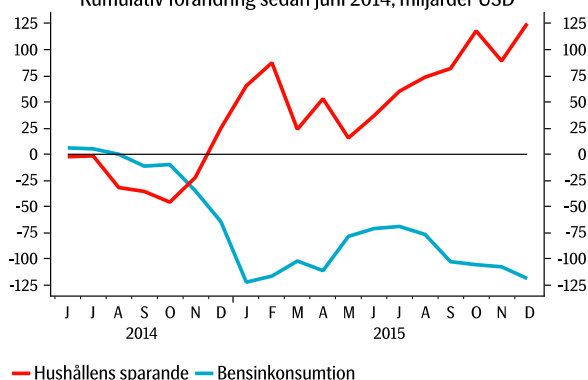
Lägre oljepriser innebär att inflationsuppgången 2016 blir svagare än väntat. Årsgenomsnittet för KPI hamnar på 0,8 procent i år, klart under konsensus, och på 2,1 procent 2017. **Kärninflationen ligger dock redan nära 2 procent** samtidigt som Feds favoritmått över kärninflationen troligen stiger framöver efter att ha rört sig sidledes i fjol. Den redan **låga arbetslösheten fortsätter ned till 4,2 procent i slutet av prognosperioden**, klart under jämvikt. Därmed blir det allt svårare för företagen att hitta kvalificerad personal, vilket bromsar sysselsättningstillväxten. Å andra sidan leder den strama arbetsmarknaden troligen till **snabbare löneökningar**; enligt våra indikatormodeller kommer timlönerna att stiga med 3,5 procent i slutet av 2016. Att arbetsmarknaden så småningom börjar generera inflation gör att Fed fortsätter räntenormaliseringen i september. Styrräntebereiniget **blir 0,75-1,00 procent i slutet av 2016** och 1,50-1,75 procent i slutet av 2017.

Hushållen visar musklerna

Hushållen fortsätter att vara den viktigaste tillväxtmotorn. Robust sysselsättningstillväxt i kombination med köpkraftslyftet i oljeprisfallens spår drev hushållens konsumtion och framför allt disponibla inkomster högre i fjol. I år väntas ytterligare en pusselbit falla på plats när lönerna stiger snabbare. Också de viktigaste förtroendeindikatorerna signalerar robust konsumtion; såväl Michigan som Conference Board ligger över sina historiska snitt. Sammantaget är

bedömningen att **hushållens konsumtion ökar med 3,2 procent respektive 2,9 procent 2016-2017**, att jämföra med 3,1 procent i fjol. Årets konsumtionstillväxt blir därmed den starkaste på 11 år.

Bensinskonsument och sparande har gått åt olika håll
Kumulativ förändring sedan juni 2014, miljarder USD



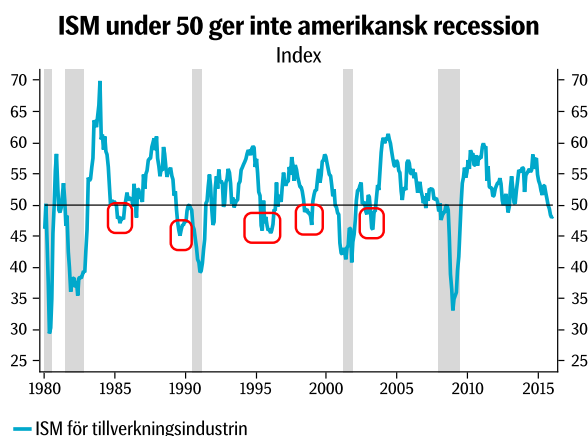
Källa: EIA, BEA, SEB

Om något ligger risken i konsumtionsprognosen på uppsidan. Sedan oljeprisfallen inleddes i mitten av 2014 har konsumtionen av bensin minskat med sammanlagt 110 miljarder dollar. Den lägre bensinnotan har i hög grad gått till ökad sparande; **hushållens samlade sparande är 120 miljarder dollar högre idag jämfört med när oljepriserna började falla.** Det ökade sparandet kan bero på att hushållen fortfarande räknar med att energiprisfallet är tillfälligt. Men ju längre tid som priserna pressas desto sannolikare att prisbilden uppfattas som permanent och att hushållen **så småningom använder köpkraftslyftet till konsumtion.** Att sparkvoten redan är högt uppskruvad i förhållande till vad hushållens förmögenhetsställning motiverar tyder också på gott om eldkraft i beredskap.

Investeringarna fortsätter att hacka

Bortsett från bostadsbyggandet, som steg med närmare 9 procent i fjol, är investeringskonjunkturen trög. Indikatorer visar generellt en **särkoppling mellan industri och tjänster.** Inom industrin är stämningsslaget dystert och ISM för tillverkningsindustrin noteras klart under 50. Den reala effektiva dollarförstärkningen på 18 procent sett över de senaste 18 månaderna, den pågående lageravvecklingen samt vikande efterfrågan i viktiga exportdestinationer som Kina, Mexiko och Kanada kan förklara nedgången. Svagheten inom industrin vägs upp av den mer inhemskt orienterade tjänstesektorn och **vårt sammanvägda ISM-index är i nuläget förenligt med 2 procents BNP-tillväxt.**

Den allt svagare industrikonjunkturen har ökat riskerna för att smittoeffekter ska leda till en bredare nedgång i ekonomin. Men det finns ändå ett antal argument som talar för en betydande motståndskraft mot detta. Det finns åtskilliga exempel de senaste decennierna på att industrin varit i recession samtidigt som ekonomin som helhet fortsatt att växa. Statistiskt sett visar kausalitetstest till och med att **tjänstesektorn de senaste decennierna lett tillverkningsindustrin och inte tvärtom**. Detta kan bero på att industrins andel av ekonomin har minskat så mycket att industrikonjunkturen inte längre förmår styra hela den ekonomiska cykeln. Det kan också återspegla att allvarliga recessioner i modern tid, som fastighetskrisen i början på 1990-talet och den senaste finanskrisen, utlösts av inhemska obalanser som inte var direkt kopplade till industrin. Enligt historiska samband är det dessutom ganska långt kvar innan ISM för tillverkningsindustrin signalerar recession för hela ekonomin; den kritiska gränsen ligger så lågt som 43. ISM-indikatorerna över orderingsgången har vänt upp i tillverkningsindustrin och ligger på robusta nivåer i tjänstesektorn. Företagens faktiska orderstatistik vände dock ned i december.

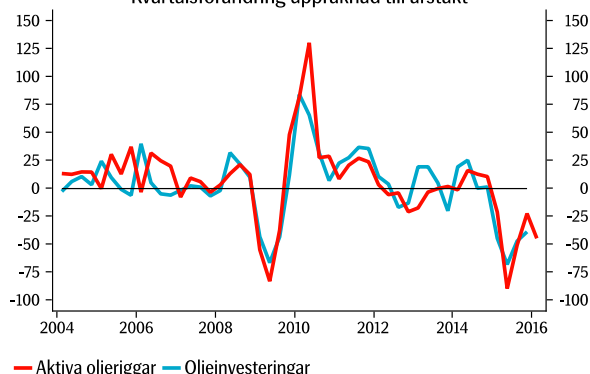


Källa: ISM, NBER, SEB

Sammantaget ser vi förutsättningar för att företagens investeringstillväxt ska växla upp från 3 procent 2015 till i genomsnitt **4,5 procent 2016-2017**. **Oljerelaterade investeringar utgör fortfarande en dämpande kraft**. Botten är troligen inte nådd trots urlåsningsen i föl när oljeinvesteringarna föll med drygt 40 procent i årstakt **motsvarande ett BNP-bidrag på -0,4 procentenheter**. Indikatorer som antalet aktiva oljeriggar visar på fortsatt svaghet på kort sikt, men givet vår prognos om oljeprisstabilisering mojnär motvinden gradvis.

Oljeinvesteringarna pressas fortfarande

Kvartalsförändring uppräknad till årstakt



Källa: Bloomberg, BEA, SEB

Högre lönetillväxt ligger i korten

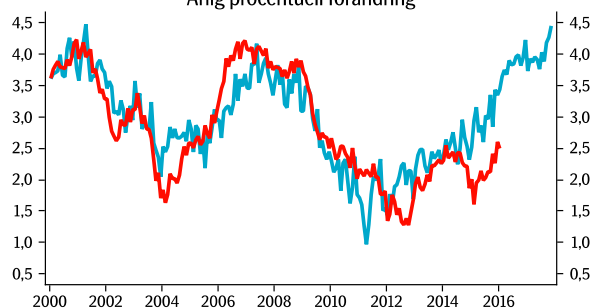
Styrkan på arbetsmarknaden är det viktigaste fundamentet i vår relativt optimistiska konjunktursyn. De senaste två årens uppgång i sysselsättningen på 2,7 miljoner jobb i fjol och 3,1 miljoner 2014 har varit den starkaste sedan IT-boomen i slutet av 1990-talet. Att råvarusektorn tappade 130 000 jobb 2015 i oljeprisfallets spår har alltså kompenseras med råge i andra sektorer; råvarusektorns sysselsättningsandel är blygsamma 0,6 procent av totalen. Framöver spås sysselsättningen gradvis växla ned; vi räknar med en genomsnittlig ökning på 200 000 jobb i månaden 2016 och 170 000 för 2017. Till skillnad från Fed räknar vi med att arbetslösheten fortsätter att falla, om än i långsammare takt, och uppgår till **4,5 procent i slutet av 2016 respektive 4,2 procent i slutet av 2017**. Den nivån är låg också i ett historiskt perspektiv; arbetslöshetsbottnarna i de två tidigare konjunkturcyklerna var 3,8 respektive 4,4 procent.

Flera indikatorer ger stöd för en allt stramare arbetsmarknad.

Andelen som säger upp sig – ett mått på stämningsläget i arbetskraften och en av förre Fed-chefen Alan Greenspans favoritindikatorer – uppvisar en stabilt stigande trend och noteras på den högsta nivån hittills i konjunkturuppgången. Nya ansökningar om arbetslöshetsersättning ligger på nivåer som historiskt varit förenliga med månatlig sysselsättningstillväxt på omkring 250 000, småföretagens anställningsplaner har lyft till 7-årshögsta och antalet uppsägningar var de lägsta på 15 år i slutet av ifjol. Sett till vakanser i förhållande till anställningar kunde dessutom sysselsättningstillväxten varit ännu starkare om företagen lyckats rätt personal. Också Beige Book tyder på att det är svårt att hitta kvalificerad arbetskraft inom flertalet sektorer. I de senaste publikationerna börjar dessutom trenden bli densamma för lågutbildad arbetskraft vilket bör vara god grogrund för lönetillväxten.

Läge för snabbare löneinflation

Årlig procentuell förändring

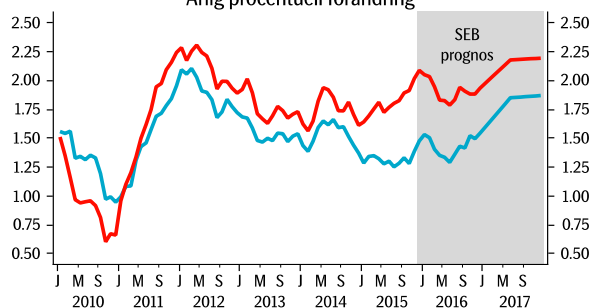


— Genomsnittliga timlöner
— Indikatormodell, löner f(arbetslöshetsgap, cykl. arbl., NFIB löneplaner)

Källa: BLS, SEB

Två olika mått på kärninflationen

Årlig procentuell förändring



— Kärninflationen mätt med KPI
— Kärninflationen mätt med konsumtionsdeflatorn

Source: Macrobond, SEB

Vår indikatormodell, där bland annat arbetslöshetsgapet och småföretagens löneplaner ingår, **tyder på genomsnittliga timlöneökningar på 3,5 procent i slutet av 2016 respektive 4,5 procent i slutet av 2017**. Våra prognoser innebär dock försiktigare löneökningar, bl a beroende på att timlöneökningarna i de två senaste konjunkturuppgångarna toppade på strax över 4 procent. Samtidigt visar erfarenheterna att lönerna kan accelerera snabbt när väl arbetslösheten fallit under jämviktsarbetslösheten, vilket till exempel var fallet 2004-2006 när Fed höjde räntan vid 17 på varandra följande möten.

Kärninflationen rör sig mot målet

Inflationen som bottnade på nollstrecket i fjol rör sig uppåt 2016-2017. Baseffekter när tidigare oljeprisfall ramlar ur tolv månaderstalen är en viktig drivkraft i år, men samtidigt bidrar eftersläpande dollareffekter och lägre matpriser till att dämpa uppgången. Att oljepriserna fått en ny skjuts nedåt 2016 medför också att vi reviderar ned inflationsbanan även om effekten dämpas av att energiprisernas vikt i varukorgen minskat påtagligt. KPI-inflationen beräknas **uppgå till 0,8 procent i år respektive 2,1 procent 2017 enligt våra prognoser**.

Det är alltså framförallt energipriser snarare än ett bredbaserat deflationstryck som håller nere priserna. Detta återspeglas i att **kärninflationen**, där mat- och energipriser exkluderas, har stigit till 40-månadershögsta och **nu noteras runt två procent**. En uppdelning i varu- och tjänsteinflation är också intressant. Priserna faller inom varusektorn där omvärldsefterfrågan och dollareffekter slår igenom. På tjänstesidan visar däremot priserna treprocentiga ökningstal. I och med att lönerna, som dominerar kostnadsbilden för tjänsteföretagen, väntas stiga snabbare ligger en dämpning av tjänsteinflationen inte i korten. Detta indikerar att man inte kan döma ut **Phillipskurvan**, som visar på ett samband mellan arbetslöshet och inflation.

Det är dock kärninflationen mätt med konsumtionsdeflatorn som är Feds huvudsakliga fokus. Till skillnad från den vanliga kärninflationen rörde sig denna sidledes i fjol. Vi räknar dock med att **gapet börjar slutas 2016**, när bland annat hälso- och sjukvårdskostnader, som har större vikt i konsumtionsdeflatorn, stiger i snabbare takt och tar igen förlorad terräng. Kärninflationen enligt **konsumtionsdeflatorn ökar med 1,5 procent respektive 1,9 procent vid slutet av innevarande och nästkommande år** enligt vår prognos. Det är nära Feds prognoser som ligger på 1,6 procent respektive 1,9 procent.

Trevande åtstramning av penningpolitiken

I samband med att Fed höjde styrräntan i december i fjol signalerades att räntan väntas höjas i gradvisa steg vid vartannat penningpolitiskt möte framöver. Oron på de finansiella marknaderna sedan årsskiftet har samtidigt stramat åt finansiella förhållanden, vilket i sin tur minskar behovet av räntehöjningar. I kombination med att ekonomisk statistik lutat åt det svagare hållet på sistone talar detta för att **Fed sitter still i båten till i höst**. Marknaden har reagerat snabbt sedan årsskiftet och prisar nu knappt in en räntehöjning per år 2016 och 2017.

Men när väl lönetillväxten växlar upp, i enlighet med vad såväl stramare arbetsmarknad som indikatorerna pekar på, faller ytterligare en pusselbit på plats och **räntenormaliseringen fortsätter**. Också inför den förra höjningscykeln lurade deflationsrisker runt hörnet och få marknadsbedömare såg framför sig den långa serie av räntehöjningar som sedermera blev facit 2004-2006. Snabbare löneökningstal får Fed att agera också den här gången och **centralbanken levererar 25-punktershöjningar i september och december enligt vår prognos**. Den viktigaste styrräntan spås ligga i intervallen 0,75-1,00 procent i slutet av 2016 respektive 1,50-1,75 procent i slutet av 2017. Vår bedömning är alltså att ytterligare penningpolitiska stimulanser utomlands inte stoppar Fed, men att den amerikanska centralbankens normalisering blir betydligt lugnare jämfört med det historiska mönstret. Även om USA är ett typiskt exempel på en stor, sluten ekonomi pekar exempelvis vissa centralbankssignaler på att man vill undvika alltför stor och snabb dollarappreciering. **Fed**

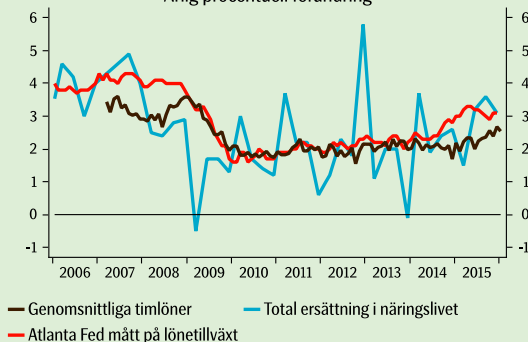
fortsätter samtidigt återinvestera förfallen i statsobligationsportföljen åtminstone 2016 enligt vår bedömning; enligt vad som kommunicerats är det först när styrräntan når 1-1,50 procent som nedtrappningen påbörjas.

Vilka lönemått är viktigast för Fed?

Lönetillväxten, mätt med genomsnittliga timlöner, har rört sig sidledes de senaste åren. Även om just genomsnittliga timlöner är marknadens huvudsakliga fokus finns det alternativa mått som redan visar starkare lönetillväxt. Atlanta Feds alternativ är en stark utmanare där lönenivån idag jämförs med nivån 12 månader tidigare för samma urval av sysselsatta individer. Enligt detta mått växer lönerna med drygt 3 procent i årstakt, vilket historiskt sett varit mer förenligt med nuvarande ganska strama resursläge på arbetsmarknaden.

Olika lönemått värda att följa

Årlig procentuell förändring



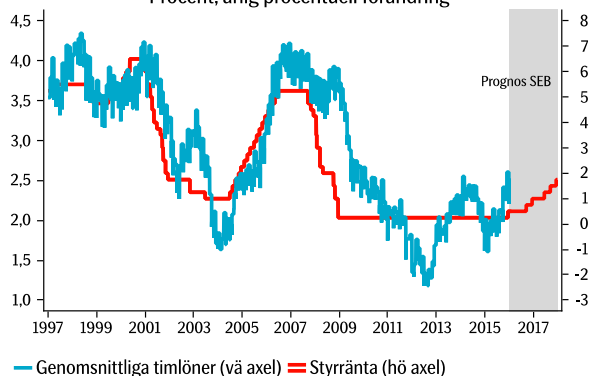
Källa: Macrobond, SEB

För penningpolitiken är det centralt vilket mått som Fed föredrar. Även om Fed naturligtvis också spanar på den månatliga statistiken över genomsnittliga timlöner gav Janet Yellen ytterligare ledtrådar vid ett tal i december. Enligt henne följer Fed dessutom noga kvartalsstatistiken över total ersättning i näringslivet – vilket är en nyckelvariabel när enhetsarbetskostnaderna beräknas. Enligt detta mått växte lönerna med 3,1 procent under det fjärde kvartalet i fjol.

Enligt vice centralbankschefen Fisher är lönetillväxt på omkring 3 procent förenligt med inflationsmålet. Den sammanvägda bilden av olika lönemått visar således att löneökningstakten inte utgör något större problem för Fed när det gäller att **fortsätta räntenormaliseringen om och när marknadsturbulensen lättar.**

Snabbare lönetillväxt ger Fedhöjningar

Procent, årlig procentuell förändring



Källa: BLS, SEB

Lugn finanspolitik inför presidentvalet

Finanspolitiken sätter inga käppar i tillväxthjulen i år. Det är först efter valet när den nya kongressen installerats i början av 2017 som det kan hetta till igen när bland annat skuldtaksfrågan återkommer på dagordningen. Den tvååriga budget som klubbades igenom i höstas och som höjer utgiftstaken bidrar dessutom till att **finanspolitiken blir något expansiv 2016 och 2017** och det federala underskottet ökar från 2,4 procent av BNP 2015 till 2,7 procent av BNP 2017.

Huvudfokus är naturligtvis höstens president- och kongressval som går av stapeln den 8 november; förutom presidentposten står samtliga platser i representanthuset och en tredjedel av platserna i senaten på spel. Enligt vadslningsinstitutet är **Hillary Clinton favorit** att vinna såväl demokraternas nominering som presidentposten. Sett sedan 1950-talet är det dock ovanligt att samma parti lägger vantarna på presidentposten under tre på varandra följande mandatperioder. Enda exemplet var 1981-1993 när republikanerna Reagan/Bush satt vid rodet.

Vem som blir Clintons republikanske motståndare är fortfarande osäkert; enligt vadslningsfirmorna är Donald Trump knapp favorit framför Marco Rubio och Ted Cruz. Traditionellt sett brukar resultaten i de tidiga primärvalen bli utslagsgivande i processen men det kan dröja betydligt längre än så innan en vinnare korats. Även om Trump sannerligen haft vind i seglen är det svårt att se att honom appellera till den stora latinska väljarbasen. Istället är det Rubio som är vår favorit inte minst eftersom han sannolikt kommer att få partiets stöd; han är också den republikanske kandidat som enligt opinionsundersökningarna har störst chans att vinna presidentvalet mot Clinton.

Små steg framåt – stora risker för nya bakslag

- **Bredbasig men låg tillväxt – momshöjning på väg trots recessionsrisk**
- **Oljeprisfall ett tveeggt svärd: högre företagsvinster men nya inflationsmålsproblem**
- **Magra effekter av Abenomics – Bank of Japan sänker räntan igen**

Japan kämpar ihärdigt för att uppnå uthålligt högre tillväxt och inflation. BNP-statistiken har präglats av stora revideringar och läget för ekonomin 2015 har periodvis beskrivits i termer av teknisk recession och stagnation. Tre år efter att "Abenomics" sjösattes fortsätter många att **tvivla på politikens effektivitet**. **BNP-tillväxten för 2015 väntas bli 0,6 procent** efter att ekonomin stått stilla 2014. Tillväxten var relativt bredbasig men såväl privat konsumtion som export blev svagare än väntat. En försiktig BNP-acceleration **till 1,0 procent** väntas för 2016. Vårt huvudspår är sedan att regeringen genomför den senarelagda andra momshöjningen våren 2017 – från 8 till 10 procent – vilket gör att **BNP-tillväxten 2017 stannar vid 0,5 procent**. För att få uthållig tillväxt behöver den goda vinstutvecklingen i företagen – tack vare lägre oljepriser och växelkurseffekt – omvandlas till investeringar, aktieutdelningar och högre löner. Nedåtriskerna fortsätter dominera och är kopplade till en svagare inhemsk efterfrågan samt trovärdighetsproblem knutna till Japans svaga offentliga finanser.

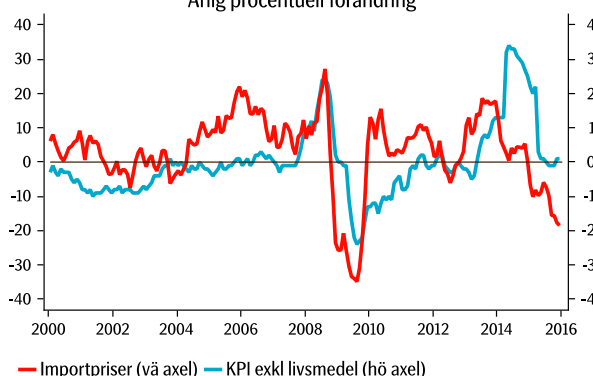
Arbetslösheten ligger i dag på ca 3 procent, vilket är en nivå som ligger nära NAIRU. Den förväntas ligga nära denna nivå både i år och 2017. Den låga arbetslösheten är till stor del en effekt av minskande arbetsutbud till följd av en åldrande befolkning. Det finns förhoppningar att vårens löneförhandlingar ska leda till stigande reallöner och därmed starkare privat konsumtion. Bank of Japan (BOJ) har beskrivit utfallet av förhandlingarna som kritiskt för att uppnå högre inflation. Japanska politiker följer även tyska, brittiska och amerikanska exempel genom att driva på för högre minimilöner. Premiärminister Abe vill se årliga höjningar av minimilönerna med 3 procent "under en längre period", vilket skulle vara strax över målsatt nominell BNP-tillväxt. Oro för exportindustrins konkurrenskraft bidrar dock till att arbetstagarnas lönekrav ser ut att bli lägre jämfört med föregående avtalsrörelse.

Abenomics tre första steg för att få lösa Japans problem – en mer expansiv penningpolitik och finanspolitik samt strukturella reformer – kompletterades under hösten med **tre nya "pilar"**: ett kvantitativt mål att lyfta nominell BNP med 600 miljarder yen (dock utan tidsangivelse), att uppnå födelsekvoten 1,8 (i dag

0,8) för att stabilisera befolkningen på runt 100 miljoner (i dag 127 miljoner) samt att bygga ut trygghetssystemen så att familjer inte tvingas avstå från arbete för att ta hand om barn/äldre.

Kreditvärderingsinstitut och internationella organisationer som IMF, OECD och G20 trycker på för att Japan ska ta kontroll över offentliga finanser och skuld; Abe har lovat att primärbalansen ska vara ± 0 procent 2020. Den offentliga skulden på i dag knappt 250 procent av BNP förväntas plana ut på denna höga nivå långsiktigt enligt IMF. Detta är ett viktigt skäl för regeringen att fullfölja momshöjningen 2017 (eventuellt kan livsmedel exkluderas), trots betydande risker för ny recession.

Inflationen pressas av lägre importpriser
Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond

Japans olje- och gasimport utgör ca 25 procent av landets totala import på ca 800 miljarder dollar. Det gör att landet potentiellt gynnas av den globala energipriskollapsen. Men problemet är effekterna på inflationen och risken för ny deflation. Inflationen blev 2015 0,8 procent. Avtagande råvarupriseffekter, ökat resursutnyttjande samt något högre löner bidrar till att minska deflationsrisken. **För 2016 resp. 2017 väntas inflationen bli 0,2 respektive 1,7 procent** (inkl. momshöjning).

Inflationsförväntningarna på ca 1 procent – klart under målet 2 procent – har inte påverkats nämnvärt av tillgångsköpsprogrammen (QQE) som sjösattes i april 2013. Monetär bas i förhållande till BNP är i dag 60 procent, dubbelt så stor som för USA och Storbritannien. BOJ väntas sänka räntan ytterligare till -0,30 procent men inte utöka värdepappersköpen från dagens 80 biljoner yen på årsbasis. Syftet är att säkerställa att långgräntorna inte stiger och att yenen försvagas för att reducera den importerade deflationen. **USD/JPY väntas ligga på 130 i slutet av 2016 och på 125 i slutet av 2017.**

Fortsatt trögt för de stora tillväxtekonomierna

- **Kina: Finansiell oro speglar inte realekonomin**
- **Indien: Nära slå i tillväxttak**
- **Ryssland: Förnyat oljeras ökar osäkerheten**
- **Brasilien: Recessionen fortsätter 2016**

Kina: Ökande risk för policymisstag

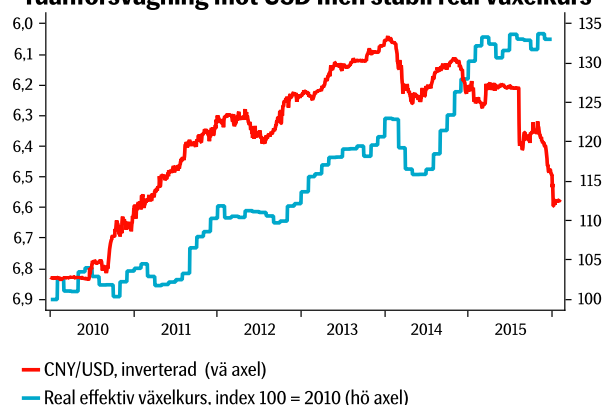
De kinesiska börsernas rejäla fall i början på 2016 kombinerat med en försvagning av yuanen och förnyat oljeprisfall har satt avtryck på de globala finansmarknaderna. I likhet med i somras finns dock **ingen tydlig koppling mellan turbulensen på finansiella marknader och den reala ekonomin**. Det finns dock frågetecken kring styrkan i den pågående avmattningen. BNP-tillväxten för fjärde kvartalet bromsade in med en tiondel till 6,8 procent. Officiellt inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har legat strax under 50-gränsen de senaste månaderna. Industriproduktionen har visat tendenser till stabilisering mätt i årstakt. Detaljhandeln tuffar på i god takt och exportfallet har bromsat in. Bostadspriserna fortsätter stiga, men lagret av osålda bostäder hämmar byggandet. Tjänstesektorn visar god tillväxt men har dämpats något på grund av lägre börsaktivitet. Fortsatt uppmjukning av den ekonomiska politiken genom styrräntesänkningar och mer expansiv finanspolitik ger stöd. Vi **håller fast vid bilden att Kina kan undvika en hårdlandning** och att tillväxten bromsar in gradvis kommande år även om risken för allvarliga policymisstag ökat. **2015 blev tillväxten 6,9 procent** och tillväxtmålet på "omkring 7 procent" kan därmed anses ha uppfyllts även om den verkliga BNP-tillväxten sannolikt är klart lägre än vad officiella siffror visar. **2016 bedöms tillväxten dämpas till 6,5 procent** och **2017 till 6,0 procent**.

Förklaringen till den finansiella oron är en kombination av negativt sentiment kring Kina och myndigheternas klumpiga hantering av policyförändringar samt respons på börsfallen. Börsutvecklingen är dock ingen tillförlitlig indikator på den realekonomiska utvecklingen. Handeln på de kinesiska börserna (Shanghai och Shenzhen) drivs till stor del av spekulering och den kraftiga uppgången från slutet av 2014 till mitten av 2015 ägde rum trots svag ekonomisk data. Inte heller det efterföljande raset kan kopplas till förändringar i realekonomin. Omvänt får troligen inte heller börsrasen någon större effekt på tillväxten då hushållens exponering mot börsen är liten. Den största oroskällan är i stället **myndigheternas försök att stoppa börsfallen** som **reser frågetecken** kring

både förståelsen av finansiella marknaders funktionssätt och viljan att fortsätta avregleringen.

Valutapolitiken och yuanens utveckling är **betydligt viktigare för ekonomin än börserna**. I augusti genomfördes en devalvering som ett led i omsvängningen av valutapolitiken mot en mer marknadsdriven växelkurs. Centralbanken började i december publicera yuanens värde gentemot en valutakorg bestående av 13 valutor som ska vara en referenspunkt för växelkursen. Förändringarna av valutapolitiken har av marknaderna tolkats som att yuanen ska devalveras. Förväntningarna har skapat ett tydligt nedåtryck och centralbanken har genomfört **stödköp** för att **motverka en kraftigare valutaförsvagning**. Kinas krympande valutareserv har ytterligare spätt på oron (se tema-artikel).

Yuanförsvagning mot USD men stabil real växelkurs



Källa: BIS, Macrobond

Huvudfrågan är vad centralbankens syfte med valutapolitiken är. De senaste årens policyförändringar kan ses som **steg på vägen mot en fritt flytande växelkurs**. Såväl kommunikationen som tajningen av förändringarna har dock skapat oro och marknaderna har gång på gång överraskats. Försvagningen mot dollarn har med kinesiska mått varit kraftig, men mätt i reala handelsviktade termer har yuanens växelkurs varit relativt stabil senaste året. En viktig del i avregleringen av valutan är att **bryta den starka kopplingen till dollarn** och introduktionen av valutakorgen är sannolikt ett sätt att försöka flytta fokus till yuanens utveckling mot en bredare sammansättning av valutor. Vår bedömning är att centralbanken kommer att släppa fram en gradvis försvagning mot dollarn under 2016 samtidigt som man vill hålla yuanen stabil i handelsviktade termer. En förväntad appreciering av EM-valutor gör att en försiktig förstärkning av yuanen mot dollarn kan väntas 2017. **USD/CNY bedöms stå i 6,90 vid slutet av 2016** och i **6,70 vid slutet av 2017**.

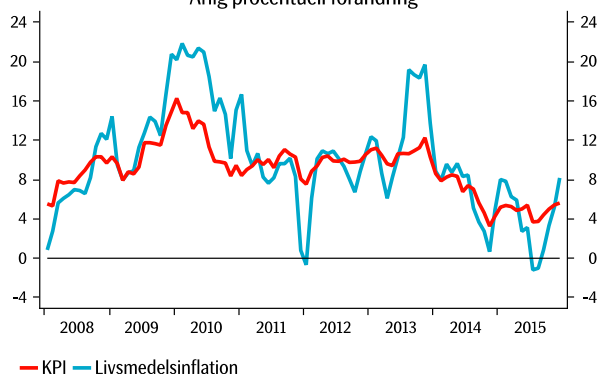
Inflationstrycket är lågt; i december var KPI-inflationen 1,6 procent. En viss acceleration väntas under 2016 drivet av stigande kreditgivning och fortsatt snabba löneökningar. Därmed bör oron för deflation bedarra och mätt som helårsgenomsnitt **väntas inflationen hamna på 2,0 procent 2016 och på 2,5 procent 2017.**

Indien: Nära slå i tillväxttaket

Tredje kvartalet 2015 accelererade tillväxten något till 7,4 procent. Det är dock fortfarande **svårt att få BNP-utfallen att gå ihop med annan ekonomisk data** efter revideringen av BNP-statistiken i början av 2015. Inköpschefsindex ligger på historiskt låga nivåer och konsumentförtroendet har försvagats. Industriproduktionen har accelererat, men samtidigt går både export och import mycket trögt. Investeringarna har inte tagit fart trots reformambitioner för att förbättra investeringsklimatet. Kreditgivningen är fortsatt mycket svag. Inflationen bedöms ha bottnat och därmed blir det svårt att stimulera ekonomin med fler räntesänkningar utan att äventyra inflationsmålen. De reformer som behövs för att höja tillväxten har inte kommit på plats och därmed är utsikterna att få upp tillväxten över 8 procent dåliga.

Även om Indien nu är nära att slå i tillväxttaket är det ändå en **ljuspunkt bland tillväxtekonomierna**. Som en stor nettoimportör av olja gynnas Indien tydligt av prisfallet. Lägre oljepris bidrar till fortsatt förbättring av bytesbalansen och ger regeringen möjlighet att höja bränsleskatter utan för stort genomslag på priserna och privat konsumtion. BNP bedöms ha ökat med 7,3 procent 2015. **2016 väntas tillväxten accelerera försiktigt till 7,5 procent och 2017 till 7,7 procent.**

Indien: Inflationen har vänt uppåt
Årlig procentuell förändring



Källa: Indian Ministry of Statistics and Programme Implementation

I december 2015 var KPI-inflationen 5,6 procent. Inflationsmålet för januari 2016 är 6,0 procent och kommer troligen att nås. Det blir dock en **utmaning för centralbanken att nå inflationsmålen** på 5 procent vid slutet av mars 2017 och 4 procent med ett intervall på plus/minus två procentenheter vid slutet av mars 2018. De senaste månaderna har inflationstakten accelererat. Dessutom har regeringens rådgivningskommitté ("Pay Commission") som ger rekommendationer avseende lönesättningen för offentligtanställda föreslagit kraftiga löneökningar. Dessa riskerar att bidra till ett generellt tryck uppåt på lönerna, vilket i förlängningen kan slå igenom på inflationen. Sedan

sänkningen i slutet av september 2015 har centralbanken (RBI) låtit styrräntan ligga oförändrad på 6,75 procent. Utrymmet för ytterligare steg har minskat; under 2016 väntas två sänkningar med 25 punkter vardera. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen hamna på 5,5 procent 2016 och på 5,7 procent 2017.**

Modi-regeringens reformansträngningar fortsätter men det är **inte troligt att man lyckas genomföra tillräckligt kraftfulla åtgärder för att höja tillväxten ytterligare**. Den nationella försäljningsskatten kommer inte att kunna introduceras i april 2016 som planerat. Skatten är en nyckelreform som skulle öka den inhemska handeln och statens skatteintäkter. Ett antal kontroverser om vilka varor som ska inkluderas samt vilken nivå skatten ska ha har tillsvidare satt stopp för reformen. Också arbetet med andra centrala reformer såsom en uppluckring av arbetsmarknadslagstiftningen går trögt. Inte heller regeringens privatiseringsmål för innevarande räkenskapsår ser ut att kunna nås.

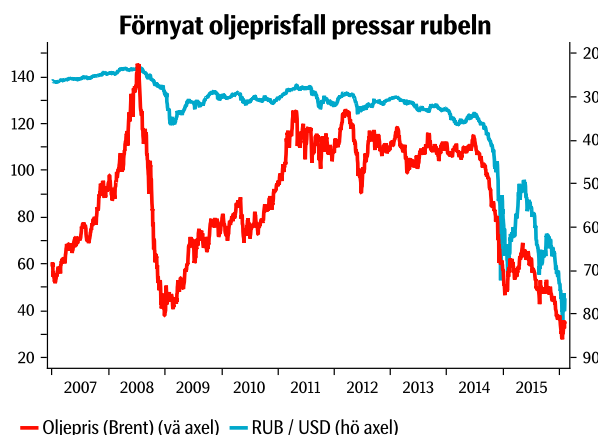
Rupien har dragits med i nedgången för EM-valutorna. Minskningen av underskotten i bytesbalans och budget ger dock **motståndskraft** och Feds räntehöjningar väntas endast leda till en begränsad försvagning. **Vid slutet av 2016 och 2017 väntas rupien stå i 70,0 respektive 68,0 mot USD.**

Ryssland: Förnyat oljeras ökar osäkerheten

Oljeprisfallet har åter ökat osäkerheten kring ekonomin som sedan tidigare hämmas av **sanktionerna från Väst** och **strukturella problem**. Råvaruberoendet skapar en hög korrelation mellan förändringar av oljepriset och rubelns växelkurs, vilket gör att oljeprisfallet pressar ned värdet på rubeln. **SEB:s oljeprisprognos** har reviderats ned till **40 USD/fat för 2016 och 50 USD/ fat för 2017.**

Valutaförsvagningen driver upp inflationen, vilket hämmar hushållens konsumtion och tvingar centralbanken att föra en stramare penningpolitik. I december föll reallönerna med 10 procent i årstakt drivet av den höga inflationen och för detaljhandeln syns ingen vändning. En ljuspunkt är tecken på en stabilisering i tillverkningssektorn som får viss draghjälp av valutaförsvagningen. Industriproduktionen har visserligen fortsatt falla i årstakt men nedgången har bromsat in.

Oljeprisfall tenderar även att minska statens budgetintäkter även om rubelförsvagningen mildrar effekten genom att driva upp de statliga oljeintäkterna i lokal valuta. Parlamentsvalet i september bidrar till att regeringen kommer att vara försiktig med nedskärningar av sociala utgifter för att inte pressa de hårt ansatta hushållen ytterligare. Pensioner, löner i offentlig sektor samt försvarsutgifter omfattas inte i de senaste budgetnedskärningarna. Besparingarna kommer istället främst att drabba offentliga investeringar. **Budgetåtstramningarna** kommer att bli utdragna och **hämmar tillväxten flera år framöver**. Myndigheterna väntas till viss del utnyttja Reservfonden (ca 4,5 procent av BNP) som vid behov ska kunna användas för att täcka ett budgetunderskott. Dessutom väntas man låta rubeln depreciera ytterligare och beskattningen av energisektorn höjs.



Källa: Macrobond

Sammantaget bedöms BNP ha minskat med 3,7 procent 2015. Framöver mildras fallet och **2016 väntas BNP minska med 1,5 procent**. Det finns förutsättningar för återhämtning 2017 baserat på ett högre oljepris och uppmjukning av Västs sanktioner; **BNP bedöms öka med 1,2 procent**. Strukturella problem gör att tillväxten troligen hamnar klart under 2 procent även bortom prognoshorisonten.

Den starka kopplingen till oljepriset gör att rubeln är en av de EM-valutor som försvagats mest under inledningen av 2016. I närtid ligger risken på nedsidan, men andra halvåret räknar vi med att rubeln tar tillbaka en del förlorad mark när oljepriset återhämtar sig. **I slutet av 2016 väntas rubeln stå i 74 mot dollarn och i 80 vid slutet av 2017**. Inflationen kommer att dämpas en del framöver även om fortsatt svag rubel bromsar takten i nedgången. Mätt som helårsgenomsnitt hamnade inflationen på 15,5 procent 2015. **2016 väntas inflationen bromsa in till 9,8 procent och 2017 till 6,4 procent**.

Striderna i östra **Ukraina** har blivit mindre intensiva, men utvecklingen går mot en **"frusen konflikt"** där regionens politiska status förblir omstridd. Från Rysslands perspektiv är den viktigaste frågan vad som händer med de ekonomiska sanktionerna från Väst, vilka kraftigt beskär ryska företags möjligheter att låna upp pengar på kapitalmarknaderna. I slutet av december 2015 beslutade EU att förlänga sanktionerna med sex månader eftersom Ryssland inte uppfyllt Minsk 2-avtalet. Utvecklingen är svårbedömd men det finns gryende tecken på att ett uppfyllande av Minsk-2 rycker närmare. Vårt **huvudscenario** är att **EU och USA börjar lätta på sanktionerna under andra halvåret 2016**.

Brasilien: Recessionen fortsätter 2016

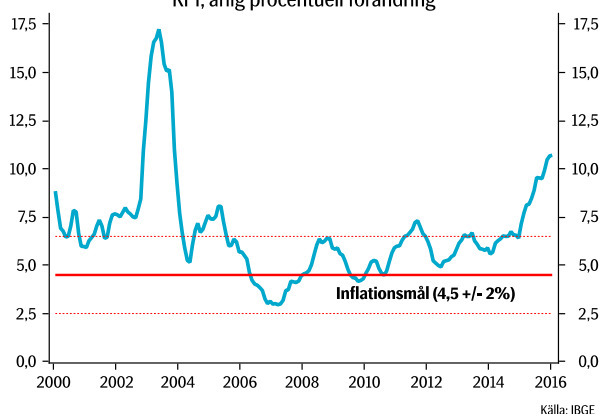
Brasilien är inne i en rejäl ekonomisk nedgång; tredje kvartalet 2015 föll BNP med 4,4 procent i årstakt vilket var det sjätte kvartalet i rad med sjunkande BNP. Nedgången var bredbaserad. BNP-fallet som till en början drevs av en kraftig minskning av investeringarna kompletteras nu med ett ras för privat konsumtion. Konsumtionen väntas falla 2016 drivet av hög inflation och en fortsatt försvagning av arbetsmarknaden även om ett tillfälligt uppsving kan väntas i samband med OS. Nettoexporten får stöd av realförsvagningen men hämmas alltjämt av Kinas minskade råvaruimport och bedöms endast ge ett begränsat tillväxtbidrag. Med inflation långt över målet

och ett budgetunderskott på omkring 10 procent av BNP har Brasilien dessutom små möjligheter att öka efterfrågan med expansiv ekonomisk politik. BNP bedöms ha minskat med 3,5 procent 2015. **2016 dämpas BNP-fallet till 3,0 procent. 2017 bedöms BNP öka med 1,5 procent**.

Inflationstakten var i januari 10,7 procent och ligger därmed långt över målet på $4,5 \pm 2$ procentenheter. Inflationstakten har främst drivits upp av stigande livsmedelspriser som i sin tur till stor del är ett resultat av den kraftiga realförsvagningen. Mätt som helårsgenomsnitt hamnade **inflationen på 9,0 procent 2015**. **2016 bedöms inflationen sakta in till 8,0 procent** följt av fortsatt dämpning till **6,0 procent 2017**.

Brasiliansk inflation långt över målet

KPI, årlig procentuell förändring



Källa: IBGE

Kombinationen av fallande BNP och stigande inflation har försatt centralbanken i en svår sits. Sedan styrräntan höjdes med 50 punkter i juli 2015 har den legat still på 14,25 procent. Ökade inflationsförväntningar och tryck på valutan tvingar fram en höjning med 50 punkter första halvåret 2016.

Realen har uppvisat en försvagningstendens jämfört med dollarn ända sedan slutet av 2011. Försvagningen accelererade 2015 drivet av råvaruprisfallet men under inledningen av 2016 har realen klarat sig bättre än många andra EM-valutor. En fördel med valutaförsvagningen är att underskottet i bytesbalansen har minskat kraftigt och täcks nu helt av direktinvesteringar. **Vid slutet av 2016 och 2017 väntas realen stå i 4,40 respektive 4,50 mot dollarn**.

Den kraftiga ekonomiska nedgången blottlägger det stora behovet av **strukturella reformer**; inte minst av pension- och skattesystemen. Även om politikerna blivit mer uppmärksamma på behovet är utsikterna för omfattande ekonomiska reformer i nuläget små. Det **politiska läget** är **mycket osäkert** och har komplicerats ytterligare av riksriktprocessen mot president Rousseff som inleds i februari. Processen riskerar att ytterligare försvåra reformarbetet och åtstramningen av finanspolitiken. Den politiska osäkerheten kan även göra att företag avvaktar med sina investeringar och därmed förvärrar nedgången.

Tema: Kinas valutapolitik väcker stora flöden till liv

- **Kinas valutataktik långsiktig men bitvis naiv – Peking deltar inte i valutakriget**
- **Små valutasteg för Kina – stora effekter för omvärlden och finansmarknaderna**
- **Utflödet 2016 kan bli 800 miljarder dollar**

Den finansiella turbulensen ger intrycket av att förändringar av Kinas växelkurspolitik är något nytt. I själva verket har **ett antal förändringar genomförts sedan 1948 då yuanen introducerades**. Skillnaden är att den växande ekonomin och allt starkare integration med omvärlden gör att förändringar av valutapolitiken får stort globalt genomslag – reellt och finansiellt. Stora kapitalflöden har satts i rörelse – och mycket mer återstår.



Under perioden med kommandoekonomi var yuanen låst till orealistiska nivåer mot utländska valutor vilket upprätthölls genom kapitalkontroller och medförde en omfattande svart marknad. I samband med att ekonomin började reformeras i marknadsekonomisk riktning i slutet av 1970-talet ökade konvertibiliteten. Under 1980-talet och början av 1990-talet försvagades yuanen mot dollarn och nådde 1994 rekordnivån 8,62. Perioden 1997 till 2005 var yuanen peggad till 8,27. Peggen följdes av en treårsperiod med gradvis appreciering; ny peg återinfördes 2008.

Kina försöker bromsa "hot money"

Efter finanskrisen inleddes en ny apprecieringsfas. Apprecieringen blev till sist självförstärkande och resulterade i omfattande valutainflöden drivna av förväntningar om fortsatt förstärkning (hot money inflows). Centralbanken försökte motverka utvecklingen och inflödena och försvagade yuanen under våren 2012 och i början av 2014. Det skapade oro på marknaderna. Avsikten var att eliminera tron att yuanen inte kunde depreciera mot dollarn. I kombination med utökning av handelsintervallet var det ett sätt att vänja marknaderna vid ökad tvåvägsvolatilitet.

Sammantaget visar genomgången på **långsiktiga ansträngningar** för att dels **avreglera valutan**, dels gradvis **guida växelkursen närmare en rimlig dollarnivå**. Reformerna har fortsatt den senaste tiden men svag kommunikation och tajming har skapat oro och marknaderna har gång på gång överraskats.

Kina inte i valutakrig – men skapar utflöden

Vad är då syftet med Kinas valutapolitik? Sannolikt är det inte att förbättra Kinas konkurrenskraft. Kina har behållit sina andelar av global export och det finns få tecken på vikande konkurrenskraft. Utländsk efterfrågan spelar dessutom större roll för exporten än nivån på växelkursen. Vår bedömning är att Kina inte deltar i något valutakrig. Tvärtom har centralbanken genomfört stödköp för att undvika en för snabb valutaförsvagning som skulle skada yuanens blivande roll som världsvaluta.

Det tydliga **nedåtrycket på yuanen** skapas inte av centralbanken utan är **en följd av marknadens förväntningar om fortsatt försvagning** vilket bidragit till omfattande valutautflöden (se nedan). Förväntningarna är i sin tur en följd av misslyckad kommunikation. Yuannedskrivningen i augusti 2015 var dåligt kommunicerad och tolkades som tecken på att ekonomin lider av allvarliga problem och att fler kraftiga nedskrivningar var att vänta. Även introduktionen av valutakorgen 11 december tolkades som en indikation på fler devalveringar.

Förändringarna av Kinas valutapolitik måste ses i ljuset av det **långsiktiga målet** att få **en fritt flytande global valuta**. För att nå dit måste växelkursförändringar vara marknadsdrivna vilket utesluter omfattande valutainterventioner. Dessutom måste yuanens starka koppling till dollarn brytas. **Augustidevalveringen** var en del av strategin att **ge marknaden mer betydelse för växelkursen**. Centralbankens beslut i december att publicera yuanens värde genetmot en korg bestående av 13 valutor var ett sätt att mjuka upp kopplingen mot dollarn. När slutmålet är en fritt flytande valuta är det logiskt att fokusera på yuanens utveckling mot just valutakorgen.

Kina och världen möter nu nytt riskelement

Kinas ändrade valutastyrning, och att yuanens 10-åriga trendmässiga förstärkning som gett en 50 procent starkare valuta i reala effektiva termer sannolikt kommit till ett slut, skapar nya spelregler. **Ett nytt och stort valutariskelement** har tillförts Kina och resten av världen och ger enorma kapitalflöden.

Aktörer både i och utanför Kina har kunnat bortse från valutarisk i yuan p g a centralbanken PBoC:s valutahantering. PBoC har det senaste decenniet kraftigt ökat sin valutarisk och samtidigt accepterat den valutaförlust som uppstått i o m den starkare yuanen. Centralbankens överdrivet stora valutareserv var **hela 4 000 miljarder dollar i juni 2014**. Ett riktmärke för optimal storlek på Kinas valutareserv **borde vara ca 2 000 miljarder dollar** (enligt IMF:s parametrar för lämplig valutareserv).

**Kinas tillgångar och skulder mot omvärlden
(Net international investment position)**

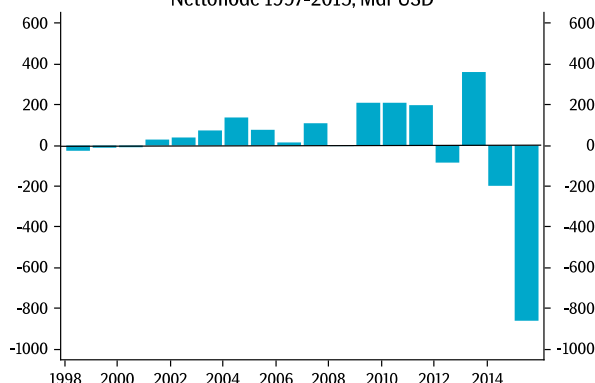
Kv3, 2015. Mdr USD	Tillgångar	Skulder	Netto
Direktinvesteringar	1 038	2 852	-1 814
Aktier	159	554	-395
Obligationer	98	233	-135
Inlåning	358	383	-25
Lån	494	387	107
Handelskrediter	495	285	210
Övrigt	49	47	2
Valutareserv	3 590	0	3 590
Totalt	6 281	4 741	1 540

Källa: SAFE

Kinas bytesbalansöverskott 2015 förväntas ha varit ca 350 miljarder dollar. Detta var alltså otillräckligt för att möta övriga kapitalflöden. PBoC:s **valutareserv minskade förra året med ca 515 miljarder dollar**. Det betyder att det totala utflödet av kapital från Kina uppgick till hisnande 865 miljarder dollar.

Kapitalutflöde på 861 miljarder dollar 2015

Nettoflöde 1997-2015, Mdr USD



Källa: SAFE

Fyra källor för fortsatt kapitalutflöden

Ett nytt valutariskelement skapar stora **potentiella utflöden** av kapital ut från Kina. De härstammar främst från fyra källor:

- 1. Kinesiska företags amorteringar av valutalån;** risken för en svagare yuan och lägre inhemska räntor ger anledning för t ex företag att byta valutalån mot lån i egen valuta – minskad extrem skuldsättning är bra men kan ge stora kapitalutflöden.
- 2. Kinesiska företags ökade intresse för utlandstillgångar;** Om yuana kan försvagas finns motiv att hålla mer valutarisk.
- 3. Valutasäkring av utlandets tillgångar** (direktinvesteringar) i Kina; med ett tillgångsvärde på 2 852 miljarder dollar ger en procents valutasäkring ett utflöde på nästan 30 miljarder.
- 4. Minskat omvärldsintresse att hålla yuantillgångar.**

Det är svårt att göra en utflödesprognos för 2016 men ett be-
lopp i närheten av det som registrerades 2015 – **850 miljarder dollar** – kan inte uteslutas. Med ett förväntas bytesbalansöverskott på 325 miljarder kan **Kinas valutareserv därmed komma att minska med 525 miljarder dollar**.

IMF-prognos 2016

	Mdr USD
Export	2 496
Import	1 809
Handelsbalans	687
Tjänstebalans	-266
Kapitalavkastning	-66
Transfereringar	-30
Bytesbalans	325

Källa: IMF

Kina avslöjar inte detaljer kring hur valutareserven är sammansatt men flera uppgifter antyder att ca 60 procent kan bestå av amerikanska statspapper. Fedanalyser visar att ett uteblivet inflöde på ca 100 miljarder dollar under en given månad ger ett kortsiktigt räntetryck uppåt på 40-60 räntepunkter (långsiktig effekt är ca 20 punkter). Kinas utförsäljningar av räntepapper utgör således en uppenbar risk för stigande globala långräntor. Tillsammans med flera oljeproducenters behov att använda sina finansiella reserver p g a det låga oljepriset väntas globala tillgångsmarknader pressas av värdepappersförsäljningar.

I och med att Kinas **yuan inkluderas i IMF:s korgvaluta SDR** från och med 1 oktober i år väntas centralbankens intresse att köpa yuan att öka. Centralbankens tillgångar i SDR kan uppskattas till 280 miljarder dollar. Med yuans vikt i SDR på 11 procent behöver centralbankerna köpa yuan för ca 30 miljarder dollar. Dessa köp lär ske gradvis och kan inte täcka upp för de utflöden som redovisats ovan.

Överdriven oro för likviditetsåstramning

Flera marknadsanalyser har gjort gällande att Kinas valutainterventioner dränerar Kinas och det globala banksystemet på kortfristig likviditet. Detta är högst tveksamt. När Kina byggde upp sin valutareserv till som mest 4 000 miljarder dollar skapades nya yuan. Men eftersom interventionerna enligt t ex IMF till stor del steriliserades (den tillförda likviditeten dras in genom olika typer av marknadsoperationer) blev extratillskottet på kortfristig likviditet begränsat. När valutareserven nu minskar kan Kina helt enkelt **minska på sina marknadsoperationer och därmed återföra likviditet till marknaden**.

Kinas hantering av likviditeten kan periodvis komma att ge stora utslag i de allra kortaste räntorna. Erfarenheten visar att centralbanker ibland möter stora svårigheter att göra prognoser för hur likviditeten i det finansiella systemet kan förändras. I Kinas fall kan det också ligga i myndigheternas intresse att tillåta stigande korträntor i syfte att minska intresset för kortsiktig spekulation mot yuana. Alltför stora svängningar kan dock skada trovärdigheten för förmågan att utveckla Kinas finansmarknad.

Låg inflation bidrar till mer ECB-stimulanser

- **Tillväxten förbättras successivt**
- **Hyfsad sysselsättningsökning**
- **Fortsatt låg inflation och fallande inflationsförväntningar pressar ECB...**
- **... till räntesänkning och mer QE i mars**

Tillväxten ser ut att ha växlat upp något den senaste tiden och BNP ökade troligen med **ca 0,4 procent i kvartalsmässig tillväxttakt under fjärde kvartalet 2015**. Återhämtningen fortsätter, även om takten inte övertygar givet den djupa nedgång vi såg i kölvattnen på finanskrisen. **Konsumtionen**, som varit en viktig tillväxtkraft 2015, **fortsätter att utvecklas i god takt**, hand i hand med en förbättrad arbetsmarknad. **BNP ökar med 1,9 respektive 2,0 procent 2016-2017**. Riskerna ligger på nedsidan; minskad stimulanskraft från euroförsvagning samt osäkerhet kring global konjunktur och finansmarknader kan hämma mer än väntat.

Inflationen fortsätter att vara tillbakapressad bl a drivet av lågt oljepris; vår prognos ligger nu tydligt under ECB:s. Låga löneökningar och hög arbetslöshet bidrar till att hålla ner inflationen även på lite längre sikt. Nedgången i inflationsförväntningar har fått förnyad kraft sedan ECB:s decembermöte, vilket ger stöd för Mario Draghis duvaktiga linje. Vi väntar oss **ytterligare stimulanser från ECB i mars**, även om tonläget mellan Draghis duvor och hökar från bl a Tyskland kommer att vara hätskt. **Depositöräntan sänks med 10 räntepunkter till -0,40 procent och obligationsköpen utökas med 15 miljarder euro per månad** till 75 miljarder euro.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

Samtidigt som den ekonomiska utvecklingen fortsätter att sakta förbättras skapar den politiska utvecklingen osäkerhet. Grekland kämpar fortfarande med att uppfylla alla krav för att få fortsatta lån och för att framöver få till en skuldnedskrivning. Den politiska osäkerheten efter valet i Spanien i december väntas inte störa återhämtningen. Visserligen har de separatistiska partierna i Katalonien lyckats ena sig och bilda en regering. Men motståndet bland partierna i Madrid är kompakt och Kataloniens utbrytningsambitioner kan bidra till att underlätta politiska kompromisser på nationell nivå.

Flyktingfrågan pressar EU-samarbetet

Flyktingströmmarna påverkar regionen på flera områden. På kort sikt får ekonomierna en **efterfrågestimulans samtidigt som statsfinanserna pressas**. Effekterna är dock små; IMF uppskattar att den statsfinansiella effekten för Tyskland, trots det stora mottagandet, stannar vid en kvarts procent av BNP. Om integrationen förbättras kan **tillväxteffekten även på längre sikt bli positiv**. Men om dagens situation med betydligt lägre arbetsdeltagande hos invandrare kvarstår, blir enligt IMF regionens BNP per capita år 2020 något lägre än i ett scenario utan flyktingmottagande.

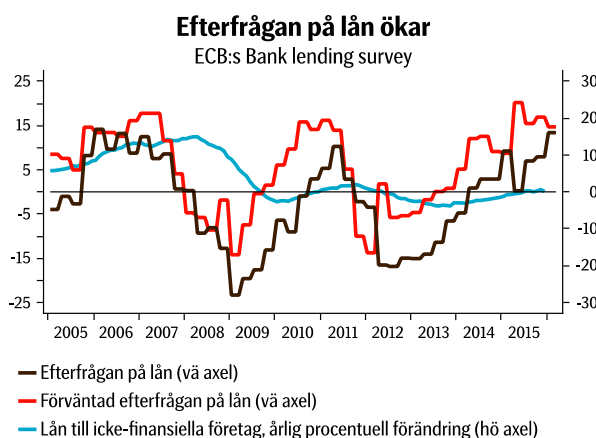
Flyktingkrisens påverkan på det politiska samarbetet inom EU blir troligen viktigare än de ekonomiska effekterna. Dublinförordningen har i praktiken skrotats utan att någon ny överenskommelse tagits fram. Samtidigt utmanas Schengensamarbetet av gränskontroller för att minska flyktingströmmarna. En **kollaps för Schengensystemet** behöver inte få så stora ekonomiska konsekvenser, men **skulle vara ett stort symboliskt bakslag för EU-samarbetet**. Flyktingfrågan och dess effekter kommer att vara i fokus under lång tid framöver, men kommer kanske **framför allt att påverka inrikespolitiken i medlemsländerna** när de offentliga finanserna sätts under press. Men om väljarnas acceptans för mer invandring minskar och populistiska och/eller EU-fientliga partier fortsätter att vinna mark är det troligt att processen mot ökade gränskontroller fortsätter. När EU inte kan komma överens om en gemensam lösning tar enskilda länder egna beslut för att försöka lösa situationen. Storbritanniens omförhandlingskrav, som bl a innebär att man inte vill ge andra EU-medborgare samma rättigheter till sociala skyddsnät som egna landets medborgare, tycks få ökat stöd både på hemmaplan och i andra länder.

Indikatorer pekar svagt upp

Indikatorer pekar fortfarande på **en viss uppväxling av tillväxten, även om bilden spretar**. Inköpschefsindex (PMI) föll något i januari och utsikterna ser något svagare ut än för ett par månader sedan. EU-kommissionens indikator (ESI) har successivt ökat det senaste året, även om vi såg en viss ned-

gång i januari, samtidigt som PMI legat kring 53-54, vilket sammantaget pekar på en kvartalsmässig BNP-ökning på ca 0,4 procent. PMI i Tyskland och Spanien ligger stabilt kring 55-nivån, Italien snäppet lägre och Frankrike har senaste månaderna återigen halkat efter. Indikatorer för både tjänster och tillverkningsindustri pekar på expansion. Senaste månadens PMI-nedgång i kombination med att tyska ZEW föll i januari skapar viss osäkerhet om hur regionen påverkas av den globala tillväxton och finansiella turbulensen. Vår egen ledande indikator för eurozonen (ursprungligen framtagen av ECB) pekar på en tilltagande cyklisk uppgång 2016. De delar som främst driver ALI-indikatorn är order/lager-kvoten, real penningmängdstillväxt, låga räntor och tyskt företagsförtroende.

Industriproduktionen ökar nu i en måttlig takt på 1 till 2 procent på årsbasis. Tyskland har legat runt nollstrecket de senaste månaderna men **i Sydeuropa, framför allt Spanien, växlar nu upp**. Industriproduktionen i regionen ökar med ca 2 procent per år 2016 och 2017. Exporten har utvecklats positivt det senaste året, understödd av en svag valuta. Enligt indikatorer fortsätter exportorderläget att förbättras och vi räknar också med att exporten framöver gynnas av en ännu svagare euro samt en något bättre världskonjunktur. **Exporten ökar med på 4-4,5 procent de kommande åren.**

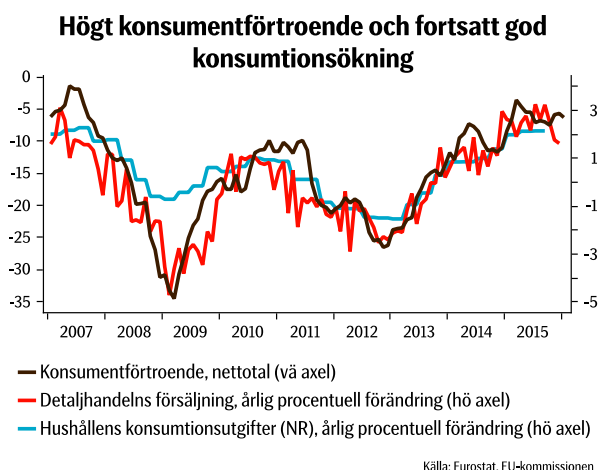


Investeringar växlar upp

En lång period av låga investeringar har satt avtryck i ett relativt högt kapacitetsutnyttjande, trots en måttlig produktionsutveckling. Detta gör att vi ser utsikter för ökad investeringsaktivitet, vilket också stöds av att EU:s ESI-indikator är på väg att bryta expansionsnivån. Samtidigt återhämtar sig bostadsinvesteringar efter mångårig kräftgång. En **långsam islossning på investeringsfronten** bekräftas också av en stabilisering av bankutlåningen till icke-finansiella företag. Även efterfrågan på lån ökar enligt ECB:s Bank Lending Survey. ECB:s expansiva politik bidrar med låga räntor, men utbudssidan sätter fortsatt vissa restriktioner, framför allt i Sydeuropa. Bankerna i bl a Spanien, Italien och Grekland kämpar fortfarande med hög och i flera fall stigande andel dåliga lån. IMF har uppskattat att det finns osäkra lån motsvarande EUR 900 miljarder i regionens banksystem och gör bedömningen att nytulåningen skulle gynnas av att dessa problem tas om hand. **Investeringarna ökar med 2,5 procent per år 2016 och 2017.**

Konsumtionen fortsatt viktig drivkraft

Ökad hushållskonsumtion har varit viktig för återhämtningen 2014-2015 och konsumtionen väntas fortsätta växa i hyfsad takt framöver. Hushållens framtidsstro ligger relativt högt, trots ett visst tapp under 2015. Samtidigt försvagades sentimentet för detaljhandeln i slutet av 2015. Framöver får konsumtionen stöd av en ökad sysselsättning och även om löneökningarna i regionen som helhet ligger så lågt som på 1 procent bidrar den exceptionellt låga inflationen till att reallönerna ändå stiger. Utvecklingen spretar dock; tyska löner ökar med ca 3 procent samtidigt som de spanska ökningstalen är ca 0,5 procent. En stor mängd lediga resurser talar för fortsatt svaga ökningar och vi räknar med att löneökningarna 2016-2017 blir i linje med vad som noterades 2015. Sammantaget **ökar konsumtionen med drygt 1,5 procent per år 2016 och 2017; vilket innebär att sparkvoten (netto) ligger kvar på ca 6,5 procent.**



Arbetslösheten fortsätter ner

Tillväxt över trend fortsätter att pressa ner arbetslösheten. Nedgången har varit något snabbare än väntat den senaste tiden. I november 2015 låg arbetslösheten på 10,5 procent vilket kan jämföras med 11,5 procent för ett år sedan. Arbetslösheten ligger nu på lägsta nivån sedan juli 2009. **Nedgången är bredbaserad.** Lägst arbetslöshet har Tyskland och Tjeckien (4,5 respektive 4,6 procent) och högst har Grekland och Spanien (24,5 respektive 20,8 procent). Störst nedgång jämfört med för ett år sedan noteras i Spanien. **Nedgången drivs framför allt av ökad sysselsättning;** de 3 första kvartalen ökade sysselsättningen med ca 2 miljoner (varav över 600 000 i tidigare krislandet Spanien). Arbetslösheten fortsätter att falla och går under 10 procent 2017. Mätt som årsgenomsnitt blir **arbetslösheten 10,2 respektive 9,9 procent 2016 och 2017.**

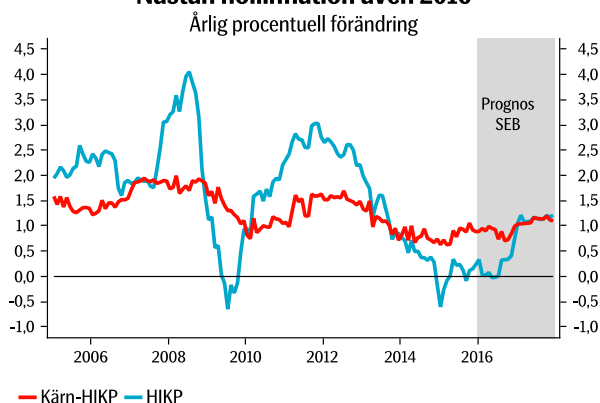
Ytterligare nedrevideringar av inflationen

Trots en successivt förbättrad tillväxt och sjunkande arbetslöshet fortsätter inflationen att överraska på nedsidan. Inflationstrycket är lågt och uppgången har återigen skjutits på framtiden bl a på grund av lägre oljepriser. Men det finns flera faktorer, t ex prisfall på andra råvaror, låga matpriser, allmänt lågt efterfrågeläge samt låga löneökningar, som bidrar till att hålla nere inflationen i ett medelfristigt perspektiv. **HIKP-inflationen blir 0,2 respektive 1,1 procent 2016 och 2017.**

Kärninflationen ökar svagt från 0,9 procent 2016 till 1,2 procent 2017.

Den låga inflationen – vår prognos ligger 0,8 procentenheter under ECB:s prognos (kärn-HIKP 0,4 p.e. under) – och fallande inflationsförväntningar fortsätter att pressa ECB. Vi väntar oss att ECB kommer att revidera ner inflationsprognoserna vid mars-mötet och **flera faktorer talar för att ECB kommer att öka stimulanserna**. De låga inflationsförväntningarna på längre sikt är också ett problem; sedan början av december har inflationsförväntningarna på 5 år sikt (mätt som break-even för realobligationer) fallit från 1,1 till 0,7 procent. Det viktiga måttet inflationsförväntningar 5 år om 5 år (mätt med inflationssvappar) har fallit från 1,8 till 1,5 procent. Marknadsprissättningen ligger dock klart under ekonomers förväntningar enligt ECB:s undersökning. Skillnaden kan förklaras av en nedtryckt inflationsriskpremie, en uppskattad högre risk för negativa prischocker samt att marknadsprissättningen reagerar snabbare än ekonomer på förändringar i oljepriset.

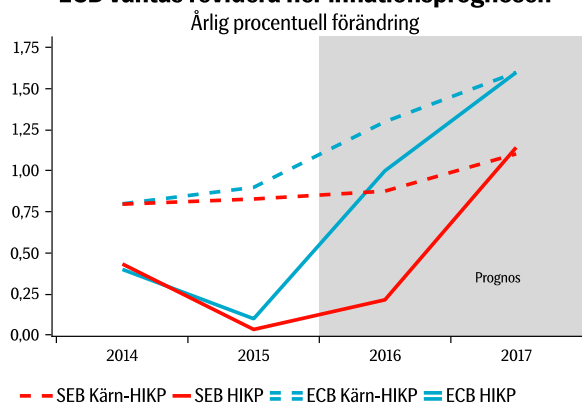
Nästan nollinflation även 2016



ECB levererar åtgärder i mars

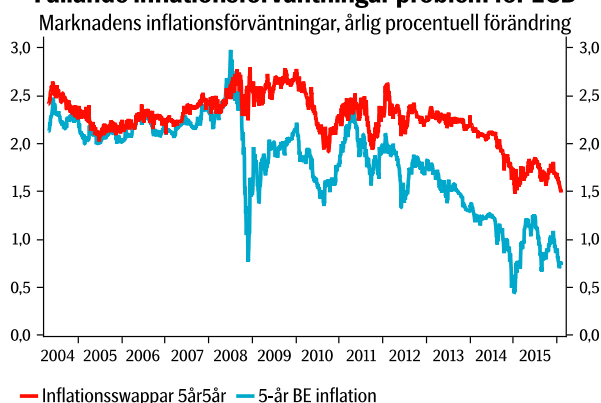
Sannolikheten för ytterligare ECB-åtgärder har ökat den senaste tiden. Marknaden prisar för närvarande in 10 punkters sänkning till ECB:s mars möte och ytterligare 10 punkter till tredje kvartalet. Kommunikationen vid januarimötet var duvaktigt och uttalanden om en översyn av politiken i mars tolkades mer eller mindre som ett löfte att ytterligare stimulanser kommer. Draghi poängterade vid flera tillfällen under presskonferensen att inflationen överraskat på nedsidan och att viljan och beslutsamheten att agera finns. Vår bedömning är att Mario Draghis duvaktiga falang kommer att få ökat stöd genom den låga inflationen och att trycket för en mer expansiv penningpolitik kommer att bli så stort att den tyskledda högaktiga falangen kommer att få ge med sig. Vi tror därför att ECB sänker depositräntan **10 räntepunkter till minus 0,40 procent samtidigt som de månatliga obligationsköpen utökas med 15 miljarder euro till 75 miljarder euro**. Tidpunkten för ytterligare stimulanser är naturligtvis osäker men vi tror att man är mogen för att agera redan i mars. **Inflationen väntas börja falla tillbaka** i februari och **fallande inflationsförväntningar** bidrar till att **förändra sentimentet i direktionen**. Att Fed avvaktar med höjningar under våren underlättar också för ytterligare ECB stimulanser.

ECB väntas revidera ner inflationsprognosen



Mer penningpolitisk stimulans är dock inte riskfritt. Ju mer åtgärder som genomförs, desto mer kommer den förda politiken att divergera från vad länder med god tillväxt och högt resursutnyttjande behöver. Det kan inte uteslutas att den tyskledda falangen med sådana argument lyckas få till en kompromiss genom att argumentera för att penningpolitiken redan gått för långt och att riskerna för att obalanser ökar ytterligare om räntan hålls för låg under en för lång tid. I så fall kan resultaten påminna om det som levererades vid decembermötet och att det blir antingen räntesänkning eller mer obligationsköp. **Vi lutar då mot att obligationsköp denna gång är mest sannolikt efter den räntesänkning som levererades i december.**

Fallande inflationsförväntningar problem för ECB



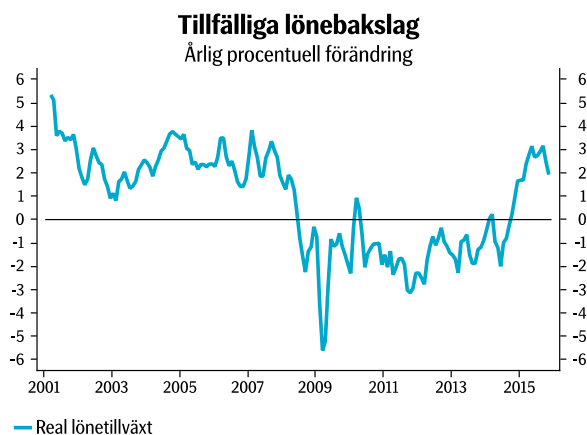
BREXIT-omröstning sänker inte brittisk ekonomi

- Hushållen drar tyngsta tillväxtlasset
- Långsammare inflationsuppgång...
- ... ger senare räntehöjningar
- Finanspolitisk motvind tilltar

Liksom i USA är hushållen och tjänstesektorn dominerande tillväxtkrafter i brittisk ekonomi. Samtidigt hackar tillverkningsindustrin och utrikeshandeln ger större negativa bidrag än i tidigare prognoser. Finanspolitisk motvind dämpar tillväxten men **BNP stiger med 2,2 i år respektive 2,4 procent 2017**; i linje med konsensus men lägre jämfört bedömningen i *Nordic Outlook* i november. Storbritannien undvek med nöd och näppe prisfall i fjol. Också 2016 och 2017 bjuder på måttliga prisökningar; **i år blir inflationen 0,5 procent följt av 1,4 procent 2017**. Centralbanken som vill se högre tillväxt, högre inhemskt kostnadstryck och högre kärninflation innan räntenormaliseringen sparkas igång sitter därmed stilla längre i båten. **Den första räntehöjningen kommer i februari 2017** och i slutet av prognosperioden ligger styrräntan på 1,00 procent. Marknaden tror på ett ännu makligare höjningstempo; enligt prissättningen kommer den första höjningen inte förrän i slutet av 2017. Den redan strama arbetsmarknaden håller dock dörren på glänt för tidigare räntehöjningar; **arbetslösheten fortsätter ned till 4,7 procent i slutet av 2017**; i linje med botten under den förra konjunkturcykeln.

Hushållen fortsätter att dra det tyngsta tillväxtlasset. Konsumentförtroendet har fallit tillbaka, men nivån är fortfarande hög. Sysselsättningstillväxten, som bromsats från 25-årshögsta, ger fortfarande inkomstlyft samtidigt som oljeprisfallet sänker inflationen och ökar köpkraften. Att **sparkvoten fallit till 50-årslägsta** lägger inte krokben för återhämtningen. Tappet i lönetillväxten är dock mer oroande och en viktig pusselbit för centralbanken. Så sent som i somras var uppgången 3 procent i årstakt att jämföra med 2 procent idag. Möjligen kan de senaste årens låga inflation satt avtryck i lönebildningen, vilket i så fall är en varningsklocka för Bank of England. En annan förklaring är att **produktivitetsuppsvinget åtminstone tillfälligt fått grus i maskineriet**, vilket i sin tur dämpat lönerna. Framöver är vi fortfarande optimistiska både vad gäller produktivitet och löner; stramt resursutnyttjande talar för snabbare lönetillväxt vad det lider. Huspriserna fortsätter upp med 5-10 procent i årstakt. Den brutala uppgången i London har mattats; jämfört med när priserna ökade som mest 2014 har prisuppgången halverats till 12 procent för närvarande. På nationell nivå ligger huspriserna omkring 10

procent över toppen 2008 enligt Nationwides index; i London är priserna 50 procent högre; **överhettningens riskerna växer.**



Källa: Macrobond, SEB

Mått på företagsförtroendet ger en blandad bild.

Förtroendet är högt i tjänste- och byggsektorn, men lägre inom tillverkningsindustrin vilket också industriproduktionen visar. Orderböckerna är heller inte lika välfyllda som för ett halvår sedan. Regeringens ambitiösa mål för bostadsbyggandet ger fortsatt stark byggkonjunktur. Trots de senaste årens stora handelsviktade pundförstärkning växte exporten hyggligt i fjol. Men importen växte snabbare och **bidraget från utrikeshandeln blev negativt** för fjärde året på raken. Nettoexporten ger minusbidrag också 2016-2017 enligt våra prognoser.

Finanspolitikens dämpar tillväxten med omkring en procentenhet såväl 2016 som 2017 vilket är något mer jämfört med ifjol. **Folkomröstningen om EU-medlemskapet rycker närmare.** Båda sidor visar allt större kompromissvilja. Det brittiska kravet att begränsa immigranternas rätt att utnyttja välfärdssystemet har t ex vunnit stöd i bl a Tyskland, Frankrike och Nederländerna. Det lutar åt en överenskommelse på EU-toppmötet den 18-19 februari vilket i så fall innebär att folkomröstningen kan utlysas redan i sommar. Enligt de senaste uttalandena från Cameron är en folkomröstning möjlig redan om ett par månader. Samtidigt som opinionen står och väger visar vadslningsinstituteten fortfarande stor sannolikhet för att **Storbritannien stannar kvar i unionen** och det är också vårt huvudscenari. Penningpolitiken fortsätter att vara drivkraft för valutan och i takt med att marknaden prisat bort räntehöjningar från Bank of England har pundet försvagats, framför allt mot dollarn. Den politiska osäkerheten pressar också pundet på kort sikt: **EUR/GBP står i 0,75 och GBP/USD i 1,37 i slutet av 2016.**

Riksbanken sänker igen trots stark konjunktur

- **Ljusning för industrin ger bredare tillväxt**
- **Tillfällig nedgång i arbetslöshet**
- **Stora utmaningar inom bostads- och arbetsmarknadspolitiken**
- **Cyklisk inflationsuppgång dröjer till 2017**
- **Riksbanken sänker igen och höjer nästa år**

Svensk tillväxt sköt fart ordentligt under 2015 och indikatorer tyder på att utvecklingen fortsätter i år. Prognosen för BNP-tillväxten 2016 är marginellt uppjusterad till 3,7 procent. För 2017 står vi fast vid prognosen 2,8 procent. Trots starka indikatorer **dominerar nedåtriskerna på grund av växande inhemska obalanser och politiska låsningar samt osäkerhet om den internationella utvecklingen**. En fortsatt stark uppgång i bostadsinvesteringar och konsumtion, delvis drivet av stor invandring, fortsätter att vara de främsta drivkrafterna. Nu kan också en viss uppgång för industrin skönjas.

Sysselsättningen är på väg att växla upp till en ökningstakt på 2 procent. Detta leder inledningsvis till en fallande arbetslöshet. Under 2017 kommer dock stigande arbetsutbud i migrationens spår att leda till ökad arbetslöshet. Prognosen för antalet asylsökande är dock mycket osäker. Efter den kraftiga politiska kursomläggningen som gjorts de senaste månaderna har Migrationsverkets skrivit ner prognosen och räknar nu i huvudscenariot med 100 000 asylsökande 2016. Detta är troligen fortfarande väl högt. Å andra sidan tyder mycket på att resursinsatserna per asylsökande tidigare underskattats varför bedömningen av utgiftstryck och efterfrågestimulans står sig. Att erbjuda utbildning, bostäder och jobb till dem som beviljas uppehållstillstånd kommer att bli en stor utmaning för det politiska systemet under lång tid framåt. De politiska blocken har olika ideologiska recept för hur man ska agera, vilket skapar blockeringar i politiskt beslutsfattande. Regeringens svaga parlamentariska bas kommer att bli extra tydlig i en sådan situation. **Risken för regeringsombildning eller extraval under det närmaste året är stor** även om det inte utgör vår huvudprognos.

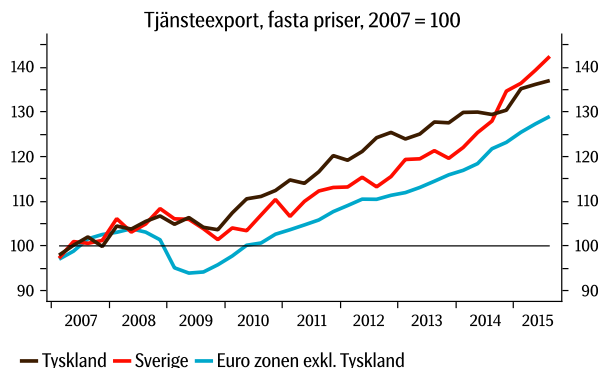
Oväntat låg inflation och förändringar i global penningpolitik sätter fortsatt press på Riksbanken. Vi räknar med att **reporäntan sänks till -0,45 procent i februari**. Vi tror också att Riksbanken de närmaste månaderna är beredda att intervensera på valutamarknaden om **EUR/SEK faller ned till intervallet 9,00-9,10**. Vårt huvudscenario är likväl att man inte tvingas agera direkt mot växelkursen. Stigande resurs-

utnyttjande och stark tillväxt talar för att Riksbanken under andra halvåret 2016 börjar signalera en stramare politik och då överger tankarna på interventioner. I viss utsträckning tror vi också riksbanksutvärderingen av King och Goodfriend spelar roll för denna utveckling (se fördjupningsruta). Vi tror sedan att Riksbanken påbörjar räntehöjningar i början av 2017.

Ljusning kan skönjas för industrin

Signalerna från svensk industri har varit övervägande positiva, trots ökad internationell osäkerhet. Vi ser nu **flera konkreta tecken som stödjer vår prognos om en återhämtning i industrin**. Både KI-barometern och PMI för industrin ligger över sina historiska snitt samtidigt som varuexport och industriproduktion utvecklades relativt starkt under andra halvåret 2015. Branschmässigt är bilden blandad med svaghet i framför allt metallindustri och gruvor medan produktionen av fordon, skogsprodukter och läkemedel går starkt.

Stark tjänsteexport kompenserar för svaghet på varusidan



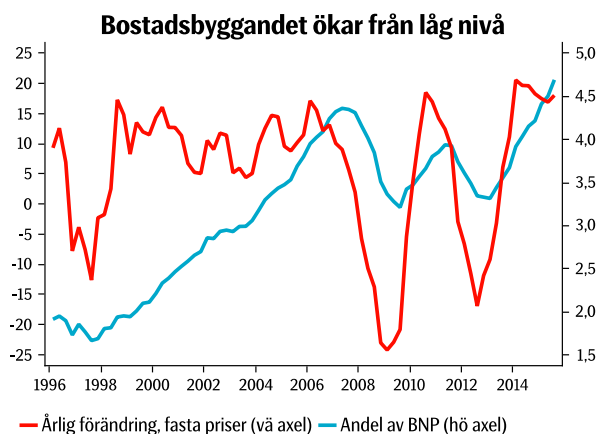
Källa: SCB, Eurostat, SEB

Snabbt stigande tjänsteexport gjorde att den totala exporten växte i relativt god takt 2015 och trenden fortsätter de närmaste åren. En viktig orsak till lyftet i tjänsteexporten är att företag som traditionellt klassats som industriella flyttar sitt fokus från varor mot mer lönsamma tjänster. En liknande utveckling pågår i eurozonen och Tyskland, även om den är mer påtaglig i Sverige. Detta är positivt eftersom det ofta rör sig om högteknologiska tjänster och **indikerar också att bilden av en avindustrialisering i Sverige är överdriven**.

Ökade bostads- och offentliga investeringar

De lite ljusare utsikterna för industrin avspeglas i att investeringarna vänt upp. Företagen uppger dessutom att de planerar att öka investeringarna ytterligare och vi räknar med att de stiger med 4 procent 2016. Bostadsinvesteringarna ökade med nästan 20 procent 2015, vilket gav ett bidrag på 0,7

procentenheter till BNP-tillväxten. En mycket stor efterfrågan på bostäder talar för att **uppgången fortsätter i stort sett i samma takt under 2016 och 2017**. Enligt Boverket behöver Sverige bygga 400 000 bostäder fram till 2020; en fördubbling av dagens byggtakt. Att branschen redan i utgångsläget signalerar att kapacitetsutnyttjandet är högt gör att det inte är sannolikt att en sådan volym kommer att nås.



Källa: SCB, SEB

Blocköverskridande överenskommelser krävs för att få fart på bostadsbyggandet. Antagligen skulle också ökad rörlighet på bomarknaden bidra till att existerande bestånd kan utnyttjas bättre. Förutom förenklingar av byggregler verkar utsikterna för en större kompromiss vara dåliga med tanke på de ideologiska skillnader som finns. Oppositionen vill se olika former av avregleringar medan regeringens linje främst är subventionerade hyresrätter. Den stora invandringen kommer även att kräva ökade offentliga investeringar i infrastruktur, skolor och sjukvård. **Totalt väntas investeringarna växa med 6 till 7 procent 2016 och 2017, vilket är väl över historiskt snitt.**

Bostadspriserna ökade med 15-20 procent under förra året, men **visar nu tydliga tecken på en inbromsning**. Det är för tidigt att dra slutsatsen att bostadspriserna vänt nedåt, men vi har justerat ned prisprognosen och räknar nu med att uppgångarna stannar vid 5 procent för 2016 och sedan planar ut 2017 på grund av amorteringskrav och räntehöjningar.

Växande befolkning ger ökad konsumtion

Ökad sysselsättning och starka realinkomster, bl a via den låga inflationen, gör att hushållens konsumtion växte snabbt 2015. **Utsikterna är goda för en fortsatt uppgång** när det fallande oljepriset bidrar till goda reala inkomster även i år, trots måttliga nominella löner. Vi förutser att hushållens konsumtion växer med 3,0 respektive 2,8 procent 2016 och 2017, men konsumtionen per capita blir betydligt mer blygsam. I viss mån räknar vi med att hushållen drar ned sitt historiskt sett höga sparande som nu ligger på 16 procent av disponibelinkomsten. Men då hushållen enligt olika mätningar visar stor oro för framtiden väntas sparandet ligga kvar på en hög nivå.

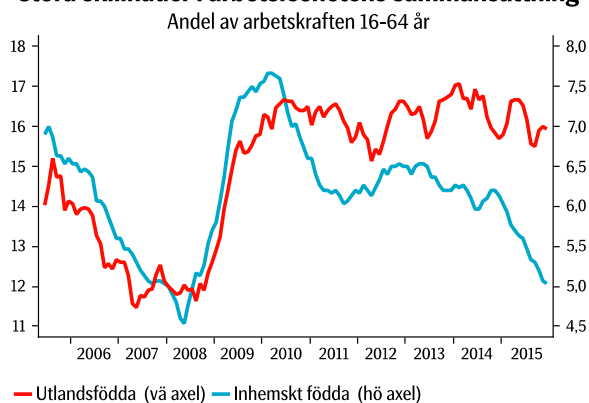
Den stora invandringen leder till en relativt snabbt ökning av den offentliga konsumtionen. Inledningsvis rör det sig främst om stigande kostnader för förläggningar och uppehåll för

flyktingar. Under 2017 ökar konsumtionen mest på grund av ökade utgifter för skola och sjukvård. Sammantaget väntas **den offentliga konsumtionen öka med 3,5 resp. 2,5 procent 2016 och 2017**.

Fortsatt stark arbetsmarknad

Sysselsättningen växlar nu upp ytterligare efter de senaste årens solida uppgång. Arbetslösheten har de senaste 2-3 åren hållits uppe av stigande arbetsutbud men det senaste halvåret har vi sett en fallande trend enligt det officiella AKU-måttet. Antalet personer inskrivna vid arbetsförmedlingarna har dock varit relativt oförändrat, även om en mindre nedgång kunnat skönjas senaste månaderna. En förklaring till detta kan vara att AKU:s telefonundersökning har svårt att fånga upp nyanlända med språksvårigheter. Att andelen som inte svarar trendmässigt ökar bekräftar en sådan hypotes. **Stark sysselsättning talar dock för att arbetslösheten fortsätter falla** under de närmaste 12 till 18 månaderna. Därefter stiger arbetslösheten, när den stora mängden nyanlända börjar bli tillgängliga för arbetsmarknaden. Det finns en risk att vändningen uppåt sker något senare än i vår prognos.

Stora skillnader i arbetslöshetens sammansättning



Källa: SCB, SEB

En uppdelning av de arbetslösa i personer som är födda i Sverige och utlandet visar att **arbetslösheten bland de utrikesfödda är femton procent, vilket är ungefär tre gånger så mycket som för svenskfödda**. Sysselsättningsgraden bland utrikesfödda är 65 procent, vilket är ungefär 15 procentenheter lägre än för svenskfödda. Sammansättningen av de asylsökande som kommit den senaste tiden tyder på ett ytterligare fall de närmaste åren. För att bryta en sådan utveckling krävs någon form av politikomläggning för att sänka trösklarna till arbetsmarknaden men i nuläget har regering och opposition skilda analyser om vad som behöver göras.

Ökat resursutnyttjande men måttliga lönelöft

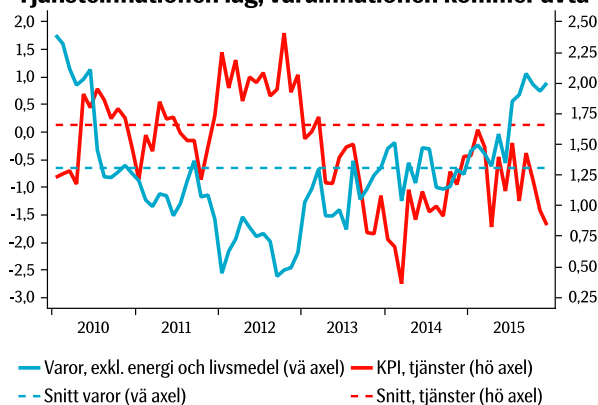
Vår bedömning, liksom Konjunkturinstitutets, är att jämviktsarbetslösheten ligger strax under sju procent, dvs nära dagens nivå. Enkätundersökningar indikerar samtidigt att **företagen börjar få svårare att hitta lämplig arbetskraft**. Ändå tror vi inte att bristsituationen på arbetsmarknaden är tillräckligt stor (se temaartikel) för att påverka avtalsrörelsen i speciellt hög grad. Industrifacken var först ut med lönekrav på 2,8 procent, vilket var i nivå med kraven i förhandlingsrundan 2013. I

inhemska sektorer som t ex bygg, transport och handel har facken krävt ytterligare 3-4 tiondelar. Vi håller likväl fast vid en prognos där avtalen hamnar på knappt 2,5 procent när förhandlingarna slutförs de närmaste månaderna. Sannolikheten för högre löneökningarna är störst inom den offentliga sektorn, eftersom bristsituationen där blir allt mer akut inom många yrkesgrupper. Det ser också ut som om många anställda förlitar sig på att det i betydande grad går att pressa upp lönerna utöver de centrala avtalen. **Totala löner ökar med 3,1 respektive 3,4 procent i år och nästa år**, även om 1 den oväntat låga löneglidningen utgör en nedåtrisk.

Fortsatt tryck nedåt på inflationen

I höstas fanns tecken på stigande inflation innan oljepriset tog ny fart nedåt. Livsmedelspriserna ökade t ex under en period med mer än tre procent och priserna på varor stiger fortfarande relativt snabbt, vilket beror på försvagningen av kronan 2013-2014. Priserna på tjänster, som i högre grad styrs av löner och inhemskt konjunkturläge ökar dock betydligt långsammare än sin historiska trend.

Tjänsteinflationen låg, varuinflationen kommer avta



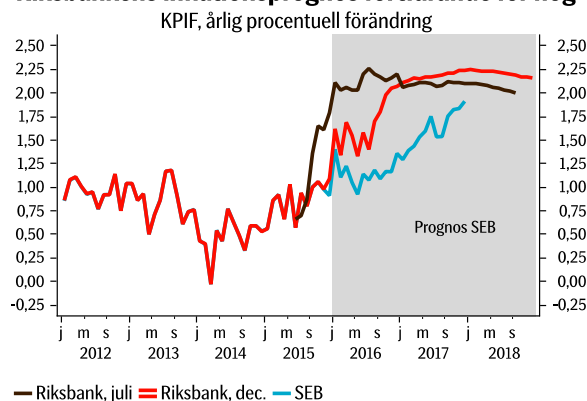
Källa: SCB, SEB

Prisimpulsen uppåt från växelkursen kommer enligt våra modeller att avta i år; prisökningarna på livsmedel har redan fallit tillbaka betydligt och internationella prisfall adderar ytterligare nedåtrisker. Frågan är nu i vilken utsträckning **lägre varuinflation kommer att ersättas av en cykliskt driven uppgång för tjänstepriser**. Historiskt har tjänstepriserna påverkats ganska mycket av konjunkturen, men uppgångarna har kommit sent i cykeln och vid högre resursutnyttjande än vi nu ser. Endast under några korta perioder har kärninflationen (definierat som KPIF exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak) de senaste decennierna ökat snabbare än två procent. Ofta har vi då sett en kombination av högre internationella priser, svag krona och konjunkturrellt uppdrivna tjänstepriser. Dessutom har uppgångarna kommit efter betydande prisökningar på olja och andra råvaror. I nuläget är bilden annorlunda på flera punkter.

Slutsatsen är att **både svensk och internationell konjunktur behöver bli starkare för att inflationen varaktigt ska nå tvåprocentmålet**. Riksbanken får ändå en viss hjälp av att höjda indirekta skatter, trängselskatter och nätavgifter på el väntas bidra med nära 0,5 procent till inflationen 2016. Dessa

prisökningar neutraliseras dock till stor del av lägre oljepris och låga hyresökningar. Hyresförhandlingarna tycks landa på de lägsta nivåer som nåtts de senaste 20 åren; paradoxalt nog i hög grad som en konsekvens av det rekordlåga ränteläget.

Riksbankens inflationsprognos fortfarande för hög

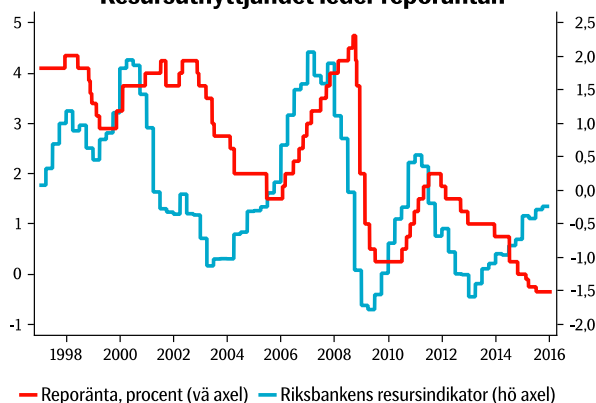


Källa: Riksbanken, SCB, SEB

Riksbanken sänker; höjningar först 2017

Nedrevideringar av inflationsbanan och ytterligare stimulanser från ECB gör att vi återgår till prognosen i november där **reporäntan sänks med ytterligare 10 punkter till -0,45 procent i februari**. Vår tolkning av det senaste riksbanksprotokollet är att ytterligare räntesänkningar ligger närmast till hands. Ökade tillgångsköp av statspapper kan inte avskrivas, men det finns inte mycket utrymme om inte marknadens funktionssätt ska skadas ytterligare. Likviditeten är låg även för alternativa tillgångsslag som t ex kommun- och realränteb obligationer. Utbudet av bostadsobligationer är betydligt större, men är knappast ett rimligt alternativ så länge Riksbanken så tydligt signalerar oro för obalanser på bostadsmarknaden.

Resursutnyttjandet leder reporäntan



Källa: Riksbanken och SEB

Direktionsbeslutet att ge Stefan Ingves och Kerstin af Jochnick befogenhet att starta valutainterventioner har sänkt tröskeln för att agera. Vår bedömning är att Riksbanken intervenerar om EUR/SEK når 9,00-9,10, **men huvudprognosen är att man inte tvingas agera de närmaste månaderna**. Om interventioner ändå genomförs finns många frågetecken. Riksbanken har signalerat att man inte siktar på någon bestämd

nivå utan bara vill undvika en alltför snabb appreciering. Vi delar Martin Flodéns (som reserverat sig mot interventionerna) syn att interventionerna måste vara stora och konsekventa för att få avsedd effekt. Omvärldens kritik kan bli omfattande. Såväl King/Goodfriends utvärdering (se fördjupningsruta) som IMF avråder generellt från interventioner. Och reaktionerna från grannländer kan också bli kraftiga, speciellt om beloppen tvingas bli stora, om ett land med både bytesbalansöverskott, tillväxt och inflation i europatopp försöker skaffa sig fördelar på andras bekostnad.

King&Goodfriend öppnar för mer flexibilitet

Den penningpolitiska debatten har varit het i Sverige den senaste tiden. Att Riksbanken sjösatt så exceptionella åtgärder i en miljö med stark tillväxt och överhettning på bostadsmarknaden har testat rimligheten i inflationsmålspolitiken. Därför blir slutsatserna i den utvärdering som förre brittiske centralbankschefen Mervyn King och den amerikanske ekonomiprofessorn Marvin Goodfriend (K&G) gjort viktiga för debatten framöver. I den detaljerade genomgången av penningpolitiken 2010-2015 ger man intressant nog **Riksbanken godkänt för de räntehöjningar som genomfördes 2010-2011** och som kritiserats så mycket både internationellt och på hemmaplan. Däremot får Riksbanken kritik för att man inte insåg allvaret i eurokrisen 2012-2013 och bl a baserade sina **beslut på antaganden om en penningpolitik i omvärldens som var långt aggressivare än vad finansiella marknader prissatte**. K&G har också synpunkter på Riksbankens modellanvändning och ser en **naiv tillämpning som en viktig orsak till att inflationen systematiskt överskattats**.

Vilken betydelse får då rapporten för den framtida utformningen av penningpolitiken? Det är främst rekommendationer på tre olika områden som är intressanta. **K&G verkar vilja stänga dörren för valutainterventioner** genom förslag att riksbankslagen ändras så att "valet av växelkursregim är en fråga för regeringen och att uppdraget att uppnå inflationsmålet gäller med förbehåll för att regeringen beslutar att växelkursen bör flyta fritt". Vi tror dock inte att detta har så stor betydelse eftersom Riksbanken tydligt markerat att man bedömer att tillfälliga interventioner ryms inom gällande regim.

Trots att inflationen fortsätter att ligga under målet tror vi att direktionen gradvis tar intryck av stigande resursutnyttjande och starkt tillväxt. När avtalsrörelsen väl är genomförd minskar också möjligheten att påverka förväntningsbilden. Under andra halvåret 2016 väntas Riksbanken bli mindre fokuserad på valutautvecklingen och börja signalera höjningar. **Vi räknar med att den första höjningen sker i februari 2017**. Nedjusterad inflationsbana har gjort att vi senarelagt tidpunkten, men vi ligger fortfarande något före Riksbankens egen räntebana. I slutet av 2017 är styrräntan 0,5 procent.

K&G är vill på flera punkter **ge Riksbanken en utvidgad roll när det gäller finansiell stabilitet och makrotillsyn**. Ett led i detta är förslaget att Riksbanken och Finansinspektionen ska upprätta en gemensam kommitté för makrotillsyn och att denna ska få långt större roll än dagens Stabilitetsråd. Kommittén ska t ex ta över det primära ansvaret för rapporter om den finansiella stabiliteten (som i dagsläget görs separat på respektive myndighet).

Men även utan formella ändringar ges Riksbanken rådet att inta en mer flexibel hållning när det gäller uppfyllandet av inflationsmålet. Hastigheten när det gäller inflationens måluppfyllelse bör vägas mot risker för obalanser som kan skada realekonomin. Att på ett sådant sätt beakta obalanser på bostadsmarknaden eller hushållens upplåning är fullt legitimt. Därmed sänder man en signal till Riksbanken att det inte är rimligt att man ständigt ropar på hjälp från andra politikgrenar när det gäller att hantera risker kopplade till t ex bostadspriser och hushållens belåningsgrad. Man har fullt mandat att själv agera med penningpolitiken. **Därmed förser utredningen Riksbanken med goda argument för att avstå från ytterligare stimulanser i dagens speciella situation**. Det vore märkligt om inte detta kommer att påverka Riksbanken.

En övergripande slutsats man kan dra är att **utredningen inte förordar någon genomgripande förändring av det penningpolitiska ramverket**. Det räcker med en del förändringar i rollfördelningen mellan olika aktörer och att Riksbanken själva undviker en del onödiga misstag och därtill intar en mer flexibel hållning till sitt uppdrag. K&G avråder till och med explicit regeringen från att ge Riksbanken ett dualt mål där även arbetslösheten ingår.

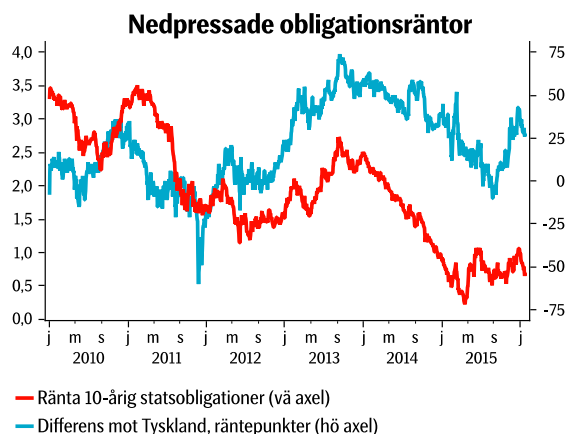
Stigande räntespread mot Tyskland

Svenska långräntor steg i slutet av 2015 till skillnad från de tyska. Drivkraften var dämpade förväntningar på räntesänkningar efter starka tillväxtsiffror samt prognoser att stigande flyktningkostnader ökar statens lånebehov framöver. Därefter har förnyade förväntningar om svenska räntesänkningar i kombination med oväntat starka statsfinanser lett till att räntedifferensen mot Tyskland åter gått ihop. **Dessa faktorer fortsätter trycka ned svenska räntor under det första halvåret i år**. Riksbanken kommer sannolikt att behålla en bias mot ytterligare stimulanser och trots statsfinansiella risker på sikt tror vi på fortsatta

styrkebesked den närmaste tiden, vilket bl a kan ta sig uttryck i att Riksgälden tillfälligt drar ned på auktionsvolymerna i februari. Dessutom fortsätter Riksbankens aggressiva köp av statsobligationer; vid halvårsskiftet beräknas Riksbankens innehav av utestående nominella statspapper uppgå till 35 procent. Vid halvårsskiftet ligger räntedifferensen mot Tyskland på 10-åriga statsobligationer på 35 räntepunkter.

På lite längre sikt är dock trenden sannolikt stigande, både i absolut nivå och jämfört med Tyskland. Den viktigaste orsaken är vår prognos att Riksbanken under 2017 börjar höja räntorna. Dessutom räknar vi med att utgiftstrycket i flyktningkrisens spår i hög grad kommer att finansieras med ökad offentlig upp-

låning. I slutet av 2017 förutses en spread mot Tyskland på 70 räntepunkter, vilket ger en räntenivå på 1,90 procent.



Källa: Macrobond, SEB

Riksbanken håller nere SEK ännu en tid

Båda relativ konjunkturutveckling och långsiktig värdering talar för att kronan ska stärkas framöver, men Riksbankens signaler om att man kommer att agera vid en tydlig appreciering håller emot. Resultatet har blivit att tendenser till starkare växelkurs som kunnat skönjas under det senaste halvåret snabbt har reverserats. Riksbanken signaler om att man inte har för avsikt att försvaga valutan, utan bara hindra att den stärks för snabbt talar för att EUR/SEK det närmaste halvåret är fast i ett intervall på ungefär 9,10-9,50. Givet vår tro att direktionen gradvis svänger om mot en mer neutral penningpolitisk hållning kan **kronan under andra halvåret i år stärkas till ungefär 9,00**. Vår prognos om räntehöjningar under 2017 talar för att kursen rör sig vidare nedåt till 8,70 slutet av 2017. USD/SEK står i ca 8,75 i slutet av 2016 och runt 8,30 i slutet av 2017. Det handelsviktade KIX-indexet faller ned till 104 vid samma tidpunkt, vilket är något starkare än i Riksbankens prognos.

Pressad regering med risk för nyval

Flera krafter påverkar nu de offentliga finanserna. Stigande flyktningrelaterade utgifter pressar såväl staten som landsting och kommuner. Utgiftstrycket är stort även inom flera andra områden som t ex sjukförsäkring och försvar. Samtidigt medför den starka konjunkturen att skatteinkomsterna stiger snabbt. **Sammantaget ser de offentliga finanserna nu något bättre ut jämfört med förra NO.** Med hjälp av viss kreativ bokföring kan utgiftstaket klaras. Underskotten fortsätter visserligen att växa något, men den goda BNP-tillväxten gör ändå att den offentliga skulden som andel av BNP ligger ganska konstant.

Regeringen är likväl under stor press att visa att den har en sammanhållen politisk plan. Höstbudgeten överskuggades av flyktningkrisen och nu blir vårpropositionen ett tillfälle för ett nytt avstamp. Även om flyktningflödet minskat är osäkerheten fortsatt stor; manöverutrymmet är begränsat när notan för flyktningmottagande och regelstyrda anslag ökar. Socialdemokraternas allt svagare opinionsstöd gör att det interna trycket inom arbetarrörelsen på regeringen är stort. Många förespråkar **en stor offensiv satsning där man närmast**

sätter allt på ett kort. LO-ordföranden har t ex efterlyst en Löfven-plan som samlingsnamn för detta. Även många ekonomer rekommenderar stora program för utbildning, infrastruktur och bostadsbyggande. När det gäller arbetsmarknadspolitik blir de ideologiska skillnaderna mellan den röd-gröna regeringen och oppositionen allt tydligare. Socialdemokratin vill i så hög grad som möjligt undvika låglönejobb och sätter istället sitt hopp till utbildning och subventionerade jobb.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2014	2015	2016	2017
Finansiellt sparande	-1,7	-1,1	-1,1	-1,3
Lånebehov (mdr)	72	33	28	57
Offentlig bruttoskuld	44,9	44,3	43,7	43,5

Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

I denna situation har finansdepartementet ingen lätt uppgift. Även om Magdalena Andersson dödförklarat krona-för-krona principen är det inte riskfritt att gå vidare med stora ofinansierade reformer i ett utgångsläge med underskott och ett stort underliggande utgiftstryck. Att BNP-tillväxten därtill är hög och arbetsmarknaden inte långt från jämvikt gör också ofinansierade efterfrågestimulanser till ett tveeggat vapen. Regeringens svaga parlamentariska läge skapar ytterligare svårigheter. **Det gör att vi trots allt väntar oss få nya åtgärder i vårpropositionen.** Satsningar på ökat bostadsbyggande blir troligen en viktig ingrediens, men inte heller på detta område väntar vi oss något större genombrott.

Den politiska situationen är labil. Alliansen har nu ett övertag i opinionsmätningarna, vilket ökar trycket på framför allt moderatledningen att agera för ett regeringsskifte. Samtidigt är det otacksamt att regera i ett läge då krishanteringen tar så mycket kraft. I grunden är Alliansens partiledningar inriktade på att ta över först efter en valvinst 2018 och föredrar att den röd-gröna regeringen får fortsätta vändas i en parlamentariskt svår situation. Givet mandatet i riksdagen är det svårt för **Alliansen att direkt ta över regeringsmakten.** Då man är mindre än de rödgröna krävs aktivt stöd av Sverigedemokraterna (SD). Ett extraval skulle troligen resultera i att alliansen blir större än de röd-gröna; då skulle det räcka med passivt stöd av SD. Å andra sidan skulle SD troligen bli den stora vinnaren i ett sådant val och därmed kunna ställa tydliga krav. Partiet skulle t ex kunna blockera förslag om försämringar i arbetsrätten eller nedskärningar i välfärden där man snarast befinner sig på politikens vänsterkant. I nuläget är därför vårt huvudscenario att regeringen sitter kvar i en situation som kan beskrivas som Decemberöverenskommelsen light. Detta kräver dock att Alliansens partier går fram med separata budgetmotioner för att inte ge SD chansen att fälla regeringens budget. Men man kan dock tänka sig flera scenarier där ett extraval blir svårt att undvika. Om regeringen t ex börjar föra en mer tydlig vänsterpolitik kan de krafter inom alliansen som direkt vill ta över regeringsmakten få övertaget och driva fram en regeringskris.

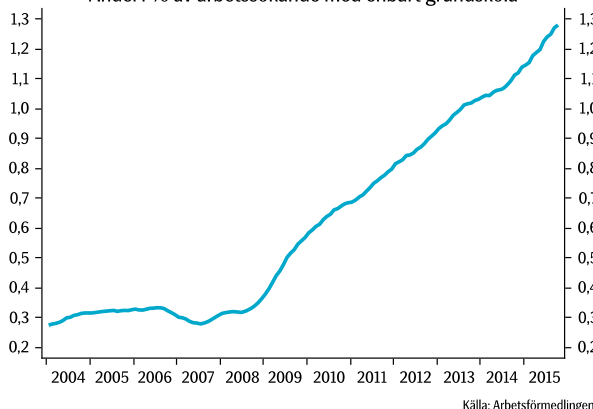
Tema: Resursutnyttjande och inflationsprocessen

- **Arbetslöshet nära jämviktsnivå; nyanlända med låg utbildning höjer NAIRU**
- **Resursindikatorn i normalläge, men höga nivåer för bygg, handel och offentlig sektor**
- **Löner och inflation reagerar med stor eftersläpning på resursutnyttjande...**
- **...vilket är förrädiskt för Riksbanken och ofta orsakar policymisstag**

Frågan om hur länge ekonomin kan växa innan löner och priser accelererar inflation har varit central i Feds analys de senaste åren, medan Riksbanken varit helt fokuserad på inflationsförväntningar och kortsiktig inflationsutveckling. Men med en BNP-tillväxt klart över trend och arbetslöshet som börjat falla **blir kopplingen mellan resursutnyttjande och inflation allt viktigare**. I denna artikel diskuterar vi hur resursutnyttjandet ser ut i utgångsläget och hur det kan utvecklas framöver. Därefter analyserar vi hur stigande resursutnyttjande brukar påverka inflationen.

Andel i procent av låg utbildning ökar snabbt

Andel i % av arbetssökande med enbart grundskola



Arbetslösheten redan vid jämviktsnivå?

Enligt skattningar av Konjunkturinstitutet (KI) stiger jämviktsarbetslösheten från 6,9 procent i år till 7,3 procent under 2017. **Det skulle innebära att nuvarande arbetslöshetsnivå på ca 7 procent ligger nära jämvikt**. Att jämviktsarbetslösheten förväntas stiga framöver är ett resultat av att en allt större del av de arbetslösa är invandrare med en låg utbildningsnivå. Även om en del asylsökande, har hög utbildning, visar statistik från Arbetsförmedlingen att utbildningsnivån hos de utrikes födda som kommer in i arbetskraften sjunker; en trend som ser ut att förstärkas de närmaste åren. Andelen av de arbetslösa som bara har grundskoleutbildning eller ingen slutförd utbildning alls har ökat de senaste fem åren och kommer av allt

att döma att öka ytterligare när de som kommit under de senaste årens flyktingkris blir tillgängliga på arbetsmarknaden.

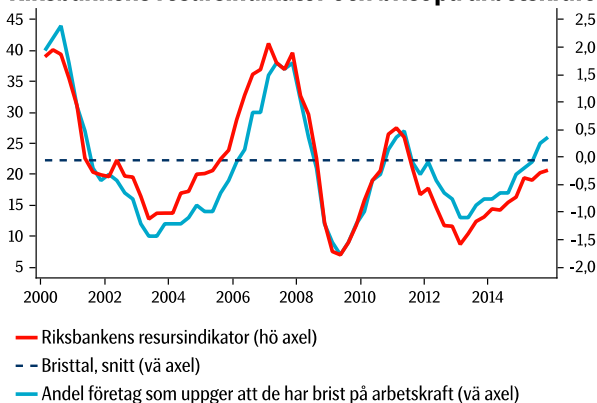
Även med stora satsningar på utbildning och subventionerade jobb är **det därför troligt att många inte kommer att anses kvalificerade för de lediga jobben**. Risken är stor för att jämviktsarbetslösheten ökar betydligt under de närmaste åren. Uppgången kan mycket väl röra sig om flera procentenheter. Konjunkturinstitutet varnade för en sådan utveckling i sin senaste prognos.

Riksbanken har undvikit att ta ställning till resursläget de senaste 2-3 åren och 2012 gjorde man i en Penningpolitisk rapport ett ganska lakoniskt konstaterande att jämviktsarbetslösheten låg i det mycket breda intervallet 5,0 till 7,5 procent. Stor oenighet i den dåvarande direktionen kan ha bidragit till oviljan att ta ställning, men samtidigt är det genuint svårt att få stabila skattningar av jämviktsarbetslösheten. Detta gäller inte minst med de stora skiften i arbetskraftens sammansättning vi står inför under de närmaste åren.

Bristall bättre mått på resursutnyttjandet

Direkta mått på rekryteringsproblem exempelvis i KI:s barometrar är ofta mera robusta mått på resursläget än jämvikts-skattningar. I nuläget verkar Riksbanken dela den synen och sedan några år publicerar man en resursindikator som sammanfattar ett antal mått på resursutnyttjande, även om man bör vara uppmärksam på att enkätdata riskerar att reagera på förändringar snarare än nivåer i resursläget.

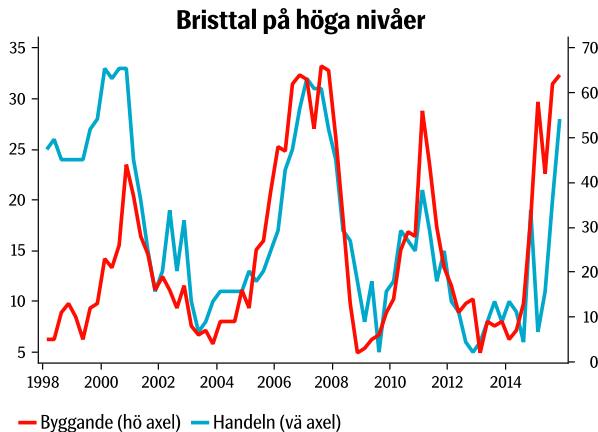
Riksbankens resursindikator och brist på arbetskraft



Källa: Riksbanken, Konjunkturinstitutet

Riksbankens resursindikator har stigit gradvis sedan mitten på 2013 och var i slutet av förra året strax under noll. Eftersom indikatorn är kalibrerad så att nollnivån motsvarar normalt resursläge **bekräftas i nuläget KI:s uppskattning att vi ligger nära jämviktsarbetslösheten**. Andelen företag som uppger att de har svårt att hitta lämplig arbetskraft, som är en viktig delserie i resursindikatorn, har stigit strax över sitt historiska snitt. Föga förvånande är resursläget mest ansträngt

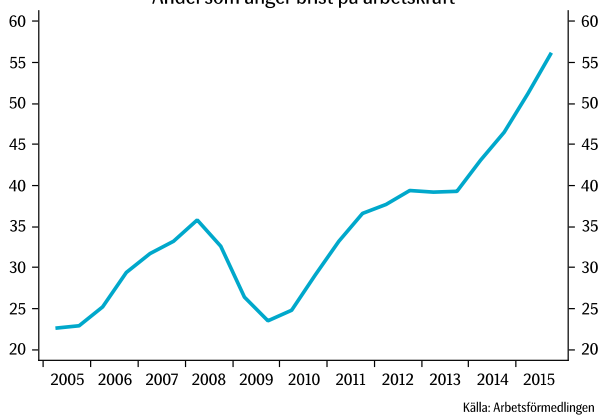
i inhemska sektorer som t ex bygg och handel där Sverige nu ligger i paritet med historiska toppnivåer.



Källa: Konjunkturinstitutet

I ett historiskt perspektiv är bristsituationen också alarmerande i offentlig sektor, som inte ingår i Riksbankens indikator. Tidserien startade 2005 och har stigit snabbt efter en temporär nedgång i samband med finanskrisen. Givet att tillväxten enligt vår prognos kommer fortsätta att drivas främst av byggande, konsumtion och offentlig konsumtion är risken stor för att **det uppstår flaskhalsar tidigare än vad som signaleras av den sammanvägda resursindikatorn**. Efterfrågan på arbetskraft i byggsektorn och i offentlig sektor kommer med stor sannolikhet att stiga till nivåer som inte registrerats sedan 1980-talet.

Kraftigt stigande arbetskraftsbrist i offentlig sektor



Måttliga och fördröjda inflationseffekter

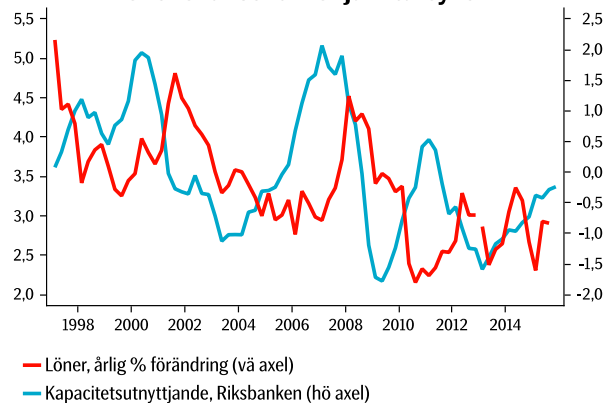
I förra NO konstaterade vi att förändringar i outputgap och avvikelser från jämviktsarbetslösheten internationellt har haft ganska små effekter på inflationen sedan inflationsmålen infördes. Det finns dessutom tecken på att effekterna kan ha försvagats efter finanskrisen. I november analyserade vi utvecklingen internationellt men mönstret är likartat i Sverige; om något har fördröjningarna mellan resursläget och inflation varit större än för andra länder. Detta förhållande kan delvis förklaras av kronans speciella procykliska rörelser.

Diagrammet nedan visar att lönerna accelererat från ungefär 3 till 4,5 procent först 1-2 år efter att Riksbankens resursindikator stigit till sin cykliska toppnivå. En förklaring till fördröj-

ning kan vara den treåriga cykeln för löneförhandlingarna. **Om avtalsrörelsen resulterar i ett treårsavtal kan fördröjningen återigen bli stor.** Därtill kan man också konstatera att avtalsnivåerna inte påverkats speciellt mycket av resursläget, vilket i hög grad beror på den fackliga strategin. Man vill undvika att kräva allt för höga löneökningar i högkonjunkturer för att inte sysselsättningen ska dämpas för mycket. I lågkonjunkturer vill man istället inte acceptera särskilt låga avtal bl a med hänvisning till det allmänna efterfrågeläget i ekonomin. Att avtalsrörelserna därigenom indirekt får ett inslag av stabiliseringspolitisk roll är ett av skälen till att sambandet mellan resursläge och inflation är relativt svagt i Sverige.

Att byggbranschen och offentlig sektor verkar stå inför bristsituationer som kan bli starkare än på länge kan göra att ledtiderna blir kortare än vad som historiskt varit fallet. Möjligheterna att **importera arbetskraft från omvärlden kan å andra sidan bidra till att mildra de arbetskraftsbrister** som uppstår. Än så länge syns heller inga starka tendenser till accelererade löneinflation.

Löner ökar sent i konjunkturcykeln



Källa: Riksbanken, Medlingsinstitutet

Uppgångarna i inflation som följd av stigande resursutnyttjande har också varit relativt små och dessutom varit ytterligare något fördröjda jämfört med lönerna. Trots att utväxlingen är måttlig visar ändå vår analys att **konjunkturuppgångar så småningom leder till högre inflation** och att KPIF med fördröjning vid flera tillfällen stigit väl över målet, även om växelkurs och internationella priser varit starkt bidragande orsaker. Inflationsuppgångarna har visserligen visat sig vara tillfälliga, men detta kan förklaras av att konjunkturen vänt ned ganska brant kort efteråt.

Vår slutsats av resursgapsanalysen är att Riksbanken har små möjligheter att få upp inflationen innan konjunkturen är tillräckligt stark och internationella priser tagit fart. Att fortsätta öka den penningpolitiska stimulansen långt in i en konjunkturuppgång kan dock leda till **att man tvingas till tvära kast när inflationen väl kommer**. Erfarenheterna visar också att inflationen sedan ligger kvar på en hög nivå också efter det att konjunkturen vänt ned och då skapar ett omvänt dilemma för penningpolitiken, vilket räntehöjningarna under 2008 tydligt illustrerade.

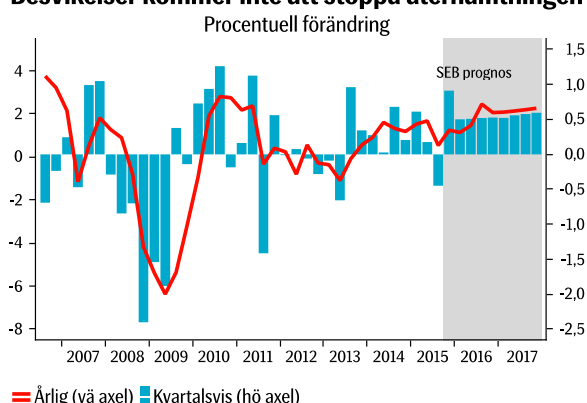
Besvikelser för investeringar och exporten

- **Sänkt prognos efter tillväxtsvacka**
- **Invandring ger tryck på lättare finanspolitik**
- **ECB försenar penningpolitisk omsvängning**

De överraskande svaga BNP-siffrorna för tredje kvartalet, som publicerades i slutet av 2015, visar en vikande trend för dansk tillväxt och den svagaste årstillväxten på två år. Extrema rörelser i några av huvudkomponenterna ökar sannolikheten för att vi kommer att få se betydande revideringar uppåt. Vi väntar oss också en hygglig uppstuds i kommande BNP-siffror för det fjärde kvartalet. Icke desto mindre behöver vi revidera prognoserna. Att BNP inte verkar svara på stigande sysselsättning på samma sätt som tidigare gör att vi också gör vissa nedjusteringar på lite längre sikt. Vår nya prognos för **BNP-tillväxten 2015-2017 är nu 1,3, 1,8 och 2,2 procent** (nedjustering från 1,8, 2,2 och 2,5 procent).

Trots svag BNP-tillväxt de senaste kvartalerna har sysselsättningen fortsatt att öka med drygt en procent i årstakt, vilket är en viktig anledning till att vi tror att återhämtningen fortsätter. Stigande sysselsättning ger stöd åt inkomster och konsumtion, som med en ökningstakt på ca 2 procent varit den viktigaste drivkraften för tillväxten på senare år.

Besvikelser kommer inte att stoppa återhämtningen

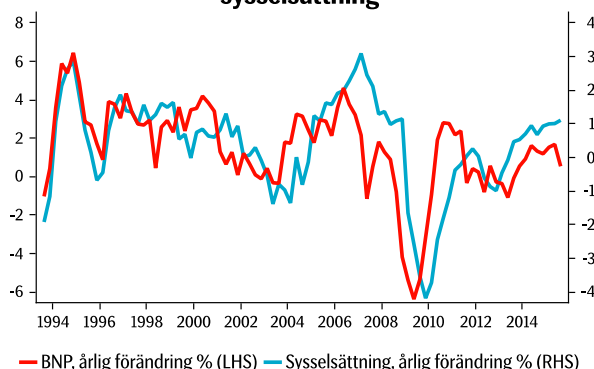


Källa: Statistics Denmark, SEB

Bostadspriserna har fortsatt att vara en stöttande kraft även om prisökningarna dämpats något, speciellt när det gäller enfamiljshus. Trots en viss nedgång under 2015 ligger hushållens framtidstro kvar på en ganska hög nivå, vilket också bidrar till den starka konsumtionstrenden. Trots en solid konsumtionstillväxt kunde hushållen öka sitt sparande markant de tre första kvartalerna 2015. Detta beror troligen på

att hushållen varit försiktiga med att utnyttja det extra plånboksutrymmet som de fallande oljepriserna skapat. Givet det höga sparat, fortsatt jobbtillväxt och stigande bostadspriser ser vi utsikter för att **konsumtionen ökar med 2-3 procent per år under 2016-2017**.

Låg produktivitet ger nytt samband mellan BNP och sysselsättning



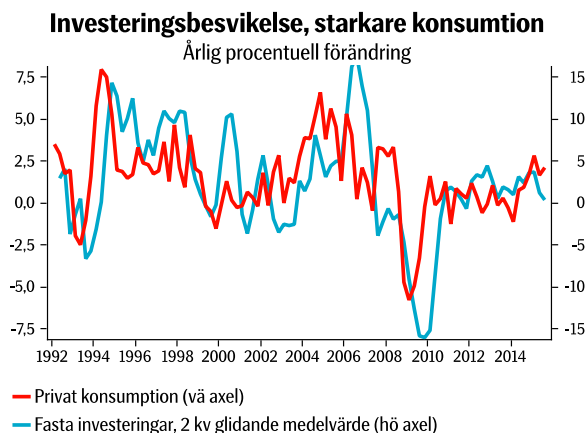
Source: Statistics Denmark, SEB

Trots att viktiga drivkrafter finns på plats för en solid återhämtning, har tillväxten inte riktigt lyft. Detta följer ett mönster i många länder, inte minst i USA, där svag produktivitet gjort att det normala sambandet mellan sysselsättning och BNP brutits. Detta kan delvis vara ett kortsiktigt fenomen och spegla att en ineffektiv resursallokering av kapital före krisen hämmat effektiviseringspotentialen i näringslivet. Men den huvudsakliga förklaringen är troligen att den ihållande låga investeringsnivån, som troligen återspeglar en ökande politisk osäkerhet och ett stramare och mer reglerat finansiellt system, hämmar den totala efterfrågetillväxten i ekonomin. Vi tror fortfarande att tillväxt och speciellt investeringar är på väg upp, men vi har justerat ned prognosen eftersom investeringar inte verkar utgöra samma tillväxtmotor som tidigare.

Den huvudsakliga besvikelsen under 2015 har varit investeringar och export. Under tredje kvartalet hämmades investeringar av nedgång i transportmedel (fartyg) och besvikelsen är inte bara hänförlig till detta kvartal. Efter att ha stigit med 4 procent 2014 ser **investeringstillväxten ut att halveras år 2015, men 2016 och 2017 ser vi utsikter för en återhämtning tillbaka till en nivå runt 4-5 procent**.

Svagheten i export kan också avspegla en generellt vikande investeringskonjunktur i omvärlden, driven av svagheter för EM-ekonomier och global tillverkningsindustrin. Exportvolymen föll svagt 2015 efter en uppgång på 2,6 procent 2016. Vi är dock inte alltför oroliga inför utsikterna den närmaste tiden givet den underliggande förbättringen i euro zonen;

huvuddestinationen för danska varor. Vi räknar med att **exporten relativt snabbt tar tillbaka förlorad mark med en tillväxt på 2 procent i år och 4 procent 2017.**



Källa: Statistics Denmark, SEB

Danmarks externbalans har inte försämrats i speciellt hög grad eftersom svagheten i export också återspeglas i lägre import. Importen hålls också tillbaka av den svaga investeringsaktiviteten som är en viktig drivkraft till importefterfrågan. Med ett överskott i bytesbalansen som fortfarande ligger över 6 procent är situationen inte speciellt oroande.

Den offentliga konsumtionen har varit dämpad i linje med våra förväntningar. Den nya regeringens ambitioner att lägga om finanspolitiken i stramare riktning har hittills tagit sig uttryck i kostnadsbesparingar på kommunal och regional nivå. I praktiken har detta resulterat i neddragningar inom barn- och äldreomsorg, skolor och allmänna kommunikationer. Trots regeringens intentioner tror vi att den offentliga konsumtionen kommer att växa måttligt de kommande åren. Detta beror i huvudsak på att invandringen, trots åtstramningar i migrationspolitiken, kommer att ligga kvar på en hög nivå.

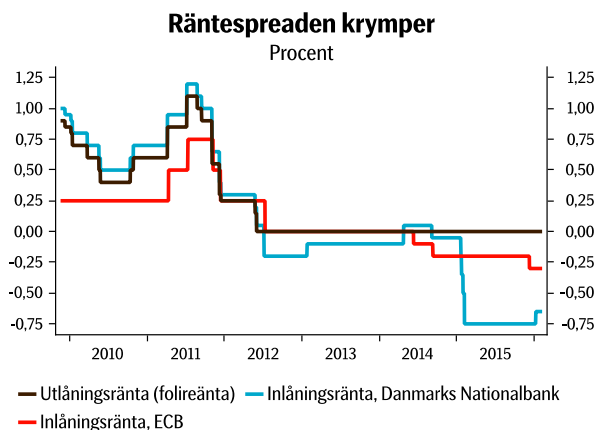
Kostnaderna för flyktingmottagandet belastar främst den lokala och regionala nivån; staten ger bara full kostnads- täckning det första året. Därefter är det främst den regionala budgeten som påverkas, och de betydande bördorna kommer att kräva tydliga nedskärningar på kärnområden om inte statsbidragen höjs. Om inte staten går in är det troligt att vi får se stora folkliga protester som hotar att skapa en allmän motvilja mot immigranter. En sådan utveckling underlättar knappast en smidigare integration.

I december justerade regeringen budgeten för 2016, bl a avsattes ytterligare fondering för flyktingrelaterade utgifter. Men på kommunal och regional nivå betraktades detta som otillräckligt. Omkring 20 000 asylsökande kom till Danmark 2015 och inflödet beräknas till 25 000 i år. Osäkerhet avseende det statsfinansiella läget har bidragit till att regeringen skjutit upp diskussionerna om inkomstkattesänkningar. **Under- skottet i de offentliga finanserna uppgick 2015 till 2,5 procent av BNP och vi tror att det kommer att sjunka ned mot 2 procent 2017.** Generellt är de offentliga finanserna i relativt gott skick med en statsskuld något under 45 procent av BNP.

Inflationstrycket är fortsatt svagt, såväl när det gäller totala KPI som kärninflation. Detta beror på återhållsamma löneökningar och spridningseffekter från fallande energipriser. Lönerna växlar upp gradvis i takt med stigande resursutnyttjande de närmaste åren. Att Danmark ligger före eurozonen i den processen bidrar till en **något högre inflation än i eurozonen.**

Osäker tidpunkt för nästa ränteändring

Danmarks Nationalbank höjde sin inlåningsränta med 10 punkter i början av 2016. Effekten på marknadsräntorna uppvägdes dock av att centralbanken samtidigt sänkte volymgränserna på sina inlåningsfaciliteter. Bakgrunden till politikändringen var stora valutaflöden i december (DKK -49 miljarder) och syftet var att säkra likviditeten på certifikatsmarknaden. Tillräckliga volymer på certifikatsmarknaden är nödvändiga för att den penningpolitiska transmissionsmekanismen ska fungera på ett bra sätt; 80-100 miljarder DKK verkar utgöra en nedre gräns enligt Nationalbanken. Vår bedömning är att valutaflödena har fortsatt sedan den senaste politikändringen i början av januari. Det ökar sannolikheten för att Danmark går sin egen väg med räntehöjningar. Å andra sidan bör ECB:s duvaktiga hållning på senare tid övertyga Nationalbanken om att avvakta så länge som möjligt med att höja. Den senaste tidens valutaflöden gör därför att **tidpunkten för nästa penningpolitiska förändring är osäker** vad gäller den allra kortaste sikten. Marknaden prisar in ungefär 60 procents sannolikhet för en höjning med 10 punkter under de kommande tre månaderna, vilket verkar rimligt.



Källa: Statistics Denmark, SEB

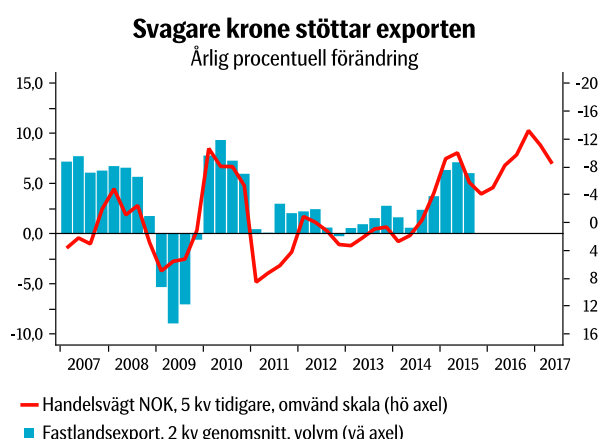
Medan den exakta tidpunkten för räntehöjningar på kort sikt är väldigt osäker är det vår bestämda uppfattning att **marknaden diskonterar alltför aggressiva höjningar på längre sikt.**

Konsumtionen, inte oljan, är den största nedåtrisen

- Nedjusterad prognos för fastlands-BNP
- Konsumtionen fortsätter att sakta in
- Viss uppgång i ickeoljerelaterade investeringar
- Norges Bank sänker ytterligare

Momentum har försvagats påtagligt de senaste 1½ åren när omfattande neddragningar inom oljesektorn har drabbat resten av ekonomin. Tillväxten i fastlands-BNP, dvs exkl. olja/gas och sjöfart, har på årsbasis dämpats från 2,8 procent andra kvartalet 2014 till ungefär en procent fjärde kvartalet 2015. En tydlig nedgång, men många hade nog väntat att ett ras i oljepriset med 70 procent och ett fall för reala investeringar i olje- och gasutvinning på 25 procent skulle resultera i en tydlig recession. Expansiv finanspolitik, lägre räntor och en kraftig växelkursförsvagning har dämpat nedgången.

Oljepriset har fortsatt att överraska på nedsidan. Påverkan på investeringarna kommer att bli måttlig i närtid om man undantar prospekteringsverksamhet. Men det ökar riskerna för att nedskärningar och uppsägningar hos oljeindustrins underleverantörer sprider sig till andra sektorer och i förlängningen leder till en generell försvagning av framtidstron hos företag och hushåll.



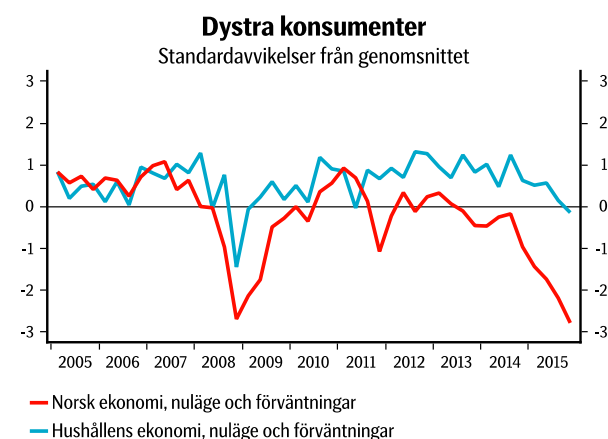
Källa: Statistics Norway, SEB

Att kronen försvagats med **nästan 20 procent i handelsviktade termer** sedan andra kvartalet 2014 **utgör en viktig motvikt**. Deprecieringen stimulerar icke-oljerelaterad export även om vi räknar med en viss avmattning när vissa exportörer påverkas av den globala nedgången i oljeinvesteringar.

Baksidan av den svagare valutan är högre inflation som pressar hushållens köpkraft och konsumtion. Prognosen för **fastlands-BNP har justerats ned från 1,8 till 1,6 procent för 2016**, vilket ändå innebär en viss acceleration jämfört med 2015. För **2017 är prognosen marginellt nedjusterad till 2,2 procent**. Prognosen för **totala BNP är oförändrad på 1,5 respektive 1,6 procent de båda åren**. Lite ljusare exportutsikter för olje- och gasexport kompenseras av en viss nedjustering av investeringarna i sektorn.

Konsumenterna tar ett steg tillbaka

Den viktigaste nedåtrisen för norsk ekonomi utgörs enligt vår bedömning inte av pris- eller investeringsutvecklingen i oljesektorn som sådan. Istället är det risken för att konsumenterna ska börja agera i linje med den depressiva framtidsyn de nu ger uttryck för. Konsumtionstillväxten under 2015 låg under trend även om den steg till 2,2 procent från 1,7 procent 2014. Ändå har vi **sänkt 2016-prognosen från 2,0 till 1,5 procent** samtidigt som prognosen för **2017 är nedjusterad till 2,3 procent**.



Källa: Finance Norway, SEB

Konsumentförtroendet enligt kvartalsbarometern avslutade 2015 på sin lägsta nivå sedan den tillfälliga dippen hösten 2008. Nivån indikerar en nedgång i konsumtionen på hela 2 procent på årsbasis. Den nedtryckta nivån beror på en extremt mörk syn på nuläget och framtiden för den norska ekonomin, medan synen på den egna ekonomin bara ligger något under det historiska genomsnittet.

Konsumtionen mattades generellt under 2015, även om fjärde kvartalet troligen uppvisade en viss återhämtning jämfört med föregående. För varukonsumtionen såg vi dock ingen sådan positiv tendens mot slutet av året utan vi går in i 2016 med

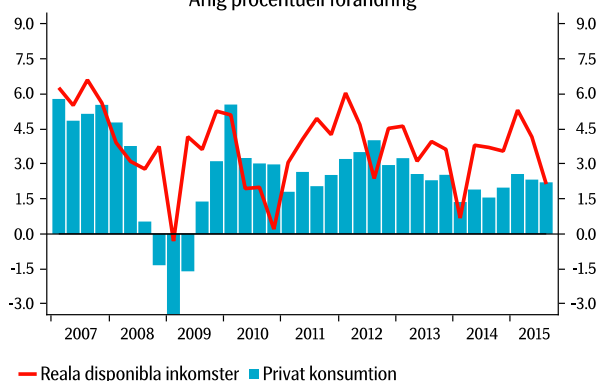
svagare momentum än väntat när de underliggande drivkrafterna visar vikande tendens.

Högre inflation pressar realinkomster

Nominella löneökningarna ser ut att hamna på 2,5 procent, vilket är lägre än de 2,7 procent vi tidigare räknat med. Detta beror på avmattningen i ekonomin som därtill är extra tydlig i den lönenormerande industrisektorn. Därtill kommer att KPI-inflationen 2016 ser ut att bli lite högre än 2015. Total KPI sjönk vid årets slut när de volatila elpriserna reagerade på det ovanligt milda vädret. Det mer policyrelevanta KPI-ATE, där skatte och energikomponenterna exkluderas visade en årlig ökningstakt på 3,0 procent, dvs klart över Norges Banks medelfristiga mål på 2,5 procent. Årstakten för inhemska varor och tjänster visar tecken på att sakta in medan priserna på importerade varor hålls uppe av tidigare valutadepreciering.

Lägre realinkomst dämpar konsumtionen

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway

Även om det importerade inflationstrycket snart kommer att lätta kommer **KPI-inflationen som årsgenomsnitt att öka från 2,1 procent 2015 till 2,5 procent 2016**. Detta bidrar till att hålla tillbaka reallönerna som ökar i samma mediokra takt som 20-årslägst noteringen ifjol. En inflationsdämpning till 2,1 procent 2017 leder dock till en lite bättre reallöneökning. **KPI-ATE hålls uppe på 2,7 procent 2016, för att sedan falla ned till 2,1 procent nästa år.**

Den svaga sysselsättningen kommer också att hålla tillbaka den aggregerade inkomstutvecklingen. Även om andra komponenter ger positiva bidrag kommer **ökningen av de reala inkomsterna att halveras 2016** från den 3-procentiga ökningstakten 2015. Inbromsningen är en viktig förklaring till den dämpade konsumtionen.

Uppgången i arbetslöshet bromsar in

Arbetskraftsundersökningen (AKU) visar en tydlig försämring på arbetsmarknaden; arbetslösheten har stigit från 3,5 procent 2014 till 4,4 procent 2015. Delvis speglar detta en oväntat stor uppgång i arbetsutbudet, medan sysselsättningstillväxten förra året halverades från en ökningstakt på 1,1 procent 2014.

Tillväxten i arbetskraften mattas framöver i linje med det normala mönstret när tillväxten ligger klart under trend. Detta medför att uppgången i arbetslöshet nu bromsas trots en

ganska svag sysselsättningsutveckling. **Som årsgenomsnitt kommer arbetslösheten att uppgå till 4,9 procent 2016.**

Prognosen kan verka låg mot bakgrund av det stora inflödet av flyktingar. Inflödet av flyktingar uppgick till 31 000 år 2015 och vi räknar med ungefär samma nivå för 2016. Regeringens tilläggsproposition till Statsbudgeten för 2016 antog att 60 procent av de sökande kommer att få permanent uppehållstillstånd i Norge. Det antas också att det i genomsnitt tar ungefär ett år innan asylsökande räknas som boende i olika kommuner. Flödena in i arbetsmarknaden fördröjs också av det obligatoriska utbildningsprogram de asylsökande ska genomgå som normalt varar i två år.

Arbetsmarknaden kommer gradvis att påverkas från och med 2017. Vi räknar med att effekten av flyktingströmmen lyfter AKU-arbetslösheten med ¼ procentenhet under andra halvåret 2017. Risker ligger på uppsidan, men samtidigt kan sysselsättningen börja stiga snabbare i takt med lite starkare tillväxt.

Skäl till att inte vara alltför pessimistisk

SEB:s råvaruanalytiker har reviderat ned oljeprisprognosen med 10 dollar/fat både 2016 och 2017 och prognosen för årsgenomsnittet är nu 40 dollar/fat 2016 och 50 dollar/fat 2017. Fortsatt nedpressade priser har en negativ påverkan på petroleumsektorn: på kort sikt främst på prospekteringsverksamheten. Ytterligare kostnadsbesparingar kommer också att ge personalneddragningar inom underleverantörsledet och kan därtill få vissa spridningseffekter till andra sektorer. I detta sammanhang är det värt att nämna att det är långsiktiga terminspriser – inte spotpriser – som är avgörande för investeringsbeslut och det som break-even nivåer för nya projekt ska mätas mot.

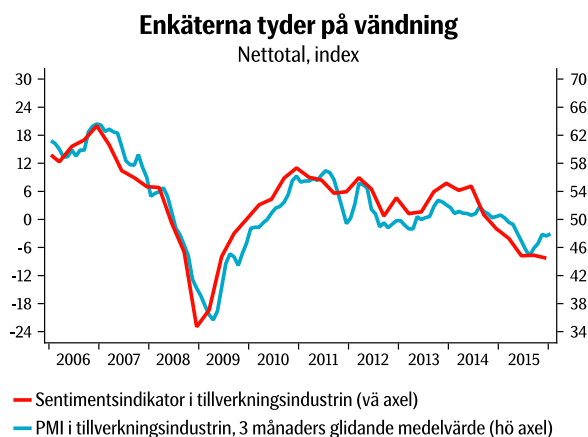
Mätt i volymtermer kommer **investeringarna inom petroleumindustrin minska med 12,5 procent 2016**; marginellt mer än vi tidigare prognosticerat men en mildare nedgång jämför med fallet på 14½ procent förra året. **För 2017 förutser vi en nedgång på ytterligare 7 procent** (tidigare prognos 5½ procent).

Läget för oljeinvesteringarna är dock inte nattsvart: oljeproducenterna har börjat skörda vinster av övergripande kostnadsbesparingar, vilket tillsammans med konceptförändringar har bidragit till att kraftigt sänka break-even kostnaden för nya investeringar och förbättrar projektens lönsamhet. Investeringskostnaderna i det nya oljefältet Johan Sverdrup, där produktionen väntas starta 2019, har t ex skurits ned med 30 procent (i dollar). Därmed pressas break-evennivån ned under 30 dollar/fat. I december gavs klartecken för projektet Oseberg Vestflanken 2 med en investeringskostnad på 8 miljarder NOK (produktionsstart 2018). Troligen får också projekten Trestakk och Snilehorn klartecken i ett senare skede (alla med en enskild investeringskostnad kring 8 miljarder NOK). Slutligen har Statoils VD tydligt indikerat att beslut att godkänna det stora Johan Castbergfältet i Barentshav kommer att tas 2017, med beräknad produktionsstart 2021-2022. Stora kostnadsbesparingar

knutna till detta projekt har sänkt break-evennivån för oljeutvinning till USD 45/fat.

Tvetydiga signaler för tillverkningsindustrin

Inbromsningen inom oljeindustrin sätter onekligen även andra sektorer under press och detta gäller speciellt tillverkningsindustrin (utanför olja och gruvindustri). Produktionen minskade under varje påföljande kvartal förra året; en så ihållande nedgång har vi inte sett sedan 2009. Utsikterna är fortsatt dystra men troligen nåddes botten under hösten 2015.



Källa: Statistics Norway, NIMA

Förtroendebarmetrar för tillverkningsindustrin fortsätter att vara svaga och den faktiska produktionen är ännu svagare. Enligt kvartalsbarometern är tillverkningsindustrin tillbaka kring lägstanivåer från 2009, drivet av sjunkande order och produktionsförväntningar. Investeringsvarusektorn är inne i en djup lågkonjunktur, men mer förvånande är sentimentsnedgången i insatsvaruindustrin, detta beror troligen på spridningseffekter från investeringssidan. Typiskt exportorienterade företag i sektorn rapporterar dock starkare orderingång från omvärlden.

PMI för tillverkningsindustrin visade däremot en tydlig positiv överraskning genom att i januari stiga till sin högsta nivå på 9 månader. Delkomponenten för nya order nådde därtill sin högsta nivå på nästan ett år. När det gäller PMI brukar vi inte tillskriva den så stor betydelse eftersom de månadsvisa förändringarna är mycket volatila. Men vi har nu sett en trendmässig förbättring vilket trots allt är en indikation på en viss stabilisering framöver.

Norges Bank sänker ytterligare

Centralbanken beslöt visserligen att lämna räntan oförändrad på 0,75 procent i december, men budskapet var otvetydigt duvaktigt. Som en konsekvens av försämrade tillväxtutsikter sänkte centralbanken räntebanan och indikerar nu 25 punkters sänkning under första halvåret samt en 40 procents sannolikhet för ytterligare 25 punkter senare under 2016. Det finns alltså manöverutrymme att vidta ytterligare åtgärder om oljeindustrins kraftgång sprider sig till övriga ekonomin. Att hålla nere valutakursen tycks vara Norges Banks främsta ambition. Centralbanken accepterar därmed att stigande importpriser driver upp kärninflationen.

Prisfallet i olja sedan nyår samt försvagade tillväxtutsikter gör att Norges Bank sänker styrräntan till 0,50 procent vid marsmötet. Vi tror dock att detta blir botten för räntan eftersom penningpolitiken redan är mycket expansiv samt att fastlandsekonomin uppvisar bättre tillväxt kommande kvartal. Riskerna ligger dock på nedsidan. Detta accentueras ytterligare av att en stabilisering och återhämtning av oljepriset har potentialen att driva kronen till betydligt starkare nivåer. För att motverka detta behöver centralbanken behålla en duvaktig bias och möjligen också leverera ytterligare sänkning från 0,50-nivån. Vi tror därtill att man måste **vänta med höjningar ända till slutet av 2017.**

Om inte räntesänkningar räcker för att stödja ekonomin och behålla kronen svag så är **ytterligare finanspolitisk stimulans mera troligt än att Norges Bank introducerar icke-konventionell penningpolitik.** Negativa räntor eller QE är ineffektiva i Norge, däremot finns fortfarande stort utrymme att öka på budgetunderskotten och ta pengar från statens oljefond (GPF) i linje med den sk finanspolitiska handlingsregeln.

NOK återhämtar delar av det djupa fallet

Lägre oljepriser och Norges Banks duvaktiga politik har försvagat NOK. Med tanke på våra förväntningar om fortsatt nedåtttryck på oljepriserna och en lägre styrränta under innevarande kvartal, är kronen sårbar på kort sikt. Men kronen har nått extrema nivåer mot både euron och dollarn och vår långsiktiga jämviktsmodell tyder på att norska kronan är kraftigt undervärderad. För att valutan ska börja röra sig i riktning mot sin jämviktsnivå krävs att oljepriset vänder upp och stabiliseras på högre nivå och att Norges Bank slutar att sänka räntan. Skulle regeringen överväga att öka finanspolitisk stimulans för att stödja den inhemska efterfrågan, så minskar det sannolikheten för ytterligare räntesänkningar från Norges Bank. Det bidrar dessutom till NOK-positiva kapitalflöden eftersom mer kapital tas från oljefonden tillbaka till den norska ekonomin. Vi räknar med en gradvis starkare krone från sommaren med en **EUR/NOK växelkurs på ca 9,20 vid utgången av 2016, följt av 8,50 före utgången av 2017.**

De positiva utsikterna för kronen kommer att stimulera efterfrågan på norska statspapper. När valutan stärks via högre oljepriser kommer Norges Bank att tvingas behålla en duvaktig bias, vilket pressar ned långräntorna. Vi räknar med att **10-årsspreaden mot Tyskland pressas till 80 räntepunkter i slutet av 2016.**

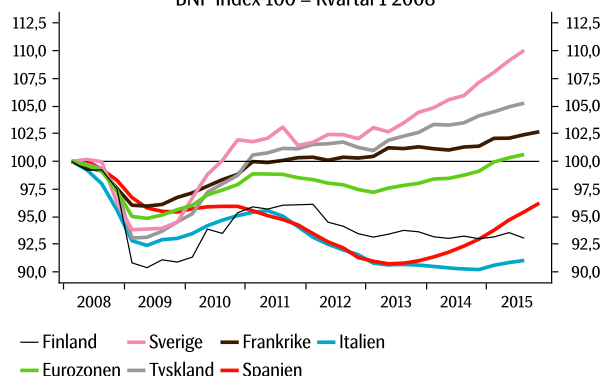
Besparingsprogram hämmar tillväxten på kort sikt

- **BNP har stagnerat på låg nivå...**
- **... men viss förbättring av indikatorer**
- **Exporten får endast begränsad draghjälp**

Den finska ekonomin fortsätter att gå knackigt. Tillväxtbesvikelsen tredje kvartalet 2015 när BNP föll med 0,5 procent jämfört med kvartalet innan har väckt farhågor om ekonomin förra hösten gick in i sin femte recession sedan 2008. Vår bedömning är att så inte är fallet, även om marginalen är liten. Återhämtning har varit, och fortsätter vara, mycket svag i ett nordiskt och europeiskt perspektiv. BNP-nivån ligger 7 procent lägre än första kvartalet 2008. Detta är i paritet med t ex Portugal medan Italien ligger ytterligare något sämre till och Spanien något bättre. På kort sikt motverkas återhämtningen av flera krafter. Exporten pressas av att den ryska recessionen och konkurrenskraftsproblem gentemot grannländer med svaga valutor samtidigt som den inhemska åtstramningspolitiken hämmar hushåll och företag. På den positiva sidan finns att exporten väntas öka framöver, stimulans från det låga ränteläget samt politiska reformer som på sikt kommer att förbättra konkurrenskraften. Efter att BNP i princip var oförändrad 2015 (+0,1 procent) **växlar tillväxten upp långsamt till 0,4 respektive 1,1 procent 2016-2017**, något lägre än i *Nordic Outlook* november 2015.

BNP-nivån klart lägre än innan krisen

BNP index 100 = Kvartal 1 2008



Källa: Eurostat

Indikatorbilden har förbättrats något den senaste tiden. Både EU-kommissionens ESI och OECD:s ledande indikator steg runt årsskiftet. Enligt ESI:s delindikatorer förbättrades utsikterna relativt brett under 2015. Men tillverkningsindustrin går fortsatt knackigt och exporten faller enligt senaste statistiken. Ytterligare ECB-stimulanser, en svagare euro och uppmjukning av sanktionerna mot Ryssland under andra

halvan av 2016 ger visst stöd. **Exporten** vänder upp i år och **ökar med 1,6 respektive 3,5 procent 2016 och 2017**. Den svaga återhämtningen av industriproduktion och export i kombination med ett lågt resursutnyttjande gör att **investeringarna fortsätter att vara svaga** under prognosperioden, även om fallet vänds till en svag ökning.

Hushållen pressas på flera fronter. Arbetslösheten har överraskat på uppsidan (9,4 procent i december 2015) och ligger still på den nivån en bit in i 2016 innan den faller svagt till, mätt som årsgenomsnitt, 9,2 respektive 8,9 procent 2016-2017. Löneökningstakten ligger framöver kvar på en låg nivå, ca 1,5 procent men låg inflation, 0,2 procent 2016 och 1,0 procent 2016 respektive 2017 ger realinkomststöd. Utvecklingen av bopriser skapar viss osäkerhet och nedåtrisk. Efter att ha fallit svagt var priserna i slutet av 2015 oförändrade. Vi väntar oss en svag utveckling framöver men inga större prisfall. Fortsatta offentliga besparingsprogram och lönepress för att förbättra konkurrenskraften kommer att **begränsa konsumtionsutrymmet kommande år**.

I krisens spår har det offentliga underskottet legat högt och skulden stigit. Flera sparpaket har lanserats för att komma tillrätta med situationen, men låg tillväxt har gjort att saldot inte förbättrats. Underskotten minskar kommande år när tillväxten blir lite bättre och nya besparingspaket får effekt. **Underskottet faller till 2,5 procent av BNP 2017** då skulden når 65 procent av BNP, en fördubbling sedan 2008.

Regeringen har inlett ett omfattande **arbete för att minska underskotten** och förbättra konkurrenskraften med upp till 5 procent. Reformbehovet är stort; enligt OECD:s scenario når den offentliga skulden ca 100 procent av BNP kring 2030 med oförändrad politik. Regeringens förslag omfattar höjd pensionsålder, borttagande av vissa helgdagar, kortare semester samt försämrade sjukersättning. Sammanlagt ska reformerna förbättra det offentliga saldot med 4 miljarder euro (ca 2 procent av BNP) fr o m 2019, framför allt genom minskade utgifter. Dessutom ska hälso- och sjukvårdsområdet reformeras med besparingar på ytterligare ca 3 miljarder euro till 2030. Regeringen vill lösa en del av frågorna med samtal mellan fack och arbetsgivare som har möjlighet att komma med egna förslag som ger motsvarande effekt. Förslagen möttes med strejker i höstas och flera försök att komma överens har misslyckats. Ett nytt försök sker nu och misslyckas parterna att nå enighet väntas regeringen att gå lagstiftningsvägen. Regeringen väntas göra vissa eftergifter om det verkar vara möjligt att nå enighet mellan parterna och besparingarna blir då något mindre än regeringens mål.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
BNP OECD	2,0	2,1	2,2	2,4
BNP världen (PPP)	3,5	3,1	3,4	3,8
KPI OECD	1,7	0,6	0,8	1,6
Exportmarknad OECD	3,3	4,5	4,9	4,8
Oljepris Brent (USD/fat)	99,5	53,4	40,0	50,0

USA

Årlig procentuell förändring

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

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr EUR	2014	2015	2016	2017
BNP	10 072	0,9	1,5	1,9	2,0
Privat konsumtion	5 605	0,8	1,6	1,7	1,8
Offentlig konsumtion	2 125	0,9	0,5	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar		1,2	1,8	2,5	2,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,0	0,0	0,0	0,0
Export	4 493	3,9	4,3	4,5	4,2
Import	4 118	4,2	4,3	4,4	4,0
Arbetslöshet (%)		11,6	10,9	10,3	9,9
KPI		0,4	0,0	0,2	1,1
Hushållens sparkvot (%)		6,5	6,5	6,5	6,4

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

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

Inflation

Storbritannien	1,5	0,0	0,5	1,4
Japan	2,7	0,8	0,2	1,7
Tyskland	0,1	0,2	0,8	1,9
Frankrike	0,1	0,0	0,2	0,7
Italien	0,2	0,0	0,2	0,7
Kina	2,0	1,4	2,0	2,5
Indien	7,3	4,9	5,5	5,7
Brasilien	6,3	9,0	8,0	6,0
Ryssland	7,8	15,5	9,8	6,4
Polen	0,0	-0,9	0,8	2,0

Arbetslöshet, (%)

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

BALTIKUM

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

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	0,5	0,1	1,3	2,7
Lettland	0,6	0,2	0,7	2,2
Litauen	0,2	-0,7	0,3	1,2

FINANSIELLA PROGNOSE

		03-Feb	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Officiella räntor						
USA	Fed funds	0,50	0,50	1,00	1,25	1,75
Japan	Call money rate	-0,10	-0,20	-0,30	-0,30	-0,30
Eurozonen	Refiränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Eurozonen	Depositränta	-0,30	-0,40	-0,40	-0,40	-0,40
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00
Obligationsräntor						
USA	10 år	1,86	2,05	2,30	2,50	2,80
Japan	10 år	0,08	0,10	0,20	0,35	0,45
Tyskland	10 år	0,31	0,50	0,60	0,90	1,20
Storbritannien	10 år	1,51	1,75	2,00	2,40	2,80
Växelkurser						
USD/JPY		118	128	130	125	125
EUR/USD		1,10	1,05	1,03	1,04	1,05
EUR/JPY		130	134	134	130	131
GBP/USD		1,46	1,40	1,37	1,41	1,46
EUR/GBP		0,76	0,75	0,75	0,74	0,72

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr SEK	2014	2015	2016	2017
BNP	3 918	2,3	3,6	3,7	2,8
BNP, dagkorrigerat		2,3	3,4	3,5	3,0
Privat konsumtion	1 812	2,2	2,6	3,0	2,8
Offentlig konsumtion	1 031	1,3	2,0	3,5	2,5
Bruttoinvesteringar	922	7,5	8,0	7,3	6,0
Lagerinvesteringar	10	0,1	0,1	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 744	3,5	4,6	5,8	4,6
Import	1 600	6,3	5,2	7,3	6,4
Arbetslöshet (%)		7,9	7,4	6,7	6,6
Sysselsättning		1,4	1,4	1,6	1,5
Industriproduktion		-2,3	2,2	3,0	4,0
KPI		-0,2	0,0	0,6	1,6
KPIF		0,5	0,9	1,2	1,5
Timlöneökningar		2,7	2,6	3,1	3,4
Hushållens sparkvot (%)		15,3	16,2	16,5	15,6
Real disponibel inkomst		2,2	3,3	3,4	1,7
Bytesbalans, % av BNP		5,7	6,4	5,8	5,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		72	33	28	57
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,7	-1,1	-1,1	-1,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,9	44,3	43,7	43,5

FINANSIELLA PROGNOSE	03-Feb	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Reporänta	-0,35	-0,45	-0,45	0,00	0,50
3-månaders ränta, STIBOR	-0,35	-0,45	-0,40	0,10	0,65
10-års ränta	0,83	0,85	1,10	1,55	1,90
10-års räntedifferens mot Tyskland	52	35	50	65	70
USD/SEK	8,47	8,67	8,74	8,56	8,29
EUR/SEK	9,36	9,10	9,00	8,90	8,70
TCW	130,1	127,4	126,5	125,6	123,2
KIX	109,8	107,5	106,8	106,1	104,0

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	1,6	2,2
Privat konsumtion	1 254	1,7	2,2	1,5	2,3
Offentlig konsumtion	671	2,9	2,5	3,1	2,5
Bruttoinvesteringar	717	0,0	-3,1	-0,9	1,3
Lagerinvesteringar		0,4	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 231	2,2	3,4	2,2	1,8
Import	889	1,5	1,0	1,7	3,2
Arbetslöshet (%)		3,5	4,4	4,9	4,9
KPI		2,0	2,1	2,5	2,1
KPI-JAE		2,4	2,7	2,7	2,1
Årslöneökningar		3,1	2,7	2,5	2,6

FINANSIELLA PROGNOSE

	03-Feb	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Folioränta	0,75	0,50	0,50	0,50	0,75
10-års ränta	1,31	1,35	1,40	1,60	1,95
10-års räntedifferens mot Tyskland	102	85	80	70	75
USD/NOK	8,63	8,95	8,93	8,46	8,10
EUR/NOK	9,54	9,40	9,20	8,80	8,50

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2014, mdr DKK	2014	2015	2016	2017
BNP	1 943	1,1	1,3	1,8	2,2
Privat konsumtion	931	0,9	2,2	2,5	2,8
Offentlig konsumtion	512	0,2	1,2	0,5	0,7
Bruttoinvesteringar	387	4,0	0,6	4,1	4,3
Lagerinvesteringar		0,3	-0,4	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 037	2,6	-0,5	1,8	4,2
Import	919	3,8	-1,0	2,8	5,0
Arbetslöshet (%)		5,0	4,5	4,2	4,0
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,1	6,0	5,4	4,8
KPI, harmoniserat		0,6	0,5	0,6	1,5
Timplöneökningar		1,3	1,5	2,0	2,5
Bytesbalans, % av BNP		6,2	7,0	6,5	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,0	-2,5	-2,0	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,5	43,0	41,0	40,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	03-Feb	Jun-16	Dec-16	Jun-17	Dec-17
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
10-års ränta	0,64	0,80	0,85	1,10	1,35
10-års räntedifferens mot Tyskland	33	30	25	20	15
USD/DKK	6,76	7,10	7,24	7,17	7,10
EUR/DKK	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	0,1	0,4	1,1
Privat konsumtion	114	0,5	0,8	0,5	0,6
Offentlig konsumtion	51	-0,2	0,0	-0,2	-0,2
Bruttoinvesteringar	42	-3,3	-2,0	1,0	2,2
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,4	-0,1	0,0	0,0
Export	78	-0,7	-1,0	1,6	3,5
Import	79	0,0	-1,4	1,6	2,5
Arbetslöshet (%)		8,7	9,4	9,2	8,9
KPI, harmoniserat		1,2	-0,2	0,2	1,0
Timlöneökningar		1,5	1,5	1,5	1,8
Bytesbalans, % av BNP		-0,9	-1,0	-0,9	-0,9
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

Analys tillgänglig på Internet

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

För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för SEBs kunder gå in på www.seb.se/research. Här krävs ett lösenord som är exklusivt för bankens kunder. Din kontaktperson inom SEB kan ge dig lösenordet.

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

SEB svarar inte för förlust eller skada – direkt eller indirekt, eller av vad slag det vara må – som kan uppkomma till följd av användandet av denna rapport eller dess innehåll.

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



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 31 december 2015 uppgick koncernens balansomslutning till 2 496 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 700 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 SEB Research & Strategy. 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.