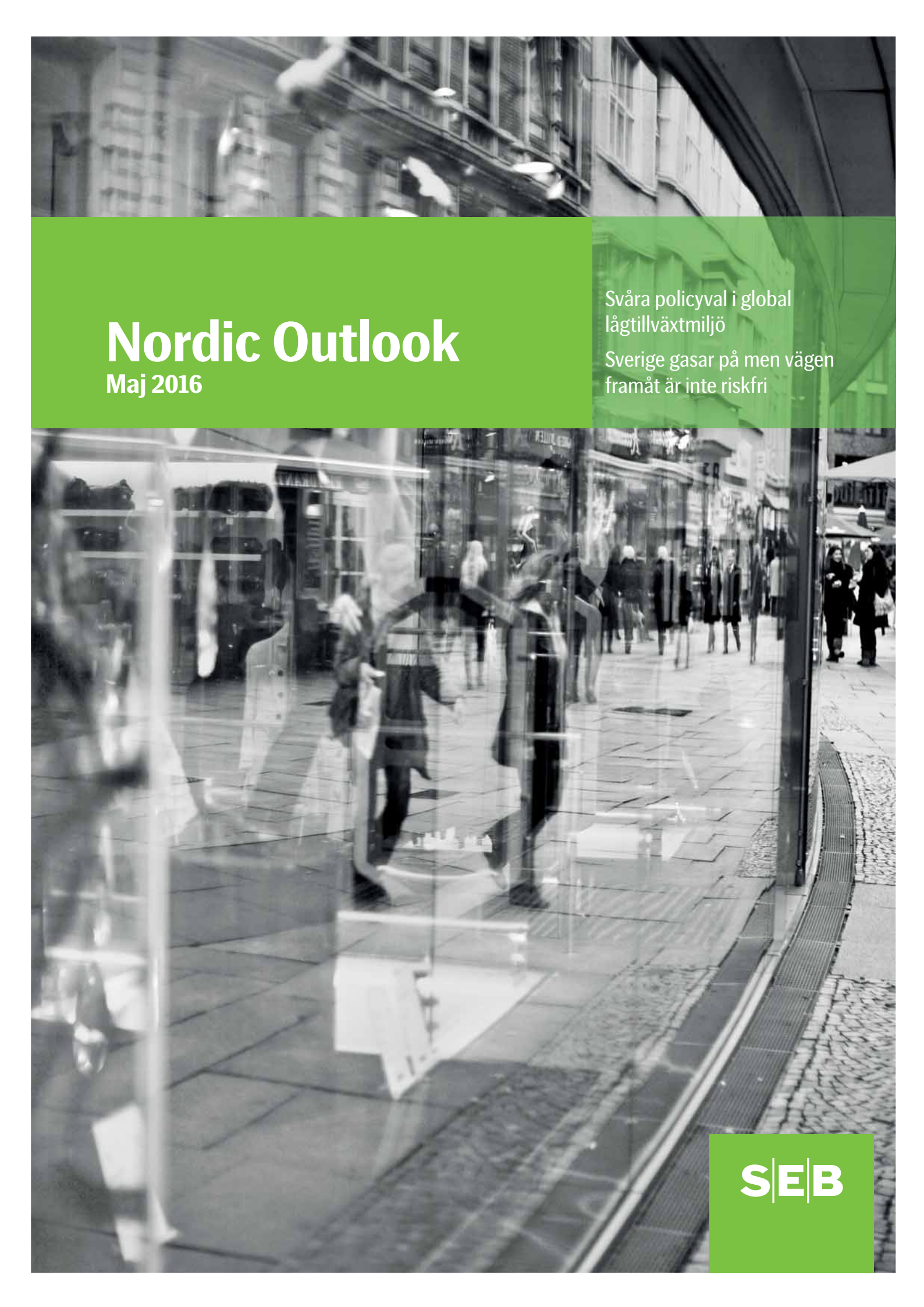




Nordic Outlook

Maj 2016

Svåra policyval i global
låg tillväxtmiljö

Sverige gasar på men vägen
framåt är inte riskfri

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Nytt internationellt monetärt system?	14
Tema: Sekulär stagnation och andra tillväxtteorier	15
USA	17
Tema: Trumpseger riskerar handelskrig och höga recessionsrisker	20
Tema: Låg produktivitet – det nya "normala"?	21
Japan	23
BRIC	24
Eurozonen	27
Storbritannien	30
Sverige	31
Tema: Svensk finanspolitik inför nya vägval	35
Danmark	37
Norge	38
Finland	40
Estland	41
Lettland	42
Litauen	43
Nyckeldata	44

Fördjupningsrutor

Internationellt: Brexit - politiska konsekvenser större än ekonomiska	7
Internationellt: Riskbilden något mer symmetrisk	9
Tema: Vad är ett internationellt monetärt system?	14
USA: Svaga första kvartal en statistisk illusion	18
Sverige: Riksbankslag och penningpolitik under omprövning	34

Denna rapport publicerades den 18 maj 2016.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 10 maj 2016.

Robert Bergqvist
Chefekononom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
Sverige
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Eurozonen, Finland
+46 8 506 23118

Erica Blomgren
SEB Oslo
Norge
+ 47 2282 7277

Mattias Bruér
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

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Olle Holmgren
Sverige
+46 8 763 80 79

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

Johan Javéus
+46 8 506 23019

Elisabet Kopelman
+ 46 8 763 80 46

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1008

Trög global tillväxt ger svåra ekonomisk-politiska vägval

- **Nedjusterade tillväxtutsikter för 2016**
- **Rekyl i råvarupriser minskar nedåtriskerna**
- **Penningpolitiken nära vägs ände**
- **Försiktiga Fedhökningar till 1,25 procent**
- **Begränsad potential för starkare dollar**
- **Stark tillväxt får Riksbanken att höja 2017**

Utvecklingen i den globala ekonomin har hittills i år varit blandad. Svackan i tillverkningsindustrin har satt avtryck i BNP-siffrorna för första kvartalet som generellt bjudit på besvikelser. Det gäller framför allt för **USA** där mönstret med en svag inledning på året upprepats. I **Storbritannien** kan svagheten också kopplas till osäkerhet inför EU-omröstningen i juni. I **eurozonen** har däremot BNP-siffran överraskat positivt. Den **kinesiska** ekonomin pressas av lågt kapacitetsutnyttjande och obalanser på bostadsmarknaden, men inbromsningen följer relativt väl prognoserna. Generellt hämmas många EM-ekonomier (Emerging Markets) av låga råvarupriser och strukturella svagheter. I **Sverige** har ekonomin fortsatt att växa snabbt bl a driven av bostadsbyggande och extraresurser till flyktingmottagande samt i viss mån också svag krona.

Sammantaget har vi reviderat ned prognosen för den globala BNP-tillväxten **för 2016 till 3,1 procent jämfört med 3,4 i *Nordic Outlook Februari***, vilket innebär att tillväxten inte längre väntas accelerera jämfört med 2015. Men parallellt med nedjusterade prognoser kan man konstateras **att flera orosmoln från början av året åtminstone delvis skingrats**. Oljepriset har vänt upp en del från de exceptionellt låga nivåerna i början på året, vilket bidragit till en generell minskad volatilitet på finansiella marknader samt återhämtning för börser och valutor i många EM-ekonomier. Industrikonjunkturen har stabiliserats den allra senaste tiden och farhågorna för en industriledd recession i USA har bedarrat. Också oron för en global nedgång initierad av Kina, t ex via en kraftig devalvering, har minskat. Detta har bidragit till att vi står fast vid en prognos där den globala tillväxten accelererar till 3,7 procent 2017.

Världsekonomin tycks således kvarstå i ett läge där centralbanker återkommande **förmår dämpa uppblossande finansiell oro och undanröja direkta recessionsshot**, men där **tillväxten ändå förblir besvärande anemisk och bräcklig**. I en sådan sidledes rörelse finns det extra stor anledning att diskutera de underliggande frågorna om

världsekonomin tillstånd när det gäller t ex riskerna för s k sekulär stagnation till följd av bristande penningpolitisk effektivitet eller förändringar avseende centralbankernas möjlighet att påverka inflationen. Därtill kommer också långsiktiga risker med noll/minusräntepolitiken t ex kopplade till uppblåsta balansräkningar och ökande förmögenhetsklyftor. Denna *Nordic Outlook* har därför extra fokus på dessa frågor bl a i flera temaaiklar.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Flerdimensionella policyutmaningar

Framöver blir den konkreta utformningen av centralbankernas normaliseringspolitik beroende av analysen av ekonomins respons i tre olika skeden:

- I första skedet gäller frågan hur allvarliga de kortsiktiga recessionsriskerna är och om det överhuvudtaget **är lämpligt att påbörja en policynormalisering** som riskerar att bryta återhämtningen.
- Därefter blir huvudfrågan om inflationen reagerar på ett sätt som gör höjningar angelägna. Det gäller då framför allt frågan om hur stark **länken mellan resursutnyttjande och inflation är** och i vilken mån t ex globalisering och digitalisering har försämrat möjligheten att styra inflationen.
- I ett lite längre tidsperspektiv kommer profilen på räntehöjningarna att avgöras av hur **ekonomiernas räntekänslighet har förändrats** av den långvariga perioden med exceptionella stimulanser som bland annat lett till uppblåsta balansräkningar hos hushåll, företag och stater.

Några definitiva svar på så stora frågor kommer knappast att utkristallisera sig de närmaste åren, men ändå kommer central-

bankers och andra aktörers sätt att bedöma frågorna att vara avgörande för policyval. Vår grundsyn är att de ekonomiska sambanden i många avseenden förändrats och försvagats, men att förutsägelser om stora systemskiten ändå ofta visar sig vara förhastade. Vissa förskjutningar i centralbankernas analysram är troligen på väg, t ex när det gäller synen på behov av internationell koordinering (se temaartikel: "Nytt internationellt monetärt system?", s 14) samt på möjligheterna att påverka inflationsprocessen. Men några tendenser till **en genomgripande förändring av det ekonomisk-politiska ramverket är svåra att spåra**. Det innebär också att vi inte ser några starka skäl till att ändra huvuddragen i prognoserna över centralbanksagerande eller utvecklingen på de finansiella marknaderna. **Federal Reserve återupptar räntehöjningar i september och styrräntan stiger till 1,25 procent i slutet av 2017**; 50 räntepunkter lägre än vad vi tidigare räknat med. Bank of England och Riksbanken påbörjar höjningar under första halvåret 2017. Andra centralbanker kommer att leverera vissa ytterligare stimulanser med räntesänkning från Norges Bank och Bank of Japan samt en förlängning av ECB:s QE-program.

Oblighetsräntorna rör sig långsamt uppåt från dagens nivåer och vid slutet av 2017 ligger 10-årsräntorna ca 70 punkter högre än idag, **vilket innebär en nivå på 2,40 procent i USA och 0,80 procent i Tyskland**. Nedskruvade fedförväntningar minskar potentialen för en starkare dollar. **Vi förutser en rörelse i EUR/USD ned till 1,10 mot slutet av 2016** varefter långsiktiga värderingsaspekter får större utrymme, vilket ger en svag rörelse uppåt under 2017. Kronan förstärks också så sakteliga mot euron i takt med att allt högre resursutnyttjande i svensk ekonomi får större genomslag i penningpolitiken; i slutet av 2017 står EUR/SEK i 8,70. Börserna pressas nu av konjunkturosäkerhet och snabbt nedjusterade vinstestimater, men givet vår prognos om lite starkare global konjunktur, framför allt 2017, och fortsatt mycket låga räntor skapas åter förutsättningar för en försiktig uppgång.

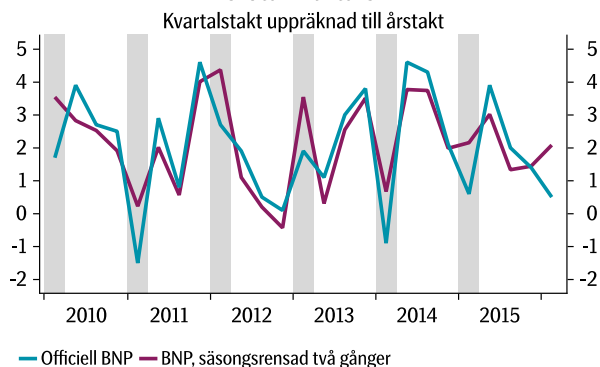
Samtidigt växer också frågetecknen avseende det ekonomisk-politiska systemets hållbarhet på sikt. Lite paradoxalt tycks decennier av ekonomisk och finansiell avreglering ha lett till en situation där marknadsekonomin beroende av politiska beslut är större än någonsin. Centralbankernas enorma stimulanser har lett till **ökade svårigheter att tolka prissignaler på finansiella marknader**. Det gäller inte bara generell påverkan på tillgångspriser utan penningpolitiken tycks därtill i allt högre grad utformas för att adressera specifika problem inom t ex kreditförsörjningen. Därmed tar centralbankerna i praktiken delvis över ansvaret för beslut som normalt sker decentraliserat på marknaden, med **tydliga risker för sämre resursallokering**. Gränserna mellan centralbanker och det politiska systemet tenderar också att bli mer flytande när penningpolitiken får så tydliga konsekvenser på olika områden. Den monetära stimulanspolitiken har t ex lett till ökade ekonomiska klyftor som är svåra att parera med traditionell fördelningspolitik. Att de negativa räntorna kan tolkas som en ny typ av förmögenhetsskatt verkar visserligen i motsatt riktning, men accentuerar ytterligare hur centralbankers och

folkvalda politikers uppdrag flyter samman. I förlängningen kan detta leda till att det blir svårare att **få legitimitet för principen om oberoende centralbanker med avgränsade ansvarsområden**.

Tillfällig inbromsning i USA

Att BNP-tillväxten i USA första kvartalet stannade vid 0,5 procent i uppräknad årstakt accentuerar frågan om USA står inför en mer allvarlig inbromsning. Det är denna gång svårt att lyfta fram någon konkret störning t ex i form extremväder eller strejker som förklaring, men vi **tror ändå inte att svagheten speglar ekonomins underliggande status**. Det är t ex rimligt att fråga sig hur systemet med säsongsrensning verkligen fungerar med tanke på de ständiga besvikelserna i årsinledningarna. En metod är att säsongsrensa också den rensade serien (se fördjupningsruta i USA-avsnittet). Med sådan dubbelrensning blir genomsnittlig BNP-tillväxt för första kvartalen 2,4 procent under perioden 2010-2017, jämfört med 0,7 procent i den officiella statistiken (för 2016 är motsvarande siffror 2,1 resp 0,5 procent).

Bristfällig säsongsrensning bakom tappet under första kvartalet



Källa: Bloomberg, SEB

Denna indikation på att kvartalsförloppet är mindre dramatiskt ligger också i linje med vår övriga analys. Oron för en industri-ledd recession har kommit av sig och de finansiella förhållandena har åter lättat bl a som en konsekvens av svagare dollar. Tillväxten väntas därför växla upp till 2,5 procent under andra halvåret, främst beroende på att stark arbetsmarknad och ökade förmögenheter bäddar för en stabil konsumtions-uppgång. Det svaga första kvartalet har dock lett till att vi reviderat ned **BNP-tillväxten från 2,5 till 1,9 procent för helårsnittet 2016**. Även för 2017 gör vi en försiktigare bedömning än tidigare och förutser nu en BNP-ökning på 2,5 procent. Vår prognos baseras på att Hillary Clinton vinner höstens presidentval och att en större omläggning av den ekonomiska politiken inte blir aktuell. I en temaartikel analyseras olika aspekter av Donald Trumps spektakulära utmaning mot det etablerade politiska systemet.

Brexit: Politiska konsekvenser större än ekonomiska

De senaste månaderna har den brittiska ekonomin, inte minst på valutasidan, känt av orosvindar kopplade till ett eventuellt utträde ur EU. Under våren har en rad konsekvenskalkyler redovisats från olika aktörer. I en fördjupningsruta i *NO Februari* redovisade vi en övergripande politisk analys och senare har vi illustrerat olika utfall i tre olika scenarier. Nedan följer en punktvis sammanfattning av de viktigaste slutsatserna:

Vi bedömer att **sannolikheten är 65 procent för att "stanna-sidan" vinner** folkomröstningen. Om "lämna-sidan" vinner är ett sannolikt scenario att omförhandlingar genomförs som leder till att Storbritannien ändå till slut stannar i EU. Ett sådant mjukt "lämna-scenario" följer relativt väl mönstret från EU-relaterade folkomröstningar i andra länder de senaste decennierna och **tillmäts 25 procents sannolikhet**. Sannolikheten för hårt "lämna-scenario" där Storbritannien verkligen **går sin egen väg stannar därför vid 10 procent**.

De ekonomiska konsekvenserna av ett "lämna"-resultat blir troligen påtagliga, om än inte dramatiska. Tonläget är just nu högt hos många aktörer, men det finns ofta **en frestelse i att dramatisera ekonomiska konsekvenser av stora politiska beslut**. Även vid ett "hårt lämna" kommer förhandlingar om nya handelsavtal troligen att föras i en pragmatisk anda, vilket minskar katastrofrisken. På två års sikt tror vi att ett "hårt lämna" leder **till knappt 2 procents lägre BNP-nivå** i Storbritannien och att effekten för Norden och eurozonen blir ungefär hälften så stor. Detta är väl förenligt med brittiska finansdepartementets kalkyl om ett BNP-tapp på 6 procent i ett 15-års perspektiv.

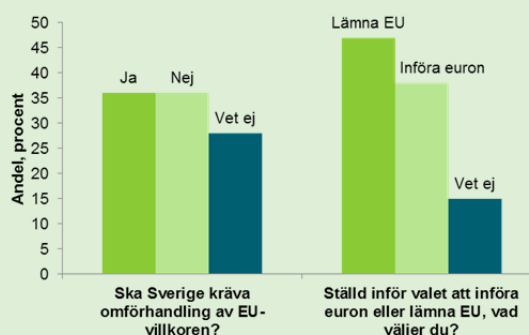
De finansiella konsekvenserna av ett "lämna" blir också tydliga och vi har redan sett att pundet tappat mark i spåren av ökad osäkerhet. Vid ett "hårt lämna" tappar GBP ytterligare 5 procent mot euron medan lättnadsrekyl följer av en "stanna"-seger. Dollarn blir vinnare mot samtliga europeiska valutor vid ett "lämna"-utfall. Vi tror att kronan stärks mot pundet men försvagas mot euron i spåren av ökad osäkerhet. Vidare gör vi bedömningen att **kurserna på Londonbörsen vid slutet av 2017 skulle ligga ca 20 procent lägre** i detta scenario jämfört med "stanna-scenariot". Motsvarande skillnad i övriga Europa bedöms bli 10 procent.

De politiska konsekvenserna blir stora om Storbritannien lämnar EU i en tid med en rad andra stora utmaningar. Maktbalansen skulle förskjutas på flera sätt. EU skulle i betydligt högre grad kretsa kring eurogruppen och övriga länder skulle marginaliseras. En annan konsekvens skulle bli att det nordeuropeiska blocket (med bl a Storbritannien, Tyskland, Nederländerna och Norden) skulle försvagas. Detta block formeras ganska ofta för att t ex försvara olika former av liberaliseringar, men utan Storbritannien skulle man inte nå den kritiska nivån på 35 procent av befolkningen som krävs för att blockera majoritetsbeslut. Om Storbritannien lämnar EU skulle riskerna för en intern splittring öka. I Skottland är

förmodligen majoriteten för att stanna överväldigande och **separatismen skulle få ny luft under vingarna**. Också situationen i Nordirland skulle kompliceras om EU-gränsen delar den irländska ön.

Det är svårt att säga om ett brittiskt utträde är början till ett sönderfall av EU eller om övriga länder sluter sig samman. Oavsett utgången av valet har dock redan situationen förändrats genom att landet inte längre omfattas av EU:s färdriktning "mot en allt tätare sammanslutning". Därmed finns en formell bekräftelse på att **vi inte längre har en europeisk integration i två olika hastigheter utan också två olika riktningar**. För Sveriges och Danmarks del skulle förutsättningarna för EU-medlemskapet förändras. Länderna skulle mista en viktig allierad och en förebild när det gäller att inta en skeptisk och motsträvig attityd till europaprojektet i allmänhet och till dess federalistiska och idealistiska visioner i synnerhet.

Splittrad svensk opinion kring EU



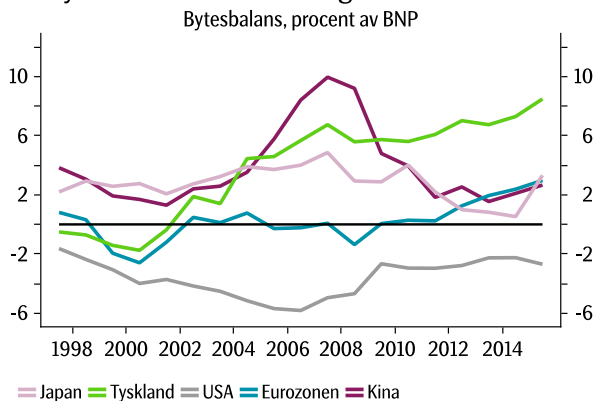
Till skillnad från Danmark har Sverige ingen formell rätt att stå utanför eurosamarbetet. Man kan därför inte utesluta att vi kan komma att ställas inför valet att antingen införa euron eller helt lämna EU. Enligt en opinionsundersökning utförd av Demoskop på uppdrag av SEB, anger 47 procent att de i så fall skulle välja att helt lämna EU medan 38 procent föredrar att införa euron. Eftersom bara 14 procent av svenskarna ville införa euron som valuta i Sverige enligt SCB:s senaste Eurosympatimätning i november i fjol, tolkar vi svaren som att relativt **många svenskar tycker att eurointräde är ett pris man är beredda att betala för att få vara kvar i EU**. På frågan om Sverige, likt Storbritannien, ska kräva en omförhandling av EU-villkoren väger det jämnt mellan ja och nej-sidan (36 procent vardera), vilket kan tolkas som att den svenska opinionen inte är speciellt benägen att ta strid när det gäller EU-relationerna.

Återhämtning i Västeuropa trots orosmoln

Konjunkturutvecklingen i Västeuropa har varit relativt stabil den senaste tiden och i eurozonen överraskade första kvartalets tillväxt positivt genom att BNP steg med 0,5 procent på kvartalsbasis (motsvarande drygt 2 procent i uppräknad årstakt). Spanien och Tyskland växer i relativt god takt medan Frankrike och speciellt Italien sackar efter. Framöver fortsätter ekonomin att växa något över trend med en **BNP-tillväxt på 1,7 respektive 1,8 procent 2016 och 2017**, vilket dock innebär en viss nedrevidering jämfört med tidigare prognos. ECB:s expansiva politik bidrar positivt och låga räntor gynnar både hushåll och företag. Samtidigt tyngs banksektorn, framför allt i Sydeuropa, av dåliga lån vilket ger en återhållande effekt på den ekonomiska aktiviteten.

Den politiska utvecklingen ter sig mer bekymmersam. Flyktningkrisen har accentuerat EU:s oförmåga att gemensamt kunna hantera akuta frågor, vilket tillsammans med den ekonomiska åtstramningspolitiken banar väg för populistiska och EU-kritiska politiska krafter. På sikt kan detta ytterligare underminera EU:s handlingskraft. Därtill tillkommer osäkerheten kring Storbritanniens vägval i europapolitiken och eventuella spridningseffekter från en Brexit. Vi står dock fast vid bedömningen att de kortsiktiga **ekonomiska effekterna av t ex ett sammanbrott av Schengensystemet är relativt små** eftersom det egentligen inte påverkar de grundläggande fria rörligheterna inom EU.

Tyska överskott illustrerar globala obalanser



Man kan nu se tydliga tendenser till ökade spänningar mellan Tyskland och övriga euroländer och institutioner när det gäller synen på ekonomisk politik. Detta bottnar i grundläggande problem som en valutaunion alltid brottas med och som accentuerats av att dagens nivåer på räntor och valutakurser inte alls passar tyska förhållanden. Tillväxten stimuleras visserligen men baksidor i form av stigande bopriser och pressad pensionsindustri blir allt tydligare. Minusräntor uppfattas också som extra provocerande i en ekonomi med så stark tradition av bankspårande. Den tyska kritiken mot ECB:s agerande får allt oförsonligare drag, vilket är lite av en historisk paradox eftersom det var Tyskland som så bestämt drev fram ECB:s oberoende. Att det tyska överskottet i bytesbalansen nu nått upp till hela 8 procent av BNP får också globala dimensioner genom att amerikanska finansdepartementet nu satt

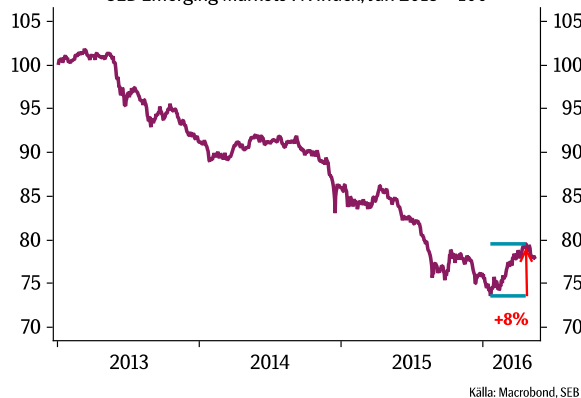
upp Tyskland på observationslistan för potentiella valutamanipulatorer, vilket också passar väl in i Donald Trumps retorik om att USA-ekonomin lider av omvärldens ojulta metoder.

Viss lättnad för EM-ekonomier

EM-ekonomierna spelade en central roll för den finansiella turbulensen i början på året och nedgången på valuta- och aktiemarknaderna var speciellt tydlig i regionen. Framför allt drabbades råvaruexporterande ekonomier hårt och fallande oljeintäkter tvingade många oljeproducerande länder att sälja av risktillgångar, med återverkningar också på globala börser och valutor. Sedan botten i slutet av januari har finansmarknader i EM-ekonomier återhämtat sig rejält i takt med stigande råvarupriser och dämpad oro för utvecklingen i Kina. **SEB:s vägda valutaindex för EM-ekonomier har t ex stigit med omkring 8 procent** sedan botten i januari. Vår syn är att återhämtningen är hyfsat stabil, men det finns ändå en risk för att nedåtpressen på valutorna återkommer om råvarupriserna åter faller tillbaka eller om förväntningar på en mer aggressiv Fed-politik återkommer.

Återhämtning för EM-valutor

SEB Emerging Markets FX Index, Jan 2013 = 100



Konjunkturutsikterna i EM-ekonomierna spretar rejält. **Indien fortsätter att gynnas av låga råvarupriser och visar en BNP-tillväxt på ca 7,5 procent både i år och nästa år.** Långsam reformtakt förhindrar en ännu snabbare tillväxt. **Vår prognos om en mjuk inbromsning i Kina har fått stöd** i de senaste månadernas utveckling. Uppmjukningen av finans- och penningpolitik har gett resultat och situationen i bostadssektorn har förbättrats. Vi står fast vid en BNP-tillväxt på 6,5 procent i år och har reviderat upp prognosen för 2017 till 6,3 procent. På kort sikt finns utrymme för överraskningar på uppsidan även om det fortfarande finns strukturella nedåtrisker kopplade till hög skuldsättning och lågt kapacitetsutnyttjande. Bland övriga BRIC-länder ser vi nu en djup recession i **Brasilien** där BNP i år faller med 3,5 procent medan BNP-fallet i **Ryssland** dämpas till 0,8 procent i år. I en rad mindre och medelstora ekonomier som exempelvis Argentina, Mexiko, Filippinerna, Vietnam och Polen är tillväxten däremot hyfsad.

Riskbilden något mer symmetrisk

Vår syn i *NO Februari* att traditionella recessionsriskar var relativt små har fått stöd av den senaste tidens datautfall. Det gäller framför allt den kinesiska ekonomins respons på lättare ekonomisk politik samt signaler om en förbättring i fastighetssektorn. Därtill kommer att stabiliseringen i industrikonjunkturen globalt har minskat sannolikheten för en industriledd nedgång, samtidigt som stigande råvarupriser bidragit till lägre geopolitisk risknivå.

Fortfarande finns dock inslag i den finansiella prisbilden som indikerar recessionsoro och **vår bedömning är att nedåtriskerna fortfarande överväger**. Analytikernas vinstjusteringar har hittills i år gått så snabbt att de påminner om recessionsbeteende. På den politiska sidan tynger Brexit-risken samt ökad osäkerhet kring USA:s framtida roll i världen såväl ekonomiskt som säkerhetspolitiskt i spåren av Donald Trumps framgångar. Därtill kvarstår också mer långsiktiga frågetecken kring den kinesiska ekonomin. Slutligen finns allmänna nedåtrisker kopplade till den ekonomiska politikens låga verkkningsgrad och manöverutrymme samt till den generellt höga globala skuldsättningen.

Potentialen på uppsidan är relativt liten. I USA tyder våra skattningar på att sparandet är högt uppdrivet i förhållande till hushållens underliggande styrka, vilket accentuerar möjligheter till en snabbare konsumtionsuppgång. Lättnadsrekylerna uppåt om de politiska valen följer våra huvudprognoser kan också bli större än vi förutsett. Samtidigt är det också möjligt att pessimismen när det gäller trendtillväxt i BNP och produktivitet gått för långt och vi får en ketchupeffekt på medellång sikt när digitaliseringens landvinningar i högre grad tar sig kommersiella uttryck. Sammantaget gör vi nu bedömningen att **riskerna för en sämre utveckling än i huvudscenariot är 20 procent medan sannolikheten för ett högtillväxtscenario är 15 procent**. I *NO Februari* var motsvarande bedömning 25 resp. 10 procent.

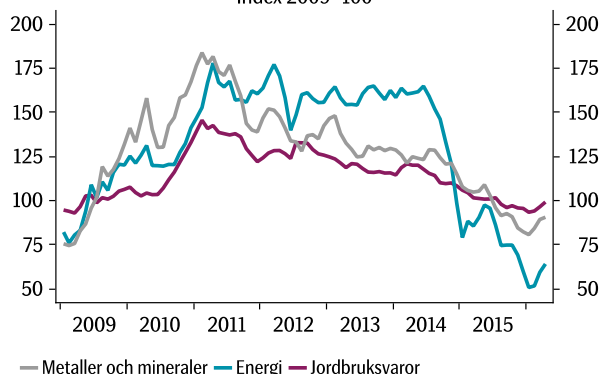
Oljemarknad i bättre balans

Minskad oro för kinesisk hårdlandning och en svagare dollar har bidragit till att råvarupriserna stigit på bred front. Råoljepriset har rekylerat och ligger nu runt 45 USD/fat (Brent), jämfört med bottennoteringen i januari på 27 USD/fatet.

Balansen på oljemarknaden har förbättrats när produktionen reagerat på den låga prisnivån. Första kvartalet minskade den globala produktionen av olja för första gången på tre år, främst beroende på stadigt sjunkande produktion i USA. Utvecklingen har i stort följt analysen i *NO Februari 2016*, men balansen har återställts något snabbare än väntat. Ett skäl kan vara att producenter av skifferolja i USA mött ökade svårigheter att dra till sig kapital, vilket också avspeglas i att antalet aktiva oljeborriggar i USA inte ökat de senaste månaderna trots en stadig prisuppgång.

Råvarupriser upp från botten

Index 2009=100

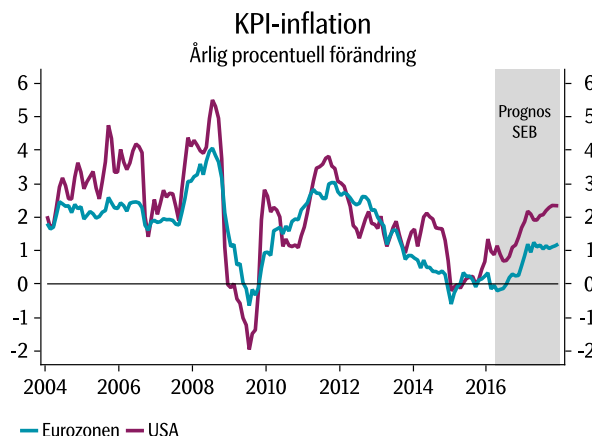


Källa: Världsbanken

Under sommarmånaderna lär vi se ett fortsatt pristryck uppåt drivet av den säsongsmässiga uppgången i bilåkandet: terminspriserna indikerar att effekten i år blir ovanligt stor. Under andra halvåret finns utsikter för en relativt god balans på oljemarknaden, även om produktionstakten är svårbedömd i främst Irak, Iran och Saudiarabien. Att de globala oljelagren fortfarande ligger på nivåer långt över det normala **gör att potentialen för ytterligare prisuppgångar är liten**. Produktionen av skifferolja i USA skulle åter vakna till liv och bryta tendenser till en stigande pristrend. Vi tror också att det blir svårt för oljeproducenterna att komma överens om koordinerade produktionsneddragningar vare sig inom OPEC eller i andra konstellationer där t ex Ryssland ingår. Den långsiktiga trenden mot ökande substitutionsmöjligheter till fossila bränslen fortsätter också. Sammantaget står vi fast vid vår prognos om ett oljepris på 45 dollar per fat vid årets slut. Prognosen för årsgenomsnittet 2016 har lyfts något från 40,0 till **42,5 USD/fat medan motsvarande prognos för 2017 ligger kvar på 50 dollar**.

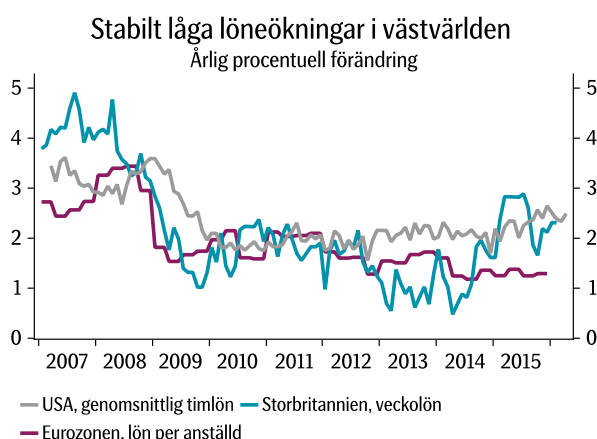
Svag lönerespons på stram arbetsmarknad

De senaste månaderna har inflationssignalerna varit blandade. Kärninflationen har överraskat på uppsidan i USA och Sverige medan den kommit in något lägre än väntat i eurozonen. Rekylen uppåt i oljepriserna innebär framöver en kortsiktig press uppåt på totala KPI och därtill har priserna på livsmedelsråvaror vänt upp i början på året, vilket på lite sikt kommer att slå igenom i konsumentledet. Framöver räknar vi med att inflationen i USA etablerar sig på lite högre nivåer bl a beroende på att tjänsteinflationen nu ligger runt 3 procent och att arbetsmarknadsläget blir allt stramare. I eurozonen förblir inflationen nedpressad och ligger runt nollstreck under hela 2016; ECB kommer troligen att behöva justera ned inflationsutsikterna ytterligare. **Som årsgenomsnitt ökar total KPI i USA med 1,1 respektive 2,1 procent 2016 och 2017**, medan kärninflationen ligger något högre. I eurozonen ligger kärninflationen ganska stabilt på en nivå runt 1 procent under hela prognosperioden medan årsgenomsnittet **för totala KPI ökar från 0,1 procent 2016 till 1,1 procent 2017**.



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Den stora frågan för inflationsutsikterna i ett längre perspektiv är om **stramare arbetsmarknadsläge kommer att bidra till högre löneökningar** eller om sambandet (Phillipskurvan) brutit samman som en följd av t ex globalisering eller digitalisering. Det finns onekligen tecken på att sambandet har försvagats när man går igenom situationen i olika länder. Det tydligaste exemplet gäller **Japan** där löneökningstakten nu är lägre än ½ procent trots att arbetslösheten ligger på låga 3 procent. Inte heller i västvärlden går det att skönja någon tydlig acceleration i löner. Den **tyska** löneökningstakten har växlat upp något som en respons på ansträngt resursutnyttjande, men nivån på knappt 3 procent är obekvämt låg med tanke på stark konkurrenskraft och allt större överskott i bytesbalansen. I **Storbritannien** har löneökningstakten fallit tillbaka efter en uppgång i mitten av 2015. I **Sverige** är arbetslösheten högre än i de stora ekonomierna men flaskhalsproblem på arbetsmarknaden börjar ändå göra sig gällande. Den nyss avslutade avtalsrörelsen bekräftar bilden av att lönebildningen är relativt okänslig för variationer i resursutnyttjandet och att responsen därtill kommer med betydande fördröjning.



Källa: Macrobond

Men det blir troligen utvecklingen i USA som avgör om det ekonomisk-politiska ramverket kommer att förändras till följd av nya mönster i lönebildningen. I nuläget tyder våra modellskattningar på att arbetsmarknadsläget fortfarande har betydelse och vi tror därför att löneökningarna stiger till 3,5 procent nästa år. Även om osäkerheten är betydande i detta

avseende har Fed tid att avvakta och lär inte vara speciellt benägen att experimentera med nya ansatser rörande inflationsprocessen. Generellt är det tydligt att beslutsfattare ändå av olika skäl **ser låga löneökningar som ett problem**. Centralbankernas försök, främst i Japan och Västeuropa, att vädja till arbetsmarknadens parter har inte burit frukt. Nu ser vi istället ökande tendenser att agera via **höjda lagstadgade minimilöner** främst i de anglosaxiska länderna. Effekten på de genomsnittliga löneökningarna lär inte bli så stora, men det utgör ytterligare ett exempel på att tilltron till marknads-krafternas förmåga att skapa jämvikt och balans försvagats.

Minusräntor med politiska dimensioner

Global penningpolitik har som väntat blivit mer expansiv under 2016, framför allt genom ECB:s agerande och ca **20 procent av världsekonomin opererar under negativa räntor**. Även om inflationen rör sig uppåt, i takt med gradvis ökat resursutnyttjande och mer stabila energipriser, har flera centralbanker svårt att nå sina inflationsmål inom rimlig framtid. **Normaliseringsprocesser för räntorna kommer därför att gå mycket långsamt** – inte minst för att Fed, genom dollarns roll som reservvaluta, måste ta globala hänsyn (se temaartikel: "Nytt internationellt monetärt system?", s 14).

ECB:s chef Mario Draghi beskriver situationen (2/5-2016)

"Låga räntor är inte ofarliga... Det finns en lockelse att dra slutsatsen att låga räntor skapar [dessa] problem. Men de är inte problemet. De är symptom på underliggande problem".

Det är tydligt att **begreppet sekulär stagnation**, som varit ett återkommande tema i *Nordic Outlook*, nu nått fram till världens penningpolitiska beslutsrum och högt upp på G20-agendan. Ett globalt högt sparande och låg investeringsbenägenhet pressar ned realräntorna och tvingar centralbanker att anpassa sina nominella styrräntor nedåt. Med denna tolkning blir räntepolitiken **snarare ackommoderande än proaktiv i rådande miljö**. Det blir också tydligt att finanspolitiken har en stor roll att spela för att avlasta penningpolitiken.

Sex länder/regioner – Danmark, EMU, Japan, Schweiz, Sverige och Ungern – **har i dag någon form av negativ styrränta**. Det bidrar till att en total statsobligationsstock på ca 10 000 miljarder dollar handlas till negativ ränta. De negativa bieffekterna av detta börjar i högre grad uppmärksammas. Konsekvenserna för finansiella institutioners affärsmodeller och lönsamhet kan t ex hämma tillväxten för länder där banker och pensionsbolag redan pressas av demografi, regleringar och fortsatt skuldsanering.

Minusräntor har också betydande politiska dimensioner. I länder där räntesparande av tradition är mer vanligt än aktier, t ex i Tyskland, kan **minusräntor tolkas som en "dold kapital-skatt"**. Därmed blir negativa räntor en långsam metod att få ned alltför hög offentlig skuld genom att skapa en kapitalöverföring från privat (främst pensionsbolag) till offentlig sektor. En positiv effekt av detta kan vara att **ekonomisk ojämlikhet minskar**. Hushåll med sämre ekonomiska förhållanden drabbas inte lika hårt av denna form av kapitalöverföring samtidigt som man kan dra fördelar av låga räntor och låg inflation. Metoden är dock inte ofarlig och en

viktig risk är att den provocerar fram ett ökat kompensations-sparande och därmed leder till lägre tillväxt och färre jobb.

Penningpolitiken nära vägs ände

Frågan är nu hur mycket penningpolitisk ammunition som finns kvar. Tekniskt sett har många centralbanker inte nått sin nedre gräns för styrräntan eller övre gräns för QE-expansion. Enligt IMF:s uppskattningar finns utrymme för ytterligare räntesänkningar; man bedömer att minusräntans smärtgräns ligger i intervallet -0,75/-2,00 procent. Men IMF pekar också på problem redan i nuläget, vilket gör att den gräns vid -0,50 procent som flera enskilda centralbanker angett förefaller mer rimlig. Centralbankerna verkar också i allt högre grad oroa sig för en försvagad transmissionsmekanism. De slutliga effekterna på tillväxt och inflation via finansiella kanaler tycks ha blivit mindre. Detta talar för att de flesta centralbanker nu nått vägs ände med räntesänkningar medan den **tekniska smärtgränsen för nya tillgångsköp** troligen ännu inte är nådd.

Centralbankers styrräntor

Procent

	I dag	Dec 2016	Dec 2017
Federal Reserve	0,50	0,75	1,25
ECB	0,00	0,00	0,00
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	-0,50	-0,50	0,25
Norges Bank	0,50	0,25	0,25

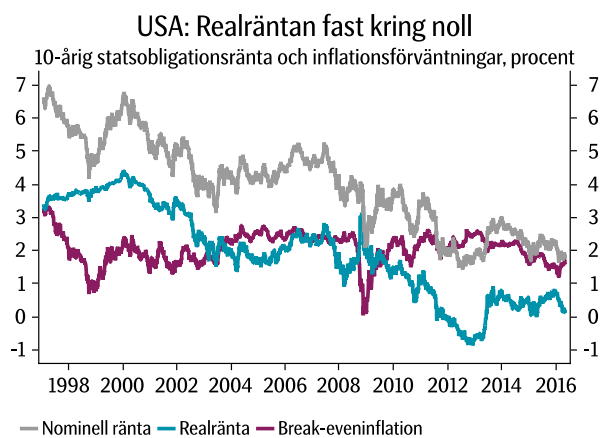
Källa: Centralbanker och SEB

Framöver tror vi att **Fed höjer räntan i september** efter en paus på nio månader. De finansiella förhållandena har åter lättat samtidigt som arbetsmarknaden blir allt stramare och inflationen är på väg uppåt. Nästa år höjs styrräntan ytterligare 2 gånger och ligger därmed på 1,25 procent mot slutet av 2017. Prognosen är behäftad med nedåtrisk eftersom bördan kan bli för stor i en miljö där andra centralbanker utökar stimulanserna. **Bank of Japan väntas sänka räntan från -0,10 till -0,30 procent under 2016** samtidigt som besvärligt låg inflation fortsätter att sätta press på ECB. Vi tror att **ECB avstår från ytterligare räntesänkningar men förlänger obligationsköpen** till att gälla även efter mars 2017, om än i minskad takt. Om TLTROII-lånen visar sig framgångsrika kan dock kreditlättnader framöver få en större policyroll än QE-politik. **Riksbanken och Bank of England tar sina första höjningssteg under våren 2017** medan **Norges Bank först sänker till 0,25 procent** och sedan behåller denna ränta under hela prognosperioden.

Räntor kryper högre i skört makrolandskap

Internationella långa räntor har förblivit under press. I USA handlas 10-åriga statsobligationsräntor på ungefär samma nivåer som före "taperingoron" våren 2013, när marknaden först började diskontera ett återtag från Feds stimulanspolitik. 10-åriga tyska statsobligationsräntor har snuddat vid de

historiska bottennivåerna från i fjol på strax över noll, när ECB inledde sin QE-politik, och i Japan handlas 10-åriga statsobligationsräntor under noll.



Källa: Macrobond

Rekylen uppåt i oljepriser har bidragit till att break-eveninflationen i USA stigit något. Att räntenedgången ändå fortsatt sedan årsskiftet accentuerar **det starka trycket nedåt på realräntan som nu åter rört sig mot nollnivån**. Nya tillväxtbakslog har förstärkt bilden av fortsatt mjuka centralbanker och sätter fortsatt press nedåt på obligationsräntorna. Marknaden väntar sig bara en höjning från Fed fram till slutet av 2017 och i Europa och Japan finns förväntningar om ytterligare stimulanser; för ECB diskonterar räntemarknaden t ex en liten ytterligare sänkning fram till början av nästa år. 10-åriga realräntor i eurozonen ligger tydligt under noll, vilket avspeglar förväntningar på att räntepolitiken måste förbli mycket expansiv under lång tid framåt.

Vi delar synen att centralbankerna kommer att behöva gå ytterst försiktigt i en miljö präglad av osäkerhet kring såväl återhämtningens hållbarhet som ekonomiernas räntekänslighet. Vi tror dock att marknaden i viss mån underskattar såväl tillväxt- som inflationsutsikterna i USA och därmed **också takten i Feds räntehöjningar framöver**. Långa räntor i USA drar sig troligen försiktigt uppåt när nästa Fed-höjning i september närmar sig. Vi väntar oss inte fler räntesänkningar från ECB, men tror att QE-programmet utökas till att omfatta hela 2017, om än i nedskalad omfattning.

Vår centralbanksanalys talar för att differensen mellan amerikanska och tyska 10-årsräntor skulle kunna öka ytterligare. Men den exceptionellt nedpressade tyska nivån gör att spreaden i utgångsläget ligger historiskt högt. Vi ser därför en hög sannolikhet för att tyska långa räntor ska följa de amerikanska uppåt så att **differensen ligger kvar runt 160 till 170 räntepunkter fram till slutet av 2017**. Nivåmässigt förutspår vi att 10-åriga räntor i USA i slutet av 2016 ligger på 2,00 procent för att sedan gradvis stiga till 2,40 procent i slutet av 2017. Motsvarande nivåer för tyska obligationer blir då 0,30 respektive 0,80 procent. Jämfört med *Nordic Outlook* i februari har **långgräntebanan reviderats ned med 0,4-0,5 procentenheter**.

Räntedifferensen mellan svenska och tyska 10-åriga statsobligationer har det senaste halvåret ökat till 60-70 räntepunkter. Det är i paritet med de högsta nivåerna sedan början av 2000-talet. Under de perioderna låg dock Riksbankens reporänta 75-100 punkter över ECB:s ränta, vilket indikerar utrymme för en sjunkande marginal på kort sikt. Under slutet av 2016 är det dock rimligt att räntedifferensen åter börjar stiga när fokus flyttas till kommande svenska räntehöjningar. Låg likviditet i svenska obligationer till följd av Riksbankens köp gör det dessutom troligt att svenska räntor börjar handlas med en viss premie. Svenska 10-åriga obligationsräntor stiger **därmed från 0,85 procent i slutet av 2016 till 1,60 i slutet av 2017, 55 respektive 80 punkter över motsvarande tysk ränta.**

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

En framtung takt i emissionsvolymerna av statsobligationer har lett till en utbudsdriven brantning av räntekurvan i Norge. Norska 10-årsräntor handlas därför på historiskt höga nivåer i förhållande till sina tyska motsvarigheter. Positiva utsikter för valutan i spåren av högre oljepriser och mjuka signaler från Norges Bank samt sjunkande utbud tror vi kommer att öka efterfrågan på norska statsobligationer framöver. Vi räknar mot denna bakgrund med att 10-årsräntedifferensen mot Tyskland kan minska **från dagens ca 120 räntepunkter till 70 i slutet av 2017, motsvarande en ränta på 1,50 procent.**

Valutarörelser mindre centralbanksdrivna

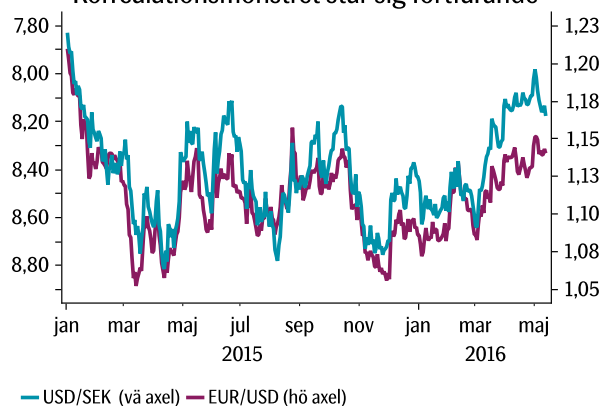
Under decennier har det funnits ett samförstånd mellan världens större centralbanker att inte direkt försöka påverka växelkursen i syfte att uppnå konkurrensfördelar. Ändå har de senaste årens aggressiva stimulanser från t ex ECB och Bank of Japan haft ett tydligt bisyfte att få upp inflation och tillväxt via växelkursen, vilket i slutändan har pyst ut i form av en starkare dollar. Dollaruppgångens negativa bieffekter i form av t ex nedåtpress på råvarupriser och ökade kostnader för global dollarfinansiering har dock blivit allt mer påtagliga. **Sedan G20-mötet i februari ser vi dock tecken på att centralbankerna åter rör sig mot en mer varsam hållning** och försöker undvika tendenser till upptrappat valutakrig. I en sådan miljö borde långsiktiga jämviktsväxelkurser få större betydelse för valutornas utveckling. Att penningpolitikens roll som dominerande drivkraft för valutor håller på att försvagas avspeglas också i att de senaste stimulansåtgärderna fått mindre genomslag på växelkurserna än vi tidigare erfarit. Men även framöver lär de stora dragen i centralbankspolitikerna spela en viktig roll.

Begränsat ytterligare stimulansutrymme för ECB medför att EUR/USD framöver drivs av förväntningsbilden på Fed samt

förändringar i global riskapitet. Vår nedtonade Fed-prognos, med endast en höjning under andra halvåret, innebär att divergensen gentemot andra centralbanker blir mindre framträdande. Därför har vi skruvat ned prognosen på dollaruppgången. På riktigt kort sikt kan EUR/USD fortsätta ytterligare en bit uppåt; en rörelse som också får stöd av ompositioneringar hos spekulativa aktörer. På lite sikt tror vi dock kombinationen av Fedhöjning, **något starkare USA-tillväxt samt lite bättre global riskapitet driver ned EUR/USD till 1,10 vid slutet av 2016.** Möjligen kan dollarn stärkas ytterligare något i början på 2017 innan växelkursen försiktigt vänder uppåt i riktning mot den långsiktiga jämviktskursen som vi bedömer ligger på 1,20. Att divergensen i penningpolitik fortsätter att vidgas hämmar dock rörelsen och kursen når inte högre än 1,12 i slutet av 2017.

Oron för ett Brexit-utfall i kommande folkomröstning har pressat pundet sedan slutet av 2015. Med vår huvudprognos om att omröstningen ändå bifaller ett fortsatt EU-medlemskap skapas därför utrymme för en pundrekyl uppåt under andra halvåret. Utsikterna på längre sikt styrs i hög grad av Bank of Englands agerande. Arbetslösheten ligger nu på nivåer som historiskt lett till stigande kostnadstryck och stramare penningpolitik. Kvarstår Storbritannien som EU-medlem sker troligen en försiktig normalisering av penningpolitiken under 2017, vilket bör gynna pundet ytterligare. **Vi räknar med att EUR/GBP ligger på 0,75 i slutet av 2016** och sedan går ytterligare en bit i riktning mot starkare pund under 2017. Om britten röstar för utträde ur EU kommer pundet att försvagas både på kort och medellång sikt. Även om storleksordningen är svårbedömd ser vi nivåer runt 0,82-0,85 som fullt rimliga under andra halvåret med ett sådant scenario.

Korreationsmönstret står sig fortfarande



Källa: Macrobond

De motstridiga krafterna rörande den svenska kronans rörelse växer i styrka. Stark svensk tillväxt, gynnsam flödessituation och marknadspositionering samt långsiktig undervärdering talar för en starkare krona på sikt. Mot det står Riksbankens bestämda ambitioner att motverka en kronförstärkning genom upptrappade penningpolitiska lättnader och hot om valutainterventioner. Riktningen är tydlig, men timing och hastighet i förstärkningen är beroende av Riksbankens agerande framöver. Riksbanken valde att utvidga obligationsköpen vid april-mötet, men vi tror att en omsväng-

ning mot mer flexibel tolkning av inflationspolitiken är på gång och kommer att underlättas av fortsatt stark tillväxt och stigande resursutnyttjande. Även om mycket talar för små förändringar i närtid räknar vi alltjämt med **att EUR/SEK rör sig ned mot 9,00 vid slutet på 2016**. Under 2017 fortgår en långsam kronförstärkning så att **EUR/SEK når 8,70 i slutet av 2017**.

Kraftigt lägre oljepris de senaste åren har slagit hårt mot norsk ekonomi. Norges Bank har tvingats till en rad räntesänkningar och vi räknar med en ytterligare sänkning under 2016. Den norska kronen har försvagats till de lägsta nivåer vi sett på flera decennier och är nu entydigt kraftigt undervärderad. Med en stabilisering i såväl oljepriset som norsk ekonomi kommer den norska kronen successivt att återhämta sig. Flödessituationen har därtill blivit alltmer gynnsam de senaste åren. Det oljekorrigerade underskottet i statsbudget uppgår till mer än 200 miljarder i år, vilket delvis finansieras med petroleum-intäkter, men också genom att oljefondens avkastning tas i anspråk. Därmed uppstår stora nettoinflöden som gynnar kronen. Vi räknar därför med att **EUR/NOK faller till 9,10 vid utgången av 2016** och att den norska kronan fortsätter att stärkas till 8,50 vid slutet på 2017.

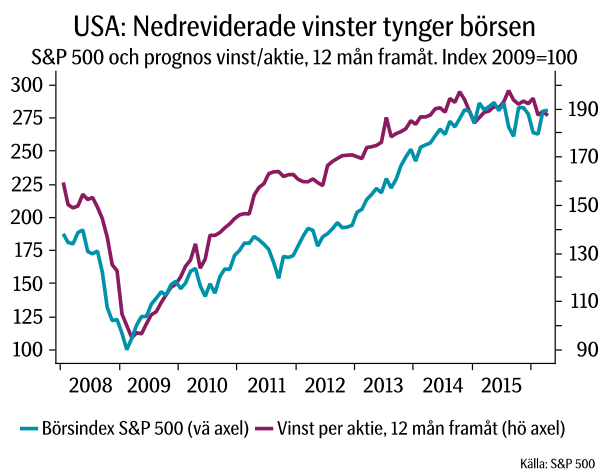
Dystra vinstutsikter dämpar börspotential

Oljeprisfall samt oro för Kinas tillväxt och valutapolitik har det senaste åren skapat återkommande oro på världens börser. Även om reaktionerna ibland tett sig överdrivna återspeglar ändå börsklimatet en generellt mer utmanande miljö när **konjunkturåterhämtningen gått in i en mognare fas samtidigt som värderingarna globalt stigit till mer ansträngda nivåer**. Därtill kommer att centralbankerna rimligen inte har så mycket mer utrymme att stötta riskapiten med nya stimulanser. Att Fed inlett räntehöjningarna, om än i ytterst långsam takt, innebär dessutom att ytterligare börsuppgång från dagens nivåer i första hand måste ske via stigande vinster och inte genom högre värdering. I detta avseende har inledningen på året varit motig; takten i vinst-nedrevideringarna i USA har varit osedvanligt hög och mer i linje med vad som brukar förekomma i samband med recessioner.

Kortsiktigt tror vi att aktiemarknaderna fortsätter att röra sig i sidled i väntan på ytterligare bevis för att konjunkturen fortsätter att stärkas. **Tillväxtbesvikelser och politiska händelser skapar risk för nya bakslag**. Uppgången i globala sentimentsindikatorer bröts i april, vilket bidrar till att frågetecken kring global industrikonjunktur kvarstår. Ett Brexitutfall i folkomröstningen i juni skulle potentiellt kunna leda till stora börsrörelser, liksom en ökande sannolikhet för att Donald Trump blir USA:s nästa president.

Infrias våra konjunkturutsikter med en USA-ekonomi som tar ny fart under loppet av året och med en acceleration i global tillväxt under 2017, kan **vinstutsikterna åter väntas skrivas upp och lägga grunden för förnyad försiktig uppgång**. Låg skuldsättning i storbolag och billig räntefinansiering gör att aktieåterköp även framöver kan väntas bidra positivt. Ökade löneökningar i USA, vilket kommer att sätta press nedåt på

företagens marginaler, är dock en begränsande faktor. På EM-sidan ser vi liksom tidigare bäst utsikter för Asien, som får stöd av både bättre vinstutsikter och lägre politisk risk.



Nordiska börser präglas av en hög exponering mot olje- och råvarupriser samt global konjunktur i stort, både direkt genom oljebolag och indirekt som underleverantörer av investeringsvaror. En förnyad acceleration i världsekonomin kan därför väntas bli särskilt gynnsam för nordiska aktier, samtidigt som värderingen är i linje med övriga Europa och varken dyr eller billig ur ett långsiktigt perspektiv. Våra prognoser innebär att MSCI Nordic ligger på 240 och OMX30 på 1520 vid slutet av 2016, **vilket motsvarar en uppgång på 12 respektive 14 procent**. För att denna potential ska infrias krävs att marknaderna börjar diskontera vårt mer optimistiska scenario för 2017. Den förväntade vinstutvecklingen under 2016 är beskedlig, 4 procent totalt i Norden och omkring 5 procent i Sverige. Ett börslyft i Norden är därför framförallt ett tema för senare delen av året, medan utsikterna på kort sikt är mer modesta.

Tema: Nytt internationellt monetärt system?

- **Globala monetära systemet ses över i ljuset av uttömd penningpolitisk verktygslåda**
- **G20/G7 vill stänga dörren för ensidiga FX-interventioner och minska USA-beroendet**

Vad hände egentligen på finansministrarnas och centralbankschefernas **G20-möte i Shanghai** i slutet av februari? G20-kommunikén i sig avslöjade inget nytt. Intrycket är likväl, baserat på olika tal och utspel både inför och efter toppmötet, att **G20/G7** tycks vara eniga om **viktiga slutsatser** som påverkar utsikterna för, och samspelet kring, global penning- och valutapolitik:

1. Sannolikheten är hög för **sekulär stagnation**; flera länder delar nu samma risker och stora och växande policyutmaningar.
2. Penningpolitiken har nått **vägs ände**. Transmissionsmekanismen är försvagad och **valutapolitik är inte lösningen** på globala problem och svag tillväxt: fokus riktas nu på finanspolitik.
3. **Polycysamordning** behövs mellan de stora centralbankerna och **globala hänsyn** måste tas vid utformningen av politiken.

Denna samsyn sammanfaller i tiden med att IMF i februari i år, i samarbete med G20/G7, sjösatte ett analysarbete för att utveckla, förbättra och fördjupa det **internationella monetära systemet** (IMS). Även rapporten som USA:s finansdepartement publicerade i april om potentiella valutamanipulatorer knyter ihop G20-slutsatserna med behovet av ett renoverat IMS. Under loppet av 2016 ska IMF redovisa sina slutsatser för vad som behöver göras. Beslut kan fattas på G20-mötet 4-5 september.

Vad är ett internationellt monetärt system?

IMS utgörs av tre delar: **1. regler/konventioner** som styr relationer mellan länder, **2. mekanismer** som adresserar och hanterar obalanser och uppkomna kriser, och **3. institutioner** som säkerställer att regler efterföljs och mekanismer fungerar. Målsättningen är att systemet ska stötta internationell handel och investeringar och minska riskerna för protektionism och finansiell instabilitet. Sedan **Bretton-Woods-systemet** kollapsade i början av 1970-talet har konturerna av IMS försvagats även om USA och dollarn haft dominerande roller. IMF:s funktion har varierat över tiden men stärkts i om krisen 2008-2009.

Globalisering och finansiell integration har förändrat det monetära systemet, skapat nya beroendeförhållanden och förskjutit maktbalanser. Därtill befinner sig världen i ett läge där flera länder – vars **valutor innehar global reservstatus** – ska låta sin **okonventionella penningpolitik** antingen bli mer expansiv eller reverseras. Det höjer risken för globala smittoeffekter via det internationella monetära systemet och begränsar mindre och sårbara länders ekonomiska politik i övrigt, speciellt om länderna befinner sig i olika faser i konjunkturcykeln.

IMF och G20 har identifierat tre huvudområden som kan leda till förändringar i IMS: 1. hantering av **globala kapitalströmmar** och förutsättningar för enskilda länder att **använda valutainterventioner** som policyverktyg; 2. säkerställande av stabiliteten i det **finansiella skyddsnätet**; samt 3. **SDR:s nya roll i IMS**. Några tankar om förändringar kan se ut på följande sätt.

1. Volatila kapitalströmmar & interventioner

Globala obalanser är fortfarande stora och skuldsättningen oroväckande hög på flera håll i världen. Tillgångspriser är uppskrivade. Det ökar risken för till destabiliserande kapitalflöden. Ett land vars valuta bär global **reservstatus**, i dag dollarn, euron,



yenen, pundet och yuansen, behöver därför ta global hänsyn vid utformningen av sin penningpolitik. Dessa systemviktiga ekonomier kan väntas bli **särskilt granskade** ur ekonomisk-politisk synvinkel för att inte underminera systemet. **IMF har i praktiken redan ett sådant ramverk på plats men saknar i dag reella möjligheter att påverka enskilda länders politik.**

USA har ökat trycket på G20 att etablera en datadriven och objektiv analys av länders valutapolitik och dess effekter på andra ekonomier, speciellt när penningpolitiken nått vägs ände. Det väntas bli betydligt svårare för länder att använda valutan som verktyg annat än i undantagsfall (strukturella kapitalflöden). En princip som växer fram är att länder ska förbinda sig att orientera **finans- och penningpolitik mot inhemska syften** genom att **använda inhemska verktyg – inte valutan**.

2. Förstärkt globalt finansiellt skyddsnät

IMF har de senaste åren fått förstärkta finansiella resurser. Samtidigt har BRICS-länderna fonderat kapital som kan användas både kort- och långsiktigt för att säkra stabiliteten medan centralbanker har ett uppbyggt system av swaplinor sinsemellan. Möjligen kan mer kapital behöva polariseras men viktigare är att olika globala institutioner, förutom IMF t ex även Världsbanken, BIS i Basel, WTO och FSB, kan säkerställa en effektiv **koordinering** av åtgärder om stabilitetsbehov uppstår.

3. SDR får en förstärkt roll i IMS

IMF:s korgvaluta SDR (Special Drawing Rights) som fr o m oktober även inkluderar yuansen kan genom ökad användning komma att bli ett **ny reservvaluta** och ankaret i ett nytt IMS. Det ger också länder möjlighet att upprätta **valutasystem** som på olika sätt kan förhålla sig till SDR:en på ett mer objektivt sätt.

Slutsatsen är att dagens IMS **inte är anpassat** till de senaste 20 årens dramatiska utveckling eller dagens okonventionella penningpolitik med noll- och minusräntor och monetär expansion. Det handlar dock om länders **ekonomisk-politiska suveränitet**. Det dämpar utsikterna för genomgripande förändringar i IMS. IMF-rapporterna under 2016 lär visa vad vi kan vänta oss.

Tema: Sekulär stagnation och andra tillväxtteorier

- **Centralbanker anammar sekulär stagnation, men behöver mer hjälp av finanspolitik**
- **Problemfokus på utbudssidan eller kreditmarknad ger annorlunda policyslutsatser**
- **Konkurrerande teorier ställer beslutsfattare inför svåra vägval**

Att tillväxten inte lyft trots årtal med extremt lätt penningpolitik har väckt frågan om ekonomin förändrats i grunden. En förklaring som blivit alltmer vedertagen är sekulär stagnation. Det är ett mångtydigt begrepp men betecknar vanligen ett tillstånd där inte ens räntor på noll räcker för att skapa full sysselsättning och där ekonomin därför löper risk att fastna i lågkonjunktur. Rekommendationerna från IMF har i flera år präglats av farhågor för ett sådant scenario och synsättet börjar nu mer explicit sätta avtryck i centralbankernas kommunikation vilket syns i tal i år av både Fed-chefen Janet Yellen och ECB:s Mario Draghi. Det talar för att tankegångarna kan få mer direkt påverkan även på deras agerande. Men idéerna är inte okontroversiella; det finns andra förklaringar till den svaga tillväxten som istället tar sin utgångspunkt i problem på ekonomins utbudssida eller i den finansiella sektorns roll. Det finns därför skäl att diskutera de olika strömningarna lite mer utförligt.

Efterfrågekris med lärdomar från 30-talet

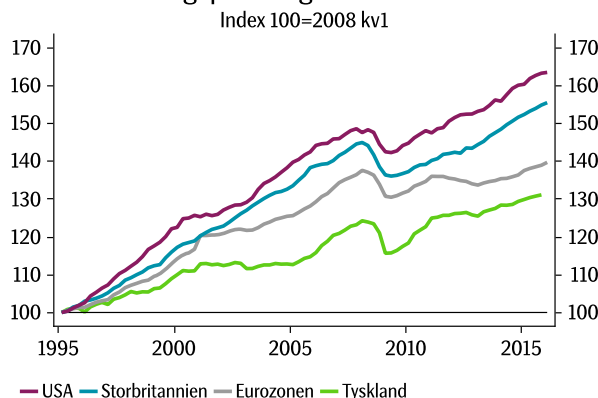
Begreppet sekulär stagnation har rötter i 1930-talet men fick en renässans när USA:s före finansminister Lawrence Summers tog upp det på IMF-mötet hösten 2013. Huvudfrågan i analysen tar avstamp i den fallande trenden för realräntan från 1980-talets höga nivåer ned till dagens nollräntor. Att trenden nedåt för realräntan är så tydlig och långvarig (sekulär) visar att den inte drivs av cykliska faktorer (konjunktur och centralbanker) utan speglar en **växande strukturell obalans mellan alltför högt sparande och alltför låga investeringar**. Åldrande befolkning i väst, minskad tilltro till välfärdssystemens hållbarhet, växande inkomst- och förmögenhetsklyftor samt det höga hushållssparandet i EM-ekonomier är faktorer som bidragit till att höja den globala sparbenägenheten. Att investeringsviljan har dämpats förklaras bl a av att lägre befolkningstillväxt i Västvärlden minskat behovet av bostadsbyggande och av att investeringsvaror generellt blivit billigare.

En konsekvens av att realräntan i jämvikt – den neutrala räntan – ligger kring noll är att **konventionell penningpolitik inte förmår parera svängningar i ekonomin**, i vart fall inte utan att blåsa upp nya finansiella bubblor på det sätt som skedde under åren före krisen. Ekonomin har också små möjligheter att av egen kraft ta sig upp ur en svacka. Med denna tolkning av sekulär stagnation har dagsläget stora likheter med 1930-talets keynsianska likviditetsfällor som bl a

Paul Krugman beskrivit. **Policylösningen blir då också av typisk 30-talskaraktär** med expansiv finanspolitik som det mest effektiva verktyget. Offentliga infrastruktursatsningar är ett paradexempel. En annan väg är att lyfta inkomstnivån hos hushåll med hög konsumtionsbenägenhet (ofta låginkomsttagare) t ex via höjda minimilöner. Åtgärder som stimulerar näringslivet, t ex sänkta bolagsskatter eller lättnader i regelverken, är andra recept medan reformer som pressar ned löner och priser blir kontraproduktiva.

Penningpolitiken kan fortfarande ha en roll ungefär på det sätt vi ser nu med negativa räntor (enligt Summers) eller försök att pressa ned kreditspreadar genom köp av privata tillgångar samt lån till banksektorn på det sätt som ECB nu gör. En alternativ väg, som Krugman förespråkar, är att höja inflationsmålen eftersom de omkring 2 procent som centralbankerna nu siktar mot inte förmår trycka ned realräntorna på tillräckligt låg nivå. Om inte inflationsmålen höjs landar Krugman i slutsatsen att också okonventionell politik (QE) blir verkningslös.

Stort gap till tidigare tillväxttrend



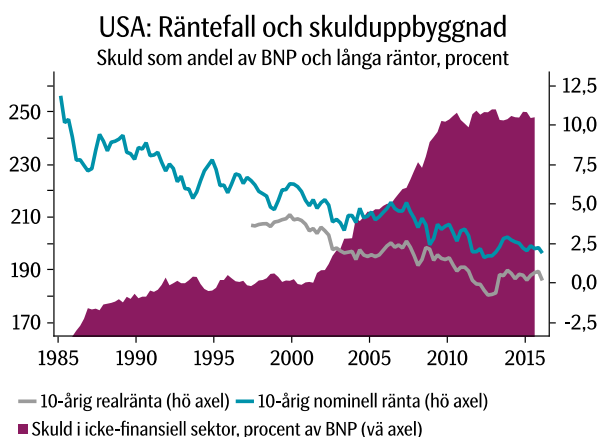
Utbudssidan som problemområde

En annan tolkning – företrädd av USA-ekonomen Robert Gordon – är att roten till problemen ligger på ekonomins utbudssida. Att tillväxten växlat ned beror på att den arbetsföra befolkningen växer långsammare. Förhoppningar om att tillväxten skulle kunna vara högre bygger på **orealistiskt optimistiska antaganden om den underliggande trenden i produktiviteten**. Att arbetslösheten i USA fortsatt sjunka även vid den relativt modesta BNP-tillväxten runt 2 procent ger stöd för detta. Gordon pekar bl a på besvikelser avseende produktivitsvinsterna från IT-revolutionen och hävdar att dessa avtog betydligt snabbare än vad som var fallet vid de industriella revolutionerna under 1800-talet och början av 1900-talet. Den snabba produktivitetstillväxten under perioden 1920-1970 var enligt Gordon undantaget, inte regeln. Efter en tillfällig produktivitetstopp under det sena 1990-talet/början av 2000-talet är den tredje digitala revolutionen nu i princip över. Om problemen ligger på ekonomins utbudssida blir

polycyslutsatserna annorlunda. Det finns ingen enkel medicin på kort sikt utan det gäller att satsa på åtgärder som kan öka arbetsutbudet och höja den underliggande trenden i produktivitet. Nyckelområden kan t ex då vara utbildnings-satsningar som höjer kompetensnivån och minskar social utslagning eller åtgärder som bidrar till att höja den faktiska pensionsåldern eller öka arbetskraftsinvandringen.

Finanssektor och räntepolitik i fokus

En tredje analysfåra fokuserar på finanssektorns roll och kvardröjande skadeverkningar efter finanskrisen. Harvard-ekonomen Kenneth Rogoff hävdar t ex att den långsamma återhämtningen vi sett på senare år i hög grad följer historiska mönster efter finanskriser. Tolkningen är optimistisk i den meningen att **när skuldanpassningen väl är avklarad finns det goda möjligheter att återgå till en högre tillväxttrend.** I efterdyningarna av skulddriven recession är det policymässigt centralt att stärka balansräkningarna i banksektorn för att möjliggöra och påskynda en återhämtning. Utan ordnade balansräkningar i banksektorn blir penningpolitiken tämligen verkningslös. Däremot har finanspolitiken också med denna syn en viktig roll att spela när det gäller att kompensera för låg privat efterfrågan när skuldsanering pågår.



Källa: BIS, Macrobond

Dynamiken mellan räntepolitik och finanssektor står i fokus också i BIS analys som dock i högre grad landar i slutsatsen att den lätta penningpolitiken i sig är boven i dramat. Finansiella excesser ligger bakom den låga tillväxten både före och efter krisen bl a därför att alltför låga räntor lett till svagt omvandlingstryck och till att allokering av resurser i alltför hög grad går till lågproduktiva sektorer. Liksom i Rogoffs analys blir penningpolitiken ineffektiv som krislösare i en miljö med skuld-överhäng och skadeskjutna banksystem. Polycyslutsatsen blir att man måste förebygga excesser på kreditsidan genom högre räntor, s k "luta sig mot väggen"-politik snarare än att städa upp efter bubblor i efterhand. BIS världsbild skiljer sig ganska markant från sekulär stagnation. Utbuds-, inte efterfrågesidan, ska stöttas genom strukturella reformer. **Att räntorna trendmässigt sjunkit är ett resultat av återkommande perioder av penningpolitiska lättnader som lett till en lika trendmässig ökning av skuldsättningen.** Eftersom höga skulder är ett hinder för tillväxten behöver balansräkningar i både privat och offentlig sektor bantas, inte blåsas upp

ytterligare. Varken penning- eller finanspolitik erbjuder således en lösning.

Finns det egentligen något tillväxtproblem?

Slutligen finns en fjärde idéströmning med ekonomer som inte alls är oroade för tillväxten. Digitalisering och teknologiska innovationer kommer att ge ekonomin lyftkraft och att vi just nu ser en ganska medioker tillväxt beror antingen på att statistiken **inte fångar upp alla förbättringar** eller att det tar **tid innan nya landvinningar får full kommersiell genomslagskraft och därmed blir tillväxt drivande.** Policy-utmaningarna handlar om risker för ökade inkomstskillnader i spåren av teknologikutvecklingen eller för ökad arbetslöshet till följd av att ekonomin inte förmår skapa nya jobb i samma takt som de gamla försvinner. Sambandet mellan produktivitet och teknologiska framsteg behandlas i temartikel på sid 21. Feds ståndpunkt i frågan verkar avvaktande. Enligt vicechef Stanley Fisher ger tillgänglig forskning dock inte stöd för att statistikproblem i någon högre grad skulle förklara den sjunkande produktivitetstillväxten, vilket tyder på att Fed ännu inte är beredd att anta en mer optimistisk syn.

Svåra vägval mellan olika tillväxtrisker

Att ekonomer har olika teorier om ekonomins tillstånd är ganska naturligt men i ett läge där den stabiliseringspolitiska verktygslådan börjar bli uttömd blir det extra viktigt att välja rätt karta och kompass. Behovet av att stärka balansräkningar i banksektorn är okontroversiellt och något som även ECB något senkommet tagit i itu med. Åsikterna går dock uppenbarligen isär när det gäller hur aktiv den ekonomiska politiken ska vara i övrigt. Hittills har politiken i huvudsak varit proaktiv och dominerats av en **oro för att en onödigt utdragen period med lågt resursutnyttjande ska leda till långvariga skador i ekonomin** via utslagning av arbetskraft samt en nedpressad investeringsnivå som hämmar framtida produktivitetstrend. Men samtidigt växer oron för att åtgärder som ger kortsiktig lindring ska orsaka långsiktiga problem. **BIS är inte ensamma i att varna för lågräntepolitikens avigsidor** och vikten av att undvika nya kreditbubblor.

Att centralbanker tar intryck av idéerna om sekulär stagnation innebär samtidigt att man ser det som viktigt att fortsätta att stötta efterfrågan i ekonomin. Ambivalensen mellan olika tänkesätt avspeglar sig dock i de råd som kommit från IMF i år – länder uppmanas att göra strukturella reformer för att stötta utbudsidan men inte sådana som kan ge kortsiktigt negativa effekter på efterfråga eller inflationsbenägenhet. De flesta – med undantag för BIS – ser dock behov av en **utvidgad roll för finanspolitiken.** Det avspeglar sig i viss ökad tolerans för underskott i länder med svaga ekonomier, men framförallt i kraven på stimulanser i länder med starka offentliga finanser som Tyskland. Mario Draghis uppmaning till Tyskland att välja mellan penningpolitiska eller finanspolitiska stimulanser – men inte utesluta bägge! – är i denna anda. Att låga realräntor är ett symptom på svag efterfrågan, snarare än en avspeglning av politiken, innebär samtidigt att centralbankerna bör vara **försiktiga med att ta tillbaka stimulanserna** innan man är säker på att man har inflationen med sig. Det ger stöd för Feds långsamma räntehöjningstakt.

Inbromsningen är tillfällig

- **Stark konsumtion men ingen boom**
- **Arbetsmarknaden allt stramare**
- **Inflationen närmar sig Feds mål**
- **Styrräntan masar sig långsamt högre**

Mönstret upprepar sig när det första kvartalet återigen bjöd på tillväxtbesvikelser i amerikansk ekonomi. Men även i år är utsikterna goda för att svackan ska bli kortvarig. Finansiella förhållanden, som stramades åt rejält i början av året, är numera lika expansiva som de var innan de kinesiska devalveringarna utlöste marknadspanik i augusti 2015. Att företagets förtroendeindikatorer, med industri-ISM i spetsen, pekar uppåt har också bidragit till att oron för recession minskat. Helårsprognosen revideras dock ned, speciellt för i år, och **ekonomin växer med 1,9 procent 2016 respektive 2,5 procent 2017**. Sysselsättningen har fortsatt uppåt men arbetslösheten har ändå legat relativt stabilt det senaste halvåret. Vi tror dock inte att trenden med stigande deltagandegrad är hållbar och räknar därför med att **arbetslösheten faller till 4,4 procent i slutet av 2017**.

Inflationen rör sig uppåt och kärninflationen väntas 2017 ligga i linje med centralbankens målsatta nivå på 2 procent. Trots att Fed därmed närmar sig måluppfyllelse både avseende arbetsmarknad och inflation väntas centralbanken höja i makligare takt jämfört med tidigare prognoser; **den viktigaste styrräntan noteras i intervallet 1,00-1,25 procent i slutet av 2017** vilket motsvarar tre 25-punktershöjningar från dagens nivå. Omvärldshänsyn och finansmarknadsstabilitet tycks ha tagit större plats i Feds reaktionsfunktion samtidigt som man vill undvika en alltför kraftig dollarförstärkning. Att andra stora centralbanker fortsätter lätta på penningpolitiken motiverar också försiktigare Fed-normalisering.

Hushållen sparar i ladorna

I kraft av sin storlek fortsätter hushållens konsumtion att vara den viktigaste tillväxtmotorn. Stark arbetsmarknad ger inkomstlyft och som nettoimportör av olja är lägre oljepriser positivt för USA. Det är framför allt hushållen som gynnas; **lägre bensinpriser innebär en årlig besparing på 1000 dollar för genomsnittshushållet i fjol**, motsvarande knappt 2 procent av medianinkomsten. Men den efterlängtrade konsumtionsboomen låter fortfarande vänta på sig eftersom hushållen fortsätter att spara det extra budgetutrymmet. Sparkvoten har stigit med en halv procentenhet det senaste halvåret och noteras på treårshögsta. En modellskattning, där

sparandet bestäms av nettoförmögenheten och förtroendet i hushållssektorn, pekar på att sparkvoten borde vara 2,5 procentenheter lägre än faktiska nivåer. Detta indikerar att det finns en **stor potential för högre konsumtionstillväxt** om hushållen t ex börjar få förtroende för att oljepriserna kommer att permanentas på en lägre nivå.

Samtidigt indikerar dock såväl bilförsäljning som bensinförbrukning att **lägre oljepriser redan satt avtryck i konsumtionsmönstret**. Bilförsäljningen var rekordstark i fjol och stora suvar var försäljningsvinnare. Det verkar således finnas andra faktorer som hämmar hushållen och vi har tidigare lyft fram strukturella skäl. På aggregerad nivå ligger **hushållens nettoförmögenhet på rekordnivåer men fördelningen är påtagligt skev**, vilket Feds undersökningar illustrerar. För medianhushållet föll nettoförmögenheten brant under krisåren och har inte återhämtat tappet; 2013 som fortfarande är det senaste året i undersökningen låg nettoförmögenheten för medianhushållet på samma nivå som i början av 1990-talet. Också avseende löneutvecklingen tappar medianhushållet mark; mellan 2010 och 2013 minskade medianlönen med närmare 5 procent till 20-årslägsta i reala termer. Konsekvenserna av den långvariga trenden mot allt skevare förmögenhetsfördelning i kombination med fortsatta ärr från recessionen 2007-2009 bidrar till att vi skruvar ned konsumtionsprognosen ett snäpp. **Hushållens konsumtion ökar med 2,6 procent 2016 respektive 2,7 procent 2017 enligt våra prognoser.**

Stigande lager utgör orosmoment

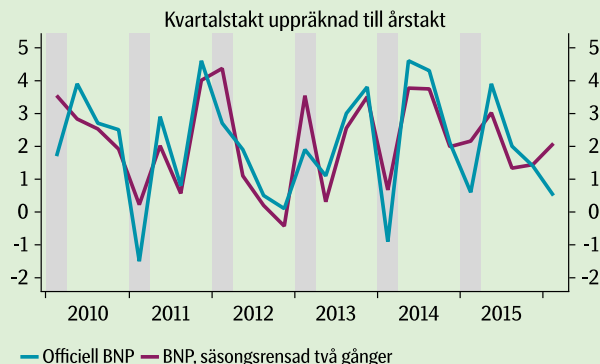
Företagens förtroendeindikatorer visar återigen expansion även om ISM:s index för tillverkningsindustrin backade något i april. Såväl ISM:s index över nya order som index över exportorder visar på tilltagande optimism, vilket dock ännu inte fått stöd i den faktiska orderstatistiken som fortfarande hämmas av investeringssvaghet. **Ett orosmoln är att företagens lager i förhållande till försäljningen ökar kraftigt**. Den långa trenden med allt sparsammare lagerhållning tycks därmed ha brutits. En förklaring är att försäljningen underträffat förväntningarna som en konsekvens av svagare omvärldsefterfrågan. I linje med ovanstående verkar företagen nu gå igenom en **klassisk lagercykel som dämpat tillväxten de senaste kvartalen och därtill kan verka hämmande också i närtid**. Enligt företagens förtroendeindikatorer är dock en omsvängning på gång, vilket bidrar till att vi inte ser så allvarligt på detta hot. Att amerikansk efterfrågan ser robust ut bekräftas av omdömen hos de inhemska orienterade småföretagen. För dessa är istället skatter och regleringar de främsta skälen till pessimism.

Svaga första kvartal en statistisk illusion?

För att kunna tolka kortsiktig ekonomisk statistik krävs justering för normala säsongs- och kalendervariationer. De senaste åren har dock ett återkommande mönster varit att amerikansk BNP-tillväxt varit svagast under det första kvartalet för att sedan återhämta sig. Sådana tendenser fanns redan på 1990- och 2000-talen men effekten har blivit mycket tydligare på 2010-talet. En förklaring skulle kunna vara att den djupa recessionen 2008-2009 satt spår i normala säsongs-mönster. Andra förklaringar kan vara vädereffekter samt Kinas allt större roll i världsekonomin med tanke på att det kinesiska nyåret ger massiva störningar i kinesisk statistik under kvartal ett varje år. En metod är att säsongsrensa även den säsongsrensade tidsserien. Med sådan dubbel säsongsrensning blir första kvartalets BNP-tillväxt klart högre. Avseende första kvartalet blir genomsnittet de senaste sju åren **då 2,4 procent jämfört med den officiella 0,7 procent**. För 2016 blir BNP-tillväxten **2,1 procent** i uppräknad årstakt jämfört med den nyligen publicerade BNP-siffran på **0,5 procent**.

Att Fed är väl medveten om problemet betyder att man nog inte drar alltför stora växlar på årets tillväxtsvacka vilket också pressmedelandet efter räntemötet i april tyder på.

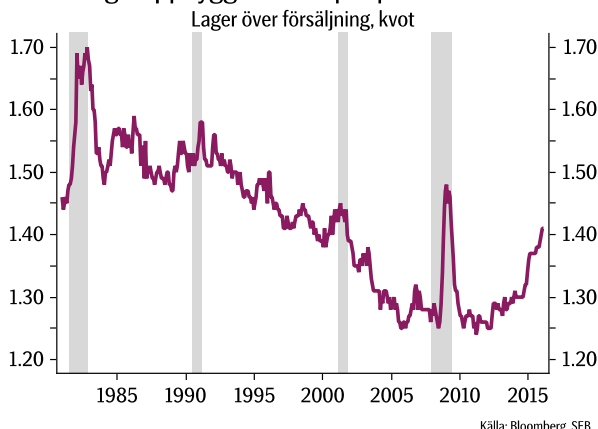
Bristfällig säsongsrensning bakom tappet under första kvartalet



Källa: Bloomberg, SEB

Underliggande tillväxt nära trend rimmar också bättre med arbetsmarknadens fortsatta styrka och innebär att produktiviteten nog är lite starkare än vad den officiella statistiken visar.

Lageruppbyggnad dämpar produktionen



Källa: Bloomberg, SEB

En annan oroväckande indikation är att vinsterna fallit tillbaka de senaste kvartalerna, mätt som andel av BNP. Energiprisfallet i föl i kombination med den tidigare dollarförstärkningen tycks dock ligga bakom det mesta av försvagningen och bedömningen är att utvecklingen inte signalerar att en ny recession är på gång. Framöver lär dock fortsatt vinstpress ligga i korten i takt med att högre löneökningar omfördelar inkomster från arbetsgivare till arbetstagare. Sammantaget fortsätter **företagens investeringar att utvecklas svagt enligt våra prognoser och ökar med 4,3 procent i snitt 2016-2017** vilket är en tydlig nedrevidering jämfört med tidigare prognoser.

Arbetsmarknaden allt stramare

Efterfrågan på arbetskraft är fortsatt stark. Sysselsättningen har ökat med drygt 192 000 i månaden i snitt i år, vilket är snäppet under fjolårssnittet på 229 000. Antalet lediga platser

är nära rekordhöga nivåer och företagen håller kvar den befintliga arbetskraften med näbbar och klor; nya ansökningar om arbetslöshetsersättning noterades på den lägsta nivån sedan 1973 tidigare i våras. I takt med att arbetsmarknaden blir allt stramare blir det också svårare för företagen att fylla vakanserna. Därmed **bromsar sysselsättningstillväxten till 180 000 i snitt 2016 respektive 160 000 i snitt 2017** enligt våra prognoser.

Trots fortsatt robust sysselsättningstillväxt har arbetslösheten fallit endast marginellt det senaste halvåret. Istället har många lockats tillbaka i arbetskraften och deltagandegraden har vänt uppåt med besked. Om deltagandegraden istället rört sig sidledes hade arbetslösheten noterats på närmare 4 procent idag. **Att deltagandegraden stiger är positiva nyheter för Fed** och minskar trycket på räntehöjningar. Potentialen för fortsatt cyklisk uppgång i deltagandegraden är dock begränsad samtidigt som pressen nedåt från den åldrande befolkningen fortsätter. Därmed är bedömningen att **arbetslösheten faller gradvis till 4,4 procent i slutet av 2017**.

Snabbare löneökningar i piplinan

Stigande löner framöver är fortfarande ett skäl till att vi tror att Fed kommer att gå lite snabbare fram jämfört med vad marknadsprissättningen indikerar. Att arbetskraftsdeltagandet stigit på sistone har ökat konkurrensen om jobben, vilket i sin tur bidrar till att hålla tillbaka löneökningarna. **Demografiska faktorer bidrar också till att hålla tillbaka de genomsnittliga timlönerna**. Äldre, högre betalda individer lämnar arbetskraften och ersätts av yngre, lägre betalda förmågor. Denna sammansättningseffekt innebär att genomsnittliga timlöner normalt visar mer modesta löneökningar än mått som följer samma urval av löntagare över tiden (t ex hos Atlanta

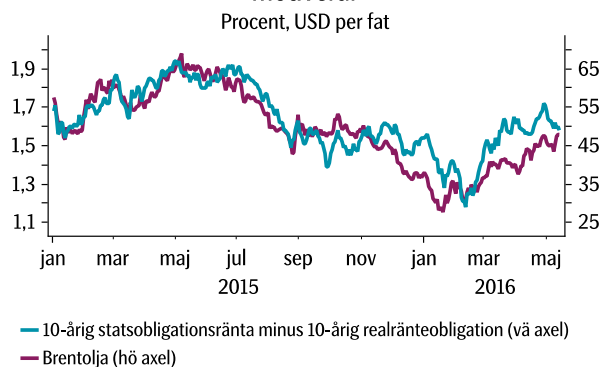
Fed). Möjligen är skillnaden mellan måtten nu lite större än normalt med tanke på att det fortfarande är ganska stora årsskullar som nu lämnar arbetskraften.

Genomsnittliga timlöner är det mått som är mest relevant för inflationsprocessen och är därför i marknadens fokus. Också genomsnittliga timlöner väntas växla upp märkbart jämfört med dagens nivåer; **i slutet av 2017 ligger årstakten på 3,5 procent enligt våra indikatorbaserade prognoser**. Möjligen kan uppgången bli snabbare än så; om ökningstakten hittills 2016 håller i sig nås 3,5 procentsnivån redan i december i år. Att högre minimilöner är på väg att införas i många delstater bidrar också till snabbare löneökningar på marginalen; tidigare i våras bestämdes exempelvis att New York kommer att öka minimilönen från dagens 9 dollar i timmen till 15 dollar 2018 i många delar av delstaten. Också Kalifornien har beslutat lyfta minimilönen till 15 dollar men genomförandet kommer att ske i långsammare takt och beräknas vara klart först 2022.

Inflationskurvorna pekar uppåt

Såväl inflationen som kärninflationen har stigit brant sedan i höstas. Till skillnad från den tillfälliga inflationsimpulsen för några år sedan talar mycket för att **uppgången den här gången blir mer uthållig**. I tjänstesektorn, där inhemska faktorer dominerar prisbildningen, är uppgången bredbaserad och uppvisar treprocentiga ökningstal. I och med att lönerna väntas stiga snabbare framöver ligger en dämpning av tjänsteinflationen inte i korten. Samtidigt går priserna sidledes i varusektorn som påverkas mer av dämpad omvärldsefterfrågan och eftersläpande dollareffekter. Men att dollarn fallit tillbaka och breda dollarindex noteras lägre i dag jämfört med för ett år sedan kommer framöver att ge en, åtminstone tillfällig, inflationsimpuls. Att prisindex enligt ISM för tillverkningsindustrin noterat uppgångar de senaste månaderna stödjer bilden. **Inflationen blir 1,1 procent i år respektive 2,1 procent 2017 enligt våra prognoser**. Motsvarande ökningstal för kärninflationen mätt enligt KPI blir 2,1 procent båda åren.

Inflationsförväntningarna stiger mer än oljepriserna motiverar



Samtidigt är det kärninflationen mätt med konsumtionsdeflatorn som är Feds huvudsakliga fokus. Efter att ha rört sig sidledes i fjol har kärn-PCE också stigit och noterades på 1,6 procent i årstakt i mars. Trots att

kärninflationen alltså närmar sig målet **ställer centralbanken sig fortfarande tveksam till uppgången**. Vi ser flera tänkbara skäl till Feds försiktighet; centralbankens inflationsprognoser har varit för optimistiska förr samtidigt som vissa mått på inflationsförväntningar fortfarande ligger på alltför låga nivåer. Hushållens inflationsförväntningar ligger stabilt enligt Michiganundersökningen. Samtidigt tyder prissättningen på realobligationsmarknaden på att inflationsförväntningarna sedan februari stigit mer än vad oljeprisuppgången motiverar, vilket indikerar stigande förväntningar också på kärninflationen. **Kärninflationen mätt med konsumtionsdeflatorn blir 1,5 procent i slutet av 2016 respektive 2,0 procent i slutet av 2017**, vilket är relativt väl i linje med Feds prognoser.

Fed går försiktigt fram

Efter att ha inlett höjningscykeln i december i fjol valde **Fed att sända mjukare signaler samt skala ned takten i de förväntade räntehöjningarna** som en respons på global konjunkturoro, framför allt avseende Kina, och den åtstramning i finansiella förhållanden som vinterns turbulens på de finansiella marknaderna medförde. De senaste 1-2 månaderna har dock oron för Kinas konjunktur lättat något samtidigt som finansiella förhållanden är tillbaka på mycket expansiva nivåer. Den utvecklingen tog också Fed fasta på vid sitt senaste räntemöte där dörren öppnades på glänt för en höjning redan vid kommande räntemöten. För att höja räntan redan vid nästa möte i juni krävs dock positiva konjunktursignaler överlag. Att mötet hålls veckan innan Storbritanniens Brexitomröstning talar också emot en junihöjning. Vi håller därför fast vid prognosen att **nästa räntehöjning istället kommer i september**.

Trots att Fed redan är nära att uppfylla de officiella målen för penningpolitiken avseende inflation och sysselsättning är bedömningen att **räntehöjningscykeln blir ännu flackare jämfört med tidigare prognoser**. Utvecklingen av de finansiella förhållandena är viktig för timing och tempo i höjningarna. Å ena sidan behövs åtstramning för att minska överhettningens riskerna på arbetsmarknaden men å andra sidan visar vårens erfarenheter hur känsliga de globala finansmarknaderna är också för mindre förändringar i Feds politik. Vårt huvudscenario är att **Fed lyckas kommunicera och förankra septemberhöjningen väl** och därmed kan avstyra en ny våg av turbulens men därefter ändå avstår från ytterligare höjningar under 2016. Det är tydligt att omvärldshänsyn och finansmarknadsstabilitet numera också har en given plats i Feds reaktionsfunktion. Av flera skäl vill man dessutom **undvika stor dollarförstärkning** som kan komma som ett brev på posten om den penningpolitiska divergensen blir för stor mellan världens ledande centralbanker. En stark dollar hämmar amerikansk export och inflation, men kanske än viktigare är att det ökar devalveringstrycket på yuanen samt pressar EM-länder med skulder i dollar. Prognosen blir därmed att **styrräntan hamnar i intervallet 0,50-0,75 procent i slutet av 2016 respektive 1,00- 1,25 procent i slutet av 2017**. Trots att marknaden endast prisar in en räntehöjning till slutet av 2017 gör vi ändå bedömningen att riskerna i vår ränteprognois ligger på uppsidan.

Tema: Trumpseger riskerar handelskrig och recession

- **Clinton favorit men Trump har chansen**
- **Ett fåtal delstater avgör valet**
- **Orealistiskt ekonomisk-politiskt program**
- **Suddig gräns mellan ideologi och populistisk retorik**

Att fastighetsmagnaten Donald Trump skulle gå segrande ur den republikanska primärvalsstriden var det svårt att förutse när valkampanjerna drog igång i fjol. Men genom att måla upp en mörk bild av dagens USA och servera drastiska lösningar har Trump lyckats formulera ett protektionistiskt budskap som attraherar många amerikaner. I höstens presidentval är Demokraternas Hillary Clinton klar favorit hos valslagningsfirmor, men Trumps vinstchanser verkar vara på väg att uppgraderas.

Vi ser också Clinton som klar favorit men bedömer ändå Trumps chanser till 35-40 procent. Opinionsundersökningar brukar bli någorlunda tillförlitliga först efter partikonventen. Principen att vinnaren tar samtliga delegater i delstatsvalen innebär också att nationella mätningar kan bli missvisande. De flesta delstater har traditionellt en stor övervikt för något av partierna och utgången blir ofta densamma oberoende av kandidater. Ett fåtal delstater blir därför mycket viktiga för valutgången och att opinionen just nu pekar på ett jämnt lopp i nyckelstaterna (sk Swing States) gör utgången mer oviss. Florida och Ohio lär t ex bli tunga på vågen.

Trump's ekonomiska förslag ter sig såväl dramatiska som verklighetsfrämmande. Skattesystemet ska förenklas och skatterna sänkas med 12 000 miljarder dollar under en tioårsperiod. Trump argumenterar för att högre tillväxt och att stängda kryphål gör skattesänkningarna självfinansierade. Denna typ av dynamiska effekter brukar dock överskattas och sannolikt skulle budgetunderskottet skjuta i höjden. Trumps vallöfte att hela statsskulden ska amorteras under en åtta-årsperiod samtidigt som socialförsäkringssystemet ska fredas gör programmet än mer orealistiskt. Ett exempel på Trumps budgetlogik är att försvarsutgifterna ska minskas samtidigt som försvaret ska bli starkare. Detta ska ske genom att USA:s allierade ska tvingas ta ett större ansvar och bli stå för kostnaderna för amerikanska förband som är stationerade utomlands. Också fortsatt medlemskap i FN och USA:s generella globala roll bör ifrågasättas och förändras enligt Trump.

De protektionistiska strömningarna är nu starka inom båda partierna, men **för Trump har det varit en extra stark röstmagnet. Framförallt har Kina och Mexiko hamnat i skottlinjen.** Förslaget är att införa 45-procentiga tariffer på kinesiska varor och 35-procentiga på mexikanska varor; om dessa länder svarar med tariffer på amerikanska varor blir

konsekvenserna handelskrig och hög recessionsrisk.

Trump's anti-frihandelsretorik är delvis populistisk taktik men den bottnar också i ideologisk övertygelse. Det NAFTA-avtal, som han nu så aggressivt attackerar, kritiserade han högljutt redan när det undertecknades i början av 1990-talet. Istället för nya frihandelsavtal ska korta bilaterala överenskommelser mer på ad hoc basis bli modellen. Mantrat är att Trumps skicklighet vid förhandlingsbordet ska ge förmånligare avtal. Att presidentens makt är betydligt större på områden som handels- och utrikespolitik än när det gäller t ex budgetpolitik är värt att notera när man bedömer sannolikheten för vilka delar av hans politik som kan komma att genomföras.

När nu nomineringen säkrats är det sannolikt att Trump försöker **framstå mer presidentlik och attrahera nya väljar-grupper**; för närvarande uppfattar 80-85 procent av den svarta och den spansktalande befolkningen Trump negativt och för hela befolkningen är motsvarande siffra 66 procent. Ett utbrett förakt för det politiska etablissemangen samt att en klar majoritet också uppfattar Clinton negativt innebär att Trump ändå är långt ifrån chanslös. Att väljarna tenderar att föredra maktskiftet mellan partierna i Vita huset gynnar också Trump.

Trump's framgångar har tagit det republikanska etablissemangen på sängen och i värsta fall kan splittring och sönderfall **servera demokraterna presidentposten på silverfat under lång tid framåt.** Partikonventet i Cleveland i juli kan bli uppslitande; många har svårt att se Trump som ideologisk republikan. Men de senaste tecknen tyder ändå på allt fler är beredda att tolerera Trump som kandidat även om de inte ger honom sitt uttalade stöd. Genom att fortsätta fila bort de vassaste kanterna kan Trump också göra det svårare för motståndarna inom partiet att aktivt motarbeta honom.

Man kan också fundera lite bredare på hur en kandidat som Trump har kunnat hamna så nära Vita huset. I modern tid finns två republikanska utmaningar mot etablissemangen som man kan dra vissa paralleller till. Barry Goldwaters ärkekonserverativa kampanj 1964 havererade i en miljö då t ex medborgarrättsrörelsens frammarsch präglade USA. När Ronald Reagan 1980 gick till val med kritik mot höga skatter, svällande byråkrati och klåfingrig ekonomisk politik framstod han länge som extrem, inte minst i Europa, men politiken fick till slut globalt genomslag i decennier. Trump's extrema program saknar motstycke men framgångarna bottnar nog i att han fångar upp viktiga underliggande strömningar. Det gäller t ex frustration inför penningpolitikens alltmer genomgripande påverkan på ekonomin. Utvecklingen i t ex Irak och Syrien har därtill ökat misstron mot USA:s interventionistiska modell inom utrikespolitiken. Trump kan också profitera på det etablerade systemets oförmåga att möta globaliseringens bieffekter i form av handelsobalanser och politisk vilshenhet hos dess förlorare. Om dessa strömningar framöver kanaliseras i mer sansade politiska former blir de svåra att avfärda som ren populism.

Tema: Låg produktivitetstillväxt – det ”nya normala”?

- Den låga produktiviteten har flera tänkbara och bidragande orsaker.
- Risken att vi befinner oss i ett permanent tillstånd av låg produktivitet är liten.

Produktivitet är ett av de mest centrala begreppen inom nationalekonomi. Det har sagts att *”produktivitet betyder inte så mycket på kort sikt men i längden är det det enda som betyder något”*.

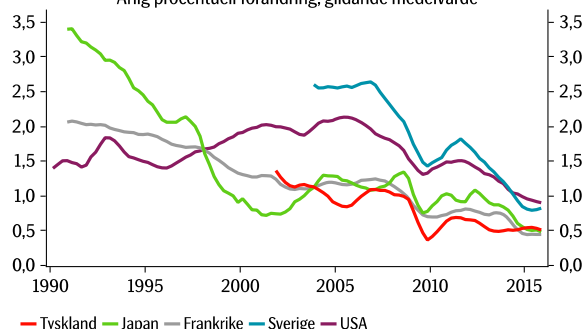
Att ha en hög produktivitet, dvs få ut så mycket BNP som möjligt i relation till insatta produktionsfaktorer, är viktigt för ett land eftersom det innebär att resurser frigörs som kan höja människors levnadsstandard. **Hög produktivitet och ökat välbefinnande går därför nästan alltid hand i hand.** Det man oftast avser är ett lands arbetsproduktivitet, dvs hur mycket produktion (BNP) man får ut per arbetad timme. Arbetsproduktiviteten kan sedan dekomponeras utifrån produktionsfaktorerna humankapital (hur arbetskraftens kompetens och förmågor utvecklas) respektive mängden realkapital (s k kapitalförändring) samt en gemensam faktor; totalfaktorproduktivitet som mäter teknologiska framsteg (den senare går inte att mäta direkt utan kan bara uppskattas som en residual). Förutom att mäta produktivitet för att få en bild av i vilken takt vår levnadsstandard förbättras så ger uppskattningar av produktiviteten också viktig information för att bedöma kapacitetsutnyttjandet i ekonomin, vilket i sin tur kan användas för att uppskatta inflationstrycket.

På lång sikt har produktiviteten en stark koppling till den tekniska utvecklingen och de nya innovationer som görs, men på kortare sikt har den också en betydande konjunkturell komponent. Normalt stiger produktiviteten i inledningen av en högkonjunktur när ledig kapacitet kan tas i anspråk kan produktionen öka utan behov av nyanställningar eller nya maskininköp. På liknande sätt faller produktiviteten i en lågkonjunktur eftersom företagen inte drar ned personalstyrka och kapitalstock i samma utsträckning som produktionen. För att få en rättvis bild av den underliggande trenden måste man därför studera hur produktiviteten utvecklas över en längre tidsperiod.

Nedåtgående produktivitetstrend

Eftersom produktivitet över tid brukar ses som en sammanhängande indikation på graden av teknisk utveckling och nya innovationer är det ett mysterium varför den IT- och internetrevolution vi sett de senaste 10-20 åren inte avspeglas i form av stigande produktivitet. Tvärtom så är produktivitetens utvecklingen i många utvecklade ekonomier som USA, Europa och Japan rätt nedslående.

Lägre produktivitetstillväxt under de senaste åren
Årlig procentuell förändring, glidande medelvärde



Källa: OECD

Är låg produktivitet här för att stanna?

En av de största pessimisterna när det gäller framtidsutsikterna för produktivitet och tillväxt är den amerikanske forskaren Robert Gordon. Han ser nedgången i produktivitet sedan mitten av 1970-talet som en återgång till ett mer normalt tillstånd. I själva verket är det de snabba tillväxt- och produktivitetssökningarna under arton- och nittonhundratalet som är anomalin. Nu kämpar dessutom många utvecklade ekonomier i en sorts strukturell motvind till följd av bl a hög skuldsättning, ogynnsam demografi och ökade inkomstskilnader som dämpar tillväxten. Att hoppas på att en hög produktivitetstillväxt ska kompensera för detta är för optimistiskt. Den snabba tekniska utvecklingen de senaste tvåhundra åren har nog drivits av ett antal lyckosamma engångshändelser som sannolikt inte kommer att gå att upprepa framöver. IT- och internetrevolutionen kan inte heller mäta sig med tidigare omvälvande innovationer som elektriciteten och ångmaskinen. I ett historiskt perspektiv framstår den som mindre betydelsefull genom att den bara förmådde lyfta tillväxt och produktivitet under knappt 10 år med början i mitten av 1990-talet.

Även om Gordons ståndpunkt är en ytterlighet så vinner liknande resonemang gehör hos allt fler ekonomer där framförallt teorin om sekulär stagnation fått många anhängare de senaste åren. För de som inte övertygas av ovanstående resonemang är en annan möjlig förklaring till den låga produktiviteten speciellt under åren efter finanskrisen att investeringstillväxten varit låg. Personal som inte har möjlighet att dra fördel av modern teknik via en tillräckligt snabb växande kapitalstock får svårt att bibehålla en hög produktivitetstillväxt.

Produktivitet problematiskt välfärdsmått

Låga uppmätta produktivitetssökningar till trots är det nog ändå många som tycker att det rimmar illa med den egna upplevelsen hur produktiviteten utvecklats både på och utanför arbetet. En förklaring till diskrepansen kan vara att det sätt vi mäter produktivitet på helt enkelt inte förmår att fånga

in vad som faktiskt sker i ekonomin. En klassisk invändning mot traditionella produktivitmätningar (speciellt när de ska användas som mått på om vi fått det bättre) är att de bara registrerar lönearbete. Endast produktion som har ett marknadspris fångas upp i BNP och bara det som ingår i BNP kan påverka produktiviteten. Om en hemmavarande förälder tvättar, lagar mat, städar och tar hand om barnen så fångas det inte i BNP. Samtidigt är det oomtvistat att det skett enorma produktivetsökningar i våra hem med alltifrån indraget vatten, tvätt- och diskmaskin för tidigare generationer till färdigmat och robotdammsugare för dagens småbarns-föräldrar. Sedan mitten av förra seklet har det dramatiskt minskat den arbetstid som behövs för att sköta ett hushåll (uppskattningsvis från motsvarande ett heltidsarbete för våra mormödrar till kanske 15 timmar i veckan idag). **En stor del av befolkningen har därmed fått en betydande ökning av sin levnadsstandard utan att det syns i statistiken.**

Att mäta "internet"

En mer sentida kritik på samma tema, har bland annat framförts av Googles chefekonom Hal Varian. Den går ut på att många av de nya tjänster som uppstått i spåren av internet-revolutionen är gratis, eller i alla fall nästan gratis. Före internet var t ex alla som ville skicka ett brev tvungna att betala porto för att få brevet levererat. Idag har alla som vill tillgång till gratis epost som dessutom är överlägsen ett traditionellt brev både vad gäller snabbhet och miljöpåverkan. Trots att det är lätt att inse att detta rör sig om en stor produktivetsökning när det gäller skriftlig kommunikation så gör det faktum att epost är gratis att det inte registreras i BNP och därför inte fångas i produktivitmätningar. Detsamma kan sägas om en myriad andra tjänster vi använder dagligen som gjort oss mer produktiva och starkt bidragit till att förenkla vår vardag. Visserligen fångas faktiskt en del av dessa tjänster upp i BNP genom att vi betalar för dem genom att titta på reklam där reklamintäkterna sedan ingår i BNP. Ändå inte orimligt att tro att reklamintäkterna trots allt är en kraftig underrepresentation av det verkliga värdet av alla gratistjänster som idag konsumeras.

Ytterligare en dimension av ovanstående är att många av dessa nya tjänster över tid slår ut existerande lösningar. När eposten konkurrerar ut traditionella brev eller när nyheter på webben ersätter papperstidningar och GPS-teknologi gör tillverkare av papperskartor arbetslösa så lämnar de utkonkurrerade företagen stora hål i BNP. **De effektivare gratistjänsterna ersätter och förbättrar funktionen men fyller inte hålen i BNP.**

En annan möjlig felkälla från internetjänster är att dessa kan leda till en överskattning av mängden arbetade timmar (vilket för produktiviteten har samma effekt som att underskatta produktionen). I den mån våra smartphones och datorer på jobbet ger oss möjlighet att hålla på med annat än jobb på arbetstid så kommer antalet arbetade timmar som faktiskt används för produktion att överskattas och därmed också bidra till att produktiviteteten blir lägre. Samtidigt kan man med fog hävda att detta motverkas av att smartphones också möjliggör det omvända genom att vi kan arbeta på vår fritid.

Parallella lösningar drar mer resurser

Det teknikskifte som för närvarande pågår i många branscher kan också i sig självt sänka produktiviteten. Teknikskiftet leder nämligen till att företag under en övergångsperiod är tvungna att hålla igång den gamla tekniken samtidigt som man investerar stora summor i den nya för att säkra att man kan överleva på sikt. En tidning som både ska distribuera papperstidningar och nyheter på webben måste satsa onödigt mycket resurser på att lösa sin uppgift att förmedla nyheter. Detsamma kan sägas om en mängd olika branscher med ena benet i den gamla ekonomin och det andra i den nya. Detaljhandelsföretag som både ska investera i nya webbutiker och i sina gamla fysiska butiker, teleoperatörer som ska underhålla gamla fasta telefonnät samtidigt som man investerar i mobil utbyggnad. Eller banker som har kvar många kontor och gamla system parallellt med att man satsar stora resurser på att utveckla nya mer effektiva digitala lösningar. **De extra resurser som krävs för att hålla igång överlappande produktion leder till lägre produktivitet under övergångs-perioden.** Det finns även en mängd andra förklaringar till varför produktiviteten är så låg som t ex att lägre räntor gjort det för enkelt för improduktiva företag att hålla sig vid liv. Oavsett vad som ligger bakom är den stora frågan vad man ska tro om framtiden?

Hopp om bättre tider

Det finns många som tror att produktiviteten ska börja öka igen och att alla positiva effekter från internetrevolutionen snart ska börja synas i siffrorna. Att en produktivetsökning kan komma med en fördröjning är heller inget nytt. Exemplet med den osynliga produktivetsökningen i hemmen bidrog ändå, efter en viss fördröjning, till högre produktion i ekonomin då det möjliggjorde att hemmafruar i större utstäckning kunde utbilda sig och ge sig ut på arbetsmarknaden. **Ett sätt att få internetjänster att synas i BNP framöver är naturligtvis att börja ta betalt för dem.** Även om många fortfarande har en motvilja att betala för tjänster på internet så pågår en snabb attitydförändring. Att betala för att lyssna på strömmad musik eller för att läsa nyheter blir allt vanligare. Här kan också innovationer som mikrobetalningar där man på ett enkelt sätt kan betala en mycket liten summa för att t ex läsa en artikel leda till att allt mer av det som idag är gratis framöver kan börja fångas i BNP. Även i den mån en för låg investeringstillväxt ligger bakom den svaga produktiviteten finns gott hopp om en förbättring eftersom perioder av underinvesteringar normalt brukar följas av perioder av investeringsledd tillväxt som nu också gynnas av att historiskt låga räntor gör kapital billigt. Även kostnader för det pågående teknikskiftet är övergående och kommer när det är genomfört börja synas i högre produktivitet. **Den tekniska utvecklingen antyder också att stora och viktiga delar av ekonomin har potential att uppvisa enorma produktivetsökningar under de kommande 10 åren.** Ett exempel är transportsektorn där självkörande bilar och lastbilar både kraftigt kommer att minska behovet av arbetskraft och samtidigt kommer att öka kapaciteten på våra vägar eftersom de inte behöver vare sig äta eller sova. Produktiviteten har goda möjligheter lyfta, det gäller kanske bara att ha lite tålamod.

Abenomics bär inte frukt

- **Svaga kort- och långsiktiga tillväxtutsikter – löneflyt uteblir trots stark arbetsmarknad**
- **Bank of Japan gör mer men effekterna blir marginella – finanspolitisk stimulans väntar**
- **Politisk nystart för Abe svagt ljus i tunneln...**

Japans medel- och långfristiga tillväxtutsikter är bleka framför allt på grund av åldrande befolkning. Kortsiktigt har "Abenomics" misslyckats med att ge uthållig tillväxt och inflation. Den ekonomiska aktiviteten hämmas av svag inhemsk och global efterfrågan. Företagsvinsterna stiger till rekordnivåer men investeringar och högre löner uteblir. **BNP-tillväxten blir 0,5 procent både 2016 och 2017. Nedåtriskerna dominerar**, inte minst 2017 om momshöjningen fullföljs. Den svaga tillväxten och yenstyrkan har **försämrat inflationsutsikterna**.

Drivkrafterna för den svaga tillväxten är ökad konsumtion, bl a med hjälp av ytterligare finanspolitisk stimulans, och försiktiga investeringar. Bank of Japan (BOJ) uppskattar **potentiell BNP-tillväxt till bara 0-0,5 procent**. Behovet av strukturella reformer, inte minst för arbetsmarknaden, är således skriande stort om landet långsiktigt ska uppnå högre BNP-tillväxt. Regeringen Abes **reformagenda är fortsatt både otydlig och osäker**.

Premiärminister Abe väntas försöka använda **G7-mötet** 26-27 maj och **ny finanspolitisk stimulans** för att höja sin popularitet och kratta för potentiella val till över- och underhusen i början av juli. Genom att vinna valet och förlänga sin mandatperiod får regeringen mer tid att genomföra reformpolitiken. Det inger hopp om nystart men förväntningarna bör hållas låga.

Japan sjätte landet att införa minusränta

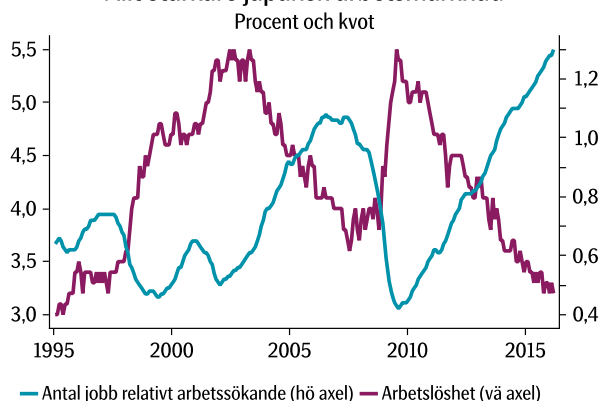
Den ekonomiska politiken är bakbunden. Penningpolitiken har i praktiken nått vägs ände; introduktionen av minusränta i januari (-0,10 procent) var ett försök att försvaga yenen men resultatet blev det omvända. Samtidigt pressas landet av **G20 att inte försvaga valutan** och att hålla fast vid målet att stabilisera den offentliga skulden nära 250 procent av BNP.

G20 räds att trovärdighetsproblem knutna till landets offentliga finanser får negativa effekter på både Japan och omvärlden. Därför är pressen stor på regeringen att **genomföra hela eller delar av den sedan tidigare annonserade momshöjningen** från 8 till 10 procent i april 2017, trots risken för ny recession. Men genom att lägga **ny finanspolitisk stimulans** och samtidigt göra den rekordstora och utökade 2016 års budget "fram-

tung" i genomförandet hoppas man att ekonomin är tillräckligt stark för att klara av momshöjningen 2017.

Privat konsumtion och företagsinvesteringar är nyckeln till ett tillväxtlyft kortsiktigt och att nå inflationsmålet. Men trots starka politiska påtryckningar både 2015 och i år, BOJ:s nya minusränta och stark arbetsmarknad blev årets lönerörelse ett **stort bakslag för BOJ:s inflationsmålspolitik**. Nominella årliga löneökningar väntas landa på 0,3-0,4 procent 2016-2017 trots att **arbetslösheten blir 3,2 och 3,1 procent 2016 och 2017**. Lönetillväxten är otillräcklig för att nå inflationsmålet 2 procent. Positivt är dock att lönerna överhuvud taget stiger.

Allt starkare japansk arbetsmarknad



Källa: Macrobond

Inflationen 2016 väntas ligga nära nollstrecket för att stiga till knappt 1,5 procent 2017 (förutsatt att momsen höjs). Inflationsförväntningarna – marknadsprissatta – kvarstår i en fallande trend nära nollstrecket. Trots penningpolitikens avtagande effekt på både tillväxt och inflation bedömer vi att **BOJ ändå går vidare och sänker räntan till -0,30 procent** under 2016 för att indirekt försvaga valutan och att, i likhet med ECB, även ge banksystemet möjlighet att låna till negativ ränta. Samtidigt är beredskapen hög för att utöka ett redan omfattande QE-program på årliga tillgångsköp på 80 biljoner yen.

Bytesbalansöverskott på 3,5-4 procent per år innebär kapitalexport till omvärlden. Att Japans utlandstillgångar nu överstiger skulderna med enorma 3 500 miljarder dollar (utlandsställning) gör att yenen riskerar att stärkas om oron ökar på globala marknader; mer kapital vänder hem än lämnar Japan. **USD/JPY väntas i slutet av 2016 och 2017 ligga på 116 och 114.**

Tillväxten bottenar 2016

- **Kina: Oron bedarrar**
- **Indien: Litet utrymme för acceleration**
- **Ryssland: Värsta nedgången passerad**
- **Brasilien: Skarp recession och politisk kris**

Kina mjuklandar trots obalanser

Den värsta oron kring den kinesiska tillväxtinbromsningen, valutapolitiken och kapitalutflödena har bedarrat vilket stärker vår tidigare bedömning att **finansmarknaderna överreagerade i början på 2016**. Trots att det går att peka på en rad olika risker **står vi fast vid en prognos där Kina undviker såväl ekonomisk hårdlandning som finansiell kris**. Första kvartalet bromsade BNP-tillväxten in med en tiondels procentenhet till 6,7 procent i årstakt. Under inledningen av året är de ekonomiska utfallen extra svårtolkade på grund av det kinesiska nyåret som skiftar mellan januari och februari. Marsstatistiken påverkas mindre av säsongeffekter och utfallen indikerade att aktiviteten i ekonomin förbättrades mot slutet av kvartalet då inköpschefsindex, export, industriproduktion samt detaljhandel överraskade positivt. De utfall som kommit in för april var dock svagare än väntat.

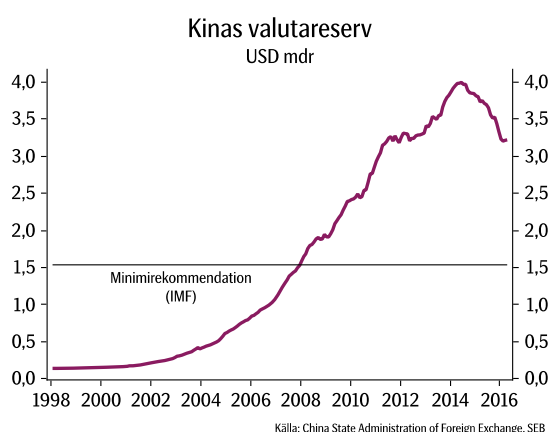
På **bostadsmarknaden** kan man också skönja en **förbättring**. Priserna stiger i månadsförändring och visar nu även på ökning i årstakt. Antalet försäljningar har också tagit fart och ligger klart högre än för ett år sedan. Utbudet av osålda bostäder har därför minskat något den senaste tiden, vilket i sin tur haft en positiv effekt på bostadsbyggandet. Frågan är dock hur uthållig uppgången är. Trots en viss minskning är överutbudet av osålda bostäder fortfarande massivt. Bostadsmarknaden är fragmenterad och överutbudet finns framför allt i mindre och medelstora städer. Det kommer att krävas en ihållande uppgång för bostadsförsäljningarna i dessa städer för att få ned utbudet till en nivå där byggandet mer permanent kan bidra till BNP-tillväxten. Detta bedöms dröja åtminstone till slutet av 2016.

Uppmjukningen av penning- och finanspolitiken har gett viktigt stöd till tillväxten. Kreditgivningen var mycket stark i mars men dämpades i april. Huvuddelen av uppmjukningen av penningpolitiken har troligen genomförts, men effekterna från redan genomförda åtgärder fortsätter ge stimulans under resten av året. Accelererande statliga infrastrukturinvesteringar ger fortsatt stöd; kommande tre år väntas infrastruktursatsningar på strax under 7 procent av BNP.

Sammantaget väntas tillväxten fortsätta bromsa in från BNP-ökningen på 6,9 procent 2015. Prognosen är att **BNP ökar med 6,5 procent 2016 och 6,3 procent 2017**. Bortom prognoshorisonten fortsätter inbromsningen drivet av ombalanseringen från tillväxt driven av industri och investeringar till en baserad på tjänster och konsumtion.

Inflationen hamnade i april på 2,3 procent för tredje månaden i rad. Den tidigare uppgången drevs till stor del av livsmedelspriserna, vilka kan stiga ytterligare något. Inflationsmålet på 3,0 procent är inte i fara; mätt som helårsgenomsnitt **väntas inflationen hamna på 2,3 procent 2016 och 2,5 procent 2017**.

Efter den oväntade valutanedskrivningen i augusti 2015 har vi sett flera perioder av valutaoro och Kinas konkurrenskraft är fortsatt ifrågasatt. Vår bedömning är dock att riskerna för förnyad valutaoro (liknande den i augusti 2015 och början av 2016) inte är så stora. Vi tror att marknadens oro för en stor devalvering är överdriven och att centralbanken vill undvika återkommande volatilitet under processen mot en fritt flytande valuta. I oktober ska yuanen inkluderas i IMF:s SDR vilket försvårar en devalvering. Under 2016 väntas centralbanken släppa fram en gradvis yuanförsvagning mot dollarn samtidigt som valutan hålls stabil mätt med den valutakorg som introducerades i december 2015. **USD/CNY väntas stå i 6,90 vid slutet av 2016 och i 6,60 vid slutet av 2017**.



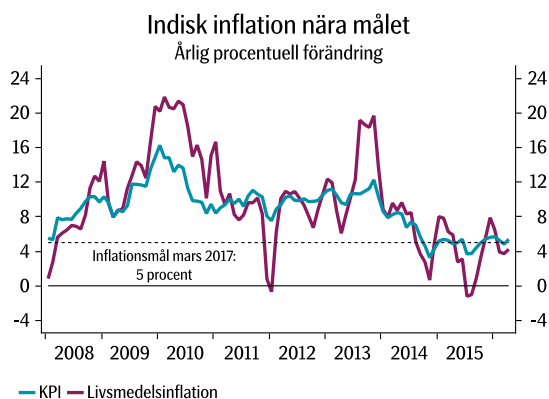
Även oron kring kapitalutflödena och den krympande valutaserv (se tema-artikel i *Nordic Outlook* februari 2016) har bedarrat senaste månaderna. Kapitalutflödena har avtagit men det är för tidigt att blåsa faran över. Valutaservn ökade något i mars och april men förklaringen var växelkursförändringar. Risker är dock att kapitalutflödena åter kommer att tillta drivet av den väntade dollarförstärkningen under 2016. Men även om valutaservn minskat är den

fortfarande stor och ligger långt över IMF:s rekommendation om miniminivå. På sikt bör pressen på yuanen och utflödena avta i takt med att förväntningarna på depreciering dämpas.

Kinas skuldsättning har åter hamnat i fokus tack vare den snabba kreditgivningen. Storleken på den totala skulden är nästan omöjlig att fastställa, men uppskattningar gjorda av BIS pekar på omkring 250 procent av BNP vilket är klart mer än genomsnittet för tillväxtekonomier på 175 procent av BNP och en stor del är företagslån. **Ökningen av skuldsättningen** har dessutom **gått mycket snabbt** senaste åren. Kina har genomfört ett antal reformer, bl a av hanteringen av kommunernas skuldsättning, vilket minskat risken för en akut finansiell kris. Det finns dock en överhängande risk att centralbanken kommer att tillföra stora mängder kapital för att stötta bankerna vilket på sikt kan resultera i ett Japan-liknande scenario med deflationstendenser och lägre tillväxt.

Indien: Litet utrymme för acceleration

Indien är fortfarande en ljuspunkt bland EM-länderna, men BNP-tillväxten mattades av något sista kvartalet 2015 och det mesta tyder på att möjligheterna till förnyad acceleration är högst begränsade. Övriga ekonomisk data ger därtill en svagare bild av BNP-utvecklingen. Tidigare tecken på återhämtning i industrisektorn har kommit av sig, export och import går fortsatt trögt och även om statliga investeringar ökat har uppgången inte spridit sig till privata investeringar. Banksektorn domineras av högt skuldsatta statliga banker, vilket gör att kreditgivningen förblir återhållsam. Företagssektorns skuldnivå är också hög, vilket hämmar investeringarna framöver. Centralbanken har satt press på banker och företag att städa upp balansräkningarna och minska volymen problemlån. Ny konkurslagstiftning kommer att underlätta processen men det dröjer innan den ger effekt på kreditgivningen. Ansträngningarna att minska underskottet i budgeten och ambitionen att nå inflationsmålet gör att möjligheterna till stimulans är små. Sammantaget bedöms BNP-tillväxten hålla sig nära nuvarande nivåer. BNP ökade med 7,3 procent 2015. **Framöver räknar vi med en försiktig acceleration till 7,5 procent 2016 och till 7,6 procent 2017.**



Källa: Indian Ministry of Statistics and Programme Implementation

Centralbanken lyckades som väntat uppnå inflationsmålet på 6,0 procent i januari 2016. Inflationsmålen för slutet av mars 2017 och mars 2018 ligger på 5 respektive 4 procent. Målet 2017 ser ut att kunna nås men 2018 blir det svårare att uppfylla

den höjda ambitionsnivån. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen** hamna på **5,0 procent 2016** och på **4,7 procent 2017**. Riskerna ligger på uppsidan eftersom ett tredje år med ogynnsam monsun skulle sätta press uppåt på livsmedelspriserna. Centralbanken sänkte i april styrräntan med 25 punkter till 6,5 procent. Samtidigt genomfördes ett antal **åtgärder för att förstärka penningpolitikens transmissionsmekanism** vilket förstärker effekten av de tidigare räntesänkningarna. Vår bedömning är att centralbanken nu till största delen är klar med räntesänkningarna och avvaktar till början av 2017 då en sänkning med 25 punkter väntas.

Modi-regeringens ansträngningar fortsätter men man har ännu **inte lyckats få igenom de viktigaste reformerna**. Sannolikt kommer den försenade nationella försäljningsskatten att införas 2016 men ansträngningarna att reformera arbetsmarknad och lagstiftningen kring landköp går trögt. De flesta reformförslag möter motstånd och protester. Ett exempel är regeringens initiativ att öppna e-handelssektorn för utländska investerare vilket lobbyorganisationer ser som ett hot mot detaljhandeln. Regeringspartiet BJP:s svaga resultat i lokalvalen lär fortsätta och bidrar till svårigheterna att få igenom de reformer som krävs för att få ytterligare fart på tillväxten.

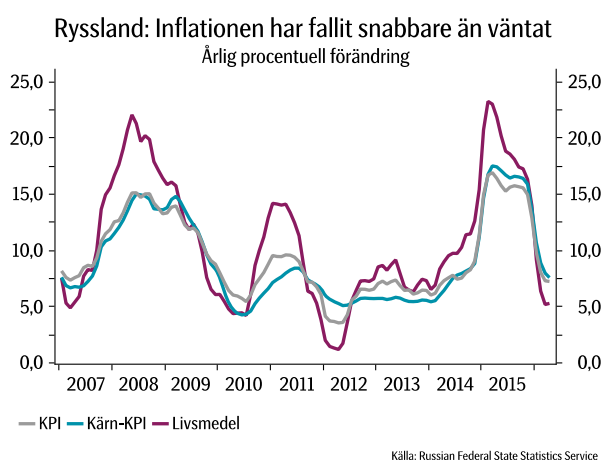
Rupien försvagades under inledningen av 2016 men har återhämtat sig och är tillbaka på ungefär samma nivå som vid årsskiftet. Minskningen av underskottet i bytesbalans och statsbudget ger stöd till valutan men återhämtningen för råvarupriserna har motsatt effekt då Indien är en nettoimportör som gynnas av låga priser. Feds väntade räntehöjningar ger endast en mindre försvagning och **vid slutet av 2016 och 2017 väntas rupien stå i 69,0 respektive 64,0 mot USD.**

Ryssland: Värsta nedgången passerad

Det förnyade oljeprisraset under slutet av 2015 och inledningen av 2016 ökade åter osäkerheten kring den ryska ekonomin. Efter att ha prissatts under 30 dollar per fat har dock oljepriset återhämtat sig under våren och vår prognos om en gradvis måttlig uppgång till ett genomsnittligt pris på 50 dollar per fat 2017 ger visst andrum för rysk ekonomi.

Statsfinanserna är dock **under fortsatt press** också med denna prisnivå. Budgetunderskottet väntas i år hamna närmare 4 procent av BNP trots att den svaga rubeln bidrar till att hålla uppe oljeintäkterna i nationell valuta. Nödvändiga besparingar kommer främst att slå igenom på offentliga investeringar men även Reservfonden kommer att användas för att täcka underskottet i statsbudgeten. Därtill kommer de statliga företagens utdelningskrav att höjas. Regeringen väntas undvika stora besparingar på sociala utgifter för att inte pressa hushållen inför parlamentsvalet i september. Samtidigt fortsätter Västs sanktioner att hämma investeringarna, speciellt i energisektorn. Utvecklingen är svårbedömd men vår prognos är att **EU inleder en försiktig uppmjukning av sanktionerna efter sommaren** men att USA:s sanktioner ligger kvar hela 2016.

Återhämtningen för oljepriset och förbättrade utsikter för realekonomin gör att den värsta ekonomiska nedgången nu passerats. De flesta ekonomiska data pekar på fortsatta fall mätt i årstakt men nedgången har bromsat in och BNP-fallet första kvartalet blev betydligt lägre än väntat och stannade vid -1,2 procent. Positivt är också att dämpningen av inflationen gått snabbare än väntat vilket minskar nedåtpressen på reallöner. **2016 väntas inflationen bromsa in till 7,3 procent** mätt som helårsgenomsnitt och till **6,0 procent 2017**. Inflationsnedgången skapar på sikt utrymme för styrräntesänkningar även om inflationen i nuläget ligger långt över målet på 4 procent. Centralbanken har lämnat styrräntan oförändrad på 11 procent sedan augusti 2015. Sänkningar bedöms inledas andra halvåret 2016 och **styrräntan ligger på 9 procent vid slutet av 2016**.



Sammantaget fortsätter recessionen ännu ett tag men mot slutet av året väntas positiv tillväxt återkomma. Prognosen för **2016** har reviderats upp, **BNP bedöms minska med 0,8 procent**. Det finns förutsättningar för återhämtning 2017 baserat på ett något högre oljepris och en uppmjukning av EU:s sanktioner. **BNP väntas öka med 1,0 procent 2017**.

Korrelationen mellan rubeln och oljepriset har försvagats något men är fortfarande stark. Rubeln var en av de valutor som föll kraftigast under inledningen av 2016 men har återhämtat sig rejält. Apprecieringen har gått snabbare än väntat och vår bedömning är att utrymmet för ytterligare förstärkning fram till årsslutet är litet från nuvarande nivå. **Rubeln väntas stå i 63,0 mot USD vid slutet av 2016 och 66,0 vid slutet av 2017**.

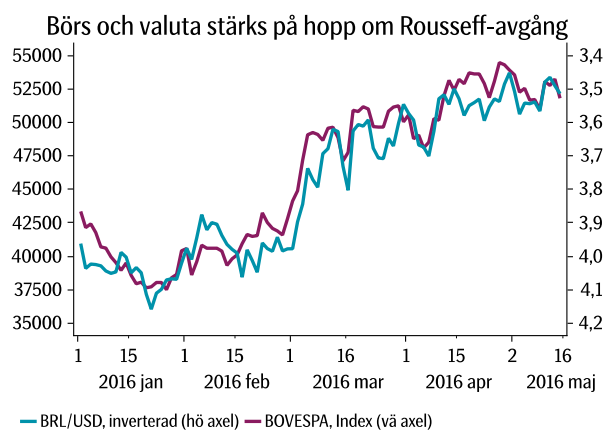
Den **inrikespolitiska risken är begränsad**. Putin har trots den skarpa ekonomiska nedgången fortfarande starkt stöd bland befolkningen. Även om hans parti Enade Ryssland är betydligt mindre populärt än vad han själv är, är det svårt att se hur den splittrade och försvagade oppositionen skulle kunna utgöra ett reellt hot i parlamentsvalet i september.

Brasilien: Skarp recession och politisk kris

Brasiliens **ekonomiska och politiska kris fortsätter**. 2015 minskade BNP med 3,8 procent och fjärde kvartalet föll BNP med 6 procent i årstakt. Nedgången är bred; fallande investeringar kompletteras nu även med en drastisk nedgång för privat konsumtion som pressas av kraftigt sjunkande

reallöner. Det finns dock **några tecken på förbättringar**. Underskottet i bytebalansen har minskat snabbt drivet av fallande import och är nu nära balans. Exporten har försiktigt börjat återhämta sig tack vare fjolårets kraftiga valutaförsvagning. Inflationen dämpas då tidigare höjningar av reglerade priser nu faller ur statistiken. Ändå ligger inflationstakten över 9 procent och vi räknar med att **inflationen som årsgenomsnitt hamnar på 8,0 procent 2016**; långt över målet på 4,5 procent. Inflationen dämpas till **6,0 procent 2017**. Det finns därmed små möjligheter att stimulera ekonomin med en mer expansiv penningpolitik. Ett **budgetunderskott på över 10 procent av BNP** gör att inte heller finanspolitiken kan användas för att stötta ekonomin. Recessionen bedöms fortsätta **2016** men **BNP-fallet** dämpas till **3,5 procent**. **2017 väntas BNP öka med 0,5 procent**.

Trots den kraftiga recessionen och stor politisk osäkerhet har **finansiella marknader återhämtat sig** sedan januari och både valuta och börs har stigit rejält. Centralbanken har intervenerat för att motverka apprecieringen av realen. Återhämtningen har delvis varit kopplad till den generella omsvängningen i sentimentet kring tillväxtekonomin och råvarupriser men optimismen har fått extra skjuts av **förväntningar** om att sittande presidenten Dilma Rousseff kommer att **tvingas avgå permanent** som ett resultat av den pågående riksprocessen. Presidentposten har tillfälligt övertagits av vicepresidenten Michel Temer.



Även om huvudscenariot är att Rousseff avgår är vår bedömning att **marknaderna är för positiva kring vad som följer efter Rousseff**. Optimismen drivs av förhoppningar om att en Temer-regering kommer att föra en mer reforminriktad politik. Temer är dock indragen i korruptionsanklagelser och det går inte att utesluta att även han kan komma att tvingas avgå. En ny regering måste dessutom hantera det mycket besvärliga ekonomiska läget. Parlamentet är fragmenterat vilket försvårar det viktiga reformarbetet. Den mest brännande frågan är det stora budgetunderskottet. Det blir en tuff utmaning att genomföra de besparingar som krävs och även med ett optimistiskt scenario väntas skuldsättningen öka rejält. Vår bedömning är att optimismen kring den väntade Rousseff-avgången kommer att vändas till pessimism och att realen åter försvagas från nuvarande nivå. **Vid slutet av 2016 och 2017 väntas realen stå i 3,75 respektive 4,00 mot USD**.

Tvekande konjunktur kantad av politisk osäkerhet

- **Små konjunkturreffekter av politiska risker**
- **Investeringar ger konsumtionen draghjälp**
- **Nollinflation under stora delar av 2016**
- **ECB avvaktar men vi har inte sett slutet än...**

Konjunkturer fortsätter i rätt riktning och BNP-ökningen första kvartalet överraskade positivt med en uppgång på 0,5 procent på kvartalsbasis. Spanien och Tyskland växer i god takt men så länge Frankrike och Italien sackar efter lyfter inte BNP-tillväxten i regionen som helhet. **Hushållen fortsätter att hålla i taktspinnen.** Även om löneökningarna är låga innebär stigande sysselsättning och låg inflation att köpkraften ökar. Investeringarna, som legat på låga nivåer i flera år, börjar försiktigt ta fart. Efterfrågan på lån ökar, liksom utlåningen om än långsamt. ECB:s expansiva politik bidrar positivt och låga räntor gynnar både hushåll och företag. Å andra sidan har euron återtagit förlorad mark mot dollarn, vilket håller tillbaka exporten. Samtidigt tyngs banksektorn, framför allt i Sydeuropa, av dåliga lån vilket ger en återhållande effekt på den ekonomiska aktiviteten. **Sammantaget växer BNP med 1,7 respektive 1,8 procent 2016 och 2017;** en nedrevidering med 0,2 procentenheter båda åren jämfört med förra *Nordic Outlook*.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

EU och eurozonen möter politisk motvind

Europasamarbetet sätts nu på prov i en rad frågor. **Grexit-frågan** hänger latent över regionen även om huvudprognosen är att en lösning kring stödprogrammet nås. Flyktingkrisen har illustrerat EU:s oförmåga att gemensamt kunna agera resolut i akuta frågor. I kombination med besparingspaket och hög

arbetslöshet har detta skapat jordmån för framgångar för en rad olika typer av EU-kritiska missnöjespartier. På kort sikt tror vi dock inte att de **ekonomiska konsekvenserna av den ökade politiska osäkerheten blir speciellt stora.** Att gränskontroller nu hotar Schengensamarbetet skapar problem för pendlare och varutransporter men påverkar egentligen inte de grundläggande fria rörligheterna inom EU.

På sikt kan dock den politiska utvecklingen få klart större negativa effekter. Om EU-fientliga partier når så stora framgångar att de får avgörande politiskt inflytande i vissa länder kommer beslutskraften i EU att hämmas rejält då många beslut kräver acceptans av samtliga medlemmar. Flera val framöver, i juni i Spanien som haft problem att bilda en ny regering, och nästa år i Tyskland och Frankrike skapar viss osäkerhet. Brexitfrågan kommer också att få betydelse.

Oavsett om Storbritannien stannar i EU eller inte kommer spelplanen att förändras. Ett nej innebär att en utträdesprocess inleds där EU måste balansera mellan att försöka behålla goda relationer med Storbritannien och samtidigt undvika att andra länder uppmuntras att gå samma väg. Även med vårt huvudspår att Storbritannien stannar i EU förändras spelplanen. Landets undantag visar tydligt att vi har ett EU med två spår, inte som tidigare två hastigheter. Det är inte osannolikt att fler länder vill ha liknande undantag, vilket ytterligare delar upp medlemsländerna i en grupp som vill fördjupa samarbetet mot mer federalism och en annan grupp som vill gå i motsatt riktning. Denna konfliktlinje kommer också att finnas inom eurozonen.

Fallande arbetslöshet och besparingar gör att **offentliga finanser förbättras.** Den offentliga skuldkvoten föll 2015 till 90,7 procent av BNP; första nedgången sedan 2008. Underskotten minskar men ligger fortsatt över 3 procent av BNP i bl a Grekland, Spanien och Frankrike. Flera aktörer, bl a ECB och IMF, förordar nu en mer **expansiv finanspolitik för att avlasta penningpolitiken**, men underskotten begränsar manöverutrymmet i de flesta länder. Det är inte heller så lätt att följa IMF:s och ECB:s råd att genomföra strukturella reformer som ger tillväxtkraft även om de är finansierade. Att reformera t ex skattesystem, arbetsrätt eller socialförsäkrings-system är politiskt svårt, tar tid och riskerar att gynna missnöjespartier ytterligare. Vi väntar oss därför inte några snabba resultat eller effekter i närtid även om en större **tolerans till underskott gör att finanspolitiken överlag blir svagt expansiv.** Underskotten förbättras sakta och faller till 1,6 procent av BNP 2017 då samtidigt den offentliga skulden når 90 procent av BNP.

Indikatorer pekar på måttlig tillväxt

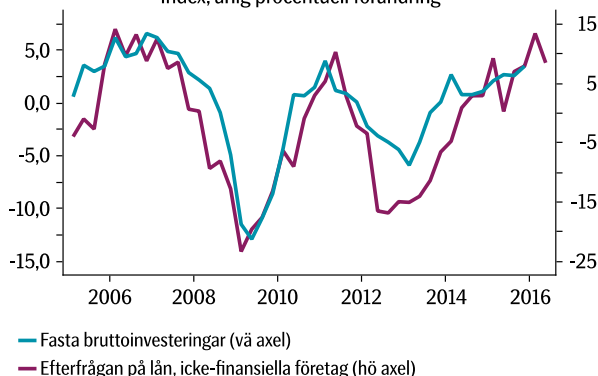
Sentimentsindikatorer har generellt försvagats något hittills i år och PMI för regionen som helhet föll i april till 53,0. Alla de fyra stora ekonomierna ligger över 50 med något högre nivåer i Tyskland och Spanien jämfört med Frankrike och Italien. Minskad oro för den globala industrikonjunkturen och utvecklingen i Kina **väntas stabilisera utsikterna framöver**. Orderläget är hyfsat, framför allt för inhemska sektorer. Inom industrin ser vi att producenter av konsumentvaror visar starkare siffror än investerings- och insatsvarusektorer vilket också återspeglats i produktionsstatistiken den senaste tiden. Denna tudelning mildras något framöver när export och investeringar väntas bredda tillväxtbasen.

Produktionen i tillverkningsindustrin inledde 2016 hyfsat och en viss ytterligare förbättring väntas framöver. Trenden det senaste året har varit positiv och leds av Spanien. Senaste månads-siffrorna visar att produktionen i tillverkningsindustrin nu också i Frankrike och Italien växer snabbare än i Tyskland. **Totalt väntas industriproduktion öka med 2 procent 2016 och 2017.** Exporten har växlat upp och ökade med 5 procent 2015. Senaste månaderna har dock ökningstakten bromsat in, men vår prognos om att euron åter försvagas i kombination med något starkare världskonjunktur stöttar exporten framöver. Vi räknar med uppgångar i storleksordningen **4,0-4,5 procent per år 2016 och 2017 för regionen som helhet.**

Investeringsåterhämtning på gång

Den långa perioden med svag efterfrågan har pressat ned investeringarna till en nivå som nu ligger 4 procent av BNP lägre än innan krisen. Utsikterna är en måttlig återhämtning kommande år. Trots vacklande konjunktur de senaste åren ligger kapacitetsutnyttjandet förvånansvärt högt; de senaste årens låga investeringar börjar hämma företagens produktionspotential. Företagens framtidsförväntningar ligger nu på hyfsade nivåer och i en sådan miljö tror vi att man i högre utsträckning än tidigare genomför utbyggnadsinvesteringar som en respons på stigande efterfrågan. **Investeringarna väntas därför öka med 3 procent per år 2016 och 2017.**

Ökad efterfrågan på lån, stigande investeringar
Index, årlig procentuell förändring



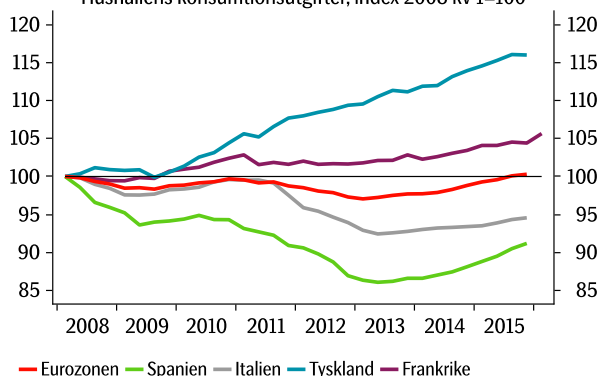
Källa: ECB

Sysselsättningen stöttar konsumtionen

Konsumtionen har varit en viktig drivkraft för efterfrågan och tillväxt det senaste året. Även om konsumentförtroendet fallit

tillbaka något är nivån tillräckligt hög för att vara förenlig med en fortsatt expansion. Framför allt bidrar fallande arbetslöshet och stigande sysselsättning till att hålla uppe förtroendet och köpkraften. Detaljhandeln utvecklas hyfsat enligt senaste statistiken och den konjunkturkänsliga bilförsäljningen har det senaste kvartalet uppvisat en tillväxt på 10 procent i årstakt. Sammantaget räknar vi med att **konsumtionen ökar med drygt 1,5 procent per år 2016 och 2017.**

Konsumtion: Stora regionala skillnader
Hushållens konsumtionsutgifter, index 2008 kv 1=100



Källa: Macrobond

Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras

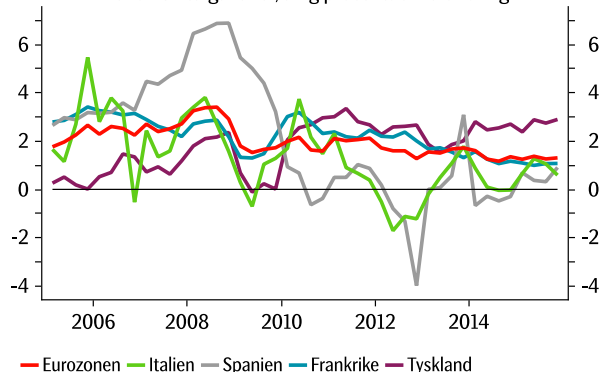
Arbetsmarknaden fortsätter att gradvis utvecklas i en positiv riktning men utmaningarna är alltjämt stora. **Arbetslösheten föll till 10,2 procent i mars**; 1 procentenhet lägre än för ett år sedan. Fallet är bredbaserat men går i olika hastighet i olika länder. Det är ökad sysselsättning som överlag driver ned arbetslösheten. Spanien sticker ut även här med en uppgång på nära 3 procent jämfört med för ett år sedan. **Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden fortsätter.** Att inhemsk efterfrågan, inte exportinriktad tillverkningsindustri, fortsätter att driva tillväxten ger på marginalen större sysselsättnings-effekter. **Mått som årsgenomsnitt faller arbetslösheten till 10,1 procent 2016 och 9,6 procent 2017.**

Strukturella problem och trögheter både inom och mellan länder samt den dramatiskt djupa lågkonjunkturen i vissa branscher, t ex byggsektorn har bidragit till att jämvikts-arbetslösheten ökat de senaste åren. Vi bedömer att den nu ligger runt 9 procent. Det innebär att det finns lediga resurser under hela prognosperioden **i regionen som helhet och att lönetrycket är lågt.** Samtidigt innebär den höga jämviktsnivån att fortsatta strukturella reformer krävs för att arbetslösheten inte ska plana ut på en nivå klart högre än innan krisen. Det gäller framför allt krisländerna. I Spanien ligger t ex arbetslösheten idag på 20 procent och vi bedömer jämviktsnivån till ungefär 15 procent; en nivå som sikt kommer att skapa både sociala och offentligfinansiella problem.

Inflationen fortsatt låg under lång tid

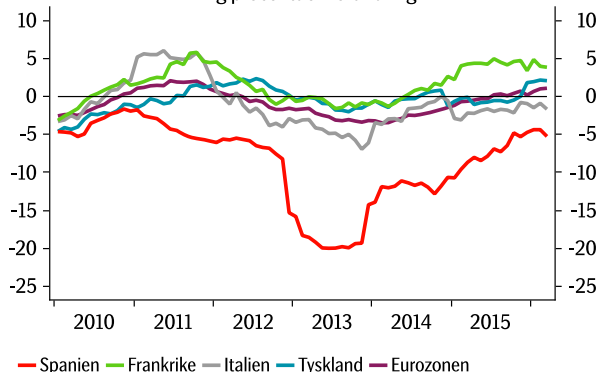
Den höga arbetslösheten håller tillbaka löneökningarna på ca 1 procent i många länder medan Tyskland sticker ut med 3-procentiga ökning. Vi räknar med att detta mönster består de närmaste åren. Konkurrenskraften har förbättrats tydligast i Irland, Grekland och Spanien de senaste åren men det finns behov av att fortsätta denna process.

Tyska löner ökar mer än genomsnittet
Genomsnittliga löner, årlig procentuell förändring



Källa: ECB

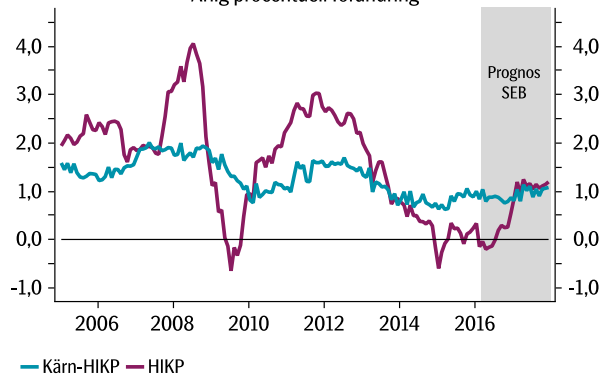
Utlåningen ökar, men inte överallt
Årlig procentuell förändring



Källa: ECB

Pristrycket är och förblir lågt. Inflationsutsikterna är i stort sett oförändrade jämfört med förra *Nordic Outlook*. Även om skillnaderna minskat ligger prognosen fortsatt lägre än konsensus och ECB. Låga energi-, råvaru- och matpriser fortsätter att hålla ned prisutvecklingen. Till det kommer ett lågt internationellt pristryck och svaga löneökningar vilket är en återhållande faktor även för kärninflation och medelfristiga inflationsutsikter. Vår bedömning är att **inflationen ligger kvar nära noll till slutet av 2016**, och att baseeffekter från tidigare oljeprisfall sedan lyfter inflationen till kring 1 procent. **Kärninflationen ligger i stort sett still kring nuvarande nivå 1 procent hela prognosperioden.**

Nollinflation stora delar av 2016
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, SEB

ECB i vänteläge, men mer kan komma

Efter att ha överraskat marknaden i mars med ett brett paket av åtgärder med sänkta räntor, utökade tillgångsköp inklusive köp av företagsobligationer och nya lån till banker (TLTROII), lämnade ECB i april penningpolitiken oförändrad. **Fokus är nu på att implementera åtgärderna** vilket innebär att vi inte förväntar oss några nya åtgärder i närtid. ECB:s obligationsprogram löper till mars 2017 eller så länge det behövs och TLTROII löper till samma datum. Det gör att stimulanserna ökar succesivt det kommande året även utan nya aktiva beslut.

ECB fortsätter att pressas av en låg inflation och låga inflationsförväntningar samtidigt som man reviderat tillväxtutsikterna under våren. Dessutom hämmar den **fragmenterade situationen i banksystemet penningpolitikens verkningssgrad**. IMF uppskattar mängden dåliga lån i regionen till 900 miljarder euro. I t ex Italien, som visserligen tagit steg framåt genom att skapa en mekanism för att lyfta av dåliga lån (360 miljarder euro) från balansräkningarna, kämpar bankerna fortsatt med en stor mängd dåliga lån vilket hämmar utlåningen. Att banksektorn står för en klar majoritet av kapitalförsörjningen (ca 85 procent) inom eurozonen gör frågan extra viktig. ECB försöker nu möta problemet på olika sätt. TLTROII (lån till som lägst -0,4 procent i ränta) ger generellt lägre räntor för företag och därtill kommer att företag som direkt finansierar sig via kreditmarknaderna kan dra fördel av ECB:s köp av företagsobligationer.

Om vi har rätt i vår inflationsprognos står ECB inför ytterligare nedrevideringar. Detta i kombination med att det inte är sannolikt att ECB helt skulle avsluta sina obligationsköp i mars 2017 gör att vi tror att tillgångsköpen fortsätter, om än i minskad takt, under hela 2017. Om TLTROII-lånen visar sig vara framgångsrika är det sannolikt att ECB väljer att utöka dessa efter mars 2017 samtidigt som obligationsköpen minskas eller till och med upphör – kreditlättnader får en större policyroll än QE-politik. Ytterligare räntesänkningar är inte huvudspåret på grund av bl a svagt banksystem. Att ECB under våren valt flera olika former av okonventionell penningpolitik tyder på att man ser ytterligare räntesänkningar som ett smidigare effektivt vapen, bl a beroende på de problem det skapar. Dessutom pekar den globala penningpolitiska debatten på att vi är nära **vägs ände för räntepolitiken** och att finanspolitiken istället måste hjälpa till. Sammantaget ser vi allt tydligare tecken på att den gemensamma penningpolitiken skapar spänningar, såväl via räntenivå som växelkurs. Tysk ekonomi stimuleras t ex av konstlat svag euro och nedpressad räntenivå, men detta skapar också problem genom att driva upp bopriser och pressa pensionsindustrin.

“Stanna-sidan” går segrande ur striden

- Tillfällig tillväxthicka
- Inflationen rör sig sakta mot målet
- Maklig räntenormalisering

Det mesta i brittisk ekonomi kretsar nu runt Brexit. Den förestående omröstningen om EU-medlemskap bidrog till att BNP-tillväxten under det första kvartalet blev den svagaste sedan 2012. Trots att inbromsningen bedöms tillfällig och ”stanna sidan” väntas vinna har prognosen reviderats ned; **BNP växer med 1,9 procent i år respektive 2,3 procent nästa år**. Efter nollinflation i fjol stiger priserna framöver men utan att signalera att räntenormaliseringen är förestående; **inflationen blir låga 0,6 procent i år respektive 1,7 procent 2017**. Liksom tidigare är bedömningen att **den första räntehöjningen kommer i februari 2017** och att styrräntan ligger på 1,00 procent i slutet av prognosperioden. Marknadsprissättningen, som rört sig kvickt uppåt på sistone, pekar fortfarande på något makligare höjningstempo. **Arbetslösheten**, som redan noteras i linje med jämviktsarbetslösheten, **faller långsamt till 4,7 procent i slutet av 2017**. Det matchar botten i den förra konjunkturcykeln.

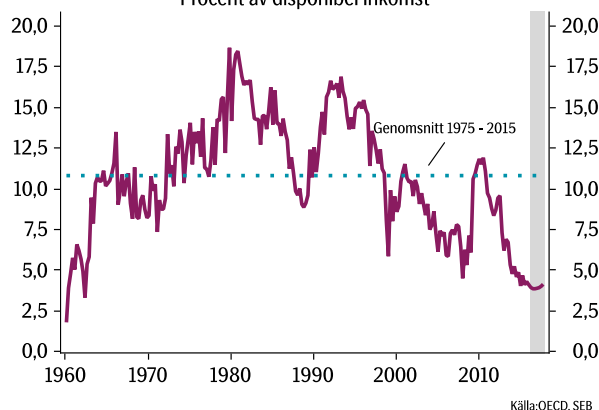
Att brittisk ekonomi bromsar gynnar ”stanna-sidan” och finansminister Osborne har tagit chansen att bistert varna för vad ett utträde kan medföra. De senaste månadernas vikande förtroendeindikatorer hos såväl hushållen som företagen talar för att också det andra kvartalet lär bjuda på tillväxtbesvikelser. Det finns dessutom tecken på att **investerings- och anställningsbeslut skjuts på framtiden** i avvaktan på röstningsresultatet den 23 juni. Tillväxten i sysselsättning har t ex bromsat markant men en förklaring till det kan också vara att arbetsgivarna blivit försiktiga inför **införandet av lagstadgad minimilön** (National Living Wage) i april.

Samtidigt som opinionsläget tyder på en relativt jämn kamp visar vadslagsfirmorna en förkrossande sannolikhet för att Storbritannien ska välja att stanna kvar i EU – vilket är vårt huvudscenario. Den så kallade ”Panamaläckan” verkar alltså endast tillfälligt ökat motståndarsidans chanser; premiärminister Camerons skademinimerande åtgärder tycks framgångsrika. Brittisk ekonomi är samtidigt i underliggande rätt bra skick och **förutsättningarna är goda för hushållen att fortsätta dra det tyngsta tillväxtlasset** trots den rekordlåga sparkvoten på 3,8 procent i slutet av ifjol. Förändringar i statistiska mätmetoder har i hög grad bidragit till att pressa sparkvoten, vilket gör att vi inte ser den låga nivån som ett alltför starkt hot mot konsumtionen. Tvärtom

talar kombinationen lägre arbetslöshet och stigande bostads- och aktiepriser för att sparkvoten kan falla ytterligare.

Hushållens konsumtion väntas därför öka med 1,9 procent 2016 respektive 2,6 procent 2017, vilket är i linje med tillväxten i reala disponibla inkomster och således också med oförändrat sparande.

Hushållens sparkvot är låg
Procent av disponibel inkomst



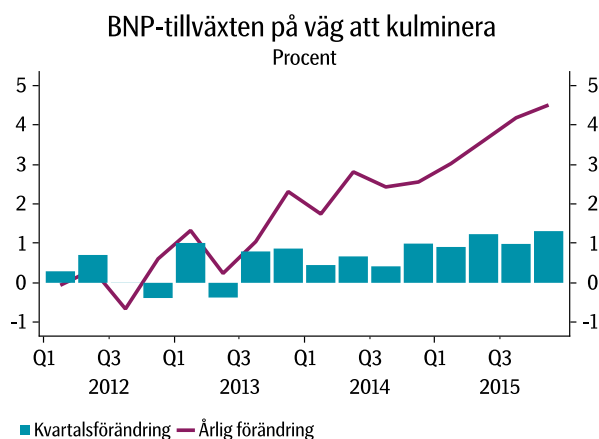
Underskottet i **bytesbalansen uppgick i slutet av 2015 till på 7 procent av BNP**, vilket är rekordnotering under efterkrigstiden. Givet tumregler att 3-procentiga underskott är långsiktigt hållbara kan situationen te sig oroväckande och pundnegativ. Lugnande är dock att underskottet i hög grad drivs av att utländska direktinvesteringar i Storbritannien ökar snabbare och ger bättre avkastning jämfört med brittiska direktinvesteringar utomlands.

Inflationen når inte 2 procent förrän i början av 2018, enligt såväl våra som centralbankens prognoser. Bank of England vill se snabbare tillväxt samt högre inhemskt kostnadstryck och kärninflation innan höjningarna påbörjas. Att lönetillväxten tappat tempo talar också emot snara höjningar. Vi räknar därför med första räntehöjningen dröjer till februari 2017. **I slutet av 2017 står den viktigaste styrräntan i 1,00 procent**. Opinionsläget har lyft marknadsprissättningen något och en styrränta på 0,73 procent prisas i slutet av prognosperioden. Att de politiska riskerna minskat har också stärkt pundet i vår, framför allt mot dollarn. Det ”stanna”-utfall i folkomröstningen vi förutser stärker pundet ytterligare. Efter omröstningen tar de realekonomiska utsikterna över som huvudsakliga drivkrafter för penningpolitiken. Därmed stärks pundet mot euron och rör sig således mot dollarn. **EUR/GBP står i 0,75 och GBP/USD i 1,47 i slutet av 2016**.

Fortsatt tillväxt över trend men växande obalanser

- **Stark BNP-tillväxt men kulmen är nådd**
- **Rekordtillväxt i offentlig konsumtion**
- **Resursutnyttjande mot historiska toppar**
- **Integrationsproblem ger stigande NAIRU**
- **Högre inflation men fortsatt under målet**

Tillväxttakten har gradvis accelererat de senaste tre åren och nådde fjärde kvartalet 2015 4,5 procent i årstakt. Även om BNP saktar in något växer ekonomin också framöver snabbare än sin långsiktiga trend. **Vi räknar med att BNP ökar med 4,0 procent i år och 2,8 procent 2017.** Uppgången drivs främst av stark inhemsk efterfrågan, där ökade resurser för flyktingmottagning i år bidrar till rekordhöga ökningar för offentlig konsumtion. Uppgången i bostadsbyggandet dämpas något jämfört med 2015, men fortsätter att vara en viktig drivkraft för tillväxten. Exporten stöts av en relativt svag krona i spåren av Riksbankens stimulanser, men effekten hämmas av svag omvärldsefterfrågan samt att många företag inte ser växelkurseffekten som varaktig.



Att BNP-tillväxten i relativt hög grad drivs av flyktingrelaterade utgiftsökningar samtidigt som obalanserna på arbetsmarknaden ökar är ett riskmoment på sikt. **Misslyckas integrationen av de nyanlända uppstår stora sociala problem samtidigt som skatthöjningar på sikt blir nödvändiga.** Detta skulle i sin tur kunna försvaga Sveriges möjligheter att konkurrera med andra länder om attraktiv arbetskraft. Att prognosen för antalet asylsökande framöver justerats ned betydligt mot bakgrund av den inhemska politikomläggningen och situationen i Europa ger dock regeringen större manöverutrymme i finanspolitiken.

Den goda konjunkturen fortsätter att förbättra offentliga finanser överlag och vi räknar med att finanspolitiken blir mer expansiv ju närmare valet 2018 vi kommer (se temaartikel).

Låga internationella prisökningar och betydande ledtider mellan stigande resursutnyttjande och inflationsimpuls gör att KPIF ligger kvar under 2 procent 2016-2017. Riksbanken behöver troligen justera ner inflationsprognosen ytterligare vilket ger risker för mer stimulanser. Vår bild är dock att direktionen gradvis skiftar fokus mot stigande resursutnyttjande och blir något mer tolerant när det gäller tidpunkten för inflationsmålens uppfyllande. Huvudscenariot är därför att **inga ytterligare stimulanser genomförs och den första räntehöjningen kommer i april 2017**; något senare än tidigare förutspått.

Det är också troligt att Riksbanken i något högre grad kommer att börja "luta sig mot vinden" och beakta riskerna med uppdrivna bostadspriser och hushållens skuldsättning vid utformningen av penningpolitiken. Men de makrotillsynsåtgärder som nu är på väg att införas eller konkreta förslag från de pågående bostadspolitiska samtalen, räcker inte för att stoppa boprisuppgången. Att bostadsbristen förvärras trots ökat byggande bidrar till en prisuppgång med 10 procent i år varpå priserna planar ut 2017. **En kraftig nedgång i bostadspriserna förblir dock på sikt den viktigaste nedåtricken i prognosen.**

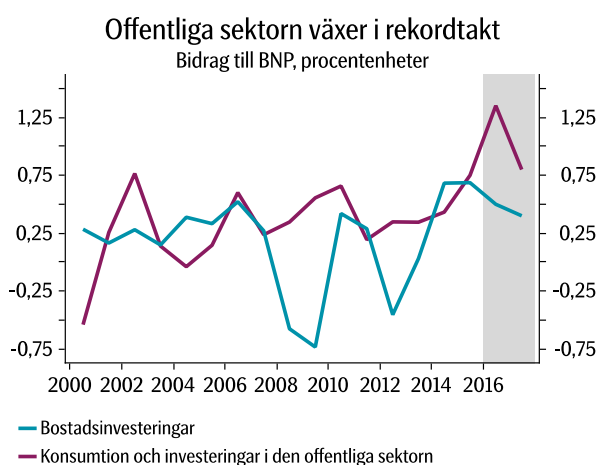
Industrin tvekar att nyinvestera

Trots viss motvind från en ljum internationell konjunktur har varuexporten utvecklats relativt starkt sedan mitten av förra året. Det gör att faktiska siffror för export och industriproduktion nu ligger mer i fas med PMI och Konjunkturinstitutets (KI) barometrar som signalerar tillväxt ungefär i linje med det historiska snittet. Vår relativt optimistiska prognos för 2016 bygger dock på att den globala industrikonjunkturen återhämtar sig den närmaste tiden. Tjänsteexporten fortsätter att växa snabbt, även om en viss dämpning sker jämfört med 2015, vilket bidrar till att **den totala exporten väntas öka med 5,8 respektive 4,6 procent 2016 och 2017.**

Att industriföretagen planerar att dra ned investeringarna i år (enligt SCB:s investeringsenkät) utgör en varningssignal för industrikonjunkturen. De planer som anges i början på året brukar dock kunna justeras markant och givet vår prognos om en fortsatt expansion av export och produktion räknar vi med **att investeringsnivån i år blir oförändrad jämfört med 2015.** Investeringsplanerna i det inhemskt orienterade näringslivet är mer expansiva. Dessutom är det troligt att offentliga investeringar börjar öka snabbare i år efter en utplaning 2015.

Bostadsbyggandet har ökat med mellan 15 och 20 procent de senaste två åren. Antalet påbörjade bostäder under 2015 var

det högsta sedan början av 1990-talet. Uppgången fortsätter i år, men en viss utplaning mot slutet av 2015 tyder på en avtagande tillväxttakt 2016. Bostadsbyggandet som andel av BNP ligger dock fortsatt på en måttlig nivå samtidigt som behovet av en ytterligare upptrappning illustreras av att dagens volymer inte ens når upp till hälften av de 100 000 lägenheter per år som Boverket uppskattar kommer att behövas fram till 2020. En trög byggprocess och påtaglig ideologisk splittring mellan de politiska partierna avseende lämpliga stimulansmetoder dämpar dock ökningstakten framöver. Det i utgångsläget höga resursutnyttjandet i byggsektorn begränsar också potentialen och bidrar till vår prognos om att bostadsinvesteringarnas bidrag till BNP-tillväxten minskar från 0,75 procentenheter 2015 till 0,4 år 2016 och 2017. Ökningstakten för de totala investeringarna i ekonomin **dämpas också något från 7,3 procent 2015 till 6-6½ procent 2016 och 2017.**



Rekordstark expansion i offentlig sektor

Den offentliga konsumtionen ökade med 2,5 procent 2015; den högsta takten sedan slutet av 1990-talet. Uppgången drivs främst av utgifter för boende, hälsovård och uppehälle till asylsökande; under 2015 och 2016 väntas över 200 000 söka asyl i Sverige. I ett senare skede i asyl- och integrationsprocessen är det främst kostnader för utbildning och permanent boende som påverkar prognosbilden. Sammantaget ökar offentlig konsumtion med nästan 4 procent i år, vilket ger ett bidrag till BNP-tillväxten på nästan 1 procentenhet. Adderar man också offentliga investeringar **blir bidraget nästan 1,5 procentenheter, vilket är det högsta bidraget sedan 1980-talet.**

Vår prognos bygger på Migrationsverkets huvudscenariot där antalet asylsökande justerats ned till 60 000 per år under 2016 och 2017; 40 000 lägre per år jämfört med tidigare huvudscenariot. Mot bakgrund av gällande gränskontroller och situationen i Europa **tyder mycket på att prognosen kommer att justeras ned ytterligare**, även om osäkerheten är stor. Utgiftstrycket för 2016 påverkas inte så mycket av antalet asylsökande i år; konsekvenserna blir större i ett längre tidsperspektiv. Till en del motverkas också lägre direkta kostnader för flyktingmottagandet av ökande utgiftstryck för etablering och integration.

Konsumtionen växer trots försiktiga hushåll

Hushållens konsumtion stöds av fortsatt god köpkraftstillväxt, stigande tillgångspriser och ökande sysselsättning. Låg inflation, delvis beroende på fallande energipriser, gör att hushållens reala inkomster för andra året i rad växer med mer än tre procent 2016. **Vi räknar med att den privata konsumtionen stiger i nästan samma takt både 2016 och 2017** (2,9 resp. 2,8 procent). Att sparandet i utgångsläget ligger på en historiskt sett mycket hög nivå indikerar en potential för ännu högre konsumtionstillväxt. Men det höga sparandet återspeglar troligen en bestående osäkerhet om stabiliteten i såväl den internationella som den inhemska ekonomin, inte minst när det gäller prisutvecklingen på bostadsmarknaden.

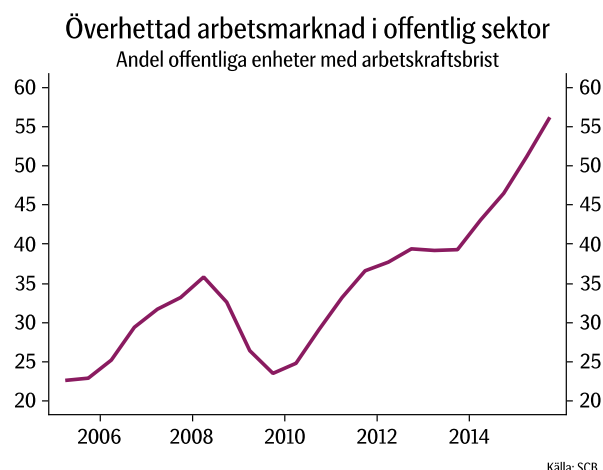
Trög arbetslöshet trots många nya jobb

Den starka BNP-tillväxten gör att uppgången i sysselsättning accelererar till nästan två procent i år, efter en uppgång på ca 1½ procent 2014 och 2015. Trots snabb jobbtillväxt har stigande arbetsdeltagande gjort att arbetslösheten hittills i år varit högre än väntat. På kort sikt räknar vi **med att arbetslösheten faller tillbaka ned mot 6 procent** eftersom uppgången i arbetsutbud knappast kan matcha den snabba jobbtillväxten. Men mot slutet av prognosperioden vänder arbetslöshetskurvan upp igen när det stora antalet flyktingar som anlant de senaste åren börjar komma ut på arbetsmarknaden. Möjligen dröjer uppgången i arbetslösheten ytterligare något år med tanke på de långa ledtider som gäller innan nyanlända står till arbetsmarknadens förfogande.

Alltmer ansträngt resursutnyttjande

Osäkerheten om hur mycket lediga resurser som egentligen finns på arbetsmarknaden är ovanligt stor. Antalet arbetslösa med låg eller ingen utbildning ökar för närvarande snabbt och uppgången kommer med stor sannolikhet att fortsätta. Därtill har den statistiska osäkerheten ökat. Arbetskraftsundersökningen (AKU) grundar sig på telefonintervjuer och en allt lägre svarsfrekvens är illavarslande. Det tar också tid innan förändringar i befolkningens sammansättning slår igenom i register som ligger till grund för AKU. Att arbetslösheten enligt Arbetsförmedlingens alternativa mått ligger drygt ½ procentenhet högre indikerar en risk för att AKU underskattar nivån. En viss skillnad i denna riktning är dock logisk eftersom nyanlända i högre grad än andra är inskrivna på Arbetsförmedlingen.

Indikatorer på resursutnyttjandet, som t ex andelen företag som uppger att de har svårt att hitta arbetskraft enligt KI:s barometer, har stigit under de senaste två åren och ligger nu en bit över det historiska snittet. Riksbankens resursindikator, som sammanfattar ett stort antal liknande indikatorer, bekräftar **bilden av att resursläget nu är mer ansträngt än det historiska snittet** (se graf i avsnitt om penningpolitik). Arbetsförmedlingens undersökning visar dessutom att resursläget i offentlig sektor redan andra halvåret 2015 var betydligt mer ansträngt än det varit någon gång sedan mätningen startade 2005. Starkt ökande sysselsättning i offentlig sektor talar för att resursläget fortsätter att stiga i år och det finns tecken på att det har börjat påverka löneutvecklingen inom t ex vård och utbildning.



Vi att resursutnyttjandet är nära sin normalnivå och att **jämviktsarbetslösheten ligger mellan 6½ och 7 procent**. Att en stigande andel av de utrikesfödda som nu är på väg in i arbetskraften har låg eller ingen utbildning innebär stora utmaningar för den ekonomiska politiken. I nuläget är det svårt att spåra någon politisk samsyn om vad som behöver göras. Regeringen kommer troligen fortsätta att satsa på utbildning och subventionerade jobb, men det är inte troligt att detta är tillräckligt för att förhindra att jämviktsarbetslösheten stiger. Det skulle innebära att arbetslösheten i Sverige fastnar på nivåer som ligger långt över vad som gäller i t ex USA, Japan och Tyskland och **att målet att nå EU:s lägsta arbetslöshet 2020 ter sig avlägset**. Att den svenska sysselsättningsgraden ändå är mycket hög i ett internationellt perspektiv modererar dock den negativa bilden av arbetslöshetssituationen.

Låga avtal men ny avtalsrörelse börjar snart

Lönerörelsen är nu i stort sett avslutad. Trots att LO misslyckades med att koordinera de fackliga kraven och att strejkvarslen duggade tätt i mars **följde de inhemska sektorerna det märke på 2,2 procent som industrin satte**. Därmed landade avtalen i genomsnitt ett par tiondelar lägre än vad vi förutspådde. Därtill har inkommande statistik för totala löner hittills under 2016 överraskat på nedsidan, vilket följer mönstret från de senaste tre åren. Löneprognosen har därför justerats ned från 3,1 till 2,7 procent. Eftersom ettåriga löneavtal dominerade i år kommer nästa avtalsrörelse snart igång och genomförs således i ett stramare arbetsmarknadsläge. Därmed räknar vi med att **såväl avtalade löner som löneglidningen växlar upp och att de totala lönerna stiger med 3,5 procent**, vilket även är i linje med Riksbankens bedömning.

Konjunkturrellt högre inflation tidigare 2017

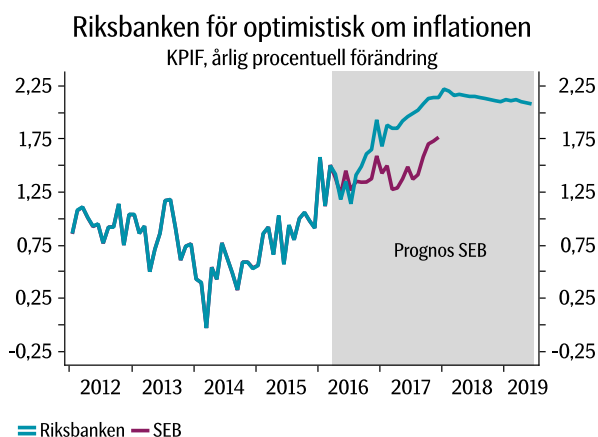
Inflationen har överraskat på uppsidan hittills under 2016 och är nu **hög i ett internationellt perspektiv**. KPIF noterades i april till 1,4 procent och KPIF exklusive energi till 1,8 procent, vilket dock var en viss nedgång jämfört med marsnoteringarna som drevs upp en säsongsmässig topp för resor samt temporära prisökningar på grönsaker. Avtagande tryck uppåt från tidigare kronförsvagning samt ovanligt stora höjningar av indirekta skatter 2015 gör att den underliggande inflationen (mätt med KPIF exkl. energi) fortsätter att falla

under 2016 och början av 2017 **medan KPIF-måttet rör sig sidledes runt 1,5 procent**. Samtidigt finns tecken på att det inhemska inflationstrycket ökar, framför allt genom att tjänstepriserna ökar betydligt snabbare än under de senaste åren.

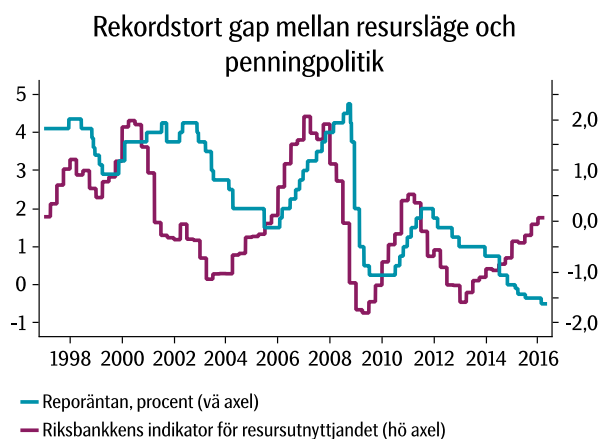
Vår grundsyn är dock att **stigande resursutnyttjande påverkar pris- och lönebildning med avsevärd fördröjning**. Delar av KPI-korgen påverkas därtill knappast alls av marknadskrafter. Hyrorna, som väger 12 procent i korgen, utgör ett viktigt exempel och ökningstakten stannar där på 0,7 procent trots den akuta bostadsbristen. Låga internationella prisökningar samt indirekta effekter av prisfallen på olja och andra råvaror bidrar också till att KPIF förblir lägre än 2 procent under hela 2017. KPI-inflationen når 2 procent i slutet av 2017 när Riksbankens höjningar ökar räntekostnaderna för egnahem.

Gradvis omprövning för Riksbanken

Huvudscenariot innebär att Riksbanken inte genomför några ytterligare penningpolitiska stimulanser i denna cykel och att **den första räntehöjningen kommer i april 2017**, d v s något tidigare än vad Riksbankens egen bana indikerar. Därefter räknar vi med ytterligare två räntehöjningar under andra halvåret, vilket ger en reporänta på +0,25 procent i slutet av 2017. Huvudskälet är att resursutnyttjandet stiger till ansträngda nivåer och att detta gradvis får större betydelse för direktionen. Vi kan redan nu se tendenser till att vissa direktionsmedlemmar signalerar ökad beredskap att acceptera att det tar lite längre tid att få upp inflationen till målet, bl a mot bakgrund av den starka tillväxten. På sikt tror vi också att rekommendationen i King/Goodfriend-utvärdering att Riksbanken bör vara mer tolerant mot avvikelser från inflationsmålet påverkar direktionens tänkande. Utvärderarnas syn att Riksbanken inte helt kan avhända sig ansvaret för att förhindra excesser på bostadsmarknaden och i hushållens upplåning som hotar den finansiella stabiliteten kan också få genomslag på lite sikt.



Det kan dock inte uteslutas att direktionen det närmaste halvåret känner sig tvingad att leverera ytterligare stimulanser. En utlösande faktor skulle kunna vara att **man troligen måste revidera ned inflationsprognosen än en gång** det närmaste halvåret. Men den största risken är nog förknippad med ECB:s agerande. Skulle ECB utöka sina stimulanser markant kan pressen uppåt på kronan uppfattas som för stark.



Källa: Riksbanken, Macrobond

Riksbankslag och penningpolitik under omprövning

Senvinterns riksbanksutvärdering (King-Goodfriend) går nu in i nästa fas: 1. översyn av **riksbankslagen** och 2. eventuell påverkan på **penningpolitikens utformning**. Lagöversynen som nu inleds väntas ta flera år och beröra frågor som Riksbankens ansvar för finansiell stabilitet och valutapolitik. Vår bedömning är dock att beslutet ligger fast att Finansinspektionen har huvudansvaret för makrotillsyn. Rollfördelningen mellan regering och Riksbank avseende valutapolitik ser vi också som tillräckligt tydlig; mer betydelsefullt för Riksbanken och kronhanteringen är globala ställningstaganden om t ex interventioner.

"King"-utredningen, eller lagöversynen, förväntas **inte utlösa någon dramatisk förändring av ramverket för svensk penning- och valutapolitik revolution**. Mycket talar för att **inflationmålet** kan komma att utvärderas med ett annat mått (t ex med HIKP eller KPIF) och att flexibiliteten ökar genom införandet av ett toleransintervall för inflationmålet och/eller högre acceptans för mer tid att nå målet. I nuläget skulle sådana förändringar minska trycket på Riksbanken att göra politiken mer expansiv. Att lagöversynen skulle resultera i att Riksbanken också får arbetsmarknadsrelaterat mål bedömer vi som osannolikt; det avfärdades även i "King"-utredningen. Vår bedömning är att Riksbanken efter sommaren kan tydliggöra mindre modifieringar i det penningpolitiska ramverket när inflationen nått lite högre och mer stabil nivå.

Högre räntemarginal mot Tyskland på sikt

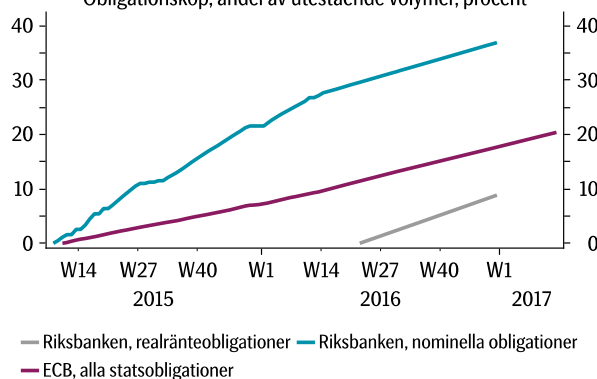
Ränteskillnaden mellan svenska och tyska 10-åriga statsobligationer har det senaste halvåret ökat till 60-70 räntepunkter, vilket är paritet med toppnivåerna de senaste 15 åren. ECB:s omfattande obligationsköp har återigen tryckt ned tyska räntor till bottenivåerna från våren 2015. Jämför man omfattningen mellan ECB:s och Riksbankens obligationsköp kan man konstatera att ECB:s är större som andel av BNP, men den relativt låga svenska statsskuden gör att Riksbankens innehav motsvarar en betydligt större andel av obligationsstocken. I slutet av 2017 motsvarar Riksbankens innehav 37 procent av stocken vilket kan jämföras med ECB:s knappa 20 procent. Än så länge har inte Riksbankens köp pressat ned räntorna i samma utsträck-

ning samtidigt som marknadsstörningarna varit begränsade. Detta beror främst på att utländska investerare minskat sina innehav. Vi tror dock att Riksbanken gradvis får svårare att hitta säljare, vilket skulle **pressa ned svenska räntor och minska marginalen mot Tyskland** det närmaste halvåret.

Under 2017 är det dock rimligt att räkna med att marginalen åter vänder upp i takt med att Riksbankens räntehöjningar börjar levereras. Det är också troligt att låg likviditet gör att svenska obligationer börja handlas med en premie. Sammantaget gör detta att vi räknar med att marginalen mot Tyskland stiger till 90 räntepunkter mot slutet av 2017, vilket skulle vara den högsta nivån sedan mitten av 1990-talet. I absoluta tal stiger räntan **på en 10-årig statsobligation till 1,60 procent** vilket fortfarande är mycket lågt i ett historiskt perspektiv.

Riksbanken köper större andel av obligationsstocken

Obligationsköp, andel av utestående volymer, procent



Källa: Riksbanken, ECB

Skakig väg mot starkare krona

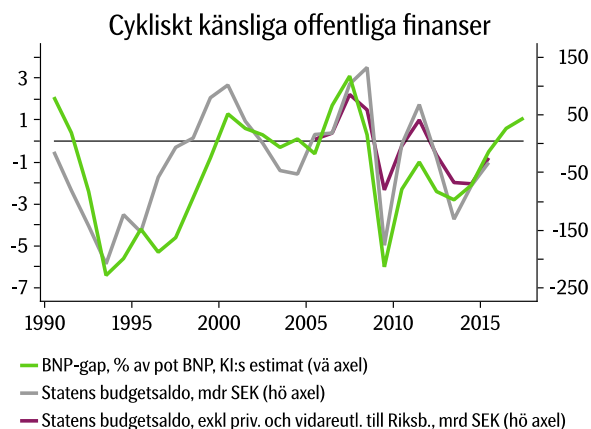
Centralbankers och statliga fonders försäljningar av svenska finansiella tillgångar – räntepapper och aktier – har medverkat till att hålla kronan svag mot bl a euron de senaste 1-2 åren. Mot valutaindexet KIX handlas dock kronan till sin starkaste nivå sedan 2014 främst på en svagare dollar och EM-valutor. Kronan fortsätter bekräfta mönstret att i tider av ökad finansoro så pressas kronan till svagare nivåer mot t ex euron.

Utlandets intresse för kronan har ökat gradvis då Riksbankens penningpolitik bedöms som alltmer osynkroniserad med hur tillväxten, inflationen och hushållens skulder nu utvecklas. I takt med ökade förväntningar på en reversering av riksbankspolitiken 2017 förväntas kronan också bli starkare. Men marknaden lär inte heller framöver ignorera Riksbankens upprepade hot om en kronförstärkning äventyrar Riksbankens inflationsprognoser. Att G20/G7 riktat uppenbar kritik mot länder som använder de penningpolitiska verktygen för att försvaga sin valuta har av oss och marknaden bedömts minska interventionsrisken även i den svenska kronan.

Vår prognos är att **EUR/SEK handlas till 9,00 i slutet av 2016** och till 8,70 i slutet av 2017. Det innebär att **kronan handlas närmare sin jämviktsskurs mot euron**. En gradvis förstärkning av USD mot de flesta andra valutor, när Fed fortsätter sin höjningscykel, gör att kronan i handelsvägda termer (KIX) stärks mindre, till 103,6 i slutet av 2017 vilket innebär att försvagningen från 2013 är återtagen.

- **Stark konjunktur förbättrar budgetsaldot**
- **Förrädisk underliggande utgiftstryck**
- **Regeringen tvingas till svår balansakt**

Den starka tillväxten innebär att de offentliga finanserna förbättras 2016 och 2017. Det historiska mönstret med cykliska känsliga statsfinanser bekräftas ännu en gång. Effekten på skattesidan blir extra stor genom att **BNP-tillväxten är sysselsättningstung** och därtill drivs av **skattetunga delar på efterfrågesidan som byggande och privat konsumtion**. Trots snabbt ökande kostnader för migration och tryck på en rad andra områden revideras de totala utgifterna ned jämfört med tidigare prognoser, vilket gör att **det statliga utgiftstaket för 2016 inte längre verkar vara i fara**. Prognoserna över antalet asylsökande har reviderats ned och därtill talar mycket för att Migrationsverket kommer att behöva revidera ner prognosen ytterligare jämfört med de 60 000 asylsökande som det nuvarande huvudscenariot bygger på.



Vår prognos innebär att **det offentliga saldot ligger strax över noll 2016 och 2017**. Den offentliga skulden fortsätter ner till 40 procent av BNP i slutet av prognoshorisonten. Budgetsaldot blir svagt positivt 2016 och 2017, trots mer utgiftsreformer i budgetpropositionen för 2017. Övergripande är finanspolitiken expansiv 2016, framför beroende på ofinansierad utgiftsökning i flyktingkrisens spår. Vår bedömning är att tillväxtbidraget från **ökade offentliga utgifter uppgår till knappt 1,5 procentenheter 2016**.

Ökat manöverutrymme skapar bryderi

Ökande frihetsgrader ställer framöver regeringen inför principiella vägval avseende finanspolitikens utformning, inte minst mot bakgrund av att det finanspolitiska ramverket har blivit mindre tydligt de senaste åren. **Överskottsmålet har gradvis spelats ned** samtidigt som **definitionen av "krona**

för krona-principen" blivit alltmer oklar. Det är också viktigt att notera standardberäkningar av det strukturella budgetsaldot baseras på avvikelser från normalt resursutnyttjande avseende produktion och/eller arbetslöshet. De flesta bedömningar pekar på att resursutnyttjandet nu är ganska normalt, vilket innebär att budgetsaldot faktiskt och strukturellt är i stort sett på samma nivå. I den meningen går det då inte att hävda att den höga tillväxten gör budgetläget konstlat starkt.

Offentliga finanser

Procent av BNP

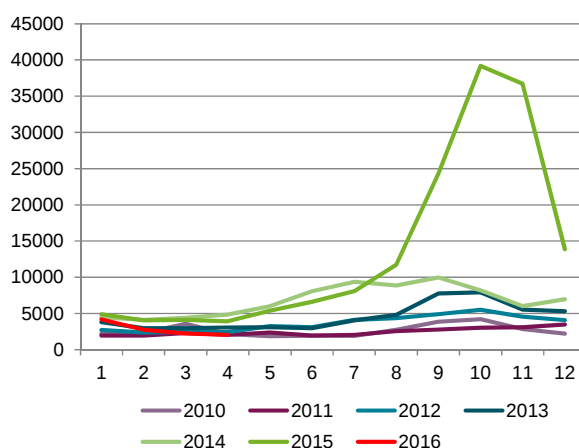
	2014	2015	2016	2017
Finansiellt sparande	-1,6	0,0	0,4	0,1
Lånebehov (mdr)	72	33	-18	-9
Offentlig bruttoskuld	44,8	43,4	42,0	40,0

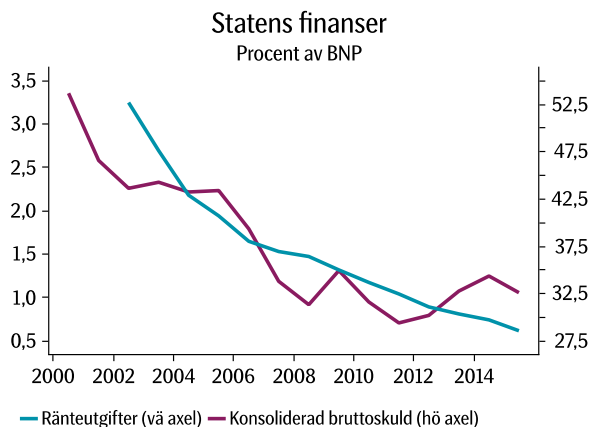
Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

Ett annat argument för ofinansierade utgiftsökningar är att extraordinära integrationssatsningar i spåren av den exceptionella **asylinvandringen kan jämföras med andra stora framtidssatsningar t ex infrastrukturprojekt**. En sådan tolkning kräver dock att satsningarna verkligen är temporära och inte utgör en permanent nivåhöjning av utgifterna. Möjligen kan den tydliga åtstramningen av migrationspolitiken i höstas tala i denna riktning, även om det är svårt att dra slutsatser om flyktingströmmar på lite längre sikt. Slutligen kan man hävda att en mer expansiv finanspolitik också skulle stå väl i samklang med t ex IMF:s rekommendationer om att fiskalt utrymme i så hög grad som möjligt nu bör användas för att avlasta penningpolitiken. Med låg statsskuld och stort överskott i bytesbalansen är detta råd onekligt tillämpligt för Sverige.

Migrationsströmmarna har tydligt växlat ner

Ankomna flyktingar, månadsda





Oroväckande underliggande utgiftstryck

I praktiken finns också viktiga argument för en fortsatt försiktig finanspolitik. Även om en produktionsgapansats på makro-nivå ger lugnande slutsatser för det strukturella saldot, kan man peka på **en rad enskilda poster i de offentliga finanserna som nu ligger på stressade nivåer**. Statsskuld-räntorna är ett exempel och känslighetskalkyler tyder på att en procentenhets högre räntenivå på sikt motsvarar 13 miljarder kronor i ökade utgifter. Men viktigare är att många delar av den offentliga sektorn är under hård press. En kombination av lågt löneläge och ansträngda arbetsförhållanden har lett till rekryteringsproblem och omfattande uppsägningar från erfaren personal. Viktiga exempel gäller t ex områden som polis, vård och skola. Ökade resurser lär komma att behövas för att inte kvaliteten ska sjunka drastiskt. Kommunsektorn indikerar också generellt att kostnaderna per asylsökande troligen underskattats och att **kommunalskatten behöver höjas dramatiskt om inte staten skjuter till mer medel**.

Arbetsmarknadspolitiken kan också komma att kräva betydande tillskott bl a mot bakgrund av att många nyanlända riskerar att fastna i långa perioder av olika former av subventionerade anställningsformer. Detta gäller framför allt om **regeringen inte är beredd att öppna upp en arbetsmarknad för mindre kvalificerade låglönejobb**. Kostnaderna för sjukförsäkringen har varit nedpressade och är därför ett osäkert område. Regeringen räknar också med att kostnaderna för sjukförsäkringen ska öka från 32 miljarder SEK 2014 till 51 miljarder 2019 (Budgetpropositionen för 2016). Den ökade geopolitiska spänningarna i norra Europa kan också komma att ställa krav på ökade försvarsresurser, efter en lång period med neddragningar.

De cykliska riskerna är också viktiga. Att resursutnyttjandet inte tyder på överhettning är ingen garanti för fortsatt hög tillväxt. Det finns flera exempel på konjunkturen vänt nedåt före det att BNP-gapet slutits och då vänds den cykliska känsligheten i de svenska statsfinanserna till ett hot. En tumregel är att en procents lägre BNP-tillväxt försvagar budgeten med närmare 20 miljarder kronor. Omvärldens oro för de högt uppdrivna bopriserna i Sverige kan också mana till försiktighet. Att denna oro inte satt avtryck i krav på en ökad svensk riskpremie beror delvis just på starka underliggande

statsfinanserna. Djärva finanspolitiska experiment skulle därför öka sårbarheten genom att försvaga möjligheterna att mildra konsekvenserna av ett eventuellt fall i bostadspriserna.

Regeringen balanserar mellan hötapparna

Det är i nuläget svårt att avgöra hur regeringen kommer att agera. När det finns ekonomiska argument i båda riktningarna blir de politiska riskbedömningarna avgörande. I valrörelsen 2014 var det viktigt att finansminister Magdalena Andersson lyckades neutralisera Anders Borg i frågan om budgetmässigt ansvarstagande. Moderaterna verkar nu söka strid när det gäller den finanspolitiska disciplinen och förlorar Socialdemokratin en sådan debatt riskerar man ytterligare förtroendetapp när det gäller regeringsduglighet. Å andra sidan kan regeringen bli mer desperat i sina ambitioner att hinna vända den opinionsmässiga motvinden innan valet 2018. En stor del av arbetarrörelsen ställer sig nog positiv till tanken att en rejäl stimulansdos trots allt är värt ett försök. LO har t ex under en längre tid förespråkade en sådan linje och den har i huvudsak också stöd hos rörelsens press och tankesmedjor, som generellt verkar ha rört sig i mer radikal/idealistisk riktning det senaste decenniet.

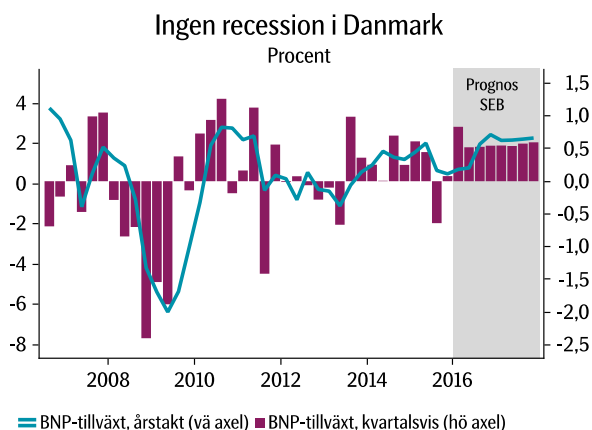
Det troliga är att regeringen tvingas försöka hitta en kompromiss mellan de olika strategierna. **Finanspolitiken görs gradvis mer expansiv**, men inte merdramatiskt än att finansministern kan hävda att **statsfinanserna är under kontroll** och att underskotten är mindre än de var när regeringen tillträdde 2014. Efter den försiktiga vårbudgeten, där den viktigaste signalen var att kommunsektorn tilldelas ytterligare 10 miljarder kronor från och med 2017, är det troligt att vi får se en mer offensiv höstbudget. Sannolikt kommer man att prioritera klassiska socialdemokratiska områden som välfärd och bostadsbyggande samt kompetenssatsningar som t ex ett kunskapslyft för den allt större gruppen lågutbildade. Sammantaget räknar vi med en finanspolitisk stimulanseffekt motsvarande 0,5 procent av BNP för 2017. Den sista budgeten innan valet som läggs i september 2018 blir troligen ytterligare något mer expansiv.

Trots regeringens svaga opinionssiffror och Miljöpartiets djupa kris har **Alliansen fortsatt att avvakta**. Partiledningarna inom Alliansen har tydligt siktat inställt på att vinna valet 2018 och vill inte ta risken att ta över regeringsmakten i den nuvarande svåra politiska läge. Om regeringen verkligen lyckas att få till stånd en nytändning med hjälp av stark konjunktur och offensiv finanspolitik kan situationen förändras. Den interna kritiken mot en passiv strategi som tillåter en minoritetsregering att ta tillbaka det politiska initiativet kan då växa sig starkare. Vår bedömning är ändå att Alliansens partiledningar in i det längsta undviker att fälla regeringen. En taktik där man stoppar vissa delar av regeringspolitiken för att markera gränser för minoritetsregeringens möjligheter är mer sannolikt.

Tillväxten återhämtar sig under 2016

- Fjolårets tillväxtsvacka svårförklarad
- Tillväxten tillbaka på spåret under 2016
- Bara måttliga FX-inflöden i Brexitscenariot

Den danska ekonomin levde inte upp till förväntningarna under 2015. Efter en stark start på året vände tillväxten ned under andra halvan med ett fall i BNP på 0,6 procent under kvartal tre följt av mer eller mindre oförändrad BNP kvartal fyra. **Tillväxten för helåret 2015 hamnade därmed på 1,2 procent – en obetydlig acceleration från 1,1 procent 2014** och mycket svagare än prognoserna i starten på 2015.



Fjolårets utveckling reser frågan huruvida **Danmark gått in i en recession**. Men det är för närvarande svårt att se några av de mönster som normalt förknippas med recessioner. Sysselsättningen växer i god fart medan viktiga exportdestinationer inte visar tecken på betydande avmattning. Vi väntar oss därför att tillväxten återhämtar sig till de nivåer som sågs i slutet av 2014 och början av 2015, dvs runt en halv procent per kvartal. Överhängeffekter från fjolårets svacka spiller dock över på innevarande år, vilket gör att **tillväxten stannar på 1,5 procent i år, förstärkt till 2,2 procent 2017** (en nedrevidering med 0,3 procentenheter för 2016).

En viktig förklaring till fjolårets svaghet var besvikelser för investeringarna. Enstaka stora volatila poster bidrog negativt under kvartal tre, medan byggandet hade det svårt under både kvartal tre och fyra. Att döma av bostadsförsäljning och priser verkar den danska husmarknaden dock vara i god form – och geografiskt ser återhämtningen ut att ha breddats. Den plötsliga svagheten i byggandet har märkligt nog sammanfallit med en ökning för bygglov. En sådan skillnad är ovanlig och orsaken

verkar inte vara vädereffekter. Stämningsslaget i byggsektorn är nära förkrisnivåer, vilket inte heller signalerar några problem. Vi väntar oss att investeringarna totalt växer med 2,4 procent under 2016 (upp från 1,2 procent 2015).

På efterfrågesidan får hushållen generellt bättre förutsättningar. Sysselsättningen har tagit fart och lönerna växer stadigt. Denna kombination ger fortsatt förbättrade inkomster och köpkraft – den sistnämnda får även stöd av extremt låg inflation. Förra året ökade hushållens finansiella sparande och en partiell reversering under 2016 skulle kunna ge ytterligare stöd för konsumtionen. En källa till oro är vikande konsumentförtroende, men nuvarande nivåer har historiskt varit liktydliga med runt 2 procents konsumtionstillväxt. När vi rör oss vidare in i 2017 gynnas hushållens inkomster av en gradvis stramare arbetsmarknad. Konsumtionen fortsätter att växa med strax över 2 procent i år, följt av en acceleration till 2,6 procent 2017.

Exporten föll under 2015, men framöver räknar vi med en förbättrad dynamik i utrikeshandeln. En nyckel är den pågående återhämtningen i Nordeuropa, eftersom halva den danska exporten hamnar där. Läkemedelsprodukter är viktiga för den icke-europeiska handeln men tenderar att vara mindre cykliska. Vi väntar oss en måttlig återhämtning för exporten med en tillväxt på 1,5 procent under 2016, som stiger till över 4 procent under 2017.

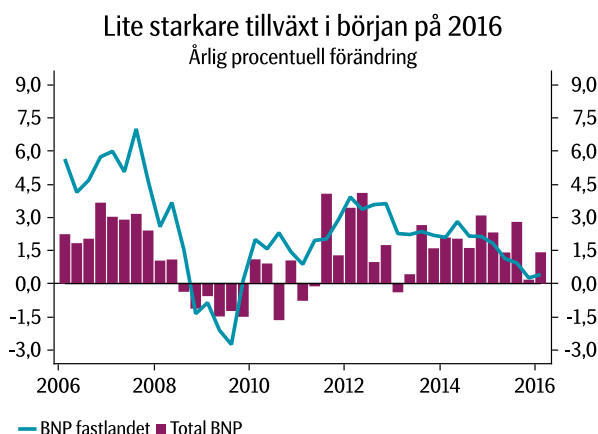
Den tröga exporten ledde bara till en liten försämring av bytesbalansen eftersom 2015 var ett svagt år även för importen. Danmark har behållit en stark externbalans, med ett överskott på 6 procent av BNP, och denna försämrats bara måttligt under prognosperioden. Inflationsdynamiken är fortfarande extremt dämpad. Inflationen var noll i april, med en kärninflation på 0,4 procent. Därmed ligger dansk kärninflation under eurozonen. Vi tror fortfarande att dansk inflation drar ifrån eurozonens något, eftersom andelen lediga resurser på arbetsmarknaden är lägre. Inflationen väntas bli 0,3 respektive 1,2 procent under 2016 och 2017.

En viktig fråga för penningpolitiken på kort sikt är förändringar i kapitalflöden inför den brittiska EU-omröstningen. Detta är ett tema som marknaden uppmärksammat på sista tiden, men än så länge syns inga tecken på att flödena har påverkats. Frågan är om ett "Lämna EU"-resultat i Storbritannien ånyo skulle ge upphov till "safe haven"-flöden in i Danmark, och utlösa ett behov av centralbanksinterventioner på valutamarknaden. Stora flöden verkar dock osannolika. Det var mer uppenbart varför Danmark skulle få sådana inflöden när problemen var koncentrerade till eurozonen, dit danska kronan är peggad.

Ekonomin har passerat bottenläget

- **Kraftig nedjustering av BNP-prognosen**
- **Tillväxten bottnade i början av 2016; inhemsk efterfrågan starkare än väntat**
- **Finanspolitisk expansion minskar behovet av räntesänkning**

Inbromsningen i oljesektorn har lett till en lång period av kraftigt nedskruvade förväntningar på norsk ekonomi. Negativa efterfrågeeffekter från sjunkande oljeinvesteringar fortsätter att tynga ekonomin, men under vintern har en stabilisering skett och **oron för stora spridningseffekter från en svag oljesektor har inte besannats**. Den senaste tiden tyder signaler från arbetsmarknaden och tillverkningsindustrin, den sektor som drabbats hårdast av oljenprisnedgången, på att ekonomin nu passerat det värsta, även om tillväxten alltjämt är svag i ett historiskt perspektiv.



Källa: Statistics Norway

Fastlandsekonomin – exklusive olja/gas och sjöfart – var mycket svag under hela 2015 och bromsade in kontinuerligt under loppet av året. 2016 har inletts starkare, med en BNP-ökning på 0,3 procent under kvartal ett, och det är ett styrketecken att inhemsk efterfrågan exkl oljesektor utvecklas bättre än vår tidigare prognos. BNP-prognoserna har dock ändå reviderats ned en aning genom att förra årets svaga utveckling får konsekvenser för tillväxten 2016. Dessutom föll exporten av icke-oljerelaterade varor med mer än 5 procent första kvartalet 2016; primärt ett resultat av att efterfrågan på oljeraffinerade produkter föll med 38 procent. En vändning är på väg men årsprognosen revideras ned givet den svaga startpunkten. **Fastlandsekonomin väntas nu växa med 1,1 procent 2016** (nedreviderad från 1,5

procent i *Nordic Outlook*, februari 2016) och med **2,0 procent 2017**.

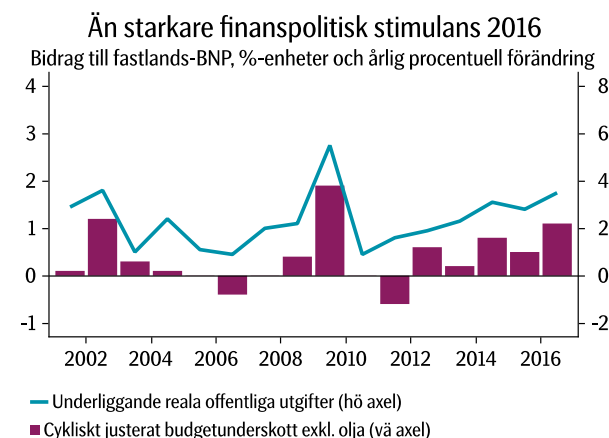
Oljeinvesteringarna har backat med nära en tredjedel under de senaste tio kvartalen och med något mer än väntat, vilket pekar på ett ytterligare fall med 14,5 procent 2016.

Ekonomi i sin helhet växer 1,2 procent 2016 och 1,5 procent 2017.

Finanspolitiken än mer expansiv

Enligt den vårbudget som presenterades i början av maj har oljeprisfallet inneburit att statens oljeintäkter mer än halverats mellan 2014 och 2016 enligt vårbudgeten. Hittills har bortfallet inte orsakat någon finanspolitisk åtstramning; tvärtom fortsätter statens utgifter att öka då regeringen försöker dämpa effekterna på produktion och arbetslöshet. Norsk ekonomi kan på så sätt dra nytta av den finanspolitiska handlingsregeln som introducerades för 15 år sedan och som knyter budgetutrymmet till storleken på Statens Pensionsfond Utland ("oljefonden").

Därmed ökar också **stimulansen från finanspolitiken** med motsvarande 0,5 procentenheter av fastlandsekonomin 2015 till 1,1 procentenheter 2016, vilket är den starkaste stimulansen sedan 2009. Det oljekorrigerade budgetunderskottet ökar 30 miljarder till 216 miljarder kroner 2016 enligt den reviderade vårbudgeten, vilket motsvarar 8 procent av fastlandsekonomin (högsta nivån sedan 1993). Underskottet överskrider oljeintäkterna med 84 miljarder, vilket täcks av transfereringar från delar av avkastningen på oljefonden. När dessa intäkter inkluderas uppvisar staten fortfarande ett rejält överskott på 3,7 procent av BNP, även om det utgör den lägsta nivån på många år.



Källa: Finansdepartementet

Utöver den stimulans som kommer från låga räntor och det tidigare stora fallet i norska kronen kommer finanspolitiken att fortsätta spela en viktig roll för att motverka negativa spridningseffekter från en fortsatt svag oljesektor.

Hushållen konsumerar trots framtidsoro

Med tanke på hushållens depressiva framtidsförväntningar har vi tidigare pekat ut privat konsumtion som en större riskfaktor än oljesektorn. Men konsumtionen av varor stabiliserades under första kvartalet efter ett fall under andra halvåret 2015. Den starka trenden i tjänstekonsumtion bidrog till att konsumtionen ökade med 2,0 procent i årstakt, vilket var långt starkare än vad sentimentsundersökningar indikerat. Även om andra delar av privat konsumtion varit mindre positiva **lyfter vi helårsprognosen till 1,8 procent 2016 och behåller 2,3 procents tillväxt 2017.** Något svagare löneökningar och fortsatt hög inflation pressar hushållens köpkraft, men bättre än befarad sysselsättning borgar ändå för en hyfsad inkomstökning.

Stabilisering på arbetsmarknaden

Tecken finns nu på att den negativa utvecklingen på arbetsmarknaden håller på att vända. Mest överraskande är att antalet jobb enligt Arbetskraftundersökningen (AKU) vände upp under första kvartalet och uppvisade en ökning med 0,5 procent jämfört med kvartalet innan. Även om tempot kanske är något överdrivet är ändå en 10-procentig ökning av nya vakanser en god indikation på att det finns en underliggande efterfrågan på arbetskraft.

Arbetslösheten enligt AKU steg med 0,5 procent första kvartalet men nivån på 4,6 procent är densamma som uppmättes under andra och tredje kvartalet 2015. Antalet registrerade arbetslösa hos Arbetsförmedlingen minskade under de första fyra månaderna 2016. De regionala skillnaderna är dock betydande. Arbetslösheten har fortsatt uppåt i de län längs syd- och västkusten som drabbats hårdast av oljesektorns inbromsning, medan den i övriga landet visat en fallande trend sedan början av 2015.

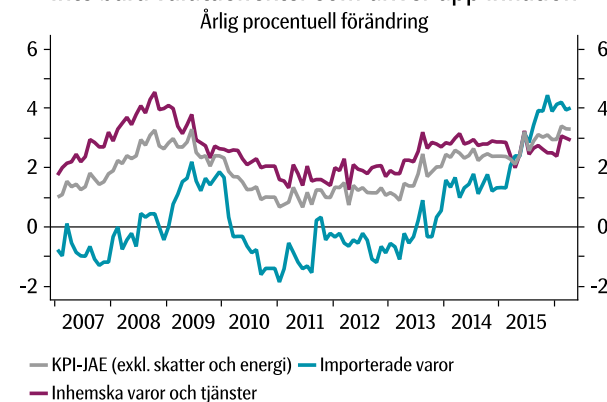
Utvecklingen på arbetsmarknaden antyder att den ekonomiska svagheten inte sprider sig, vilket i kombination med bättre jobbtillväxt föranleder en nedrevidering av arbetslöshetsprognosen. Att de temporära varslen har fortsatt att öka snabbt de senaste månaderna gör dock att prognosen för arbetslösheten enligt AKU bara sänkts marginellt till 4,8 procent 2016 och 2017. Riskbilden är dock mer symmetrisk än tidigare då det fanns en tydlig bias mot en ytterligare försämring. Den registrerade arbetslösheten hos Arbetsförmedlingen kommer dock att stiga ytterligare något från nivån i april på 3,0 procent (säsongjusterad).

Inflationen biter sig fast

Kärninflationen (exkl skatter och energi) mätt som KPI-JAE, var 3,3 procent i april och har därmed bitit sig fast över Norges Banks mål på 2,5 procent de senaste 11 månaderna. Inflationsuppgången associeras ofta med stigande importpriser i spåren av den kraftiga valutaförsvagningen. Importpriserna steg också med 4,0 procent i årstakt i april,

men givet att valutan nu stabiliserats och återtagit en del av tidigare fall kommer importpriserna troligen att vända ned rejält under sommaren.

Inte bara valutaeffekter som driver upp inflation



Källa: Statistics Norway, SEB

Något mer överraskande är att den inhemska kärninflationen fortfarande ligger så högt som nära 3 procent. Delvis kan detta förklaras med andra ordningens effekter från kronens fall men hyrorna – en tredjedel av den inhemska inflationskorgen – har fallit rejält de senaste åren. Låga löneökningar och en krone som nu stärks försiktigt innebär att inflationen kommer bromsa in och **KPI-JAE förutses som årsgenomsnitt landa på 2,9 2016 och 2,2 2017. KPI stiger 3,1 2016 och 2,2 2017.**

Räntebotten är nära

Norges Bank behöll styrräntan på 0,5 procent vid det penningpolitiska mötet i maj. Centralbanken gav ingen indikation på om de är på väg att revidera räntebanan från mars men vår bedömning är att den senaste tidens utveckling nu motiverar en något mindre mjuk bana än de ytterligare 30 punkters räntesänkning som signalerades i mars. Högre oljepriser och en mer expansiv finanspolitik minskar riskerna för ytterligare tillväxtbesvikelser och därmed behovet att sänka räntebanan ytterligare.

Det primära målet för centralbanken tycks nu vara att bibehålla en svag valuta.

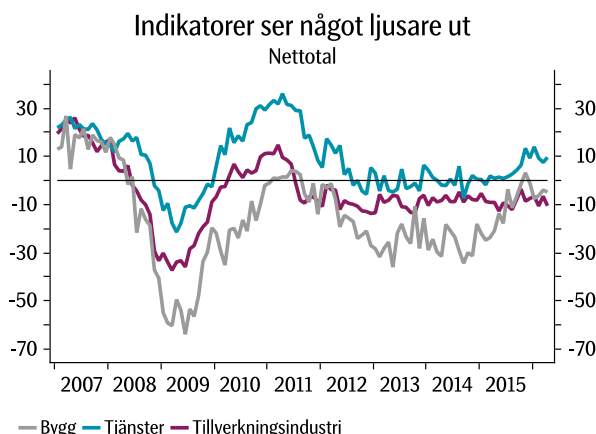
Norges Bank kommer därför att fortsätta vara på sin vakt och inte tillåta att en rekyl uppåt i oljepriset driver fram en snabb kronappreciering innan dess att BNP-tillväxten kommit upp på fastare mark. Förutom apprecieringstryck bidrar svag tillväxt och stigande arbetslöshet till att vi tror att Norges Bank kommer att leverera en sista sänkning på 25 punkter till 0,25 procent i september.

Norska kronen gynnas av högre oljepriser och något mindre mjuk penningpolitik. Valutan är fortfarande undervärderad mot de flesta G10-valutor och att regeringen använder mer av oljefondens medel för att stimulera ekonomin innebär också att flödesutsikterna fortsätter att ge stöd till en gradvis apprecierande NOK. Vår prognos är att EUR/NOK når **9,10 och 8,50 mot slutet av 2016 och 2017.**

Tillväxten tillbaka men lång uppförsbacke återstår

- **Exporten vaknar sakta till liv**
- **Hushållen pressas från flera håll**
- **Låg inflation ger ändå utrymme för viss konsumtionsuppgång**
- **Fortsatta offentliga åtstramningar**

En oväntat stark avslutning på 2015 räddade Finland från en femte recession sedan 2008. Även statistiken under början av 2016 har överraskat positivt, men finsk ekonomi fortsätter att kämpa i motvind. Tillverkningsindustrin och exporten har det bekymmersamt, även om en viss förbättring förutses. Hushållen pressas av hög arbetslöshet och offentliga besparingar när regeringen kämpar för att få ned offentliga underskott och förbättra konkurrenskraften. Trots problemen syns vissa tecken på ljusning och **BNP växer med 0,7 procent 2016 och 1,1 procent 2017**. Prognosen är något uppreviderad jämfört med *Nordic Outlook Februari*.



Källa: DG ECFIN

Indikatorer ligger på hyfsade nivåer jämfört med de senaste åren men läget inom industri och bygg är fortsatt pressat. Industriproduktionen faller fortfarande men utvecklingen är på väg att vända. Produktionen i skogsindustrin verkar ha stabiliserats efter en 25-procentig nedgång sedan 2008. Samtidigt är trenden inom elektronikindustrin fortfarande negativ efter en halvering av produktionen sedan 2008. Exporten har dock sett en viss ljusning och bidrar nu positivt till tillväxten. Varuexporten är fortsatt svag men tjänsteexporten växer. En svagare euro, konkurrenskraftsförbättring och en viss stabilisering i Ryssland ger draghjälp. **Exporten ökar med 1,5 respektive 2,8 procent 2016 och 2017**. Lågt kapacitetsutnyttjande håller tillbaka investeringarna. Efter fyra års

nedgång väntar vi oss **oförändrade investeringar 2016 och därefter en svag ökning 2017**.

Hög arbetslöshet, låga löneökningar och offentliga besparingar **fortsätter att pressa hushållen**. Arbetslösheten har långsamt vänt ned och låg i mars på 9,2 procent men ligger en bit över jämvikt som vi uppskattar till ca 8 procent. Den svaga tillväxten gör att nedgången i arbetslöshet framöver kommer att gå trögt och årsgenomsnittet väntas **bli 9,1 respektive 8,8 procent 2016 och 2017**. Löneökningarna har växlat ned och stiger nu med ca 1,5 procent inom privat sektor. Vi förväntar oss fortsatt lågt lönetryck mot bakgrund av hög arbetslöshet och behov att återställa konkurrenskraften.

Bostadsmarknaden har utgjort ett orosmoment men priserna, som fallit svagt de senaste åren, har nu stabiliserats kring nollstrecket. Detaljhandelns försäljning ökade successivt under 2015 och trots en svag januari-siffra ser uppgången ut att ha fortsatt under första kvartalet. Konsumtionsutrymmet är dock begränsat givet utvecklingen på arbetsmarknaden och offentliga besparingar. Sparkvoten föll 2015 och ligger i den nedre delen av det intervall på 5,5-8 procent som gällt den senaste 10-årsperioden. Det indikerar att potentialen för ytterligare fall är litet. Den mycket låga inflationen, nära noll i år och 1 procent 2017, möjliggör en viss ökning i köpkraften. **Konsumtionen ökar med ca 1 procent per år 2016 och 2017**, vilket är en nedväxling jämfört med 2015.

Krisåren har satt offentliga finanser under press och den offentliga skulden steg till över 60 procent av BNP 2015, även om underskottet föll något till under 3 procent av BNP. Regeringen har tidigare presenterat omfattande planer för att dels få ned underskottet, dels förbättra konkurrenskraften (se *Nordic Outlook Februari 2016*). Bl a ska det offentliga saldoto förbättras med 4 miljarder euro över flera år samtidigt som regeringen försöker få arbetsmarknadernas parter att komma överens om åtgärder som förbättrar konkurrenskraften. Dessa förhandlingar går trögt, vilket bidragit till att regeringen som morot lovat att genomföra vissa skattesänkningar om parterna kommer överens. Redan beslutade och tillkommande åtgärder väntas ge positiv effekt på offentliga finanser och vi räknar med att budgetunderskottet sjunker till 2,4 procent 2017.

I väntan på starkare exportutveckling

- **Tillväxten hämmas av svag export och investeringar**
- **Arbetsmarknaden slår i taket**

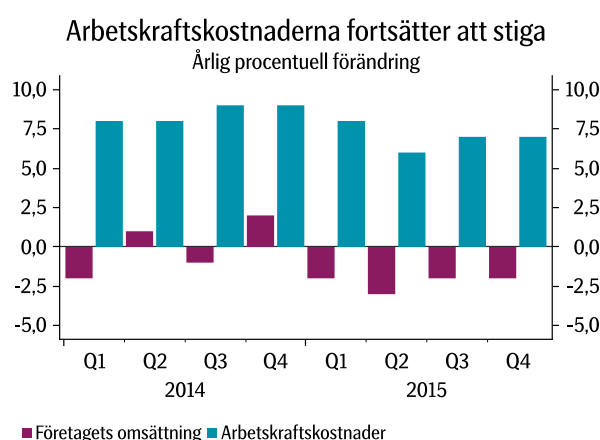
Enligt preliminära utfall **ökade BNP med svaga 1,1 procent i fjol**; klart lägre än förväntningarna i början av 2015. BNP-tillväxten 2014 reviderades upp från 2,1 till 2,9 procent och en upprevidering väntas även för 2015. De senaste kvartalens utveckling har gett relativt få skäl till optimism. BNP-prognosen för eurozonen har reviderats ned, vilket försämrar utsikterna för estniska exportörer. Låg efterfrågan och osäker miljö slår mot investeringarna. **SEB:s BNP-prognos har reviderats ned till 2,0 procent 2016 och till 2,4 procent 2017.**

Estland är en av de mest öppna ekonomierna i Europa och **exporten motsvarar 80 procent av BNP**. De senaste årens inbromsning för global handel har slagit hårt mot exportdrivna ekonomier. Exporten minskade med 1,1 procent 2015, främst beroende på att recessionen i Ryssland minskat den bilaterala handeln med 35 procent. De viktigaste exportdestinationerna är alltjämt Sverige och Finland. Trots att Finlands totala import minskade 2015, lyckades Estland öka sin försäljning och marknadsandel. Exporten till Sverige domineras av en enskild elektroniktillverkare, vilken minskade sin produktion förra året. I övrigt ökade exporten med 10 procent tack vare ökad försäljning av möbler och färdigproducerade hus. God tillväxt i Sverige och Tyskland tillsammans med förbättrade utsikter i Finland gör att exportutsikterna ser ljusa ut för 2016 som helhet.

Drivkraften bakom fjolårets långsamma tillväxt var en **minskning av investeringarna på 4,5 procent**. Även om det privata bostadsbyggandet har ökat hämmas investeringarna i näringslivet generellt av sviktande export och stigande arbetskraftskostnader. Tidigare har stora projekt i energi- och kemi-sektorerna hållit uppe siffrorna, men nu saknas projekt som kan ta över stafettpippen. Offentliga investeringar har hållits tillbaka av tekniska faktorer kopplade till EU:s strukturfonder. Investeringarna väntas öka måttligt 2016 drivet av förbättrad export och offentliga investeringar.

Arbetsmarknaden utvecklades starkt 2015 och arbetslösheten föll till 6,2 procent, men den **positiva trenden ser ut att ha brutits**. Arbetslösheten, som minskat fem år i rad, har börjat stiga i årstakt. Företagens intäkter minskade 2015 och **många företag behöver sänka sina kostnader**. Samtidigt **steg dock lönerna med 6 procent i fjol** och rekryteringen av nya medarbetare är inte helt enkel.

Arbetsmarknaden reagerar med fördröjning och det finns risk att företag börjar minska antalet anställda framöver. Strukturella förbättringar av ekonomin är angelägna och det finns nu en möjlighet att påskynda resursförflyttningar från sektorer med lågt förädlingsvärde till sektorer med bättre tillväxtmöjligheter.



Källa: Statistics Estonia

Den starka arbetsmarknaden har eldat på hushållens konsumtion. Privat konsumtion ökade med 4,8 procent 2015. Förutom rejäla löneökningar bidrog även en sänkning av inkomstskatten med en procentenhet och en ökning av sociala utgifter till stigande köpkraft. Hushållen gynnas även av deflation; 2015 minskade KPI med 0,5 procent tack vare lägre energi- och livsmedelspriser. **I år väntas HIKP-inflationen hamna på 0,9 procent**, följt av en acceleration till **2,7 procent 2017**. Stigande inflation kombinerat med en mer måttlig uppgång för de nominella inkomsterna dämpar ökningen av privat konsumtion jämfört med 2015.

Regeringen har lagt om finanspolitiken i mer expansiv riktning genom att öka utgifterna. Estlands offentliga finanser kommer även fortsättningsvis att vara i gott skick med ett budgetunderskott på 0,5 procent av BNP och en statsskuld på mindre än 10 procent. Det finns dock oro för att effekten av låga räntor är svag och att ökad upplåning därför krävs för att få fart på investeringarna. Det finns utrymme för ökade investeringar, men stram arbetsmarknad och god tillväxt i privat konsumtion gör att det är tveksamt om den inhemska efterfrågan verkligen behöver stimuleras.

Konsumtion ger tillväxtlyft 2017

- **Stark arbetsmarknad och stigande löner ger köpkraft men också växande utmaningar**
- **Svag demografi ökar behovet av strukturella reformer**

Lettland befinner sig i en **tillväxtsvacka** i linje med den globala utvecklingen. Utsikterna för ökad ekonomisk aktivitet under återstoden av 2016 samt 2017 är dock relativt goda. **BNP väntas växa med 2,7 procent 2016** – samma tillväxt som 2015 – **för att stiga till 3,5 procent 2017** (potentiell tillväxt bedöms vara 2,5-3 procent). De främsta drivkrafterna för tillväxtaccelerationen är ökad privat konsumtion, investeringar samt försiktigt förbättrad extern efterfrågan. **Nedåtriskerna dominerar dock** bl a beroende på fortsatt ekonomisk och politisk osäkerhet knuten till Ryssland.

BNP-siffrorna för första kvartalet visade en låg aktivitetsnivå. Byggbandet minskade kraftigt och kommer även framöver att pressas av att få nya större projekt startas samt en minskad tillgång till EU:s stödfonder. Industriproduktionen ökar dock och utsikterna i viktiga sektorer som metallvaru- och livsmedelsindustri samt förädling av skogsråvaror är relativt goda.

Privat konsumtion förblir den främsta tillväxtmotorn bl a på grund av ett uppdämt konsumtionsbehov. Det senaste halvåret har konsumtionen utvecklats svagt p g a omvärldssäkerhet.

Men reallönerna stiger med 5-6 procent både 2016 och 2017 efter att ha ökat med 7,4 procent 2015. Därmed förväntas **privat konsumtion öka med 3,3 procent i år och 4,2 procent 2017**. ECB:s stimulanspolitik gynnar också den inhemska ekonomin men för att säkerställa en mer bredbasig och stabil tillväxt behövs ökade företagsinvesteringar. Exportutsikterna dämpas kortsiktigt av en starkare euro men framöver tror vi att ansträngningarna att minska Rysslandsberoendet och att diversifiera exporten möjliggör en volymuppgång.

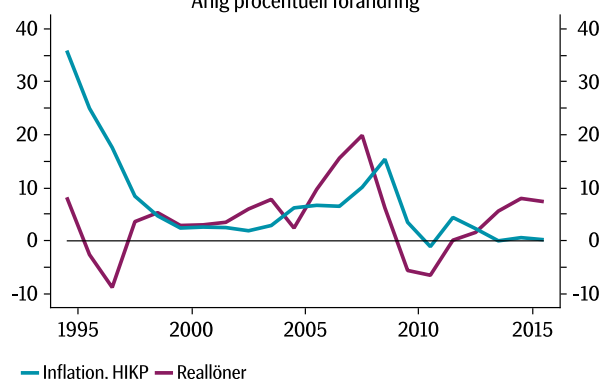
Arbetslösheten fortsätter att sjunka gradvis och **i slutet av 2017 ligger arbetslösheten på 7,7 procent**. Därmed förväntas produktionsgapet vara slutet. God tillväxt, men framför allt minskande arbetskraft p g a demografi och migration, ställer ekonomin inför stora strukturella utmaningar. De nominella löneökningarna behöver växla ned för att Lettland inte ska förlora tidigare återvunnen konkurrenskraft.

Som i merparten av eurozonen är inflationen nedpressad; sedan början av 2016 faller t o m priserna. Flera varugrupper/områden noterar just nu fallande priser t ex transporter och varor och tjänster relaterade till bostadssektorn. Framöver spelar

fluktuationer i energipriser stor roll för månadssiffrorna, men den underliggande trenden visar ett gradvis ökat inflationstryck. Under senare delen av 2016 blir inflationen återigen positiv, och **för helåret 2016 blir inflationen 0,2 procent för att sedan stiga till 2,1 procent 2017**.

Stabil real lönetillväxt

Årlig procentuell förändring



Källa: Central Statistical Bureau of Latvia

Lettlands ekonomi vilar på en **relativt stark fundamental bas**. Bytesbalans och statsbudget visar underskott på ca 2 respektive knappt 1 procent av BNP vilket är uthålliga nivåer. Den offentliga skulden väntas ligga kvar under 40 procent under prognosperioden. Privat, icke-finansiell, sektors skuld uppgår till ca 100 procent av BNP. Det är en bra bit under det riktmärke på 160 procent som internationella organisationer har identifierat som en kritisk nivå. **Överdriven skuldsättning hämmar således inte tillväxten på medellång sikt.**

De långsiktiga tillväxtutsikterna är beroende av reformer som möjliggör **stigande produktivitet och stärkt konkurrenskraft**. Under våren har Lettland slutfört tekniska förhandlingar med OECD om att bli organisationens 35:e medlem. Det är dock nödvändigt att Riga nu genomför de reformer man flaggat för under ansökningsperioden men som regeringen hittills visat **begränsade framsteg med att sätta**.

Trots starka offentliga finanser, med goda marginaler till eurozonens gränsvärden, väntas Lettland be EU-kommissionen om tillstånd för att marginellt öka budgetunderskottet 2017. Bakgrunden är regeringens behov att genomföra reformer inom sjuk- och hälsovårdssektorn. Framöver behöver **regeringen skapa ett fiskalt utrymme som kan användas till produktivitetshöjande politik**. Regeringens satsningar – och framgångar – att öka effektiviteten i insamling av skatter ökar möjligheterna att skapa detta fiskala utrymme.

På väg mot ekonomisk återhämtning

- **Tillväxten stärks**
- **Arbetslösheten faller**
- **Inflationen har börjat stiga**

Den ekonomiska tillväxten har återfått momentum drivet av en förbättrad export. En relativt god utveckling i privat konsumtion understöds av fallande arbetslöshet och högre genomsnittliga löneökningar. Trots global ekonomisk osäkerhet **behåller vi prognosen om en BNP-ökning på 2,8 procent 2016**, jämfört med 1,6 procent 2015. **2017 växer BNP med 3,2 procent.**

De senaste utfallen för industrins konfidensindikator visar på oro kopplad till det ekonomiska läget för Litauens viktigaste exportmarknader. Exporten bedöms likväl öka 2016 tack vare baseffekter och ökad försäljning till EU-länder. Samtidigt har förtroendet i tjänste- och distributionssektorerna redan återhämtat sig till nivåerna som rådde före krisen. Inom byggsektorn möter bostadsbyggarna god efterfrågan medan aktiviteten för företag med inriktning på infrastruktur minskar. **Bostadsmarknaden i Litauen bedöms vara i balans** och lägenhetspriserna väntas öka i uthållig takt under 2016.

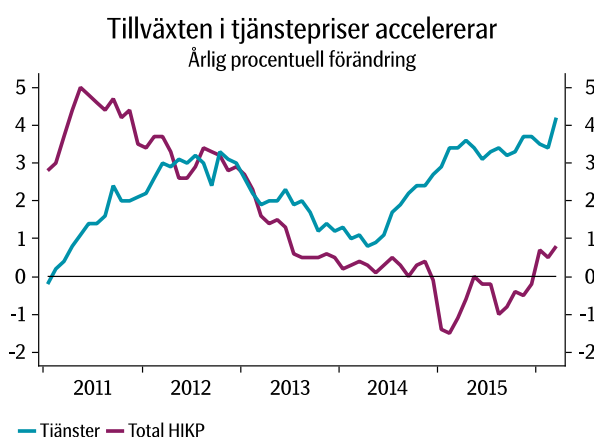
Arbetsmarknaden stramas åt. **Arbetslösheten mätt som helårsgenomsnitt bedöms falla till 8,0 procent 2016** jämfört med 9,1 procent 2015. **2017 faller arbetslösheten ytterligare lite till 7,7 procent.** Den ekonomiska tillväxten ger nya jobb men arbetskraften har stagnerat på grund av omfattande emigration. Den uppkomna bristen på kvalificerad arbetskraft påverkar Litauens ekonomi negativt på lite sikt. Reformen inom den s k "Sociala modellen" ska öka flexibiliteten på arbetsmarknaden men de har fastnat i parlamentet. Därför har sannolikheten för genomförande redan 2016 minskat.

Höjningen av minimilönen har bidragit till en snabbare ökning för **genomsnittliga nominella löner. De väntas öka med 7 procent 2016 och med 6 procent 2017.** Detta utgör ett hot mot konkurrenskraften då lönerna ökar snabbare än produktiviteten. Företagens innovationsutveckling går fortfarande långsamt men regeringsinitiativ och växande insikter om behovet av förbättring gör att vi väntar oss att situationen gradvis kommer att förbättras. 2015 ökade industrins investeringar med 10,3 procent, drivet av framför allt energi- och tillverkningsföretag. Investeringarna bedöms öka i långsammare takt 2016. Det medverkar likväl till stigande bankutlåning.

HIKP-inflationen visar fortfarande deflationstendenser men mätt som helårsgenomsnitt bedöms **inflationen hamna på 0,3 procent 2016** jämfört med -0,7 procent 2015. **2017 väntas**

inflationen hamna på **1,2 procent**. Snabbast prisökningar sker inom tjänstesektorn där företagen kan föra över kostnader för löneökningar på kunderna. Effekten av låga energipriser avtar och banar väg för att stigande lönekostnader driver på inflationen.

I början av 2016 togs elförbindelsen NordBalt mellan Sverige och Litauen i drift. Trots att störningar är vanligt förekommande är kabelns gynnsamma effekt på elleverantörernas priser tydlig. De elpriser hushållen möter kommer sannolikt att falla med så mycket som 5 procent fram till mitten av 2016.



Källa: Eurostat

De offentliga finanserna har stärkts de senaste åren. 2015 låg budgetunderskottet på 0,2 procent av BNP. Förstärkningen har främst drivits av ökade skatteintäkter vilket är en följd av högre löner och stigande konsumtion. Offentliga utgifter har stigit endast långsamt trots ökade försvarskostnader. I år bedöms **budgetunderskottet stiga till 1,0 procent av BNP** drivet av ökande utgifter för försvar, pensioner och löner i offentlig sektor.

Den politiska temperaturen stiger inför **parlamentsvalet 9 oktober**. Förslaget att sänka moms på livsmedel, som nu ligger på samma nivå som övriga varor, har fått mycket uppmärksamhet även om det i första hand skulle gynna hushållen med de lägsta inkomsterna. Vi väntar oss inte att parlamentsvalet leder till några drastiska förändringar i den ekonomiska politiken.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2014	2015	2016	2017
BNP OECD	1,9	2,1	1,9	2,3
BNP världen (PPP)	3,4	3,1	3,1	3,7
KPI OECD	1,7	0,6	0,7	1,7
Exportmarknad OECD	4,0	3,4	2,7	4,4
Oljepris Brent (USD/fat)	99,5	53,4	42,5	50,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr USD	2014	2015	2016	2017
BNP	18 165	2,4	2,4	1,9	2,5
Privat konsumtion	12 445	2,7	3,1	2,6	2,7
Offentlig konsumtion	3 204	-0,6	0,7	0,7	0,0
Bruttoinvesteringar	3 031	5,3	4,0	2,7	5,8
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,0	0,2	-0,2	0,0
Export	2 217	3,4	1,1	1,2	5,7
Import	2 731	3,8	4,9	2,5	6,8
Arbetslöshet (%)		6,2	5,3	4,8	4,5
KPI		1,6	0,1	1,1	2,1
Hushållens sparkvot (%)		4,8	5,1	5,4	6,0

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr EUR	2014	2015	2016	2017
BNP	10 400	0,9	1,6	1,7	1,8
Privat konsumtion	5 738	0,8	1,7	1,8	1,8
Offentlig konsumtion	2 169	0,8	1,3	1,4	1,3
Bruttoinvesteringar		1,3	2,7	3,1	3,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,0	0,0	0,0	0,0
Export	4 751	4,1	5,0	4,3	4,0
Import	4 291	4,5	5,7	5,1	4,6
Arbetslöshet (%)		11,6	10,9	10,1	9,6
KPI		0,4	0,0	0,1	1,1
Hushållens sparkvot (%)		6,5	6,5	6,7	6,8

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

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

Inflation

Storbritannien	1,5	0,0	0,6	1,7
Japan	2,7	0,8	0,0	1,5
Tyskland	0,0	0,2	0,4	1,7
Frankrike	0,1	1,4	0,2	0,7
Italien	0,2	0,0	0,1	0,7
Kina	2,0	1,4	2,3	2,5
Indien	7,3	4,9	5,0	4,7
Brasilien	6,3	9,0	8,0	6,0
Ryssland	7,8	15,6	7,3	6,0
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	4,6	4,6	4,8
Frankrike	10,3	10,2	10,1	10
Italien	12,7	12,4	12,2	12,0

BALTIKUM

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

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	0,5	0,1	0,9	2,7
Lettland	0,7	0,2	0,2	2,1
Litauen	0,2	-0,7	0,3	1,2

FINANSIELLA PROGNOSE

		11-maj	sep-16	dec-16	jun-17	dec-17
Officiella räntor						
USA	Fed funds	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25
Japan	Call money rate	-0,10	-0,20	-0,30	-0,30	-0,30
Eurozonen	Refiränta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00
Obligationsräntor						
USA	10 år	1,73	1,85	2,00	2,10	2,40
Japan	10 år	-0,11	-0,20	-0,10	0,00	0,15
Tyskland	10 år	0,12	0,20	0,30	0,50	0,80
Storbritannien	10 år	1,52	1,50	1,65	2,00	2,30
Växelkurser						
USD/JPY		109	114	116	117	114
EUR/USD		1,14	1,14	1,10	1,10	1,12
EUR/JPY		124	130	128	129	128
GBP/USD		1,45	1,50	1,47	1,49	1,53
EUR/GBP		0,79	0,76	0,75	0,74	0,73

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr SEK	2014	2015	2016	2017
BNP	4 155	2,3	4,1	4,0	2,8
BNP, dagkorrigerat		2,3	3,9	3,8	3,0
Privat konsumtion	1 878	2,2	2,6	2,9	2,8
Offentlig konsumtion	1 083	1,3	2,5	3,8	2,5
Bruttoinvesteringar	1 007	7,5	7,3	6,2	6,0
Lagerinvesteringar	10	0,1	0,1	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 878	3,5	5,9	5,8	4,6
Import	1 701	6,3	5,4	6,1	6,4
Arbetslöshet (%)		7,9	7,4	6,9	6,5
Sysselsättning		1,4	1,4	1,6	1,5
Industriproduktion		-2,3	2,9	3,0	3,5
KPI		-0,2	0,0	0,9	1,4
KPIF		0,5	0,9	1,4	1,5
Timlöneökningar		2,7	2,6	2,7	3,4
Hushållens sparkvot (%)		15,2	16,0	16,1	15,3
Real disponibel inkomst		2,2	3,4	3,6	1,9
Bytesbalans, % av BNP		5,4	5,9	5,5	5,2
Statligt lånebehov, mdr SEK		72	33	-18	-9
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,6	0,0	0,4	0,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,8	43,4	42,0	40,0

	11-maj	sep-16	dec-16	jun-17	dec-17
FINANSIELLA PROGNOSE					
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	0,25
3-månaders ränta, STIBOR	-0,44	-0,50	-0,55	-0,20	0,20
10-års ränta	0,71	0,70	0,85	1,20	1,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	59	50	55	70	80
USD/SEK	8,13	7,98	8,18	8,00	7,77
EUR/SEK	9,30	9,10	9,00	8,80	8,70
KIX	108,8	107,0	106,7	104,6	103,6

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr NOK	2014	2015	2016	2017
BNP	3 189	2,2	1,6	1,2	1,5
BNP (Fastlandet)	2 498	2,3	1,0	1,1	2,0
Privat konsumtion	1 279	1,7	2,0	1,8	2,3
Offentlig konsumtion	684	2,9	1,9	2,8	2,5
Bruttoinvesteringar	687	0,0	-4,2	-1,5	1,1
Lagerinvesteringar		0,4	0,3	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 273	2,2	3,4	0,8	1,4
Import	898	1,5	1,1	0,3	2,8
Arbetslöshet (%)		3,5	4,4	4,8	4,8
KPI		2,0	2,2	3,1	2,2
KPI-JAE		2,4	2,7	2,9	2,2
Årslöneökningar		3,1	2,8	2,5	2,6

FINANSIELLA PROGNOSE

	11-maj	sep-16	dec-16	jun-17	dec-17
Folioränta	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25
10-års ränta	1,30	1,30	1,30	1,35	1,50
10-års räntedifferens mot Tyskland	117	110	100	85	70
USD/NOK	8,16	8,07	8,27	8,00	7,59
EUR/NOK	9,33	9,20	9,10	8,80	8,50

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr DKK	2014	2015	2016	2017
BNP	1 986	1,1	1,2	1,5	2,2
Privat konsumtion	958	0,9	2,1	2,1	2,6
Offentlig konsumtion	520	0,2	0,6	0,6	0,9
Bruttoinvesteringar	388	4,0	1,2	2,4	4,0
Lagerinvesteringar		0,3	-0,3	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 058	2,6	-1,0	1,5	4,3
Import	932	3,8	-1,4	2,0	4,9
Arbetslöshet (%)		5,0	4,6	4,2	3,8
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,5	6,2	5,4	4,8
KPI, harmoniserat		0,6	0,5	0,3	1,2
Timplöneökningar		1,3	1,5	1,8	2,3
Bytesbalans, % av BNP		7,6	7,1	6,8	6,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,0	-2,1	-2,0	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		44,8	40,1	40,0	40,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	11-maj	sep-16	dec-16	jun-17	dec-17
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
10-års ränta	0,45	0,45	0,50	0,65	0,90
10-års räntedifferens mot Tyskland	33	25	20	15	10
USD/DKK	6,51	6,54	6,77	6,77	6,65
EUR/DKK	7,44	7,45	7,45	7,45	7,45

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr EUR	2014	2015	2016	2017
BNP	211	-0,7	0,5	0,7	1,1
Privat konsumtion	116	0,6	1,4	0,9	1,1
Offentlig konsumtion	51	-0,3	-0,9	-0,5	-0,2
Bruttoinvesteringar	42	-2,6	-1,1	0,0	1,0
Lagerinvesteringar		0,0	-0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	77	-0,9	0,6	1,5	2,8
Import	77	0,0	-0,4	0,6	2,0
Arbetslöshet (%)		8,7	9,3	9,1	8,8
KPI, harmoniserat		1,2	-0,2	0,1	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		-3,2	-2,7	-2,5	-2,4
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		59,3	63,1	64,5	65,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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

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

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

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

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

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



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 31 mars 2016 uppgick koncernens balansomslutning till 2 700 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 637 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.