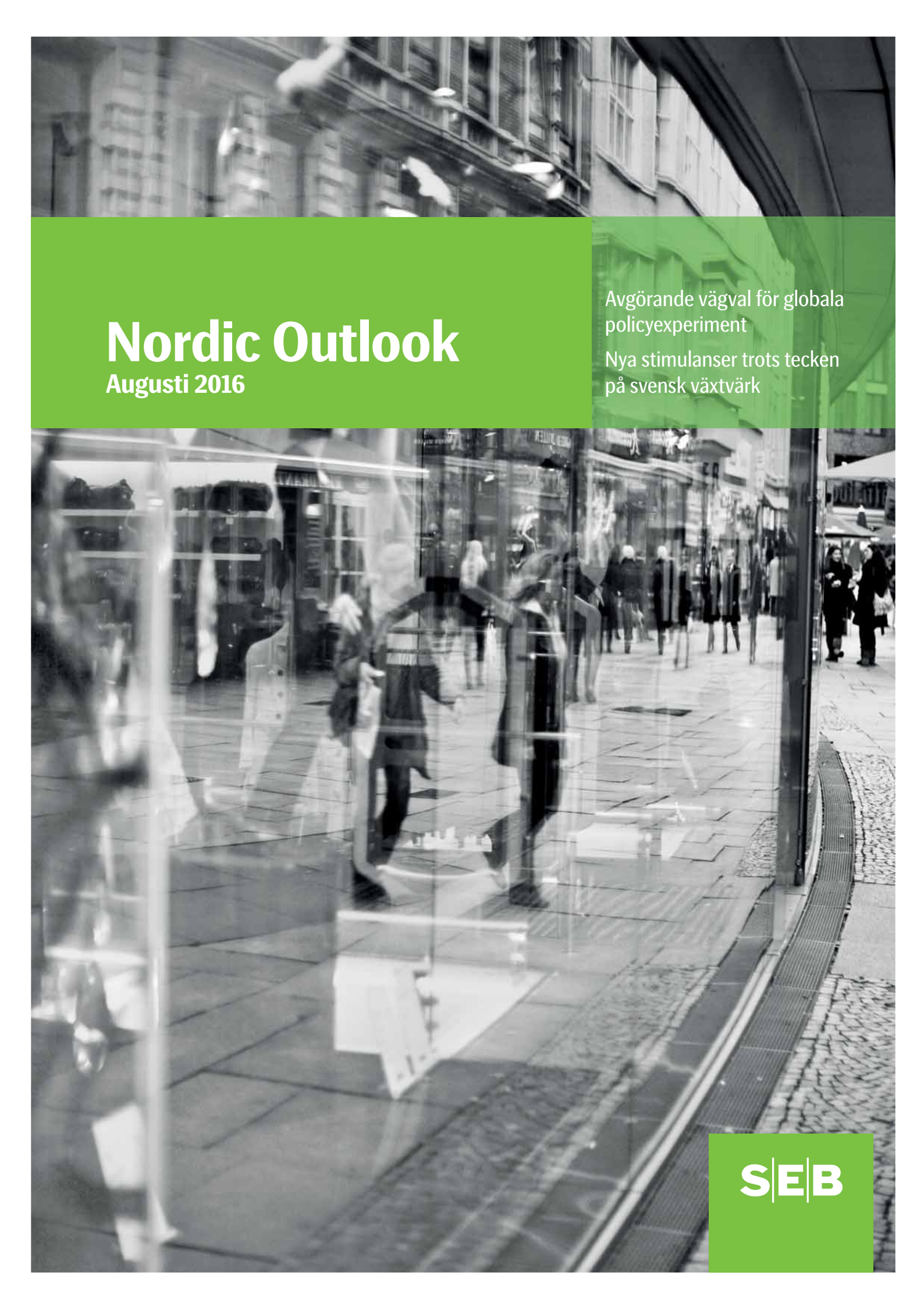




Nordic Outlook

Augusti 2016

Avgörande vägval för globala
policyexperiment

Nya stimulanser trots tecken
på svensk växtvärk

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: "Helikopterpengar" – det sista halmstrået?	14
USA	16
Tema: Clinton vs Trump – den ekonomiska politiken	20
Japan	21
BRIC	22
Tema: Turkiskt kuppförsök får främst politiska effekter	25
Eurozonen	26
Storbritannien	30
Tema: Brexit – vägen framåt	31
Sverige	33
Tema: Undervärderad krona i Riksbankens grepp	38
Danmark	40
Norge	41
Finland	43
Estland	44
Lettland	45
Litauen	46
Nyckeldata	47

Fördjupningsrutor

Internationellt: Fortsatt viss nedåtbias i riskbilden	7
Internationellt: Svårtolkad konjunkturcykel	8
Internationellt: Valutamarknad i strukturell förändring	11
Internationellt: Bortom den populistiska utmaningen	12
USA: Hur stram är arbetsmarknaden?	18
Japan: Abes stimulanspaket på 275 miljarder dollar	21
Eurozonen: Dåliga lån hämmar ECB:s verkningsgrad	27
Sverige: Justering av överskottsmålet fr o m 2019	37

Denna rapport publicerades den 30 augusti 2016.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 24 augusti 2016.

Robert Bergqvist
Chefekonom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 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 8 763 8168

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Dainis Gasputis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Per Hammarlund
+46 8 763 8044

Carl Hammer
+46 8 506 23128

Olle Holmgren
Sverige
+46 8 763 80 79

Johan Javeus
+46 8 506 23019

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

Elisabet Kopelman
+ 46 8 506 23091

Mihkel Nestor
SEB Tallinn
Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas
SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1008

Avgörande vägval för globala policyexperiment

- **Svagt pund mildrar negativa Brexiteffekter**
- **Nya politiska vindar även efter Clintonseger**
- **Hyfsad fart i Eurozonen trots bankproblem**
- **Kina bromsar medan övriga EM växlar upp**
- **Låg inflation trots högre resursutnyttjande**
- **Carrydriven valutamarknad hämmar SEK**
- **Fortsatt börspotential men hög värdering**

De ekonomiska och politiska skeendena har den senaste tiden bjudit på oväntade vändningar och prognosförutsättningarna ter sig nu lite motsägelsefulla. Brexitbeslutet, trenderna i den amerikanska presidentvalskampanjen med Donald Trumps framgångar, högerpopulistiska partiers frammarsch i Europa samt demokratiska bakslag i flera tillväxtekonomier innebär en förhöjd politisk risknivå. Å andra sidan tycks finansiella marknadens motståndskraft mot politisk osäkerhet ha ökat de senaste åren. Den initiala chockreaktionen efter Brexitbeslutet har t ex följts av en betydande **börsuppgång i spåren på mjuka centralbankssignaler och övervägande positiva konjunkturindikatorer**. Samtidigt har obligationsräntorna nått nya rekordbottnar inför utsikterna om ytterligare likviditetsinjektioner och nedskruvade styrränteförväntningar.

Det är för tidigt att dra säkra slutsatser om Brexitprocessens ekonomiska effekter, men vi står fast vid bedömningen att **det är de politiska riskerna som är mest allvarliga**. En initial nedgång i brittiska sentimentsindikatorer har följts av starka siffror för t ex detaljhandel och sysselsättning. Vår prognos innebär en **BNP-tillväxt i Storbritannien nära noll under andra halvåret 2016**. Därefter bidrar svag valuta och lättare ekonomisk politik till en långsam återhämtning. Med begränsade effekter för brittisk ekonomi blir inte heller spridningseffekterna så stora. **Eurozonen hämmas visserligen också av den stora pundförsvagningen**, men inhemska förhållanden är tillräckligt expansiva för att BNP ska växa en bit över trendmässig nivå.

Prognosen för den amerikanska ekonomin har justerats ned efter den oväntat svaga BNP-siffran för andra kvartalet. Den allra senaste tiden har dock konjunktursignalerna varit övervägande positiva och expansiva finansiella förhållanden i kombination med avklingande negativa impulser från oljesektorn innebär goda utsikter för ett starkare andra halvår. BNP-tillväxten de kommande åren blir dock måttlig, vilket delvis beror på att restriktioner på arbetsmarknaden börjar

göra sig gällande. Tillväxtekonomierna (Emerging markets, EM) har generellt visat finansiell motståndskraft med stigande börser och valutor den senaste tiden, bl a som en följd av stabilare energi- och råvarupriser. Vår prognos om **en kontrollerad dämpning av den kinesiska tillväxten** står fast, samtidigt som BNP-tillväxten i **Indien visar en försiktig acceleration** upp till 8,0 procent 2018. Brasilien och Ryssland brottas med fortsatta problem, men efter stora BNP-fall 2015 och 2016 ser vi utsikter till ett omslag till svagt positiva tal 2017 och 2018. BNP-tillväxten för EM-ekonomierna sammantaget växlar upp från **4,2 procent i år till 4,7 respektive 4,8 procent 2017 och 2018**. Den globala tillväxten totalt stiger från **3,1 procent i år till 3,5 resp. 3,6 procent 2017 och 2018**. För 2017 innebär det en nedrevidering med 0,2 procentenheter jämfört med majprognosen.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2015	2016	2017	2018
USA	2,6	1,6	2,4	2,0
Japan	0,5	0,5	0,5	0,5
Tyskland	1,7	1,7	1,6	1,6
Kina	6,9	6,6	6,3	6,0
Storbritannien	2,2	1,7	0,9	2,0
Eurozonen	1,7	1,6	1,7	1,7
Norden	2,2	2,1	2,0	2,0
Baltikum	1,8	2,2	2,8	3,1
OECD	2,3	1,7	2,0	2,0
EM-ekonomier	3,9	4,2	4,7	4,8
Världen, PPP	3,1	3,1	3,5	3,6

Källa: OECD, SEB

I denna miljö står centralbankerna inför flera dilemman. Måttlig tillväxt, nedåtrisker kopplade till politisk osäkerhet samt besvärande låg inflation skapar tryck på mer stimulanser. Å andra sidan tycks **verkningsgraden av ytterligare okonventionella åtgärder bli allt lägre** samtidigt som riskerna kopplade till uppdrivna tillgångspriser och hög skuldsättning ökar. I främst Japan och eurozonen skulle ytterligare räntepress nedåt också få negativa konsekvenser för banksystemet, vilket i förlängningen försvagar transmissionen ytterligare. Vi räknar med en sista räntesänkning från Bank of England och förlängningar och utvidgningar av obligationsköpen från t ex ECB och Bank of Japan, men i stort sett har penningpolitiken nått vägs ände. Vi har också senarelagt startpunkten för normaliseringsprocessen i flera länder. I Sverige kommer första höjningen hösten 2017 och i Storbritannien i mitten på 2018. **Fed får således gå ensamma fram med en höjning i**

december i år och styrräntan når sedan en nivå på 1,50-1,75 procent i slutet av 2018.

I en sådan situation stärks argumentet för att finanspolitiken ska dra ett tyngre lass. Men det är svårt att tro på något större genombrott eftersom de länder som har mest behov av stimulanser generellt har minst statsfinansiellt utrymme. Ytterligare tillväxtbesvikelser i ett läge när alla andra stimulansmöjligheter uttömts kan leda till **att idén "helikopterpengar" (se temartikel sid 14) prövas**. Men förutom praktiska problem bidrar den hyfsade tillväxt vi förutser till att det inte är troligt med så drastiska åtgärder.

Med vår vy avseende konjunktur och ekonomisk politik är det svårt att se någon stark ränterekyl uppåt i närtid. **Obligationsräntorna ligger kvar nära historiskt låga nivåer det närmaste året** och drar sig därefter högre när Fed gradvis höjer räntan och ECB trappar ned sina obligationsköp. I slutet av 2018 ligger internationella 10-årsräntor ca 70 punkter högre än idag. **Valutamarknaden präglas av jakt på avkastning, vilket gynnar valutor i högränteländer (EM)**. Feds leverans i december bidrar till att EUR/USD går under 1,10 det närmaste halvåret men på längre sikt går EUR/USD mot nivåer mer i linje med sitt historiska genomsnitt och når 1,15 i slutet av prognosperioden. Riksbanken har vunnit trovärdighet för sin ambition att hålla kronan svag. Först när räntepolitiken kopplar loss från ECB i mitten på 2017 ser vi utsikter för en mer påtaglig rörelse mot fundamentalt motiverade nivåer. **Börserna bedöms stiga måttligt och vi ser störst potential i Europa**. Optimistiska konsensusprognoser för vinster utgör dock en generell risk för bakslag.

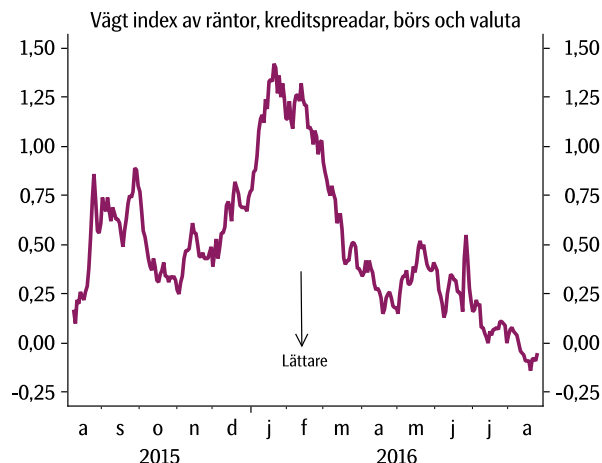
Clintonseger skingrar en del orosmoln

Svaga amerikanska siffror för både första och andra kvartalet gör att vi **justerar ned BNP-prognosen för helåret 2016 från 1,9 till 1,6 procent**. Indikatorerna har dock vänt upp de senaste månaderna och vi ser flera skäl för att avslutningen på året kan bli förhållandevis stark. Till en underliggande stark konsumtionstillväxt ska läggas att de finansiella förhållandena under våren slog om ganska kraftigt, vilket med viss eftersläpning stöttar den reala ekonomin. Därtill kommer att den negativa impulsen från kraftigt minskande oljeinvesteringar gradvis klingar av samtidigt som lagercykeln troligen slår om i expansiv riktning efter fem kvartal i rad med kontraktiv effekt. **BNP-tillväxten blir ändå måttligt de närmaste åren med 2,4 respektive 2,0 procent 2017 och 2018**, vilket delvis beror på att utbudsrestriktioner gör sig gällande när arbetslösheten når en bra bit under de nivåer som t ex Fed angett som jämvikt.

Under hösten lär presidentvalet överskugga det mesta. I såväl USA-avsnittet som temartikel sid 20 analyseras kandidaternas ekonomiska program. **Vi har skrivit ner sannolikheten för att Donald Trump ska vinna valet till 15 procent från tidigare 35-40 procent**. Efter det republikanska partikonventet har Trump inte lyckats ändra sin framtoning i mer statsmannamässig riktning i någon större utsträckning, även om han har blivit mindre utmanande i utrikes- och säkerhetspolitiska frågor. Därmed får han svårt att bredda sitt väljarunderlag i en sådan utsträckning att han kan vinna i

avgörande delstater (s k swing states) som t ex Florida, där minoritetsgrupper utgör en betydande del av befolkningen. Trots Trumps okonventionella uppträdande i allmänhet följer hans ekonomisk-politiska program i ganska hög grad traditionella republikanska mönster. Det innebär t ex stora ofinansierade skattesänkningar för höginkomsttagare, vilket logiskt sett borde begränsa väljarpotentialen ytterligare. Med Hillary Clinton som blivande president får vi troligen inte några dramatiska förändringar i den ekonomiska politiken även om också hennes program innehåller protektionistiska inslag.

Finansiella förhållanden stimulerar tillväxten



Brexitförhandlingar med oklara konturer

Storbritanniens beslut att lämna EU reser många frågor på såväl nationell som europeisk nivå. Folkomröstningen har splittrat nationen, vilket bl a illustreras av tydliga skiljelinjer mellan olika regioners vägval samt i de politiska partiernas interna konflikter. Efter att premiärministerfrågan så snabbt kunde lösas och Theresa May därefter tydligt deklarerat att folkomröstningens resultat ska respekteras har osäkerheten minskat. Det är därför troligt att den s k exitklausulen (artikel 50 i Lissabonfördraget) aktiveras under 2017. Förhandlingarna blir komplicerade men **vårt huvudscenario (70 procents sannolikhet) är att Brexitförhandlingarna genomförs på ett konstruktivt sätt** och att Storbritannien lyckas sluta fruktbara handelsavtal med såväl EU som andra partners. Vi tror också att det mest sannolika är att Storbritanniens relationer med EU framöver kommer att följa den schweiziska modellen. Till skillnad från t ex den norska innebär detta restriktioner i EU:s fyra friheter, rörelsefrihet för varor, tjänster, kapital och människor.



Minskande investeringar till följd av osäkerhet om Storbritanniens långsiktiga relationer med omvärlden utgör den största ekonomiska risken och vår prognos innebär att BNP

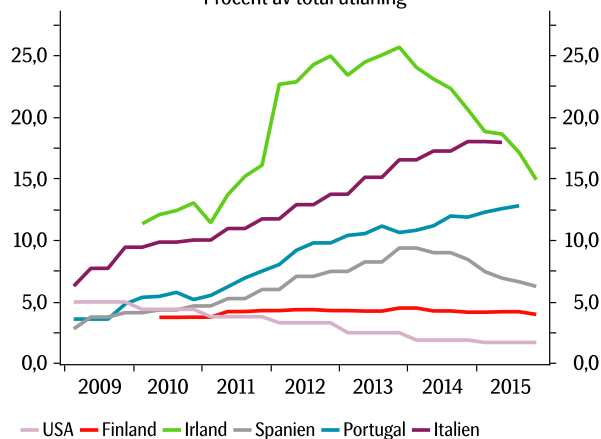
stagnerar helt under andra halvåret i år. **Flera faktorer talar ändå för att svackan blir mild.** Bank of England har lyckats återställa förtroendet på de finansiella marknaderna efter den initiala chockreaktionen. I höstens budgetförslag kommer förmodligen finanspolitiken också att lättas något, vilket förstärker bilden av en politik som läggs om i mer expansiv riktning. Det är svårt att avgöra vad den brittiska regeringens ambitioner att göra ekonomin "superkonkurrenskraftig" i praktiken betyder. Men en sådan fokusering kan få symbolisk betydelse och komplettera de konkurrenskraftsförbättringar som följer av nedpressad pundkurs. BNP-tillväxten för helåret 2017 dämpas dock till 0,9 procent, vilket innebär att Storbritannien växer klart långsammare än västvärlden generellt.

Eurozonen: Hyfsad fart trots bankproblem

Brexitprocessen påverkar också den politiska processen i Eurozonen. EU-motståndet växer i många länder också inom valutaunionen och om de brittiska villkoren för ett utträde ter sig lockande kan flera länder välja den vägen. Utgången av det franska presidentvalet våren 2017 samt det tyska parlamentsvalet på hösten kommer att bli viktiga för framtida vägval. Flyktningkris och terrorhot ställer akuta krav på konstruktivt samarbete, men många nationella regeringar har begränsat manöverutrymme med tanke på den inhemska opinionen. Mot bakgrund av den brittiska opinionsyttringen **tror vi inte EU-etablissemangen vågar gå vidare i federalistisk riktning**, vilket i praktiken innebär att eurosamarbetet även framöver kommer att sakna en infrastruktur som ger långsiktig stabilitet.

Fortsatt hög andel dåliga lån

Procent av total utlåning



Källa: IMF

Trots flera orosmoln fortsätter ekonomin att växa i en takt mellan 1½ och 2 procent, vilket är över trend och innebär att arbetslösheten fortsätter nedåt. De inhemska drivkrafterna är relativt starka med en hushållssektor som gynnas av låg inflation, stigande sysselsättning och förbättrad förmögenhetsställning i spåren av prisuppgångar på bostäder. Därtill kommer att kapacitetsutnyttjandet nu nått nivåer där investeringar brukar ta fart. Fortsatta problem i banksektorn (se fördjupningsruta sid 27) håller dock tillbaka utlåningstakten och hämmar verkningsgraden av ECB:s stimulanser. Italien har högst andel dåliga lån men problemet finns också i olika grad i andra länder. Lugnande besked i de stresstester som EBA (European Banking Authority) genomfört har inte övertygat de

finansiella marknaderna och problemen riskerar att bli kroniska så längre ränteläget är så extremt nedpressat.

Fortsatt viss nedåtbias i riskbilden

Att marknadsoron efter Brexitbeslutet blev kortvarig och att USA-indikatorerna vänt upp den senaste tiden har minskat de kortsiktiga nedåtriskerna i prognosen. Stabilisering av energipriserna och ökad sannolikhet för kontrollerad inbromsning i Kina har också bidragit. På lång sikt finns däremot ett flertal risker man kan lyfta fram även om sannolikheten för var och en av dem är ganska låg. Vårt alternativscenariot där Brexitförhandlingarna leder till mer allvarliga störningar i samarbetet mellan Storbritannien och EU är ett exempel. Detta kan också kopplas ihop med bredare risker för en utveckling i populistisk/protektionistisk riktning där en Trump-seger i amerikanska presidentvalet kan vara en katalysator. En annan risk är att vi till slut får en relativt kraftig nedgång av tillgångspriserna som en följd av ökande misstro mot centralbankernas förmåga att långsiktigt hantera situationen. Detta kan eventuellt vara kopplad till en oväntad snabb uppgång i inflationen i ett senare skede av cykeln.

Potentialen på uppsidan är relativt liten. En möjlighet är att vi får se en kraftigare konsumtionsuppgång i spåren av allt starkare arbetsmarknad i många länder. Våra skattningar tyder på att sparandet i USA är högt uppdrevet i relation till hushållens underliggande styrka och detta gäller förmodligen också flera andra länder. Om de senaste årens produktivitetstapp kan återtas kan det leda till en positiv spiral via förbättrad lönsamhet och stigande investeringar. Sammantaget står vi fast vid bedömningen i maj om att **riskerna för en sämre utveckling än i huvudscenariot är 20 procent medan sannolikheten för ett högtillväxtscenario är 15 procent**.

Större motståndskraft bland EM-ekonomier

EM-ländernas börser och valutor har generellt fortsatt att återhämta sig de senaste månaderna. Drivkrafterna har varit minskad oro för en kinesisk hårdlandning, högre olje- och råvarupriser samt ytterligare nedskruvade förväntningar när det gäller Feds räntehöjningar. SEB:s valutaindex för EM-ekonomier har stigit med ca 4 procent det senaste kvartalet. Råvaruexporterande ekonomier har gynnats och ryska och brasilianska valutorna tillhör de EM-valutor som stärkts mest. Så länge inte råvarupriserna försvagas rejält eller förväntningarna på Fed skruvas upp påtagligt ser **vi goda utsikter för ytterligare valutaappreciering**.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

	2015	2016	2017	2018
Kina	6,9	6,6	6,3	6,0
Indien	7,3	7,6	7,8	8,0
Brasilien	-3,5	-3,5	0,5	2,0
Ryssland	-3,7	-0,4	1,0	1,5
EM-ekonomier	3,9	4,2	4,7	4,8

Källa: OECD, SEB

Bland BRIC-ekonomierna fortsätter **Indien** att uppvisa stark tillväxt med årliga BNP-ökningar på 7½ till 8 procent under prognosperioden. **Kinas** tillväxt har stabiliserats de senaste kvartalen och den kortsiktiga osäkerheten har minskat.

Vår prognos om en kontrollerad inbromsning står fast och tillväxten dämpas gradvis till 6,0 procent 2018. Även om ambitionerna skruvats ned lite riskerar högt satta tillväxtnål att ge politiken ett alltför kortsiktigt fokus och prioritera ned mer långsiktigt verkande strukturreformer. I både **Ryssland** och

Brasilien fortsatte BNP-nedgången andra kvartalet, men ekonomierna visar tecken på stabilisering och vår prognos är båda länderna får en svagt positiv BNP-tillväxt 2017. Rysk ekonomi får stöd av lite högre oljepris samtidigt som rubelförstärkningen bidrar till att dämpa inflationen och därmed också urholkningen av hushållens köpkraft. I många mindre EM-ekonomier är tillväxten hyfsad om än klart långsammare än innan den finansiella krisen. Den aggregerade tillväxten för EM-ekonomierna väntas accelerera något 2017 och 2018 trots Kinas inbromsning.

Svårtolkad konjunkturcykel

Efter en tydlig rekyl uppåt direkt efter finanskrisen har industriländerna haft svårt att nå upp till tillväxttal i linje med tidigare återhämtningar. **I denna prognos är avsaknaden av cykliskt mönster extra tydlig.** I såväl Japan som eurozonen ligger BNP-tillväxten på en konstant nivå under perioden 2015-2018 och i USA eller Storbritannien går det inte heller att urskilja något egentligt cykliskt mönster. Det reser frågetecken om var i konjunkturcykeln vi befinner oss.

Utvecklingen på arbetsmarknaden ger dock en annan bild. Där har den cykliska trenden varit tydlig och nedgången i arbetslöshet i USA har t ex gått snabbare än väntat. Även i Japan, Tyskland och Storbritannien har arbetslösheten sjunkit till historiskt låga nivåer. **Den faktiska arbetslösheten i många länder ligger nu nära sin jämvikt,** vilket återspeglas i att internationella organisationer som IMF och OECD redovisar små produktionsgap. Denna situation får lite paradoxala konsekvenser. Samtidigt som debatten idag fokuseras på problem med svag tillväxt och låg verkningsgrad för penningpolitiken måste prognosmakare och beslutsfattare också fundera på huruvida utbudsrestriktioner i en relativt snar framtid kommer att hämma tillväxten. Generellt talar mycket för en fortsatt låg inflation de närmaste åren, men cyklisk inflation kan bli att räkna med i ett senare skede i konjunkturförloppet.

Produktionsgap i valda länder

Procent av BNP*

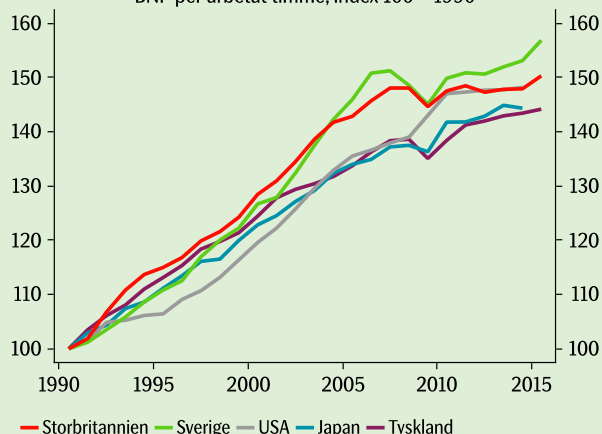
	2016kv 2	2018 kv 4
USA	-0,5	0,5
Japan	0,0	0,0
Euro zonen	-2,5	-1,0
Tyskland	-0,5	0,5
Storbritannien	-1,0	-1,0
Sverige	-1,0	0,5
OECD	-1,0	0,0

*Negativa tal betyder ledig kapacitet
Källa: OECD, SEB

I själva verket är vi nu på väg in i ett skarpt testläge. Om gamla samband mellan resursläge och inflation trots allt visar sig gälla kan den finansiella ompriset bli betydande. Detta mot bakgrund av att dagens marknadsprissättningen reflekterar mycket låga förväntningar på framtida inflation och räntehöjningar. För centralbankerna är denna situation inte enkel.

Samtidigt som man vill visa att man är medveten om att inflationsprocesserna förändrats, finns knappast något alternativ till produktionsgapen som ramverk för analys och kommunikation. Lite tillspetsat kan man också säga att **ett tydligt samband mellan resursutnyttjande och inflation närmast är en förutsättning för att systemet med inflationsmål och oberoende centralbanker ska fungera på ett rimligt sätt.**

Produktiviteten har tappat fart
BNP per arbetat timme, index 100 = 1990



Källa: Macrobond

Att arbetsmarknaden utvecklats så starkt trots anemisk tillväxt beror på att arbetsproduktiviteten planat ut efter krisen. **I nästan alla länder ligger produktivetsnivån långt under tidigare trend.** De flesta prognosmakare utgår från att gapet gentemot tidigare trend inte kommer att slutas. Det finns flera skäl till denna försiktighet; exempelvis har en lång period med låga investeringar sammanfallit med en ekonomisk politik inriktad mot att skapa arbetstillfällen för personer med lägre produktivitet. Men gapet ovan indikerar ändå att finns en potential för snabbare produktivetsökningar framöver. Även om bara en del av gapet sluts skulle det ha stor betydelse för tillväxtpotentialen på medellång sikt och framför allt för vinstutvecklingen i näringslivet. En möjlighet (som diskuterades i temaartikeln "Låg produktivitet – det nya normala?" i förra Nordic Outlook) är att vi kan få ett nytt produktivetsprång genom eftersläpande effekter av det senaste decenniets digitalisering och teknikrevolution.

Stabilt oljepris men nedåtrisker dominerar

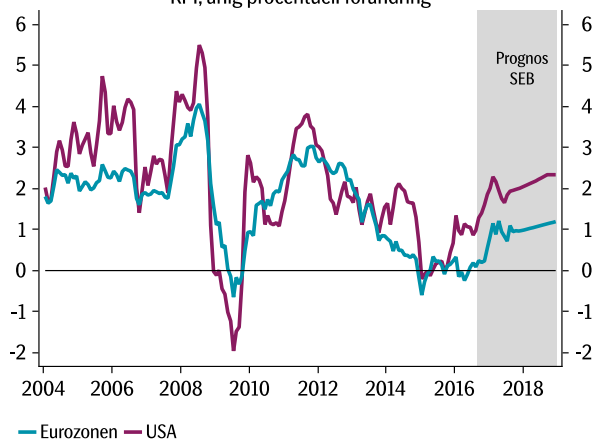
Oljepriset (Brent) har kommit upp på något högre nivå efter bottenkänningar under 30 USD/fat. Produktionen från länder utanför OPEC har hittills i år minskat något efter snabba ökningar 2013-2015, samtidigt som de globala oljelagren planat ut efter tidigare uppgångar. Därmed har balansen på oljemarknaden förbättrats och vi ser ingen större dramatik i prisbildens de närmaste åren. En måttlig efterfrågeökning i kombination med de senaste årens drastiska nedskärningar på investeringssidan gör att **råoljepriset stiger något från 50 dollar/fat som genomsnitt för andra halvåret i år till 55 respektive 60 dollar 2017 och 2018**. Riskerna ligger dock på nedsidan. Nordamerikanska aktörer uppvisar nu kraftiga effektivitetsvinster. Färsta siffror visar på ökning av produktiviteten med upp mot 25 procent i uppräknad årstakt. Därmed faller break-evennivåerna snabbt, viket stärker motståndskraften mot fallande priser samt benägenheten att nyinvestera så fort en stigande pristrend börjar få fäste. Den långsiktiga trenden med ökande möjligheter till substitution av fossila bränslen fortsätter också.

Låginflationsmiljön testas men består

Inflationsutvecklingen har den senaste tiden gått sidledes och i stort sett följt våra tidigare prognoser. Under hösten kommer baseeffekter från tidigare oljepriserändringar att driva upp headlineinflationen. Effekter av valutarörelser är också tydliga, vilket bl a syns i svenska och framför allt norska siffror. Under hösten börjar också pundförsvagningen pressa upp inflationen i Storbritannien. Löneökningarna har generellt fortsatt att vara dämpande, även om det stramare arbetsmarknadsläget i USA börjar få ett visst genomslag.

Stigande men låg inflation

KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, BLS, SEB

De närmaste åren testas det senaste decenniets låginflationsmiljö när resursgapet sluts i industriländerna (se fördjupningsruta) samtidigt som politiska beslut i högre grad påverkar lönebildningen, t ex genom höjda minimilöner i flera länder. De tendenser till begränsningar i rörligheten, framför allt för arbetskraft, som kan skönjas bl a i spåren av Brexitbeslutet kan också göra att det nationella resursläget får större genomslag på pris- och lönebildningen. Vår huvudprognos innebär ändå

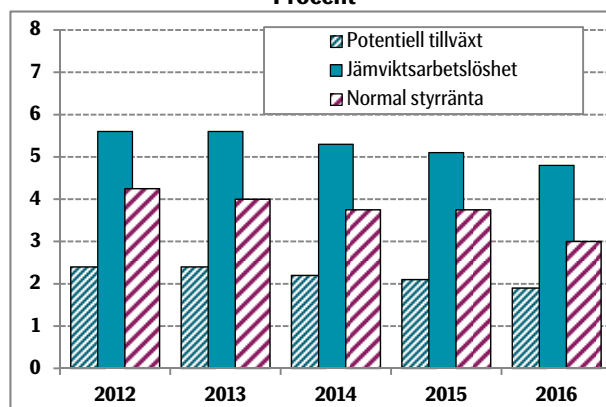
att de disinflationistiska krafterna fortsätter att dominera. De strukturella förändringarna ovan kommer knappast att hinna få speciellt stor betydelse de närmaste åren och därtill tyder tidigare erfarenheter på att inflationseffekter av stramare resursutnyttjande kommer med viss fördröjning. Det gör att inflationen förblir obekvämt låg för många centralbanker, men att skillnaderna i resursläge slår igenom. Den måttliga inflationsuppgång vi förutser i USA ger Fed stora frihetsgrader, medan ECB måste fortsätta slåss för att hålla uppe förtroendet för inflationsmålet.

Penningpolitik med allt svagare verkan

Nedåtriskerna för tillväxten, svagt inflationstryck och låga inflationsförväntningar gör att **global sammanvägd penningpolitik förblir mycket expansiv under hela prognosperioden**. Men den okonventionella politiken blir också mer **ifrågasatt**, även av t ex IMF och BIS. Politiken pressar upp tillgångspriser på bred front, men genomslaget på den reala ekonomin är inte imponerande. Riskerna som är förknippade med att ytterligare driva upp **tillgångspriser och privat skuldsättning** har satt förnyat fokus på finanspolitikens roll. De låga räntorna ger ett ökat budgetutrymme, men i de länder som är i störst behov av finanspolitiskt stöd, t ex i Sydeuropa, är det statsfinansiella läget fortfarande bekymmersamt. Det begränsade utrymmet för både penning- och finanspolitik gör att s k **helikopterpengar** (se temaartikel på s 14) inte kan uteslutas som ett drastiskt ekonomiskt-politiskt instrument.

Centralbanker brottas med flera stora utmaningar. Hög **skuldsättning** och **kreditrisk** i enskilda sektorer försvagar penningpolitikens transmission och pressar banksystemet. Finanssektorns **lönsamhetsproblem**, som beror på både branschspecifika trender och de senaste årens okonventionella penningpolitik, utgör i dag en viktig **restriktion** för ytterligare räntesänkningar i t ex Japan och eurozonen. Läget är särskilt besvärligt för banker som är starkt beroende av allmänhetens inlåning och där utlåning mestadels sker till rörlig ränta.

Feds prognos för normal styrränta vid olika tidpunkter



Hög sparbenägenhet och låg investeringsvilja fortsätter att utöva **press nedåt på den korta globala realräntan**. Detta spelar stor roll när man bedömer hur expansiv penningpolitiken verkligen är i nuläget och i vilken takt som det är lämpligt att genomföra kommande normaliseringsprocesser.

Centralbankernas huvudvärk blir än värre av att analyser ger olika besked om huruvida pågående **realräntepress nedåt är permanent/strukturell eller tillfällig/cyklisk**. Vår slutsats har varit – och är – att den är relativt uthållig och flera centralbanker är nu på väg att ändra sin syn i denna riktning. Ett tydligt exempel är Fed (se diagram) som gjort **stora justeringar nedåt när det gäller bedömningen av neutral nivå för såväl real som nominell korträntan**. Andra centralbanker har – eller väntas – följa Feds realränteslutsatser.

Feds analyser visar att USA:s korta reala jämviktsränta långsiktigt ligger på 1 procent. I nuläget innebär därtill kvardröjande anpassningsbehov efter den stora recessionen 2008-2009 att den neutrala korträntan är ytterligare nedpressad och ligger nära noll. I ljuset av detta är den nuvarande nivån på runt -1 procent för den korta **realräntan mindre expansiv än vad många, inklusive Fed, tidigare utgått från**. När man bedömer den totala effekten av penningpolitiken ska man dock också lägga till QE-programmen och Feds stora penningpolitiska räntefölj.

Centralbankers styrräntor

Procent

	I dag	Dec 2016	Dec 2017	Dec 2018
Federal Reserve	0,50	0,75	1,25	1,75
ECB	0,00	0,00	0,00	0,00
Bank of Engl.	0,25	0,05	0,05	0,50
Bank of Japan	-0,10	-0,20	-0,20	-0,20
PBoC (Kina)	4,35	3,85	3,85	3,85
Riksbanken	-0,50	-0,50	-0,25	0,25
Norges Bank	0,50	0,25	0,25	0,75

Källa: Centralbanker och SEB

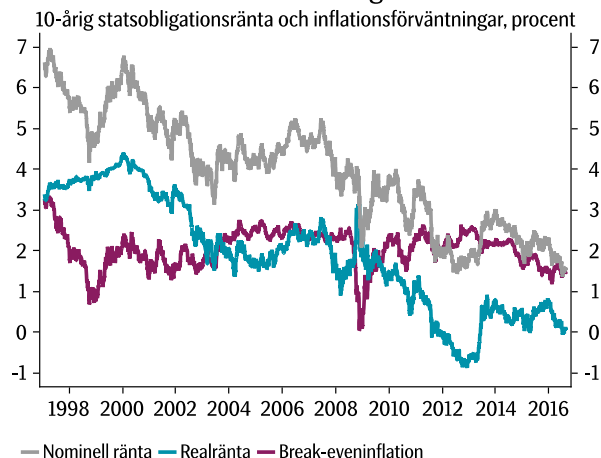
Ansträngt resursläge och stigande inflation gör att vi tror att **Fed** höjer räntan i december och att ytterligare fyra höjningar sker nästkommande två år till nivån 1,50-1,75 i slutet av 2018. I en miljö med asymmetriska risker behöver normaliseringsprocessen ske med försiktighet och i vår Fedprognos har vi t ex vägt in en ökad grad av hänsyn till stabiliteten på de globala finansmarknaderna. Låg inflation och utmaningar för Europas banker gör att **ECB** inledningsvis tvingas förlänga QE-programmet ytterligare ett halvår till september 2017 samt ligga kvar med nollränta under hela prognosperioden. **Den brittiska centralbanken** genomför ytterligare räntesänkning i höst till 0,05 procent (-20 punkter) och höjer räntan vid halvårsskiftet 2018. **Bank of Japan** rullar sitt QE-program vidare under hela prognosperioden. De nordiska centralbankerna pressas därmed till ytterligare stimulans; **Norges Bank** sänker till 0,25 procent och **Riksbanken** förlänger sitt QE-program med sex månader. Norska styrräntan höjs i mitten av 2018 medan Riksbanken börjar höja under fjärde kvartalet 2017; vid halvårsskiftet 2018 blir styrräntan åter positiv.

Centralbanks-QE lägger lock på långräntor

Nedåttrenden för långa räntor består och 10-åriga räntor har i sommar satt nya bottenrekord på bred front. Delvis är räntenedgången en reaktion på Brexit och förväntningar om att andra centralbanker kommer att följa i Bank of Englands

spår med nya lättnader. Men vi är också inne i en längre trend som speglar **Feds förändrade syn på hur snabbt och hur mycket räntan kan höjas**. Detta återspeglar i sin tur att tankar kring s k sekulär stagnation (se temaartikel i *Nordic Outlook* i maj 2016), alltmer letar sig in i Feds argumentation och prognoser. Konsekvensen är bl a att den neutrala räntan bedöms ligga en bra bit under den historiska normen – bara under det senaste året har Fed reviderat ned sin bedömning med 0,75 procentenheter.

USA: Realräntan drar sig åter neråt



Källa: Macrobond

Att Fed tvingas till betydande prognosändringar tyder på att man nu har stora svårigheter att tolka vad som händer i ekonomin. Därför tvingas man lägga större vikt vid inkommande data och mindre vid sina egna prognoser och modeller. **I en sådan miljö är också marknaden försiktig med att diskontera framtida räntehöjningar** och vår vy med halvårsvisa höjningar av Fed diskonteras idag inte fullt ut. Jakten på avkastning sätter samtidigt en gräns för hur mycket långa räntor i olika länder kan avvika från varandra. I Europa och Japan förblir långa räntor under press från centralbankernas omfattande obligationsköp. Att ECB:s köp fortsätter till mitten av 2018, om än med viss nedtrappning, gör att tyska räntor fortsätter att agera släpbankare för internationella långräntor ett bra tag till framöver. Detta bidrar även till att uppgången i USA blir mildare än i tidigare cykler.

Vår prognos är att 10-åriga räntor i USA i slutet av året ligger på 1,60 procent för att sedan gradvis stiga till 2,30 procent i slutet av 2018. Motsvarande tyska obligationer handlas på -0,05 procent i slutet av 2016 och 0,60 procent i slutet av 2018. Räntedifferensen mellan 10-åriga räntor i USA och Tyskland ligger därmed på en ganska konstant nivå runt 160-170 räntepunkter under prognosperioden. Jämfört med *Nordic Outlook* i maj har **prognosen för amerikanska långa räntor i slutet av 2017 reviderats ned** med 40 räntepunkter.

Det finns dock även faktorer som skulle kunna ge en snabbare uppgång än vad som idag verkar ligga i korten. Flera stora ekonomier ser ut att vara nära ett läge med fullt resursutnyttjande. Det innebär att **frågan om nationella inflationsimpulser kontra globala desinflationskrafter** nu kommer

att ställas på sin spets på ett sätt som de inte gjort tidigare i återhämtningen. I USA syns tecken på att såväl löner som inflation drar sig högre. Nedgången i långa USA-räntor har i år inte drivits av sjunkande inflationsförväntningar – som tvärtom varit relativt stabila – utan av sjunkande realräntor. Att inflationsförväntningar ligger på historiskt låga nivåer ökar risken för en större omprisning när inflationstrenden skiftar högre. När det gäller riskbilden i Europa kan ett beslut från ECB om att ta bort den tidigare självpåtagna restriktionen om att inte köpa obligationer med en ränta under ECB:s egen depositränta (-0,40 procent) **minska behovet av att söka sig allt längre ut på den tyska kurvan** och lätta på nedåtpressen på tyska 10-årsräntor och ge en något brantare tysk räntekurva.

Svenska 10-åriga statsobligationsräntor har under sommaren minskat marginalen mot motsvarande tyska räntor från de uppdrivna nivåerna kring 50 räntepunkter i slutet av våren till knappt 20. Förväntningarna på Riksbankshöjningar har skalats ned efter Brexit, men viktigare är att Riksbankens QE-köp och minskat statligt lånebehov gett en tilltagande brist på långa statsobligationer. Vår tro på att Riksbanken i höst annonserar en förlängning av sina obligationsköp t o m nästa vår väntas leda till att **räntedifferensen mot tyska 10-årsräntor under hösten faller till noll**. På längre sikt väntas spreaden dock åter gå isär igen när fokus riktas mot kommande räntehöjningar. Låg likviditet i svenska obligationer skapar en risk för att svenska räntor då börjar handlas med en viss premie. Svenska 10-åriga obligationsräntor stiger från -0,05 procent i slutet av 2016 till 1,40 procent i slutet av 2018. Detta innebär en rörelse för spreaden mot Tyskland ned till 0 i slutet på 2016 för att sedan gradvis stiga till 80 punkter i slutet av 2018.

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2015	2016	2017	2018
Sverige	4,2	3,7	2,8	2,3
Norge	1,6	1,2	1,4	1,8
Danmark	1,0	1,4	2,3	2,3
Finland	0,2	0,7	1,0	1,2

Källa: OECD, SEB

Norska 10-årsräntor handlas idag med en stor premie mot motsvarande tyska. Handeln i norska statsobligationer har normalt ett stort inslag av valutapositionering och utsikter till gradvis starkare krona kan därför öka intresset för norska statsobligationer. Jakt på avkastning talar för att marknaden bör kunna svälja ett ökat utbud av obligationer under kommande år. Därtill kommer lägre intäkter från olja inte att kompenseras med ökade emissioner. Vi väntar oss därför att **10-årsspreaden mot Tyskland krymper från omkring 110 till 70 i punkter i slutet av 2017**, motsvarande en ränta på 1,00. Räntespreaden stabiliseras kring 80 punkter i slutet av 2018 när Norges Bank försiktigt börjar höja räntan.

Valutamarknad i strukturell förändring

Den globala valutamarknaden har växt betydligt de senaste 30 åren. Mellan 2001 och 2013 mer än fyrdubblades den genomsnittliga dagliga omsättningen till 5 300 miljarder dollar enligt Bank for International Settlements (BIS). **När BIS i början av september publicerar nya data för 2016 kan aktiviteten ha sjunkit jämfört med 2013**. Visserligen kan man se tecken på att dagens lågavkastande miljö ökar investerarens intresse för valutor som nytt tillgångsslag. Men viktigare är att centralbankernas omfattande QE-politik, som i flera länder haft en svagare valuta som mål, tillfört prognososäkerhet. Dessutom har nya aktörer tillkommit (automatiserade tradingprogram) som bidragit till stundtals irrationella valutarörelser medan andra (t ex hedgefonder) dragit ned sin marknadsnärvaro. I en miljö med nya osäkerhetsmoment, valutor som handlar nära sina jämviktsnivåer och nedpressade differenser mellan länders styrräntor tycks många aktörer ser valuta-utvecklingen, sett över tiden, som ett nollsummespel och avstår därför från starka valutavyer eller att handla i valutamarknaden.

Carry-marknad pressar kronan

Lägre omsättning/låg volatilitet gör att valutamarknaden nu fokuserar på avkastning. En sådan carry-driven marknad innebär att länder med **lägst ränta används som lånevalutor och växlas till högre avkastande alternativ**. Speciellt gäller detta flertalet EM-länder där styrräntan är hög(re) och värderingen i många fall attraktiv. Detta tema för valutamarknaden tror vi kommer att fortsätta dominera den närmaste tiden.

Att Fed mjuknat och visat tveksamhet inför kommande räntehöjningsbana har påverkat dollarn negativt. Under 2016 har flertalet **EM-valutor apprecierat kraftigt på dollarns bekostnad**. Dollarn är troligen fortfarande något övervärderad men vi tror ändå att USD kommer att stärkas i ett kortare -perspektiv när Feds decemberhöjning börjar prisas in fullt ut. Fortsatt penningpolitisk expansion av andra större centralbanker begränsar sedan Feds manöverutrymme, eftersom man vill undvika en alltför stark transmission via växelkurskanalen. Statistiken över amerikanska portföljflöden indikerar därtill att reservförvaltare har fortsatt behov av att ta hem USD-denominerad likviditet, vilket också begränsar dollarns uppsida. Därtill stiger det amerikanska bytesbalansunderskottet nästa år, vilket förstärker den negativa flödesbilden. På sikt tror vi därför att EUR/USD rör sig långsamt högre **och i slutet på prognosperioden handlar EUR/USD till 1,15**, dvs i övre bandet av det 1,05-1,15-intervall som etablerats på senare tid och som vi tror kommer att bestå.

Bortom den populistiska utmaningen

Den politiska utvecklingen innehåller en rad dramatiska inslag, inte minst bakslag för den globala demokratiseringsprocess som startade efter Berlinmurens fall. Ryssland och Turkiet är aktuella exempel men grusade förhoppningar efter den arabiska våren samt auktoritära trender i sydostasiatiska länder som Thailand och Bangladesh ingår också i bilden. En annan dimension är de underliggande missnöjesströmningar som reflekteras i Brexit samt framgångarna för Donald Trump och populistiska EU-fientliga partiers växande stöd i Europa. **Den nya situationen innebär att helt nya scenarier för den globala och europeiska utvecklingen är tänkbara.** Det kan t ex handla om sönderfall av EU eller avveckling av grundläggande handelsavtal. Också det säkerhetspolitiska läget kan försämrast drastiskt.

I vår huvudprognos görs bedömningen att Brexitförhandlingarna kommer att föras i konstruktiv anda och att varken Donald Trump eller Marine Le Pen når ända fram till presidentposten. Men även så finns tecken på förändringar i det ekonomiskt-politiska klimatet när teser som varit dominerande i decennier börjar ifrågasättas. Detta har varit tydligt i de anglosaxiska länderna; även den etablerade sidan i form av t ex stannakampanjen i Storbritannien och Hillary Clintons program har fokuserat på den egna befolkningens intresse och sammanhållning. Det har t ex avspeglats i **förslag om höjda minimilöner och protektionistiskt inriktade åtgärder som gynnar inhemskt näringsliv.**

Det är i och för sig inte ovanligt med sådana inslag i amerikanska valkampanjer, men denna gång tycks det ligga i samklang med en positionsförskjutning bland ledande ekonomer inom forskning och policydebatt. Att politiska institutioner på såväl nationell som överstatlig nivå inte lyckats erbjuda en politik som bättre kan hantera globaliseringens förlorare eller **bryta en generell trend mot ökande ekonomiska klyftor** driver fram omprövningar. Penningpolitikens konsekvenser i form av upplåsta tillgångspriser och allt högre skuldnivåer förstärker också bilden av ett system som har svårt att ge begripliga svar på frågor som är viktiga för stora delar av befolkningen.

Ett exempel på den nya strömningen är professorn och före amerikanske finansministern Larry Summers krönika i Financial Times (10 juli). Summers lyfter fram ett antal aktuella exempel på skadeverkningar som kan uppstå när överstatliga regelverk tvingar nationella regeringar till åtgärder som kan skada både ekonomin och den demokratiska legitimiteten. Summers tes där är att man måste komma bort från dagens beteende där **vaga globaliseringsargument ofta används reflexmässigt ("reflex globalism")**. Istället bör man utforma internationella överenskommelser så att de, på ett begripligt

sätt, tar sin utgångspunkt i medborgarnas intressen. Detta är det bästa sättet att stötta ansvarstagande nationella regeringar och ge dem legitimitet nog att bidra till det konstruktiva internationella samarbete som så väl behövs. Det skulle också bidra till att grundläggande frihandelsprinciper inte undermineras.

Det är naturligtvis för tidigt att avgöra hur stort genomslag dessa idéer får när mer renläriga förespråkare för globalisering och ekonomisk liberalism vässar sina motargument. Men någon form av förändring är ändå trolig och det positiva scenariot kan vara att det växer fram en konstruktiv kompromiss som kan få brett stöd och **därmed vrida vapnen ur händerna på en hotande destruktiv populism.**

En annan intressant fråga är hur den europeiska politiken generellt och framför allt eurosamarbetet skulle påverkas av en sådan förändring i de anglosaxiska länderna. Det senaste halvsekllet har vi sett att de stora idémässiga omsvängningarna som t ex **Reagan/Thatchererans liberala revolution** i början på 1980-talet och **Clinton/Blairs modernisering av det socialdemokratiska/socialliberala alternativet** påverkade hela västvärlden. Med olika grad av fördröjning och grad av framgång slog trenderna igenom också i Kontinentaleuropa och Norden. Detta berodde delvis på att idéerna i sig fick genomslag men också på att kostnaden för små ekonomier att gå sin egen väg blev så höga.

Det är inte självklart på vilket sätt EU- och eurosamarbetet skulle påverkas. EU-projektet har sin egen bakgrund och en historia som är längre än det senaste kvartssekllets globalisering. Man kan tänka sig att EU-samarbetet skulle underlättas om de anglosaxiska länderna drar sig i en riktning som ligger närmare kontinentens syn på nationella välfärdssystem och löneskillnader. Men ökat fokus på risk med tvångströjor på nationella regeringar är nog en viktigare aspekt. Summers tar t ex upp att Italiens möjligheter att lösa sin bankkris försvåras av det gemensamma regelverket. Redan nu gör vi bedömningen att Bryssel-institutioner får svårt att gå vidare med sina planer **att bygga färdigt infrastrukturen för eurosamarbetet** och att färdriktningen går mot mer självbestämmande. Denna tendens skulle stärkas ytterligare av ett ökat internationellt fokus på nackdelar med överstatliga konstruktioner. Därtill skulle länder utanför euron i Östeuropa och Norden få idémässigt stöd för motstånd mot en federalistisk utveckling. Sammanfattningsvis kan man dra slutsatsen att Summers idéer stärker argumenten för att EU-samarbetet skulle fungera bättre om det orienterade sig mot sina ursprungliga föresatser.

Efter den initiala chocken efter Brexit-beslutet tror vi pundets anpassning nedåt (med nästan 20 procent sedan november 2015) är genomförd. Fundamentalt är nu pundet tydligt undervärderat och om sentimentsindikatorer studsar upp de närmaste månaderna från mycket nedpressade nivåer kan en rekyll uppåt ske också för valutan. Men marknaden kommer

också att bli påmind om de utmaningar som nu väntar när handelsavtal med omvärlden ska förhandlas fram. Att britterna är inriktade på restriktioner i de fria rörligheterna innebär att man kan få begränsad tillgång till den gemensamma marknaden. Det innebär i sin tur behov av en stark konkurrenskraft via ett svagt pund. **Vår prognos innebär att**

EUR/GBP rör sig gradvis ner från dagens nivå på 0,85 till 0,75, vilket fortfarande innebär ett undervärderat pund.

Med den mest negativa styrräntan har kronan svårt att hävda sig i en carry-driven marknad. Däremot talar värdering och positionering tydligt till kronans fördel. I temaartikel på sidan 38 diskuteras hur dessa krafter förändras över tiden. Riksbanken har gradvis fått ökat trovärdighet för sin ambition att hålla kronan svag och **så länge man står fast vid den har vi svårt att se EUR/SEK gå under 9,25**. Med en frikoppling från ECB med försiktiga höjningar ser vi en rörelse ned till 8,75 i slutet av prognosperioden.

Den norska krone-kursen kommer att gynnas av en mer neutral hållning från Norges Bank samt förbättrad aktivitet i ekonomin. Givet att kronen fortfarande är nära knuten till oljepriset, innebär vår oljeprisprognos en positiv miljö för valutan. Värderingen är fortsatt attraktiv, även om Norges Banks valufokus kommer att hindra EUR/NOK från att nå våra långsiktiga jämviktsnivåer kring 8,35 under ett bra tag till. Vi väntar oss en **EUR/NOK-kurs på 9,20 respektive 8,90 i slutet av 2016 och 2017**.

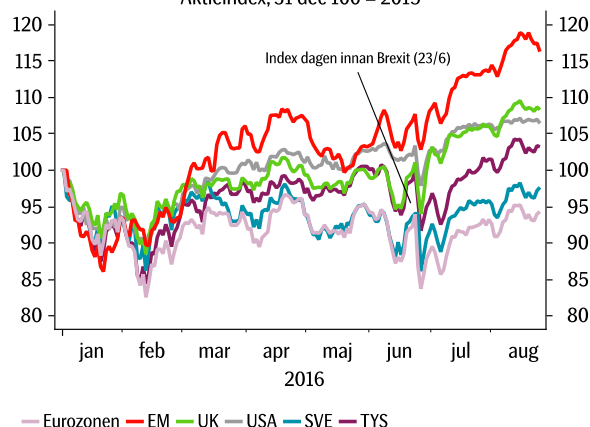
Värderingen utgör en broms för börserna

Signaler om mjukare centralbankspolitik gav nytt stöd för riskaptiten under sommaren. Aktieindex handlas på många håll över nivåerna som gällde i början på året och direkt före Brexit-omröstningen. Värderingarna globalt är därmed tillbaka på mer **ansträngda nivåer som förutsätter relativt goda nyheter från både makro- och räntemiljö**. Trots vårt positiva scenario för global tillväxt ser vi en risk för att marknaden åter tvingas revidera ned sina vinstprognoser för 2017 och 2018, om än inte i samma utsträckning som skett för 2015 och 2016. Även våra lite mer försiktiga vinstprognoser bör dock ge stöd för en måttlig uppgång på börserna under det kommande året.

Vi ser **större potential för europeiska börser jämfört med de amerikanska**. Skälet är mer attraktiv värdering, lägre marginalpress från stigande löner samt en större exponering mot global tillväxt. Banksektorn utgör dock även framöver en nedåtrisk för europeiska aktier. Nordiska banker skiljer sig dock tydligt från övriga Europa, vilket också till stora delar återspeglas i värderingen. Återköp av aktier förblir en positiv faktor för börserna. **Börserna i tillväxtländer** har den senaste tiden gynnats av **mjukare signaler från Fed samt stabilare råvarupriser**. Framöver förblir de känsliga för nya räntehöjningar i USA och starkare dollar. Men samtidigt är värderingen lägre än för utvecklade länder och kan väntas stiga när tillväxtutsikterna nu börjar stabiliseras. Det gäller i synnerhet för asiatiska ekonomier där de geopolitiska riskerna samtidigt är lägre än i Latinamerika.

Börserna skakade av sig Brexit

Aktieindex, 31 dec 100 = 2015



Källa: Macrobond

Högre exponering mot investeringsvaror och EM-ekonomier **talar för att nordiska börser kan utvecklas bättre än övriga Europa**. Svenska och norska aktier får även stöd av konkurrenskraftiga växelkurser. För stockholmsbörsens del räknar vi med att kurserna, liksom globalt, får stöd av modest stigande vinster. Därtill är svenska aktier något lägre värderade än börserna globalt. Den höga aktiviteten inom förvärv och fusioner fortsätter dessutom och återkommande uppköpsbud tyder på att kursnivåerna i många fall ses som attraktiva att investera i. Att vinstprognoserna kan behöva trimmas behöver därför inte vara ett hinder för fortsatt uppgång.

Tema: "Helikopterpengar" – det sista halmstrået?

- **Ökat centralbanksfokus på "helikopterpengar": fördelningspolitiskt attraktivt verktyg**
- **"Helikoptern" styrs av politiker, inte centralbanker – Japan närmast lyft**
- **Högt och långsiktigt pris att betala med tvivelaktigt utfall för tillväxt och inflation**

När botten i den penningpolitiska verktygslådan är synlig intensifieras debatten om centralbankers möjlighet att använda s k helikopterpengar (HP) för att lyfta tillväxt och inflation. HP kan ses som **penningpolitikens tredje och sista steg** efter att **konventionell** (förändringar i styrräntan) och **okonventionell politik** (förändringar i centralbankens balansräkning och negativ ränta) **nått vägs ände**. HP innebär i korthet att centralbanker **skapar pengar som via staten förs över till en eller flera aktörer i samhället utan någon motprestation**. HP är i realiteten en finanspolitisk åtgärd som uppnås genom centralbanken.

Helikopterpengar à la Friedman & Bernanke

Begreppet helikopterpengar myntades av den amerikanske ekonomen **Milton Friedman** 1969 i skriften *"The Optimum Quantity of Money"* om möjligheter att stimulera tillväxt och inflation: *"Låt oss nu anta att en dag flyger en helikopter över samhället och släpper ytterligare 1 000 dollar i sedlar som snabbt samlas ihop av medborgarna..."*. Förre Fedordföranden **Ben Bernanke** refererade till samma teori i ett tal 2002 och fick då smeknamnet "Helikopter-Ben".

Behoven ökar att **utveckla policyverktygen** i takt med ett allt mer begränsat ekonomisk-politiskt manöverutrymme, måttliga utfall för tillväxt och inflation samt tilltagande oro för nästkommande lågkonjunkturer. Den okonventionella penningpolitiken, i form av bl a värdepappersköp (QE) och minusräntor, möter i dag växande skepsis. Slutsatsen är att denna politik visserligen medverkat till att skapa **lättare finansiella förhållanden men att de realekonomiska effekterna i övrigt är svårbedömda**. Därtill verkar nackdelarna över tiden eliminera fördelarna (se BIS Working Papers No 570: *"Unconventional monetary policies – a re-appraisal"*). Detta ger **HP ökad aktualitet**.

Centralbankers totala tillgångar 2007 och 2016

Mdr USD	2007	% av BNP	2016	% av BNP	Förändr
BoJ	945	15	3 870	76	+2 925
ECB	1 320	13	3 190	27	+1 870
Fed	900	6	4 500	25	+3 600
BoE	130	6	525	22	+395

Source: BIS

"Helikoptern flyger redan"

Flera hävdar att **HP redan är ett faktum** i o m att centralbanker köper statspapper och **ständigt utökar köpen och/eller återinvesterar** förfallande värdepapper. Om dessa nya penningpolitiska värdepappersportföljer ses som "evigt" finansierade genom centralbankernas utökade bankreserver närmar vi oss begreppet HP. Men portföljerna har likväl en löptid; syftet med HP är att ge en **permanent** tillförsel av nominell köpkraft till ekonomin som inte uppfattas som reversibel.

Kritiker har hävdat att QE-politikens genomslag försvagats av det faktum att centralbanker signalerat att värdepappersportföljerna är tillfälliga samtidigt som man upprätthållit en strikt inflationsmålspolitik. En tydlig ansvarsfördelning mellan stat och centralbank sägs ha varit ytterligare en försvagande kraft.

Syftena med HP-politiken är flera, bl a att

- a) höja **BNP- och jobbtillväxt** och därmed inflation och löner;
- b) höja **inflationförväntningar** – och försvaga växelkursen;
- c) undvika ricardiansk ekvivalens; HP **ökar inte behovet av större framtida skatteuttag** som annars riskerar att ge privat sektor incitament att spara den utökade nominella köpkraften för kommande skattehöjningar.

I praktiken handlar HP om s k monetär finansiering där gränsen mellan statens och centralbankens balansräkning suddats ut. **Helikoptertransaktionen** kan verkställas på två sätt (se illustration nedan av centralbankens balansräkning). Dels kan staten ge ut **nya obligationer** som köps direkt av centralbanken (1). Dessa värdepapper måste ses som eviga och löpa utan räntekostnad. Centralbanken krediterar statens konto motsvarande beloppet. I takt med att staten använder pengarna överförs HP-effekten till banksystemet (2). Dels kan statens konto **krediteras direkt** vilket i förlängningen påverkar banksystemets balans (netto in- och utlåning) hos centralbanken.

Principskiss: Centralbankens balansräkning			
Tillgångar		Skulder	
Utländska tillgångar (valutareserv)		Sedlar/mynt	
1 Statspapper $\Delta +100$		Upplåning från banker $\Delta +100$	2
Övriga inhem-ska tillgångar		Upplåning från offentlig sektor $\Delta +100$	1
Utlåning till banker		$\Delta -100$	2
Eget kapital			
Totala tillgångar $\Delta +100$		Totala skulder $\Delta +100$	

Den utökade **monetära basen** – kärnämnet till en expansion i penningmängden – ökar sannolikheten för inflation vilket många länder efterlyser. Risken för **hyperinflation** och önskan att enbart skapa en monetär överföring och ökad efterfrågan kan hanteras genom att banker påförs **kassakrav** (tvingar banker att hålla viss summa på konto i centralbanken) motsvarande

den ökade mängden nya pengar. Om centralbanken **betalar ränta** till bankerna på den utökade bankinlåningen har den offentliga sektorn inte minskat sina finansieringskostnader. Om centralbanken **inte betalar ränta** är det i praktiken en skatt på bankerna (om de kan väntas betala ränta till sina kunder). Detta kan föranleda nödvändiga förändringar i dagens räntestyrningssystem för att uppnå maximal HP-effekt.

Världsekonomin präglas i dag av en **hög sparbenägenhet** och **svag investeringsvilja** i privat sektor. Förklaringarna är flera. Høgt sparande kopplas till bl a till demografiska krafter med åldrande befolkningar, hög skuldsättning och osäkerhet, ökad ekonomisk ojämlikhet och sjunkande avkastningsnivåer. Låg investeringsvilja beror i sin tur på t ex globalt överskott på produktionskapacitet, lågt pris på kapital och teknologiska förändringar. **Det ställer krav på hur HP-politiken utformas.**

Staten kan dela ut de nyskapade pengarna på olika sätt: ① **insättning** av pengar på hushållens bankkonto, ② **skattesänkning/skatterabatt**, ③ **konsumtionscheckar** som delas ut eller ④ **satsningar på infrastrukturprojekt**.

Exempel: USA och Australien delar ut pengar

Som en del i krispaketet 2008 fick USA:s medborgare en skatterabatt på maximalt 300 dollar per person; pengarna distribuerades som checkar. I Australien gjorde regeringen 2009 insättningar på bankkonton (950 australiendollar per person). Båda dessa exempel finansierades genom traditionell statsupplåning utanför centralbanken.

Världen brottas med **ökad ekonomisk ojämlikhet**. Det reducerar inte bara tillväxteffekterna av penningpolitiken utan medverkar även till att öka sociala och politiska spänningar. Hushåll med sämre ekonomiska förutsättningar har normalt en högre konsumtionsbenägenhet. Därför bör HP ha en fördelningspolitisk profil för att erhålla verkninggrad. För att få störst genomslag behöver **konsumtionscheckarna anges med tidsgräns** för användning för att kunna lyfta konsumtionen/tillväxten.

En generell **direkt penningöverföring** till hushållssektorn lär ha **låg verkninggrad** för tillväxt och inflation. Mycket talar för att pengarna går till ränte/aktiesparande alternativt amorteringar på skulder. Hushållens förbättrade balansräkning kan få effekter på konsumtionen men sannolikt med lång fördröjning.

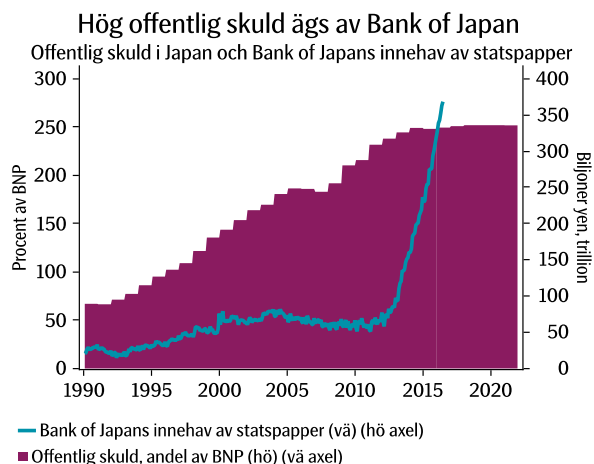
Att rikta pengaöverföringen direkt till företag för att öka investeringarna lär inte heller få avsedd effekt p g a bland annat rådande globala överskott på produktionskapacitet. Det talar för att eventuella investeringar just nu bör fokusera på offentliga infrastrukturprojekt eller andra offentliga investeringar som eventuellt kan ske i samarbete med den privata sektorn.

Passiva och aktiva helikopterpengar

HP-politiken handlar om att få en direkt monetär överföring som stärker den privata sektorns balansräkning. I praktiken kan HP skapas både **passivt och aktivt**. Det aktiva har beskrivits ovan – det passiva tillvägagångssättet beskrivs nedan. Avgörande i valet mellan passiv och aktiv politik ligger i vilken påverkan som önskas på förväntningsbilden.

Centralbankerna kan **passivt** genomföra HP-politiken. Det kan ske genom att centralbanken förbinder sig att hela eller delar av den **penningpolitiska portföljen permanentas** på balansräkningen. Det kan också ske genom att centralbanken väljer att **skriva ned** värdet på en del av innehavet av statliga obligationer. Därmed permanentas den penningtillförsel som tidigare varit reversibel. Nedskrivningen träffar centralbankens eget kapital och ger därtill staten större manöverutrymme att låna nya pengar för en än mer expansiv finanspolitik.

Effekterna på ekonomin är dock sannolikt större genom det aktiva tillvägagångssättet då det tydligare påverkar förväntningsbilder; effekten blir inte densamma av ett "tekniskt besked" att den penningpolitiska portföljen blir evig och/eller att statsobligationsinnehavet skrivs ned.



Källa: Bank of Japan, IMF

Japan – först att lyfta med helikoptern?

Det land som ligger **närmast HP är Japan**. Skälen är dels Japans 20-åriga penningpolitik, och de senaste årens misslyckade Abenomics, dels den höga offentliga skulden. Effekten av HP väntas vara större i länder med hög offentlig skuld, t ex Japan, som begränsar det finanspolitiska utrymmet; ytterligare offentlig skuld riskerar att få negativ effekt genom ökat sparande i privat sektor p g a oro för framtida skattehöjningar.

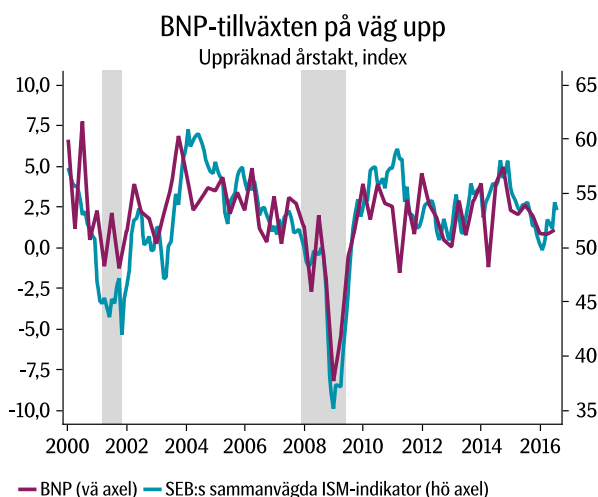
Ett HP-alternativ för Japan är att den offentliga skulden skrivs ned genom att Bank of Japan ensamt accepterar en förlust. Det innebär att den potentiellt reversibla monetära stimulansen som nuvarande QE-program medverkat till blir permanent. Det ger utrymme för den japanska regeringen att öka den offentliga skulden och kan också leda till högre inflationsförväntningar.

HP inbegriper **operationella, legala och institutionella frågor**. I flertalet länder finns i dag ett uttryckligt förbud för stater att direktfinansiera sig i centralbanken för att stärka centralbankens oberoende. Att genomföra dessa förändringar tar tid. HP innebär därtill en återgång till politiskt inflytande över penningpolitiken efter mångåriga trovärdighetsinvesteringar. Därtill försvinner i praktiken statsskuldpolitiken. Monetär finansiering är inte bra men alternativet kan vara värre. HP tar oss in i ökand terräng men **risker är stor för att effekterna på tillväxten uteblir p g a osäkerhet kring hur förväntningarna påverkas**.

Temperaturen stiger inför presidentvalet

- **Små Brexit-effekter på USA-konjunkturen**
- **Arbetslösheten närmar sig botten**
- **Clinton sannolik valvinnare**
- **Fed höjer igen i december**

De senaste månaderna har bjudit på övervägande positiva konjunkturyheter samtidigt som expansiva finansiella förhållanden och företagens förtroendeindikatorer talar för att den starka trenden fortsätter. Brexitprocessen lär inte hämma den amerikanska ekonomin nämnvärt. Den oväntat svaga aktiviteten första halvåret gör ändå att BNP-tillväxten stannar vid beskedliga 1,6 procent 2016, vilket minskar pressen på Fed att strama åt penningpolitiken. **Tillväxten växlar upp 2017 och 2018 till 2,4 respektive 2,0 procent. Arbetslösheten, som redan ligger nära sin jämviktsnivå, fortsätter att falla gradvis och noteras på låga 4,2 procent i slutet av prognosperioden.** Den allt stramare arbetsmarknaden innebär också stigande löneökningar, vilket är en nyckelfaktor i inflationsbildningen. Kärninflationen mätt med KPI väntas ligga i linje eller något över 2-procentsnivån hela prognosperioden. **Kärninflationen, mätt med Feds huvudsakliga målvariabel konsumtionsdeflatorn, når målet 2018.**



Källa: Macrobond, SEB

Centralbanken närmar sig därmed måluppfyllelse avseende såväl arbetsmarknad som inflation. Men kvardröjande Brexit-osäkerhet och vacklande BNP-tillväxt gör att vi tror att Fed sitter still i båten den närmaste tiden och först **vid december-mötet höjs räntan på nytt**. Såväl 2017 som 2018 väntas två räntehöjningar per år vilket innebär att den viktigaste

styrräntan noteras i intervallet 1,50-1,75 procent i slutet av 2018. Styrräntenivåerna är låga sett i ett historiskt perspektiv, vilket framför allt motiveras av att den reala neutrala räntan bedöms ha sjunkit till lägre nivåer än tidigare. Dessutom tycks omvärldshänsyn och finansmarknadsstabilitet ta större plats i Feds reaktionsfunktion. Ett underliggande antagande i prognosen är att **demokraten Hillary Clinton vinner presidentvalet i höst**, vilket vi tillmäter en sannolikhet på 85 procent.

Stark konsumtion mattas av

Hushållen utgjorde den dominerande tillväxtkraften under andra kvartalet när konsumtionen växte med hela 4,2 procent i uppräknad årstakt; starkast sedan 2014. Såväl robust inkomstutveckling som lägre sparande förklarar uppgången och det finns **skäl till fortsatt optimism** även om konsumtionen bromsar från nuvarande uppskrivade tempo. Trots att sparandet fallit tillbaka de senaste månaderna är sparkvoten betydligt högre än vad fundamentala faktorer motiverar. Hushållens balansräkningar är i gott skick, huspriserna stiger samtidigt som arbetsmarknaden närmar sig full sysselsättning. **Lönetillväxten fortsätter upp:** mätt med genomsnittliga timlöner noteras ökningstakten till 3 procent i slutet av 2016 respektive 3,5 procent i slutet av 2017 enligt våra prognoser. **Hushållens konsumtion ökar med 2,8 procent såväl i år som nästa år.** 2018 blir konsumtions-tillväxten 2,4 procent. **Risken i konsumtionsprognosen ligger på uppsidan.** Om hushållen fortsätter spendera mer av köpkraftsutrymmet som tidigare oljeprisfall genererat kan konsumtionen komma att överträffa prognosen. Huvudskälet till att vi lägger **en mer försiktig huvudprognos** är att hushållen ser allt dystrare på framtidsutsikterna – möjligen färgade av den smutsiga, splittrande och svartmålande presidentvalskampanjen.

Företagen vaknar ur dvalan

Trots att hushållens konsumtion dämpas ett snäpp väntas BNP-tillväxten nå 3 procent i uppräknad årstakt under andra halvåret när andra delar av ekonomin drar större tillväxtklass. Finansiella förhållanden har blivit alltmer expansiva; skillnaden gentemot situationen i slutet av januari när de var som stramast motsvarar **en räntesänkning med 150 punkter**. Företagens förtroendeindikatorer har stigit såväl inom tjänstesom industrisektorer och **vår sammanvägda ISM-indikator är förenligt med 2,5 procents BNP-tillväxt**. Att oljepriserna stabiliseras innebär dessutom att de dramatiska fallen i oljerelaterade investeringar troligen ligger bakom oss. Sett till antalet aktiva oljerigggar, en ledande indikator, väntas oljeinvesteringarna växa under det andra halvåret. Också inom tillverkningsindustrin ser läget bättre ut; **sektorn har lämnat**

recessionen bakom sig och såväl orderingsgången som exportorderingsgången pekar uppåt. Tillverkningsindustrin, som står för ca 12 procent av BNP och 9 procent av total sysselsättning, drar därmed strån till tillväxtstacken igen. **Att kapacitetsutnyttjandet inom industrin fortfarande är lågt håller dock tillbaka uppgången i investeringarna.** Nivån inom tillverkningsindustrin ligger runt 75 procent och historiskt sett är det först när kapacitetsutnyttjandet överstiger 80 procent som investeringarna visar robusta tillväxttal. Företagens investeringar, som växte med 2,1 procent i fjol, faller med 0,5 procent i år. **Åren 2017 och 2018 växer investeringarna med 4,6 respektive 4,9 procent.**



Utrikeshandeln har gett negativa tillväxtbidrag de senaste åren, med den stora dollarförstärkningen 2014 som huvudsaklig drivkraft. Stora exportföretag ser numera ljusare utsikter igen och efter tre kvartal med minustal ökade exporten under det andra kvartalet. Exporten väntas stiga med 5,5 respektive 6,1 procent under 2017 och 2018, men eftersom importen också ökar fortsätter **nettoexporten att ge negativa tillväxtbidrag.**

Samtidigt finns det skäl att tro på att lagerinvesteringarna kan lyfta tillväxten igen efter fem kvartal i rad med negativa BNP-bidrag. Den långa perioden med negativa impulser kan kopplas till tillverkningsindustrin och oljesektorns svackor, men nu pekar åtminstone indikatorerna på att lagernivåerna är normala igen.

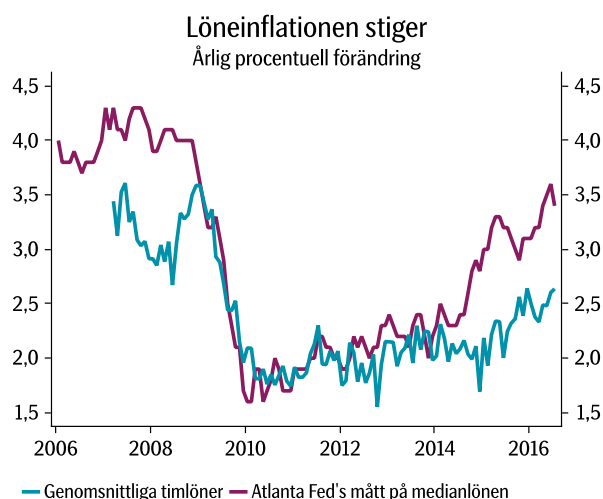
Bostadsmarknaden fortsätter stärkas

Fallet i bygginvesteringarna andra kvartalet var sannolikt temporärt. Den underliggande byggkonjunkturen ser fortfarande robust ut och förtroendet bland byggföretagen ligger stabilt på höga nivåer. Mixen av sysselsättningstillväxt, fler hushåll samt mycket låga bostadsräntor talar för att bostadsmarknaden fortsätter stärkas. Trots att bygginvesteringarna stigit med 10 procent i genomsnitt 2012 till 2015 **är uppsidan fortfarande stor**; påbörjade nybyggnationer per capita ligger ca 45 procent under genomsnittet 1968 till 2003. Sammantaget **växer bygginvesteringarna med 6-7 procent 2016-2018.**

Sett till försäljningen växer befintliga bostäder starkt medan det går trögare när det gäller nya hem. Att nybyggda bostäder är 30 procent dyrare i genomsnitt är en viktig förklaring. Samtidigt som **huspriserna enligt Case-Shiller fortfarande ligger åtta procentenheter under toppen 2006** är nya bostäder betydligt dyrare idag jämfört med när bostadsbubblan sprack för tio år sedan. Lågt utbud av nya bostäder driver huspriserna högre, men håller också tillbaka takten i försäljningsuppgången. I juli accelererade dock försäljningen av nya bostäder kraftigt till den högsta nivån på närmare 9 år. Därmed finns tecken på att också detta segment följer traditionell bostadsmarknadsdynamik igen.

Förutsättningar för stigande löner på plats

Efter en svag siffra strax över nollstrecket i maj har sysselsättningen växlat upp igen. Helikopterbilden är dock att tempot i sysselsättningen är lägre i år jämfört perioden 2013-2015 när sysselsättningen i genomsnitt steg med 225 000 i månaden; hittills i år är motsvarande siffra 186 000. Årets sysselsättningstillväxt är dock fortfarande ungefär **dubbelt så hög som den takt som är förenlig med konstant arbetslöshet.** Det innebär att arbetsmarknaden kan vara på väg in i en överhettning eftersom arbetslösheten redan nu ligger i linje med sin jämviktsnivå (NAIRU) enligt såväl Feds som kongressens budgetkontors bedömningar. Sett framöver förutspår vi en gradvis fortsatt inbromsning i jobbtillväxten till 100 000 i månaden i snitt 2018. Den prognosen är förenlig med att **arbetslösheten fortsätter sitt långsamma fall och noteras på 4,2 procent i slutet av prognosperioden.** Det är en mycket låg siffra i ett historiskt perspektiv; i april 2000 noterades arbetslösheten på 3,8 procent och sedan får man gå tillbaka till slutet av 1960-talet för att hitta lägre nivåer.



Den strama arbetsmarknaden har än så länge haft begränsat genomslag på lönebildningen men flera löneindikatorer visar nu tendenser att stiga. Också enligt genomsnittliga timlöner, det mest uppmärksammade måttet, finns tecken på acceleration och i **slutet av 2017 ligger årstakten på 3,5 procent enligt våra indikatorbaserade prognoser.** Risken i löneprognosen ligger på nedsidan. Phillipskurvan, som beskriver det historiska sambandet mellan arbetslöshet och

inflation, tycks ha blivit ganska flack sett över de senaste konjunkturcyklerna vilket innebär att arbetsmarknadsläget blivit mindre viktigt för lönebildningen. Låga inflationsförväntningar lär också hålla tillbaka lönebildningen samtidigt som den svaga produktiviteten inte heller motiverar snabba löneökningar.

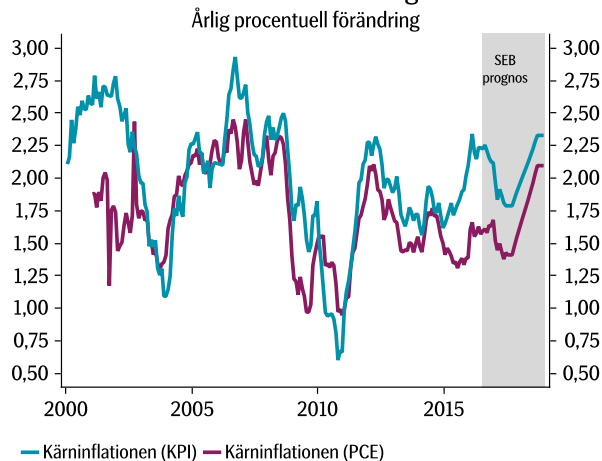
Inflationen är på väg

Som det stramare resursläget stipulerar har inflationskurvorna vänt uppåt det senaste året. Uppgången i kärninflationen har drivits av stigande priser i tjänstesektorn. Tunga komponenter som hyres- och läkemedelskostnader har varit dominerande krafter, men uppgången är ganska bredbaserad. Att löneinflationen stigit något till 2,6 procent efter att ha legat stabilt kring 2-procentsnivån de senaste åren bidrar också till att lyfta priserna, framför allt i tjänsteföretagen där löner dominerar kostnadsbilden.

Kärninflationen mätt med konsumentprisindex (KPI) överstiger nu 2-procentsnivån men bilden kompliceras av att Fed historiskt har fokuserat mer på kärninflationen mätt med konsumtionsdeflatoren i nationalräkenskaperna. Båda måtten mäter inflationen exklusive mat och energi, men det finns ändå tydliga metodmässiga skillnader. Konsumtionsdeflatoren fångar

snabbare upp förändringar i konsumtionsmönstret samtidigt som sjukvårdskostnader har högre vikt. I konsumentprisindex däremot väger bostads- och transportkostnader högre. Att framför allt bostadskostnader stigit snabbt samtidigt som sjukvårdskostnaderna minskat efter införandet av Obamacare avspeglar sig indexen; gapet mellan måtten har varit ovanligt stort de senaste åren.

Kärninflationen närmar sig målet



Källa: Macrobond, SEB

Hur stram är arbetsmarknaden?

De flesta indikatorer för resursläget på arbetsmarknaden ligger nu nära 2005 års nivåer, vilket vi bedömer som det senaste tillfället som arbetsmarknaden blev fullt sysselsatt. Undantaget är deltagandegraden som fallit trendmässigt.

Nuvarande arbetslöshetsnivåer ligger sannolikt i linje med jämviktsarbetslösheten (NAIRU), även om begreppet inte alltid är så lätt att definiera. Enligt Feds medianprognos ligger jämviktsarbetslösheten på 4,8 procent och kongressens budgetkontor gör en snarlik bedömning. Enligt teorin ska lönetillväxten växla upp när arbetslösheten faller under NAIRU, vilket vi ser tecken på i dag. **Genomsnittliga timlöner har stigit i något snabbare takt hittills i år** jämfört med tidigare i återhämtningen och årstakten ligger nu på 2,6 procent. Vår prognos på 3 procents ökningstakt mot slutet av året utgör den nivå som är förenlig med prisstabilitet enligt Fedchefen Yellen. Också enligt en rad alternativa lönemått är lönetillväxten högre i dag jämfört med tidigare återhämtningsår.

Ett annat sätt är att relatera dagens arbetsmarknadsgap till historiska erfarenheter. **Senast arbetslösheten nådde NAIRU var sannolikt 2005 när såväl lönetillväxten som kärninflationen tog fart på allvar.** För 11 år sedan var

arbetslösheten högre än idag, men det bredaste måttet på undersysselsättning, U6, indikerade snäppet stramare arbetsmarknadsläge än vad vi nu ser. Ett annat kännetecken på ett högt resursutnyttjande är att arbetstagarna vågar säga upp sig, vilket hänger nära samman med antalet lediga platser. Antalet lediga platser ligger numera högre än nivån 2005 och frivilliga uppsägningar ökar också trendmässigt.

Det viktigaste invändningen mot att arbetsmarknaden är fullt sysselsatt idag är den låga deltagandegraden. Andelen i sysselsättning eller som står till arbetsmarknadens förfogande har inte återhämtat sig sedan krisen. En viktig drivkraft är den åldrande befolkningen, men sannolikt finns också en cyklisk faktor som talar för att det finns vissa lediga resurser på arbetsmarknaden.

Sammantaget är ändå vår slutsats att arbetsmarknadsläget nu är så ansträngt att man bör vara vaksam på att **en reaktion på lönesidan plötsligt kan komma**. Det innebär också att restriktioner på utbudssidan framöver hämmar BNP-tillväxten, vilket är en viktig förklaring till att vår prognos om en mer dämpad tillväxt på 2,0 procent 2018.

Kärninflationen mätt med **konsumentprisindex** blir **2,2 procent 2016, 1,8 procent 2017 respektive 2,2 procent 2018**, som årsgenomsnitt. Kärninflationen mätt med konsumtionsdeflatorn ligger snäppet lägre men noteras i linje med Feds mål 2018. Det finns flera faktorer som motverkar en ännu tydligare inflationsuppgång. Den globala prispresen fortsätter eftersom det **fortfarande finns lediga resurser i världsekonomin**, vilket fortsatt fallande priser i varusektorn indikerar. Dessutom är det osäkert hur de amerikanska lönerna påverkas av det stramare arbetsmarknadsläget med tanke på de strukturförändringar som skett på arbetsmarknaden de senaste decennierna.

Temperaturen stiger inför presidentvalet

Kombinationen av ekonomisk återhämtning och stram finanspolitik har inneburit att budgetunderskottet minskat från närmare 10 procent av BNP 2009 till omkring 2,5 procent av BNP i dag. **Stram finanspolitik är därmed en förklaring till genomgående lägre BNP-tillväxt** jämfört med det historiska mönstret i återhämtningar; under åren 2011 till 2014 medförde motvinden från finanspolitiken en procentenhets lägre BNP-tillväxt per år enligt våra beräkningar.

De politiska vindar som bidrog till den strama budgetpolitiken kulminerade i och med nedstängningen av offentliga verksamheter i oktober 2013. Framför allt visade det sig att budgetbråken blev politiskt kostsamma för republikanerna och budgetunderskottet har därefter blivit en kallare politisk stridsfråga. Detta skapade förutsättningar för fjolårets breda ekonomiska överenskommelse som innebar att såväl diskretionära utgiftstak som försvarsbudgeten höjdes. Skuldtafsfrågan blir därmed inte aktuell igen förrän mars 2017. Ytterligare försvarsanslag ligger dessutom nära till hands givet den internationella hotbilden, inte minst i Syd kinesiska sjön och Ryssland. Sammantaget räknar vi med att **finanspolitiken ger positiva bidrag till tillväxten både 2016 och 2017**.

Det är alltså ett ganska gynnsamt budgetläge som president Obama lämnar över till nästa president efter valet den 8 november. Men **de långsiktiga budgetutmaningarna lär växa på sikt i takt med den åldrande befolkningen**. I fjol motsvarade de som fyllt 65 år en fjärdedel av befolkningen i åldern 20 till 64 år. Den siffran väntas stiga till närmare 40 procent om 20 år. De offentliga finanserna kommer därmed att pressas från såväl utgiftssidan som från inkomstsidan. På utgiftssidan är det framför allt kostnaderna för Medicare som väntas stiga snabbt.

Vare sig Clinton eller Trump har visat någon större entusiasm för att ta tag de långsiktiga budgetutmaningarna. Båda har aviserat att man inte kommer att skära i de sociala trygghets-system som är på plats. Clinton vill bygga ut systemen ytterligare och finansiera detta med skattehöjningar för höginkomsttagare. Trump vill göra systemen effektivare samtidigt som finansieringen långsiktigt ska lösas med snabbare ekonomisk tillväxt. Oberoende beräkningar visar att **Clintons förslag är i stort sett budgetneutrala** och därmed inte ändrar skuldutvecklingen nämnvärt jämfört med kongressens

budgetkontors huvudscenario, där den federala skulden ökar gradvis från 76 procent i dag till 86 procent av BNP 2026.

Om Trump vinner presidentvalet däremot visar beräkningar en kraftig erodering av offentliga finanser; Trumps budgetförslag beräknas öka statsskulden till 127 procent av BNP 2026. Vi tror dock att risken är liten att Trumps ekonomiska förslag realiseras. För det första behåller republikanerna sannolikt kontrollen över representanthuset vilket talar emot vidlyftiga utgiftshöjningar. För det andra bedömer vi **sannolikheten till att Trump vinner presidentvalet till låga 15 procent**. Sett till hur delstaterna röstat i modern tid är det svårt att se hur Trump ska kunna vinna valet utan att ta hem Florida där etniska minoriteter är dominerande väljargrupper. **Såväl bland svarta som latinamerikaner är Trumps förtroendesiffror rekordlåga**. Att Trump inte helt kan räknas ut som framtida president beror på att amerikanska väljare är trötta på det politiska etablissemang och status quo som Clinton symboliserar. Undersökningar visar dessutom att 75 procent av väljarkåren rankar republikanska paradfrågor som säkerhet och ekonomisk tillväxt högst, vilket också kan spela Trump i händerna.

Räntan höjs i försiktig takt

Det tillfälliga sysselsättningstappet i maj fick Fed att skjuta upp den planerade junihöjningen varpå Brexit förlängde åtstramningspausen. Dessutom har centralbankens ränteprognoser skruvats ned och medianprognos indikerar nu att fed fundsräntan ska ligga på 2,4 procent i slutet av 2018. Att Fed förutspår en **historiskt flack räntehöjningscykel beror huvudsakligen på att man bedömer att den reala neutrala styrräntan har pressats ned på senare år**. Det innebär att det endast krävs ett fåtal räntehöjningar för att styrräntan ska komma upp på neutral nivå och därefter ge penningpolitiken en åtstramande inriktning. Att dessutom omvärldshänsyn och finansmarknadsstabilitet spelar en större roll i Feds reaktionsfunktion är andra dämpande faktorer, liksom att centralbanken vill undvika en alltför kraftig dollarförstärkning i ett läge när de flesta andra centralbanker fortfarande lättar på penningpolitiken.

Det senaste penningpolitiska mötet i juli visade att Fed håller räntehöjningsdörren öppen och att **decembermötet är den troligaste tidpunkten för en höjning**, vilket också är vår prognos. Därefter räknar vi med två 25-punktershöjningar per år 2017 och 2018, vilket innebär att **den viktigaste styrräntan står i 1,50-1,75 procent vid prognosperiodens slut**. Vår bedömning är också att en stramare penningpolitik är motiverad; ekonomin fortsätter att stärkas i ett läge när arbetsmarknaden redan befinner sig nära full sysselsättning. **För att motverka överhettningssrisker och därmed förlänga konjunkturuppgången är gradvisa räntehöjningar ett naturligt recept**. Marknaden delar inte den bedömningen; terminsprissättningen visar endast 2 räntehöjningar de närmaste åren.

Tema: Clinton vs Trump – den ekonomiska politiken

- **Clinton höjer skatter för de rikaste och löner för de fattigaste**
- **Trump satsar allt på skattesänkningar för både företag och hushåll**
- **USA blir mer protektionistiskt oavsett vem som vinner**

I årets valrörelse har ekonomin inte haft en lika framskjuten roll som den brukar ha. Att den hittills överskuggats av andra frågor beror dock inte på att skillnaderna mellan kandidaterna är små. Tvärtom är de rekordstora. Nedan följer en jämförelse av Clintons och Trumps planer för den ekonomiska politiken för ett antal centrala grupper och områden.

De fattiga

Clinton vill höja den nationella minimilönen till 12 dollar/timme (från 7,25 idag) och öka olika bidrag till de fattiga. De med inkomster under 9 275 dollar slipper federal inkomstskatt.

Trump var tidigare motståndare till högre minimilön men har ändrat sig. Han vill dock inte specificera någon nivå. Idag är det oklart om hans plan att alla med inkomster under 29 000 dollar helt ska slippa federal inkomstskatt fortfarande gäller (dessa betalar idag mellan 10-15 procent i skatt).

De rika

Clinton vill höja skatterna för höginkomsttagare och stänga kryphål för att säkra att alla bidrar och betalar en "rimlig" skatt. De allra rikaste (inkomster över 5 milj dollar) ska betala en extra skatt på 4 procent (en amerikansk variant på värn-skatten). Skattesatsen för de allra rikaste höjs därmed från 39,6 till 43,6 procent. Hon stödjer "Buffetregeln" som innebär att ingen multimiljonär ska betala lägre skattesats än sin sekreterare (vilket i praktiken innebär att alla med miljon-inkomster ska betala minst 30 procent skatt).

Trumps plan gör att ingen kommer behöva betala mer än 33 procent i inkomstskatt. De allra rikaste får den största skattesänkningen både i procent och i absoluta tal. Dock ska kryphålen i skattelagstiftningen för de rikaste stängas. Arvsskatten som bara drabbar de allra rikaste ska avskaffas.

Hushåll

Clintons plan gör att majoriteten av hushållen kommer få ungefär oförändrad skatt men hon vill introducera en hel del nya skattelättnader för barnomsorg, sjukvårdskostnader etc. Trumps förslag innebär skattesänkningar för alla hushåll och en rejäl förenkling med av skattesystemet med bara tre skattenivåer (12, 25 och 33 procent) jämfört med sju idag. Ett nytt skatteavdrag ska göra barnomsorg billigare. Det obligatoriska sjukförsäkringssystemet "Obama care" ska tas bort.

Företag

Clinton vill straffa företag som flyttar utomlands av skatteskal med en speciell "flyttskatt". Skattelagstiftningen ska förenklas för småföretag men Dodd Frank-lagstiftningen som reglerar finansindustrin behöver skärpas ytterligare med högre avgifter för storbankerna. Ökade satsningar ska göras på omställningen till förnyelsebar energi.

Trump vill sänka företagsskatter och inget företag ska behöva betala mer än 15 procent i skatt (jfr 35 procent idag). Företag som väljer att föra tillbaka vinster från utlandet ska bara behöva betala en engångsskatt på 10 procent. En mängd "onödiga" regleringar som försvårar för företagande ska avskaffas och ett tillfälligt moratorium mot nya regleringar ska införas. Trump har sagt att han ska "nedmontera" Dodd-Frank. En energireform ska säkerställa billig energi till industrin och kolets roll som en betydelsefull energikälla ska återupprättas.

Handel

Clinton var med och förhandlade fram frihandelsavtalet TPP (Trans Pacific Partnership) under sin tid som utrikesminister men har bytt åsikt om avtalet som hon nu menar måste fokusera mer på att säkerställa att det leder till fler jobb och högre löner i USA. Hon vill även omförhandla NAFTA men är motståndare till att införa nya tullar och vill hellre ge skattefördelar till företag som förlägger produktion i USA. Trumps devis är "Less free and more fair trade". Han vill att USA ska dra sig ut TPP och omförhandla NAFTA-avtalet. Nya tullar ska införas mot länder som manipulerar sina valutor och använder sig av illegala exportsubventioner (läs: Kina, Korea och Mexiko). Kina ska omgående stämplas ut som en "valutamanipulator". Tullarna på varor från Mexiko ska öka till 35 procent medan kinesiska varor ska ha en tull på 45 procent.

Statsskuld/Budget

Clintons plan kommer (enligt det partipolitiskt oberoende CRFB) att leda till ökade statsinkomster på 1 200 mdr dollar under de kommande tio åren vilket innebär att hennes utgifts-ökningar till största delen är finansierade. Trumps ursprungliga plan skulle ha minskat statens inkomster med gigantiska 10 500 mdr dollar. Förändringar i planen sedan dess har minskat underskotten men det oklart med hur mycket. Den nya planen saknar fortfarande flera avgörande detaljer som behövs för att den ska kunna utvärderas. Trump förlitar sig dock fortfarande mycket på positiva dynamiska tillväxteffekter av hans politik, tillväxteffekter som de flesta oberoende bedömare anser är kraftigt överdrivna. Ingen av kandidaterna har föreslagit några betydande nedskärningar i de stora och alltmer kostsamma välfärdssystemen. Statsskulden (exkl inomstatlig skuld) väntas med dagens lagstiftning öka från 76 till 86 procent av BNP om 10 år. Med Clintons plan ökar den bara marginellt mer till 87 procent medan Trumps ursprungliga plan skulle ge en skuldökning till hela 127 procent av BNP.

Samma politik men större tal

- **Nytt stimulanspaket ger tillfälligt tillväxstöd 2017 men utan önskat inflationslyft**
- **"Passiva helikopterpengar" en möjlig väg framåt som nödplan vid ny inbromsning**

Japansk tillväxt **utvecklas trögt** på grund av besvikelser kopplade till både omvärld och inhemsk efterfrågan. Regeringens senaste finanspolitiska **stimulanspaket** ger tillväxstöd främst 2017. **BNP växer med 0,5 procent såväl i år som 2017** (oförändrad prognos); **Även 2018 blir BNP-tillväxten 0,5 procent**. Det är i linje eller något över potentiell tillväxt 2016-2018. Frånvaro av strukturella reformer – och den demografiska motvinden – pressar potentiell tillväxt långsiktigt ned mot nollstreck. Riskbilden för tillväxten under perioden bedöms vara balanserad.

Arbetslösheten faller till under 3 procent 2018. Det är nära jämviktsnivå (NAIRU) för Japan. Antalet personer i arbetsför ålder fortsätter att minska med ca 1 procent per år. Ett positivt tecken är dock att kvinnors arbetskraftsdeltagande tycks vara försiktigt på väg upp. Det ökar arbetskraftsutbudet och kan mildra nedgången i Japans långsiktiga potentiella tillväxt.

Förlösa företagens rekordkassor

Företagsvinsterna ligger nära rekordnivåer och kassalikviditeten uppgår till 60 procent av BNP. Det ökar förutsättningarna för **investeringstillväxt**. Men industrin fortsätter att pressas av det senaste årets 20-procentiga **yenförstärkning** (i effektiva termer) och global och regional överskottskapacitet.

Varens löneförhandlingar gav magert utfall – trots uppmaningar om högre avtal från regering och centralbank. Regeringen håller fast vid målet om årlig ökning av minimilöner med 3 procent medan bl.a. IMF vill att regeringen satsar på åtgärder som ger bättre lönedynamik genom både "politiska morötter och pi-skor" som komplement till finans-, penning- och strukturpolitik (dvs "en fjärde pil" i Abenomics). **Nominella löner väntas växa med 0,5 procent per år 2017 och 2018**. Det ger marginella reallöneförväntningar de närmaste åren.

Långvarig deflationsmiljö gör att förväntningarna om fortsatt låga prisökningar är djupt rotade i den japanska ekonomin. Det påverkar utvecklingen negativt. Trots att produktionsgapet sluts väntas inte en stabilisering av t.ex. oljepris och yen ge några större positiva bidrag till prstrycket i frånvaro av högre löneökningar. **KPI-inflationen blir -0,3 procent i år** för att stiga marginellt till **0,2 procent 2017 och 0,6 procent 2018** – fortfarande **klart under Bank of Japans (BoJ) mål 2 procent**.

Momshöjningen från 8 till 10 procent, planerad till april 2017, ska nu ske i oktober 2019. Det senarelägger även KPI-effekten.

Abe sitter säkert i politisk sadel

Valet till överhuset i juli gav premiärminister Abe starkt politisk ställning med en **supermajoritet** (två tredjedelar) i både över- och underhuset. Ekonomisk svaghet och frågetecken runt Abenomics verkkningsgrad har således inte fått väljarna att svikta i förtroendet för landets ledning. Supermajoriteten ger Abe-administrationen möjlighet att föreslå konstitutionella förändringar, t.ex. reformera landets militär, som senare kan fastställas i folkomröstningar. **Det politiska läget ändrar inte de ekonomiska utsikterna på något betydande sätt.**

Abes stimulanspaket på 275 miljarder dollar

Åtgärds paket har fått namnet "*Förverkliga investeringar för framtiden*". Paketet är på totalt 28 biljoner yen, 6 procent av BNP. Huvuddelen består av tidigare annonserade åtgärder; ca 25 procent är "nya" pengar. Av dessa ska 45 miljarder dollar, ca 1 procent av BNP, användas innevarande budgetår som slutar i mars 2017. Fokus ligger på arbetskraftsdeltagande, infrastrukturprojekt, företagsinvesteringar samt ökade bidrag till barn och äldre.

BOJ höll politiken nästintill oförändrad vid julimötet; minusränta på 0,1 procent och tillgångsköp på 80 biljoner yen (årstakt). Nu har BoJ:s tillgångar vuxit med 2 925 miljarder dollar sedan 2007 varav hälften av köpen, 1 500 miljarder dollar, har ägt rum bara de senaste tre åren. Japansk penningpolitik bedöms i praktiken ha spelat ut sin roll. **Vi räknar med att styrräntan sänks till -0,20 procent med oförändrat QE-program**. Yenen bedöms vara relativt rimligt värderad; **USD/JPY** handlas i slutet av året till **105** och i slutet av 2017 resp. 2018 på **110** och **115**.

Japans ökade tonvikt på finanspolitisk stimulans, och att undvika att påverka yens värde, är **i samklang med G20:s strategi för att öka global tillväxt**. Japans offentliga skuld väntas nu växa till över 255 procent av BNP från 250 procent i dag. Japans ekonomiska mål – stabilisering av offentlig skuld 2020, överskott i statsbudgetens primärsaldo och en inflation på 2 procent – nås inte i närtid. Låga räntekostnader och goda skatteintäkter ger utrymme för en expansiv finanspolitik men den höga och växande offentliga skulden är behäftad med växande trovärdighetsrisker. Debatten kring alternativ politik har intensifierats i och med IMF:s senaste utvärdering och kommentarer kring Japan. Landet bedöms vara den **hetaste kandidaten att överväga passiva helikopterpengar** (se temaartikel, s 14).

Små Brexit-effekter men gott om andra utmaningar

- **Kina: Policystöd ger tillväxtgolv**
- **Indien: Ny centralbankchef**
- **Ryssland: Nedåtpressen har minskat**
- **Brasilien: Tydligare tecken på vändning**

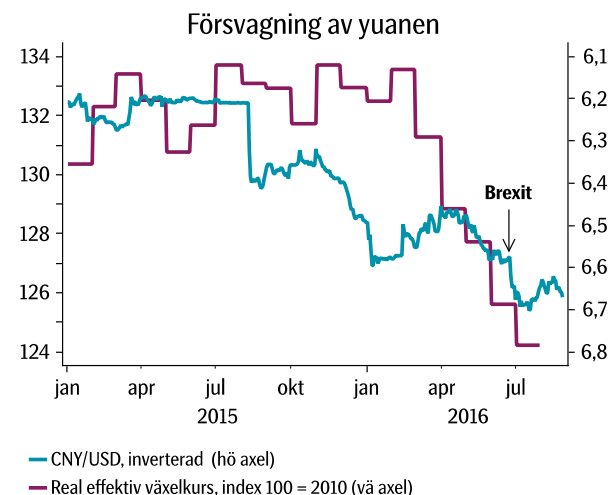
Kina: Reformer viktigare än stimulanser

Andra kvartalet ökade BNP med 6,7 procent på årsbasis; samma takt som föregående kvartal. Diskrepansen mellan tjänstesektorn och industrin kvarstår, även om tillväxten i industrisektorn accelererade något andra kvartalet. Förbättringen på bostadsmarknaden har fortsatt med stigande priser och ökat antal försäljningar. I närtid är riskerna för en allvarlig inbromsning små men att **tillväxten inte lyft trots omfattande policystöd** reser frågetecken för utvecklingen på lite sikt. Stimulanserna har lagt ett golv för tillväxten men inte fått den att skjuta fart. Tidigare uppmjukning av penningpolitiken kommer att ge tillväxtstöd ännu ett tag men effekten ebbar ut under 2017. Under en tid kan finanspolitiken ta över stafettspinnen genom utvidgade statliga investeringar men därefter väntas tillväxten åter bromsa in. Prognosen är att **BNP ökar med 6,6 procent 2016, 6,3 procent 2017 och 6,0 procent 2018**.

Inflationen låg i juli på 1,8 procent och väntas hålla sig kring 2 procent under resten av 2016; tydligt under inflationsmålet på 3,0 procent som i praktiken utgör ett tak. Mätt som helårsgenomsnitt **väntas inflationen hamna på 2,2 procent 2016 och på 2,5 procent 2017 och 2018**. Omfattande översvämningar hämmar skördarna, vilket skapar uppsidesrisk för livsmedelspriserna.

Den kinesiska ekonomins kopplingar till Storbritannien är svaga och **realekonomin påverkas endast marginellt av Brexit** så länge inte EU som helhet drabbas. Finansiella marknader har också generellt tagit Brexit-utfallet med ro. Yuanen har försvagats både mot dollarn och i handelsviktade termer men till skillnad från förra sommaren och början av 2016 har valutaförsvagningen inte skapat oro på finansiella marknader. Kapitalutflödena har stabiliserats de senaste månaderna och investerare verkar nu mindre oroade över en depreciering. Att centralbanken förbättrat sin kommunikation samt att marknaderna börjat vänja sig vid en mer volatil yuan har bidragit till det relativa lugnet. Om dollarn skulle fortsätta att märkbart förstärkas kommer centralbanken sannolikt att intervensera för att undvika att valutaroelser återigen resulterar i finansiell turbulens och dramatiskt ökande kapitalutflöden.

USD/CNY väntas stå i **6,80 vid slutet av 2016** och i **6,70 vid slutet av 2017**. Vid slutet av **2018** bedöms yuanen stå i **6,60**.



Källa: BIS, Macrobond

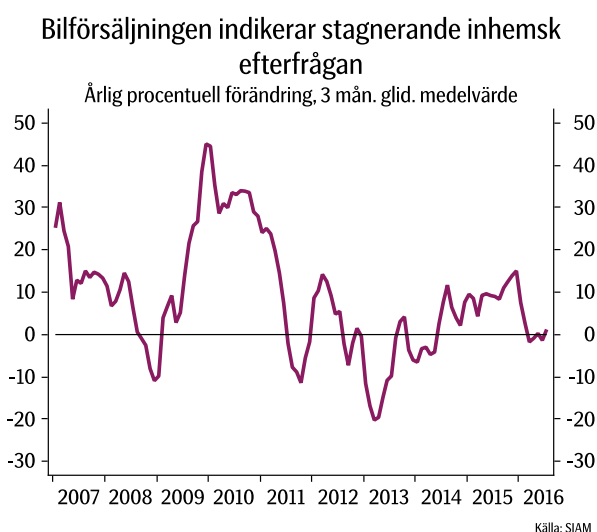
Även om tillväxtutsikterna i närtid har stabiliserats finns det orosmoln på längre sikt bl a beroende på att åtgärderna för att klara **tillväxtmålen hämmar det långsiktiga reformarbetet**. Exempelvis ger den snabba kreditgivningen tillväxtstöd i närtid, men förvärrar samtidigt problemen med skuldsättning och ökar riskerna kopplade till banksystemet. Tillväxtmålet på 6,5 till 7,0 procent är också mycket ambitiöst för en ekonomi på Kinas utvecklingsnivå och det vore därför naturligt att justera ned det ytterligare. Steg i den riktningen har tagits t ex genom att ge målet formen av ett intervall, men det finns därtill underliggande förutsättningar att gå vidare mot mindre ambitiösa mål. Det är egentligen inte BNP-tillväxten i sig som är avgörande för myndigheterna utan snarare stabiliteten på arbetsmarknaden. Det finns ännu inga tecken på en tydlig försämring på arbetsmarknaden trots att BNP-tillväxten redan bromsat in rejält. Detta indikerar att **tillväxten i högre grad än tidigare drivs av ökad sysselsättning** och i mindre utsträckning av stigande produktivitet vilket minskar riskerna för att en lägre tillväxt skapar oro på arbetsmarknaden.

Det ekonomisk-politiska reformarbetet behöver intensifieras på flera områden. Det gäller framför allt styrningen av de statliga företagen vars inflytande över ekonomin visserligen minskar gradvis men fortfarande har en hämmande effekt. **Produktiviteten är betydligt lägre än i privat sektor och en oproportionellt stor del av bankernas utlåning går till stora statliga företag** vilket hämmar små och medelstora företags möjligheter att få krediter. Överkapaciteten i ekonomin är också koncentrerad till tung industri och gruvnäring i statlig regi. Regeringen har inlett **åtgärder för att**

minska överkapaciteten i dessa sektorer och ett stort antal arbetstillfällen kommer att försvinna de närmaste åren. Rädslan för att förändringar ska leda till kraftiga försämringar på arbetsmarknaden på kort och medellång sikt kommer dock troligen också framöver att bromsa takten i reformpolitiken.

Indien: Patel efterträder Rajan

Första kvartalet accelererade BNP-tillväxten oväntat till 7,9 procent. Diskrepansen mellan BNP och övriga data som pekar på en betydligt svagare utveckling vidgades därmed. Industriproduktionen har mattats av samtidigt som export och import går fortsatt trögt. Också försäljningen av personbilar, som i brist på bredare konsumtionsindikatorer är en viktig pusselbit, har tappat fart.



Svaga investeringar förhindrar att BNP-tillväxten kan nå regeringens ambition på 10 procent. Investeringsaktiviteten hämmas av att banker och många företag är högt skuldsatta. **Kreditgivningen är mycket svag** samtidigt som företagets fokus på att minska sin skuldsättning består även 2017. Det kommer att dröja innan ny konkurrenslagstiftning och andra åtgärder ger mer påtagliga positiva investeringseffekter. Ambitionen att minska budgetunderskottet gör att finanspolitiken inte kan användas för att stimulera ekonomin. BNP ökade med 7,3 procent 2015. År **2016** väntas en acceleration till **7,6 procent** och **2017** till **7,8 procent**. **2018** bedöms BNP-tillväxten hamna på **8,0 procent**.

Nuvarande centralbankschef Raghuram **Rajans mandat** löper ut i början av september i år och **kommer inte att förlängas**. Rajan har sedan tillträdet 2013 byggt upp ett penningpolitiskt ramverk med inflationsmål som centralt ankare. Penningpolitiken har stramats åt, vilket tillsammans med lägre oljepriser bidragit till att inflationen i stora drag halverats sedan 2013. Rajan har även initierat åtgärder för att få ordning på bankernas balansräkningar och problemen med en stor andel dåliga lån. Rajans reformer och räntehöjningar kombinerat med hans frispråkighet har öppnat för kritik och förklarar sannolikt varför hans mandat inte förlängts.

Rajans efterträdare blir Urjit **Patel**. Patel är vice riksbankschef med ansvar för penningpolitiken och var

ordförande för den kommission som 2014 rekommenderade centralbanken att anta det nuvarande inflationsmålet. Vår bedömning är att **det penningpolitiska ramverket kommer att ligga fast**. Patel anses i likhet med Rajan vara högaktig och inga stora förändringar av penningpolitiken väntas. Bytet av centralbankschef sammanfaller med ökande underliggande inflationsrisker kopplat till kraftiga löneökningar för offentliganställda. En god monsun väntas dock sätta press nedåt på livsmedelspriserna. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen** hamna på **5,4 procent 2016** och på **4,7 procent 2017**. År **2018** bedöms inflationen bli **4,5 procent**.

Inflationsmålspolitiken har i kombination med minskade underskott i bytesbalans och budget gjort **rupien** mindre volatil. Sommarens osäkerhet kring vem som skulle efterträda Rajan och spekulation om mjukare penningpolitik försvagade valutan något men Brexit-omröstningen fick små effekter då de ekonomiska och finansiella länkarna mellan Indien och Storbritannien är svaga. **Vid slutet av 2016 och 2017 väntas rupien stå i 68,5 respektive 65,0 mot USD**. Vid slutet av **2018** bedöms rupien stå i **64,0**.

Den försenade **nationella försäljningsskatten (GST)** som ska integrera Indiens delstater till en gemensam marknad godkändes i augusti av parlamentet och ska nu ratificeras av de enskilda delstaterna. Det styrande BJP har stärkts i lokalvalen och ser ut att tillsammans med regionala partier få igenom skatten som väntas ge **positiva tillväxteffekter 2018** om den hinner introduceras som planerat 1 april 2017. Modi-regeringen har även lanserat ett avregleringspaket för utländska direktinvesteringar.

Ryssland: Nedåtpressen har minskat

Den kraftiga recessionen i rysk ekonomi är nu över och den lite högre oljeprisnivån som nu har etablerats bidrar till en stabilare utveckling. Inköpschefsindex har stärkts samtidigt som industriproduktionen återhämtat sig. De kraftiga fallen för reallönerna har mildrats i takt med att inflationen dämpats, vilket bidrar till att fallet för detaljhandeln nu bromsar in. Tillväxten får dock ingen hjälp från finanspolitiken.

Budgetunderskottet bedöms hamna **kring 4 procent av BNP** och det kärva läget kommer främst att drabba offentliga investeringar. Helåret **2016 bedöms BNP minska med 0,4 procent efter ett dramatiskt fall på nära 4 procent 2015**. År **2017** och **2018** väntas BNP stiga försiktigt med **1,0** respektive **1,5 procent**. I juli dämpades inflationen till 7,2 procent och mätt som årsgenomsnitt väntas **KPI-inflationen** hamna på **7,3 procent 2016** för att sedan dämpas till **6,0** respektive **5,0 procent 2017** och **2018**.

I mitten av juni sänkte centralbanken styrräntan med 50 punkter till 10,5 procent efter att lämnat den oförändrad sedan i juli 2015. Sänkningen var en följd av fallande inflationsförväntningar och rubelförstärkning. Den väntade inflationsdämpningen under hösten skapar utrymme för fler sänkningar. **Styrräntan** väntas ligga på **9,0 procent vid slutet av 2016** och på **6,0 procent vid slutet av 2017**.

Korrelationen mellan oljepriset och rubeln är fortsatt stark; rubeln apprecierade under våren i takt med att oljepriset

återhämtade sig. Förstärkningen har planat ut men rubeln är en av de EM-valutor som apprecierat mest i år. **Rubeln bedöms stå i 61,0 mot USD vid slutet av 2016 och i 66,0 vid slutet av 2017. Vid slutet av 2018 väntas rubeln stå i 70,0.**

EU:s sanktioner mot Ryssland har förlängts till 31 januari 2017. De åtgärder som slogs fast i Minsk 2-avtalet i februari 2015 för att sanktionerna ska hävas har inte genomförts. Samtidigt har stödet för sanktionerna försvagats i flera EU-länder. Att Minsk-2-avtalet inte fullföljts beror även på uteblivna åtgärder från Ukrainas regering. Ett möjligt scenario är därför att EU drar slutsatsen att en del av skulden till att Minsk-2 inte uppfyllts ligger hos Kiev och anger detta som skäl för att gradvis börja lätta på sanktionerna. Den senaste tiden har dock spänningarna mellan Ryssland och Ukraina åter ökat vilket minskar sannolikheten för uppmjukade sanktioner. **USA:s sanktioner** väntas ligga **kvar under överskådlig tid**, till skillnad från EU krävs inga återkommande omröstningar. Ryssland har i sin tur förlängt de egna sanktionerna mot import av livsmedel från vissa västländer till utgången av 2017.

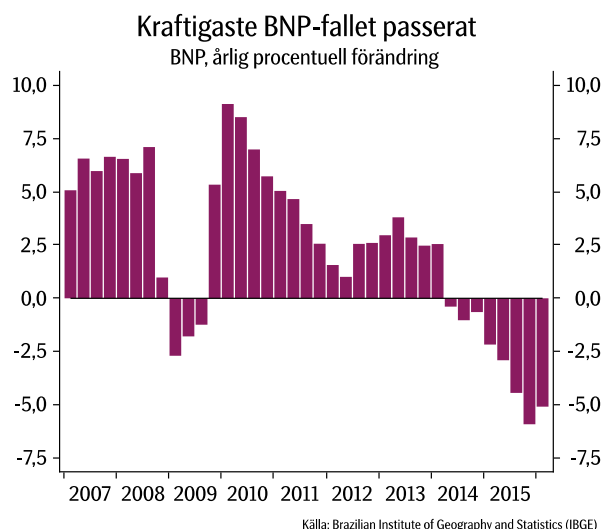


Valet till Duman den 18 september väntas inte leda till några större politiska förändringar. Trots den ekonomiska nedgången och sjunkande levnadsstandard har **Putin starkt stöd**. Stödet har minskat något från toppnivåerna men ligger ändå över 80 procent. Putin och regeringen har varit skickliga på att hantera statliga media och att använda Västs sanktioner som en syndabock för de ekonomiska problemen. Putins parti **Enade Ryssland** är inte lika populärt som han själv och partiet väntas förlora platser i parlamentet. Samtidigt är dock oppositionen försvagad och Enade Ryssland bedöms sitta kvar vid makten.

Brasilien: Tecken på vändning

Tecknen på att ekonomin tagit sig igenom den värsta nedgången blir allt tydligare. BNP föll mindre än väntat första kvartalet och konsument- och näringslivsförtroendet har återhämtat sig, även om de ännu ligger på mycket låga nivåer. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har börjat stärkas men ligger långt under 50-strecket som indikerar expansion. På månadsbasis har dock industriproduktion och detaljhandel börjat öka försiktigt. Exporten fortsätter återhämta sig med hjälp av den betydligt svagare valutan och underskottet i

bytesbalansen har minskat rejält. Trots att det värsta sannolikt är över väntas **BNP 2016 minska med 3,5 procent. 2017 ökar BNP med 0,5 procent 2017 och 2018 med 2,0 procent.**



Inrikespolitiken har blivit mindre turbulent efter att president Dilma Rousseff avgick i maj i avvaktan på omröstningen i senaten i slutet av augusti som avgör om hon tvingas avgå permanent. Rousseff har ersatts av Michel **Temer** vars nya regering har överträtt förväntningarna och lanserat en rad marknadsvänliga reformer. **Fokus** ligger på att **hantera de mycket svaga statsfinanserna** med ett budgetunderskott som överstiger 10 procent av BNP. Ambitionsnivån i den nya regeringen är hög men det är i slutänden **implementeringen av reformerna** som är avgörande. Åtstramningarna av finanspolitiken kräver förändringar i konstitutionen och en majoritet på minst 60 procent i kongressen. En omfattande **pensionsreform** är central för att åtstramningarna ska lyckas.

Den penningpolitiska kommittén beslutade i slutet av juni att det nuvarande **inflationmålet på 4,5 procent ligger kvar 2017 och 2018**. Toleransintervallet minskas dock från +/- 2 procentenheter till 1,5 från och med 2017. Den viktigaste faktorn för penningpolitiken framöver är hur väl regeringen lyckas när det gäller att minska budgetunderskottet. Enligt centralbanken finns det inget utrymme för styrräntesänkningar så länge inte budgetbesparingar genomförs.

Inflationen har fallit tillbaka sedan toppnoteringen på 10,7 procent i januari. Vår bedömning är att dämpningen fortsätter då fjolårets höjningar av reglerade priser faller ur statistiken och det låga kapacitetsutnyttjandet pressar ned det underliggande inflationstrycket. För **helåret 2016 väntas inflationen hamna på 8,6 procent**. Inflationen dämpas till **6,0 procent 2017 och 5,0 procent 2018**.

Både börsen och **realen** har stärkts rejält i år drivet av stigande råvarupriser samt förväntningar om en mer reforminriktad ekonomisk politik. Valutan har även uppvisat god motståndskraft mot Brexit-turbulensen och centralbanken har intervenerat för att motverka apprecieringen. **Vid slutet av 2016 och 2017 väntas realen stå i 3,05 respektive 3,50 mot USD. 2018 står realen i 3,75 vid slutet av året.**

- **Utrensning i statsapparat reser frågor om Turkiets kontinuitet och förutsägbarhet**
- **Pressade relationer med väst men NATO-medlemskapet är inte hotat**
- **Relativt små negativa ekonomiska effekter**

Långtgående politiska effekter i Turkiet

President **Recep Tayyip Erdoğan**s kraftiga reaktion på kuppförsöket 15 juli riskerar att underminera landets samhällsfunktioner. Turkiska myndigheter har avskedat – eller entledigat – ca 70 000 personer inom offentlig sektor. Utrensningen har bidragit till att Turkiet fått **sänkt kreditbetyg** av S&P. Moody's och Fitch har valt att behålla "BBB-betyget". Moody's förväntas dock sänka betyget under det närmaste året med hänvisning till en försvagad statsapparat (t ex domstols- och polisväsende) samt pågående maktkoncentration runt president Erdoğan.

Presidentens planer var redan innan kuppförsöket att införa ett politiskt system med en exekutiv president. Dessa planer var mycket kontroversiella och det var osäkert om Erdoğan's mål skulle uppnås. Nu är läget annorlunda. De största oppositionspartierna har starkt fördömt kuppförsöket. Samtidigt har samarbetet och dialogen ökat över partigränserna. Det väntas leda till att Turkiet nu går mot **ett starkt presidentämbete**.

De negativa effekterna på Turkiets internationella relationer är mest påtagliga på kort sikt. Ankara har begärt predikanten Fetullah Gülen utlämnad från USA. Om det blir så är osäkert men det kommer att leda till spänningar mellan USA och Turkiet. Trots skarp ordväxling talar i dagsläget inget för att **Turkiets status som NATO-medlem ska påverkas**. Turkiet har NATO:s näst största armé efter USA och landets geostrategiska position gör att det ömsesidiga beroendet är alltför stort för att NATO:s samarbete med Turkiet ska äventyras.

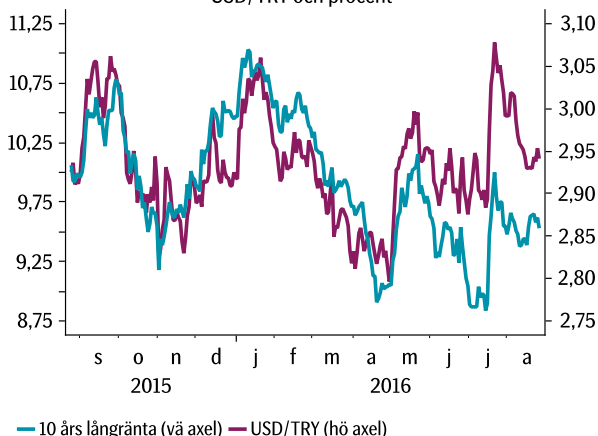
Relationerna med EU kommer också att vara spända på grund av EU:s kritik av Turkiets restriktioner för yttrandefriheten, men vare sig EU eller Turkiet vill riskera flyktigavtalet som slöts i mars. **Sannolikheten har dock minskat ytterligare att EU inleder medlemsförhandlingar med Ankara inom överskådlig framtid**. Relationerna med Ryssland väntas däremot förbättras men det handlar framför allt om att återställa tidigare brutna handelsförbindelser och att återuppta arbetet med gasförbindelsen Turkstream. **Att Turkiet mer allmänpolitiskt skulle orientera sig mot Ryssland är osannolikt** då de står långt ifrån varandra i frågor som till exempel kriget i Syrien.

Liten ekonomisk effekt

Den turkiska liran har återhämtat sig och handlas runt 2.93 mot dollarn, d v s bara 1,5 procent svagare än innan

kuppförsöket. **Vi förväntar oss att liran återhämtar sig** ytterligare tack vare stark global riskaptit och politisk stabilisering. Risker för nya nedgraderingar gör att det sannolikt tar längre tid för både aktie- och räntemarknad att återvinna styrka; en tioårig statsränta ligger i dag på 9,6 procent vilket återspeglar Turkiets politiska och ekonomiska utmaningar.

Återhämtning av räntemarknaden dröjer
USD/TRY och procent



Källa: Macrobond, SEB

De ekonomiska effekterna av kuppförsöket väntas bli relativt små. Minskad investeringsbenägenhet kommer hålla tillbaka BNP-tillväxten någon tiondels procentenhet, men ökade statliga utgifter och lägre räntor stimulerar inhemsk konsumtion (ca 3,3 procent i år). Ankara lär också tumma på budgetdisciplinen för att upprätthålla stödet för regeringen. Budgetunderskottet begränsas dock till 1,3 procent av BNP. Det klarar statsfinanserna då statsskulden är låg på ca 33 procent av BNP.

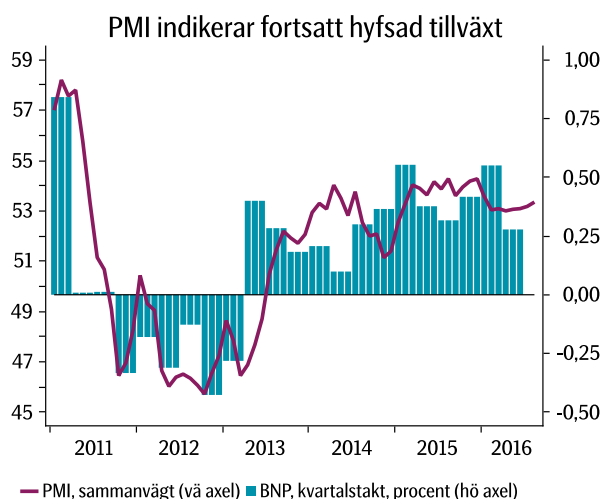
Centralbanken och kommersiella banker har en längre tid varit utsatta för politiskt tryck att sänka räntor och lätta på utlåningskriterier. **Erdoğan har till och med anklagat motståndare till räntesänkningar för landsförrädare**. Retoriken har skärpts och trots högre inflationsförväntningar har centralbanken fortsatt vårens penningpolitikiska lättnader. En del banker verkar också ha "hört sammat" Erdoğan och sänkt räntor för bo- och konsumentlån.

Bytesbalansunderskottet har minskat till runt 4 procent av BNP tack vare lägre oljepriser, men **Turkiet behöver minska underskottet ytterligare**. Roten till problemet ligger i ett alltför lågt bruttosparande på ca 15 procent av BNP. Den lösning som ligger närmast till hands är att höja räntan och därmed minska det inhemska trycket i ekonomin men Erdoğan motsätter sig det alternativet då det skulle slå mot konsumtionen. Turkiet behöver också genomföra arbetsmarknadsreformer. En liberalisering är dock kontroversiell och skulle sannolikt leda till protester – något som administration vill undvika till varje pris.

Stark inhemsk efterfrågan trots problem i banksektorn

- Indikatorer står emot Brexit-oro
- Sysselsättning driver konsumtionen
- Inflationen fast under målet
- ECB förlänger obligationsköpen

Eurozonens ekonomier fortsätter att ta steg i rätt riktning trots flera orosmoln. Ökande sysselsättning, konsumtion och investeringar ger den inhemska ekonomin underliggande stabilitet även om svag industriproduktion och export gör att årlig **BNP-tillväxt stannar på måttliga ca 1,7 procent 2016 till 2018**. Detta innebär ändå en BNP-tillväxt över den trendmässiga och arbetslösheten faller gradvis från dagens nivå på 10,1 till 9,0 procent i slutet av 2018. Till skillnad från de flesta andra större ekonomier kommer resursutnyttjandet i regionen som helhet att förbli relativt lågt under hela prognosperioden, vilket ger ECB utrymme att behålla en mycket expansiv inriktning på penningpolitiken under lång tid.



Samtidigt finns en rad frågetecken och risker på både kort och lång sikt. **BNP-tillväxten växlade ned andra kvartalet efter den starka inledningen på året**. Den kvartalsvisa tillväxttaket på 0,3 procent ligger ändå i linje med de senaste årens genomsnitt. Både Italien och Frankrike bromsade in till nolltillväxt, men fransk ekonomi hämmades av tillfälliga faktorer som strejker och lageravveckling. Tyskland och Spanien fortsatte att växa i relativt god takt med 0,4 respektive 0,8 procent. **Tillväxtdivergensen består framöver** även om utbudsrestriktioner gör att den tyska ekonomin inte växer snabbare än eurozonens genomsnitt.

Brexitutfallet innebär både politiska och ekonomiska risker med tanke på eurozonens nära relationer med Storbritannien i olika avseenden. Hittills har dock indikatorer inte uppvisat någon märkbar negativ reaktion och med vårt scenario om en tillväxtrekyll uppåt i Storbritannien bör de ekonomiska effekterna för eurozonen bli små de närmaste åren. **De politiska riskerna på sikt kan däremot bli svårhanterliga**. Förhandlingarna lär bli komplicerade och även om vårt huvudscenario innebär att konstruktiva lösningar nås sätts eurozonens politiker under press. Frågor om EU:s och eurozonens framtid och krislösningsförmåga kommer att vara fortsatt i fokus. Mycket talar för en kraftmätning mellan Brysselinstitutioner som vill fortsätta att fördjupa integrationen och nationella politiker som vill distansera sig från överstatliga ambitioner. Nästa år går bl a Frankrike och Tyskland till valurnorna och EU-fientliga missnöjespartier väntas vinna terräng. Det gäller framför allt i Frankrike där Nationella frontens Marine Le Pen lär dominera agendan i presidentvalet även om det inte är sannolikt att hon når ända fram till Elyséepalatset.

Den exceptionellt expansiva penningpolitiken är inte heller riskfri. Att eurozonens ekonomier befinner sig i fundamentalt olika tillstånd skapar dilemman och därtill **kommer att de rekordlåga räntorna sätter press på banksystemet**. Trots att EBA:s (European Banking Authority) stresstester visade att banksektorns kapitalisering förbättrats de senaste åren består osäkerheten och den stora andelen dåliga lån, framför allt i Italien, hämmar penningpolitikens verkningsgrad.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2015	2016	2017	2018
Tyskland	1,7	1,7	1,6	1,6
Frankrike	1,3	1,3	1,3	1,2
Italien	0,8	0,9	1,0	1,2
Spanien	3,2	3,1	2,8	2,8
Grekland	-0,2	0,0	2,7	3,0
Portugal	1,5	1,7	1,8	1,8
Irland	26,3	4,8	3,8	4,0
GIPS	6,3	3,0	2,9	3,0
Eurozonen	1,7	1,6	1,7	1,7

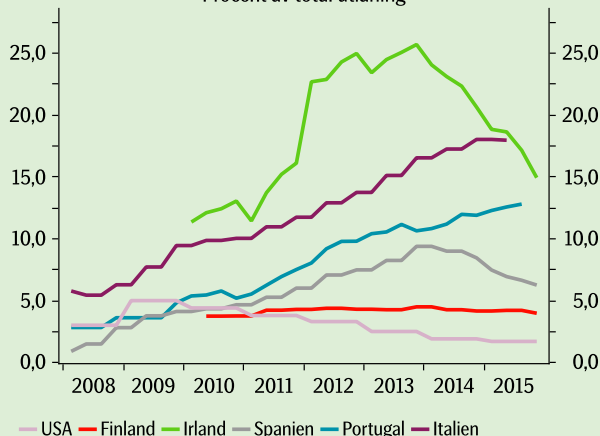
Källa: Eurostat, SEB

Dåliga lån hämmar ECB:s verkkningsgrad

Europas banksektor fortsätter att vara under press och **problemen är både ekonomiska och politiska**; ECB:s politik får inte fullt genomslag på dåliga lån och frågan är om bail-in principen håller? Volymen dåliga lån i flera länders banksystem är hög samtidigt som det ömsesidiga beroendet mellan stater och banker oroar. Totalt uppskattas mängden dåliga lån till nära 1 000 miljarder euro, varav 360 i Italien. Problemen gäller inte bara Sydeuropa; en nyligen publicerad rapport från tyska ZEW pekar på att även tyska och franska banker är sårbara med t ex Fed:s stresstest-metodik. De stresstester som publicerade i slutet av juli av European Banking Authority (EBA) gav en temporär lättnad. Men efter kritik om att de varit för lättsinniga och bl a inte beaktat sårbarheten för en lång period med negativa räntor har marknadens misstro kommit tillbaka. Europeiska bankaktier har fallit med nära 40 procent sedan juli förra året, klart mer än i USA där fallet varit knappt 15 procent. Värderingsmässigt ligger europeiska banker också lägre på 0,67 mot bokfört värde (USA 0,95 och Europa ca 2 innan finanskrisen).

Fortsatt hög andel dåliga lån

Procent av total utlåning



Källa: IMF

Att återställa förtroendet för banksektorn är viktigt för att ECB:s politik ska få full effekt. Ungefär 85 procent av kreditförsörjningen till företag i regionen går via banksystemet (ca 15 procent i USA). ECB:s åtgärder pressar ner räntenivåer och tillhandahåller billiga lån till banker och samtidigt ökar efterfrågan på lån enligt ECB:s enkäter. Men öknings-takten för utlåningen är blygsam och i bl a Spanien och Italien ser vi t o m en fortsatt nedgång. IMF:s studier visar att dåliga lån på bankernas balansräkningar är en avgörande förklaring till att utlåningen inte tar fart i en miljö med hyfsad efterfrågan på lån, låga räntor och god likviditet.

Det ömsesidiga beroendet mellan stat och banker utgör ett annat orosmoln. Låga riskvikt på statsskuld ger banker motiv att köpa statspapper. Ett stort innehav kan sedan skapa incitament till ytterligare köp när banker vill undvika att stater med stora underskott drabbas av misslyckade emissioner med värdefall på obligationsportföljen som konsekvens.

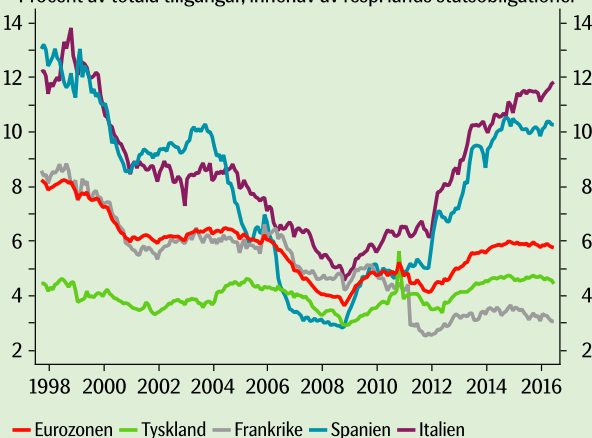
Bankernas innehav av det egna landets statspapper skiljer sig kraftigt åt; framför allt sticker Spanien och Italien ut med

stora innehav. Tyskland har t ex pressat på för att differentiera riskvikten på statspapper för att undvika att banker i Sydeuropa i alltför hög grad köper sitt lands obligationer.

Det vanligaste sättet att lösa problem med dåliga lån är att föra över de dåliga tillgångarna till en så kallad "bad bank", vilket i olika omfattning gjorts i de flesta krisländer. Dessa kan antingen vara bankspecifika eller täcka flera bankers dåliga tillgångar. Ett alternativ är förlustgarantier vilka inte syns i statsskuldstatistik. Trots att 260 miljarder euro tillförts banksektorn i eurozonen sedan 2011 (enligt EBA:s uppskattning) kommer mer att behövas. En viktig fråga är hur bankernas förluster ska tas och hur mer kapital kan tillföras. Nya EU-regler innebär att inte bara aktieägare utan också obligationsinnehavare måste ta förluster (bail-in) innan staten får gå in (bail-out). Statliga insatser måste därtill godkännas av Bryssel eftersom det ses som statsstöd. Vi ser nu att steg tas i rätt riktning i Italien, men beloppen som hittills reserverats är för små för att lösa alla knutar och bail-in principen är känslig – det är politiskt och ekonomiskt känsligt att låta framför allt småsparare ta förluster. Som IMF lyft fram är det också ett problem att lagstiftning kring dåliga lån skiljer sig åt mellan olika euroländer. Vi väntar oss att mer kommer att göras, men som i många andra avseenden kommer institutionella trögheter att fördröja processen.

Bankers innehav av statsobligationer skiljer sig åt

Procent av totala tillgångar, innehav av resp. lands statsobligationer



Källa: ECB

Sammantaget pekar mycket på att dåliga lån i bank-systemet hämmar penningpolitikens verkkningsgrad. En hög andel dåliga lån försämrar lönsamheten bl a via ökade finansieringskostnader samtidigt som upplåst bankkapital ger negativa effekter på kreditutbud och i förlängningen tillväxt. Framför allt riskerar mindre företag, som i större utsträckning förlitar sig på bankfinansiering, att drabbas. Utvecklingen i USA visar att en lösning av bankproblemen är viktig för återhämtningen. Situationen i eurozonen är svårare med flera länder, kommissionen och ECB inblandade. Det är svårt att se hur banksektorn snabbt ska kunna ta hand om skuldsituationen enbart med privat kapital. I valet mellan en utdragen kris där bail-in principen fullföljs och en snabbare bail-out är vår bedömning att Bryssel i de länder som har störst problem till slut kommer att godkänna att staten återigen, trots nya regelverk, får ta en del av smällen.

Mjukare finanspolitik på väg

I och med att utrymmet för ytterligare **penningpolitiska stimulanser krymper riktas fokus alltmer mot finanspolitiken**. Tidigare åtstramningar och det låga ränteläget har bidragit till tydligt förbättrade statsfinanser. Förra året uppgick budgetunderskottet till 2,1 procent av BNP, jämfört med 6,2 procent 2010 och den offentliga bruttoskulden föll 2015 för första gången sedan 2007. Men budgetläget är fortsatt ansträngt i de länder som har störst behov av stimulanser. I bl a Frankrike, Italien och Spanien ligger underskottet på runt 2 till 4 procent av BNP med endast svagt fallande trend. Tyskland uppvisar sedan två år överskott och trots utgiftspress från flyktingmottagande består överskotten kommande år. Men i nuläget finns inga tecken på att den tyska regeringen är beredd att utnyttja utrymmet för större finanspolitiska lättnader.

Att EU-kommissionen nyligen beslutade att inte bötfälla Spanien och Portugal för avvikelser från uppställda krav visar på en ökande acceptans för en lättare finanspolitik. På kort sikt bidrar detta till en bättre policymix, samtidigt som det finns långsiktiga risker med att **gemensamma regler återigen inte tillämpas i ett skarpt läge**. Vi väntar oss att trenden mot lättare finanspolitik fortsätter och att några nya åtstramningar inte blir aktuella de närmaste åren. Förutom de ekonomiska argumenten talar också den allmänpolitiska utvecklingen för detta eftersom åtstramningspolitiken är ett tacksamt angreppsmål för EU-fientliga och nationalistiska partier. Efter en lång period av åtstramningar **blir finanspolitiken i stort sett neutral 2016-2018**. Det offentliga sparandet förbättras något och faller från 2,1 procent av BNP 2015 till 1,5 procent av BNP 2018 och den offentliga skulden faller marginellt.

Indikatorer trotsar Brexit-oro

Övergripande indikatorer, t ex sammanvägt PMI, har legat relativt stabilt under 2016. Någon **Brexit-effekt har hittills inte gått att spåra**; i augusti låg alla fyra stora länder (Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien) återigen över 50-strecket. Skillnaderna finns dock kvar; Spanien och Tyskland pendlar kring 54-55 medan företagens förtroende i Italien och Frankrike ligger kring 50-52.

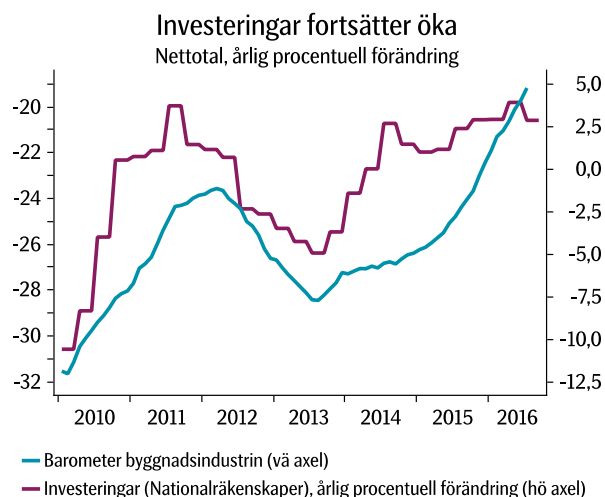
Export och industriproduktion har ändå växlat ned något under första halvan av 2016. Orderläget ser dock relativt stabilt ut enligt flera indikatorer och har inte försämrats i linje med senaste månadernas svagare produktionsstatistik. Vi väntar oss en svag uppväxling under hösten, även om Brexit-processen och pundförsvagningen skapar osäkerhet. Eurozonen har en relativt stor exponering mot Storbritannien med en exportandel på ca 13,5 procent och en importandel på ca 9 procent. Men med vår prognos om att de konjunkturella effekterna inte medför en brittisk recession är det svårt att se att eurozonen ska hämmas i någon större grad. Sammantaget väntas **exporten öka med 2 procent 2016 och stiger därefter till kring 4 procent 2017-2018**.

Eurozonens bytesbalansöverskott faller något från 3,5 till 3,0 procent av BNP under prognosperioden och drivs framför allt av kraftiga tyska överskott (8,5-9,0 procent av BNP). Spanien har också förbättrat bytesbalansen rejält sedan krisen och visar

nu överskott (ca 1,5 procent av BNP). Konsumtions- och investeringstillväxt driver upp importen kommande år vilket gör att bytesbalansen inte fortsätter att öka. I frånvaro av inhemska stimulanser kan det tyska överskottet stiga något ytterligare, vilket kommer att öka den internationella kritiken. Att Tyskland inte själv styr över sin valuta gör dock att det är svårt att ta de amerikanska signalerna om att stämpla landet som en valutamanipulator på allvar.

Investeringarna fortsätter att öka

Totala investeringar ligger fortfarande drygt 10 procent under toppnivån innan krisen. I takt med att återhämtningen mognar stärks investeringskonjunkturen långsamt. Kapacitetsutnyttjandet ökar och företagens investeringsplaner, enligt EU-kommissionens barometer, ser mer positiva ut för 2016 än för 2015. Framför allt ser utsikterna bra ut inom bil- och investeringsvarubranscherna. ECB:s bankundersökning visar på fortsatt god efterfrågan på lån även om fortsatta problem i banksektorn i framför allt Sydeuropa hämmar kreditgivningen. Sammantaget fortsätter utlåningen till icke-finansiella företag att stiga svagt, främst driven av en expansiv utveckling i Tyskland. Vi väntar oss en **investeringssuppgång med 3-3,5 procent per år 2016-2018**.

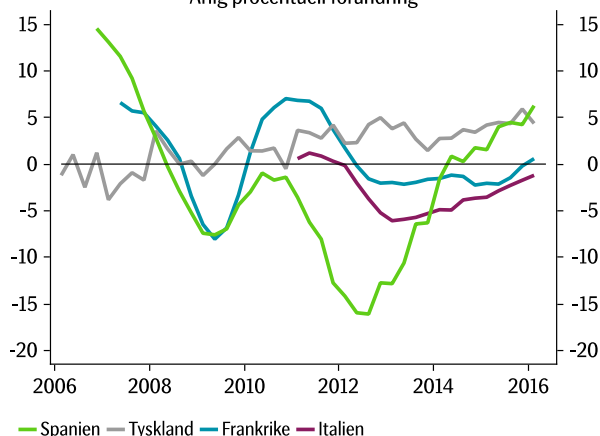


Källa: Eurostat, DG Ecfm

Tillfälligt svag konsumtion andra kvartalet

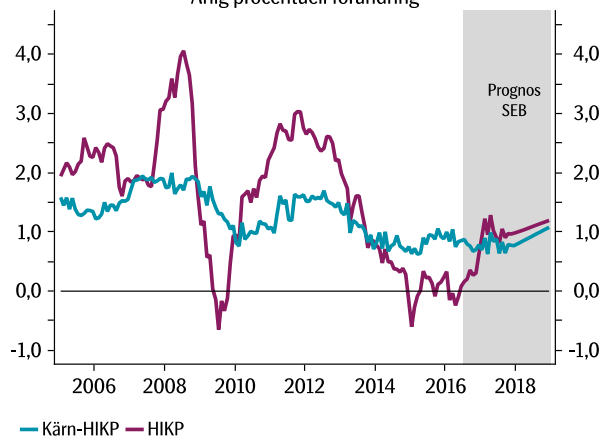
Detaljhandelns försäljningstillväxt bromsade in andra kvartalet då uppgången var den svagaste på flera år. Avmattningen kommer dock efter flera starka kvartal och den allmänna ekonomiska utvecklingen i regionen indikerar att avmattningen blir tillfällig. Avklingande effekter av tidigare besparingsprogram i kombination med **stigande sysselsättning talar för en positiv utveckling för inkomster och konsumtion**. Hushållens framtidstro har också vänt upp och stigande bopriser i de flesta länder (Italien utgör ett viktigt undantag) innebär en förstärkning av hushållens balansräkningar. Detta bidrar till att vi tror att sparkvoten nu planar ut efter de senaste årens uppgång, även om nivån fortfarande ligger lägre än före krisen. Underliggande ekonomisk-politisk osäkerhet samt att stimulans-effekten från lägre oljepris gradvis klingar av bromsar dock uppgången. **Samttaget ökar konsumtionen drygt 1,5 procent per år 2016-2018**.

Bostadspriser på väg upp
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat

Stigande inflation men klart under målet
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, SEB

Sysselsättningen fortsätter upp

Arbetsmarknaden utvecklas i rätt riktning. Arbetslösheten noterades till 10,1 procent i juni, vilket är lägsta nivån på nära 5 år och nära 1 procentenhet lägre än för ett år sedan. Den positiva trenden med stigande sysselsättning och fallande arbetslöshet fortsätter i de flesta länder även om skillnaderna är stora avseende nivå och takt i förändringen. **I slutet av prognosperioden ligger arbetslösheten i regionen som helhet på 9 procent.**

Jämviktsarbetslösheten har klättrat uppåt under den utdragna krisen och vi bedömer att den nu ligger på ca 8-8,5 procent för regionen som helhet. **Det innebär att det finns en bit kvar till jämviktsarbetslöshets 2018.** Jämviktsnivån är dock osäker efter de senaste årens ekonomiska chocker och betydande migrationsflöden i vissa länder. Stora skillnader i arbetslöshetsnivå mellan länder försvårar också tolkningen. Skillnaden i resursläge slår naturligt nog igenom i olika löneökningstakt inom regionen, men trots den strama arbetsmarknaden i Tyskland ökar lönerna för närvarande med blygsamma 2,5 procent. I Spanien ligger takten strax över nollstrecket medan nivån i eurozonen som helhet ligger något över 1 procent. Den låga inflationen gör samtidigt att reallönerna i flera länder ökar i hyfsad takt. Uppgången i löneökningar 2017-2018 blir troligen blygsam. De tyska lönerna växlar upp till 3,0 2017 medan takten i hela eurozonen stannar strax över 1 procent eftersom hög arbetslöshet i många länder fortsätter att verka dämpande.

Stigande inflation men långt från målet

Inflationen har de senaste månaderna legat kring nollstrecket. I juli noterades HIKP till 0,2 procent medan kärninflationen låg på 0,9 procent. I och med att baseffekter från fallande energipriser faller ur inflationssiffrorna under hösten kommer inflationen sakta att stiga något, men uppgången blir måttlig och nivåerna ligger klart under ECB:s mål under hela prognosperioden. Från våren 2017 ligger inflation och kärninflation kring 1 procent och stiger därefter ytterligare ett par tiondelar till slutet av 2018. Ett globalt lågt pristryck i kombination med svaga löneökningar gör att ECB får stora svårigheter att nå upp till inflationsmålet kommande år.

ECB: Mer QE men räntebotten är nådd

ECB:s expansiva politik innebär att utlåningsräntor pressas ned och att de finansiella förhållandena lättar generellt. Flera länders statsobligationer handlas till minusränta långt ut på avkastningskurvan; i bl a Tyskland, Frankrike, Nederländerna, Belgien och Finland ligger räntan på 5-åriga statsobligationer under -0,40 procent och räntespreadar till Tyskland ligger på lägsta nivån på över ett år. Samtidigt leder politiken till **ökade penningpolitiska spänningarna inom regionen** i och med olika strukturella och konjunkturella lägen. Det exceptionellt låga ränteläget pressar också banksystemet.

Den närmaste tiden talar mycket för att penningpolitiken rör sig i en än mer expansiv riktning. **Vi räknar dock med att refinansieringsräntan hålls oförändrad under hela prognosperioden.** Fokus ligger istället på **justeringar av QE-programmet.** Med de principer som nu gäller tvingas ECB ge sig allt längre ut på avkastningskurvan för att kunna fullfölja obligationsköpen. Vi tror därför att ett antal justeringar är på väg. Vid mötet i oktober väntar vi oss följande: 1) **räntegolvet (d v s depositräntan -0,40 procent) för obligationsköp justeras ner** alternativt tas bort; 2) för företagsobligationer (kreditlättnader) tillåts köp av en **större del av utestående stock från enskilda företag**; 3) QE-programmets tidigaste slutdatum senareläggs med sex månader till september 2017; 4) nya TLTROII-lån erbjuds banksektorn under hela 2017-2018.

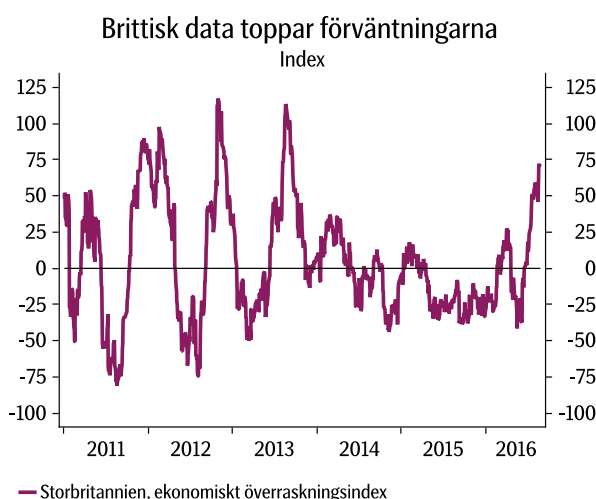
Vår prognos om mycket försiktiga räntehöjningar från Fed fr o m december 2016 samtidigt som inflationen gradvis kryper uppåt innebär ett minskat tryck på ECB att leverera ytterligare lättnader. Signaler om neddragningar av QE-programmet lär dock dröja och först **under andra kvartalet 2017 väntar vi oss att ECB börjar kommunicera att obligationsköpen ska minskas.** I prognosen antas att neddragningen sker med 20 miljarder euro per kvartal med start fjärde kvartalet 2017. Förfall återinvesteras men nettoköpen når noll vid halvårsskiftet 2018.

Brittisk ekonomi tappar fart efter Brexit

- **Förtroenderas ger stagnation under hösten**
- **Pundfall och stimulanser dämpar chocken**
- **Exitklausulen aktiveras efter årsskiftet**

Det chockerande resultatet i EU-omröstningen skakar om Storbritanniens ekonomi rejält. Såväl hushållens som företagens indikatorer pekar på branta fall och **recessionsrisken är uppskruvad på kort sikt**. Utvecklingen på lite längre sikt beror i hög grad på Brexit-överenskommelsens utformning men nya stimulanser, det snabba tillsättandet av ny premiärminister och pundförsvagningen talar emot ett utdraget recessionsscenario. **BNP växer med 1,7 procent i år, 0,9 procent nästa år respektive 2,0 procent 2018.**

Ekonomi undviker därmed med nöd och näppe teknisk recession under andra halvåret 2016 och prognosen ligger ett par snäpp över konsensusbilden. Tillväxtsvackan ger dock **stigande arbetslöshet** och i slutet av 2018 ligger arbetslösheten en halv procentenhet högre än i nuläget. **Inflationen**, som hamnade på nollstrecket i fjol, stiger till **0,4 procent, 1,8 procent respektive 2,2 procent åren 2016 till 2018**. Trots att inflationen hamnar över centralbankens mål är överhettningriskerna små. Vi räknar med att styrräntan sänks ytterligare **till 0,05 procent i höst och att den rekordlåga nivån består under 2017.**



Företagens indikatorer visar bredbaserade fall efter Brexit. Efter det största tappet under en enskild månad i indexets 20-åriga historia är **den sammanvägda PMI-indikatorn förenlig med BNP-fall på 0,5 procent i kvartalstakt**. Bedömningen är

dock att den dystra indikatorbilden inte kommer att realiseras: detaljhandelsförsäljningen tyder på motståndskraft i hushållssektorn och generellt har statistiken med råge överträffat marknadens lågt ställda förväntningar. **Ett avgrundsfall liknande det efter Lehman är avlägset**; såväl sysselsättnings- som investeringsplaner var oförändrade i två tredjedelar av företagen enligt en undersökning i Bank of Englands regi. Istället för att fortsätta falla mot 40-strecket som 2008 väntas företagens förtroendeindikatorer stabiliseras under hösten när den initiala chocken lägger sig. Den sektor som drabbas hårdast är kommersiella fastigheter och indikatorer pekar på 10-procentiga fall i byggandet. Framför allt ligger konstorslokaler i London i farozonen för betydande prisfall, men **risken för en fastighetsdriven bankkras som på 1990-talet bedöms som liten**. Bankernas utlåning till fastigheter har halverats sedan 2008 och motståndskraften mot prisfall är hög enligt stresstester som genomfördes i fjol.

Pundfallet och lättare ekonomisk politik motverkar en djupare konjunkturedgång och en **trevande återhämtning inleds 2017**. Den finanspolitiska åtstramningen väntas mildras när höstbudgeten presenteras. Lägre företagsskatt och nya infrastrukturinvesteringar ligger i korten, vilket minskar motvinden med 5-10 miljarder pund per år. Efter Brexit har pundet fallit med 11 procent i handelsviktade termer och gentemot dollarn ligger pundet på sin svagaste nivå sedan mitten av 1980-talet, vilket ger den brittiska exportindustrin ett starkt konkurrens-läge. Att valutaförsvagningen ger temporära snarare än permanenta inflationseffekter ger centralbanken utrymme att satsa helhjärtat på ekonomiska stimulanser. **Styrräntan sänks under hösten till rekordlåga 0,05 procent och ligger kvar på den låga nivån till mitten av 2018 då försiktiga höjningar påbörjas**. Samtidigt fortsätter tillgångsköpen 2017. Den ultralätta penningpolitiken ger fortsatt pundpress; **EUR/GBP respektive USD/GBP noteras i 0.79 respektive 1.42 i slutet av 2017.**

Ödesfrågan är vilken form av utträde som Storbritannien ska ta sikte på. Den viktigaste avvägningen är hur stort inflytande över invandringen man vill ha i utbyte mot inskränkningar i tillgången till EU:s inre marknad. Våra prognoser baseras på ett scenario där Storbritannien aktiverar exitklausulen för utträde ur EU efter årsskiftet och där viktiga handelsländer utanför EU signalerar vilja att sluta fördelaktiga bilaterala handelsavtal. **Ett formellt EU-utträde sker därmed tidigast i januari 2019** och den nya relationen med EU väntas följa den schweiziska modellen snarare än den norska. Det innebär ett förhållandevis stort mått av oberoende där Storbritannien väljer att prioritera kontrollen över invandringen framför full tillgång till den inre marknaden.

- **Pragmatiska förhandlingar minskar ekonomiska effekter – politiska risker kvarstår**
- **EU-utträde redan 2019 är orealistiskt – många politiska och legala hinder på vägen**

Den 23 juni överraskade britterna världen genom att med **52 mot 48 procent rösta för att lämna EU**. Valdeltagandet noterades till 72 procent. Det gör resultatet tämligen tydligt. I **Skottland** och **Nordirland** röstade en majoritet för att stanna i EU.

	Lämna	Stanna	Valdeltagande
Storbritannien	51,9%	48,1%	72,2%
England	53,4%	46,6%	73,0%
Nordirland	44,2%	55,8%	62,9%
Skottland	38,0%	62,0%	67,2%
Wales	52,5%	47,5%	71,7%

”Brexit betyder Brexit...”

Budskapet från den nya brittiska regeringen ledd av premiärminister Theresa May går inte att misstolka: *”resultatet från folkomröstningen ska respekteras”*. Beskedet är även att regeringen inte avser att utlösa den s k **exitklausulen** (artikel 50 i Lisabonfördraget) **förrän efter årsskiftet**. Flera faktorer avgör tidpunkten: 1. omvärld och brittiska företag vill ha ett **snabbt och tydligt besked** men det är regeringen som utformar tidtabellen; 2. det är lämpligt att ett utträde sker vid ett **årsskifte**; 3. ett utträde tidigast 1 januari 2019 – efter de stipulerade 2-åriga förhandlingarna – gör att **EU-valet 23-25 maj 2019** kan hållas utan Storbritannien; 4. Frankrike räds att förhandlingarna ska kollidera med **presidentvalet våren 2017**. Men till dess utträde har ägt rum är Storbritannien **fullvärdig EU-medlem**.

Folkomröstningen har lämnat efter sig ett **delat folk och land** samt **splittrade politiska partier**. ”Lämna”-sidan har mött kritik för osaklighet och aggressivitet under kampanjen samt frånvaro av realistiska konsekvensanalyser, ansvarstagande och ledarskap. Därtill har främlingsfientligheten i Storbritannien fått en obehaglig medvind.

Tre möjliga scenarier med olika sannolikhet

London har inlett sonderande samtal med EU och andra länder för att få en bild av förhandlingsläget. Tre scenarier är tänkbara:

1. Brexit – positivt (70 procents sannolikhet)

Innebörd: Storbritannien aktiverar exitklausulen för utträde ur EU efter årsskiftet samtidigt som konkreta samtal inleds med andra länder. Tidiga omvärldssignaler från t ex USA och Kina visar på vilja att sluta **fördelaktiga handelsavtal**. Det faktum att landet är medlem av G20 borde underlätta diskussionerna. Pragmatiska förhandlingar leder till en möjlighet för Storbritannien

att lämna EU men tidigast 1 januari 2019. Rimligen tar processen längre tid än så; ett avtal med Storbritannien ska även godkännas av samtliga övriga 27 EU-länder. **Britterna kan få möjlighet att rösta om det nya EU-avtalet** – ett exit-snabb-spår skulle innebära en omröstning hösten 2018. Avtal med andra länder träder i kraft först då Storbritannien lämnat EU eftersom det inte går att ha dubbla avtal som medlem av EU.

2. Stanna (20 procents sannolikhet)

Innebörd: Svekdebatter i EU-kampanjernas kölvatten och signaler från Bryssel om att kunna diskutera immigration ger förutsättningar för att hålla **nyval**. Alternativt kan brittiska parlamentet, beroende på utslag från Högsta domstolen, visa sig ha rätt att få rösta om att aktivera exitklausulen. Eftersom två tredjedelar av parlamentets ledamöter är för EU-medlemskap kan **beslutet bli att inte gå vidare**. I det läget blir det svårt för regeringen att verkställa exit-beslutet. Premiärminister May behöver då fatta **beslut om nyval före utgången av 2016**.

3. Brexit – negativt (10 procents sannolikhet)

Innebörd: Förhandlingarna blir utdragna och skapar spänningar i såväl Storbritannien som EU generellt. Det hämmar tillväxten och ger finansiell volatilitet.

Schweizisk modell mest trolig

Först i början av 2017 väntas bilden klarna vilken relation som Storbritannien söker med EU, t ex avseende handel och immigration. Mycket talar för att EU-avtalet följer den **schweiziska modellen, inte den norska**. Huvudskälet är att Storbritannien inte lär acceptera samtliga EU:s fyra friheter, d v s rörelsefrihet för varor, tjänster, kapital och – nu viktigast – människor.



Norsk modell: Medlem av European Economic Area (EEA) som ger i det närmaste full tillgång till EU:s inre Marknad. Dock måste landet acceptera EU:s fyra friheter fullt ut och samtidigt bidra till EU:s budget.

Schweizisk modell: Ett antal olika bilaterala handelsavtal som ger partiell access till inre marknad i utbyte mot mindre bidrag till EU:s budget.

WTO-modellen: Medlem av World Trade Organisation.

Fyra nyckelfrågor är i fokus när EU-avtalet ska utformas:

1. Inom vilka områden får man **access till EU:s ekonomi**?
2. Vilket blir Storbritanniens **finansiella bidrag** till EU?
3. I vilket utsträckning ska EU:s **lagar och förordningar** gälla?
4. Hur stort inflöde ska landet ha av **EU-immigranter**?

Den brittiska regeringens strategi är att göra ekonomin **"superkonkurrenskraftig"** för att stötta industrin, locka utländskt investeringskapital och göra Storbritannien starkare i förhandlingar med andra länder. Höstbudgeten väntas ge besked om hur strategin ser ut i detalj. Mycket talar för att fokus kvarstår på företagsskattesänkning (högst 15 procent skatt), mer satsningar på att utveckla infrastruktur kring städer och i norra delen av landet samt åtgärder som lyfter produktivitetstillväxten. Borta är nu talet om åtstramningsbudget och att nå balanserad budget 2020. Bank of Englands strategi väntas bli att under en viss tid försöka hålla pundet svagt samt frigöra utlåningskapital; de kontryckiska kapitalkraven har sänkts till 0 från 0,5 procent. Den ekonomiska politikens omläggning och omvärlden mildrar de negativa ekonomiska effekterna på Storbritannien.

Kan Skottland splittra förenade kungariket?

Formellt sett har Skottland, eller de tre övriga "delstaterna", **inte legala befogenheter att blockera** brittiska regeringens och parlamentets beslut om att inleda utträdesförhandlingar och på sikt lämna EU. Om delstaterna däremot kan påvisa att parlamentets EU-beslut ändrar maktbalansen mellan delstaterna krävs att beslutet godkänns ömsesidigt. Förutsättningarna att stoppa processen är främst **politiska snarare än legala**.

Skottland signalerar hög beredskap att hålla ny folkomröstning om självständighet. Skotska nationalistpartiet SNP beslutat är att ett besked ges under våren 2017 efter att bilden klarnat av de inledande Brexit-förhandlingarna. Det är dock brittiska parlamentet som ger sin skotska motsvarighet befogenhet att arrangera omröstning. Vid folkomröstningen 2014 la 55 procent sin röst på att stanna i det förenade kungariket. Nya **opinionsundersökningar visar på att Brexit-utfallet inte har ändrat skottarnas inställning.** Det är rimligt att anta att vid en eventuell ny folkomröstning det kommer att krävas en tydlig majoritet, minst 60 procent, för att valresultatet ska anses giltigt – och att valdeltagandet är högt.

Det är dock inte sannolikt att **EU accepterar parallella förhandlingar med Storbritannien (ut) och Skottland (in).** För att bli EU-medlem krävs statsbildning och nationellt oberoende och godkännande av samtliga då 27 EU-länder. Uttalanden från t ex Italien och Spanien antyder att man har svårt att acceptera Skottland som EU-medlem då detta ökar riskerna för att Italien delas eller att Katalonien och Baskien når självständighet. En sådan utveckling är förknippad med risker som de flesta EU-länder vill undvika. Det blir därför en tidsödande process för Skottland att bli EU-medlem. Alternativet att skapa ett snabb-spår genom att Skottland helt enkelt "övertar" det brittiska medlemskapet förefaller inte heller särskilt sannolikt.

EU behöver ta ut ny kompassriktning

Brexitutfallet har skapat EU:s värsta politiska kris hittills. Det **extrainsatta EU-toppmötet** i mitten av september blir ett försök att hitta en gemensam plattform som adresserar de stora utmaningarna som man står inför. När det gäller kommande förhandlingar gentemot Storbritannien står övriga EU inför en svår balansakt. I grunden har alla parter ett intresse av att behålla ett bra samarbete och att undvika störningar i handelsutbytet. Å andra sidan kan man vara orolig för att den

brittiska vägen ska framstå som alltför attraktiv att följa för andra EU-länder. En central fråga är om man kan acceptera den brittiska strategin att **behålla frihandel på varu- och tjänstesidan men införa restriktioner när det gäller rörligheten för arbetskraft.**

Flyktingkris och terrorhot ställer också akuta krav på konstruktivt samarbete men regeringarna i många EU-länder har begränsat manöverutrymme med tanke på den inhemska opinionen och pågående framgångsvåg för EU- och immigrationskritiska partier. I bakgrunden hotar också de långsiktiga ekonomiska problemen med svag tillväxt, låg investeringsnivå och en åldrande befolkning. I denna miljö blir EU:s process att hitta en ny identitet inte lätt. Franska presidentvalet (april-maj) och tyska förbundsvalen hösten 2017 riskerar därtill att skapa beslutsmässig förslammning i en tid då förhandlingar ska bedrivas med Storbritannien.

Områden där EU har goda förutsättningar att fördjupa samarbetet är säkerhets- och försvarspolitik mot bakgrund av den ökade geopolitiska osäkerheten och de förhöjda terrorriskerna. På det ekonomisk-politiska området talar det mesta för att färdplanen (från juni 2015) för att skapa en fullfjädrad ekonomisk/monetär union läggs på is. I vägvalet mellan å ena sidan ökad integration och "mer EU" och, å andra sidan, mer självbestämmande är det nog i dag nödvändigt att EU-etablissemanget blir mer lyhört för opinionen i medlemsländerna. Detta innebär i praktiken **att eurosamarbetet förblir utan färdigställd infrastruktur för att ge euron långsiktig stabilitet.** Den slutsats man börjar skönja i förlängningen är att euron behöver ett starkt EU men EU behöver inte euron för att utvecklas till en starkare union.

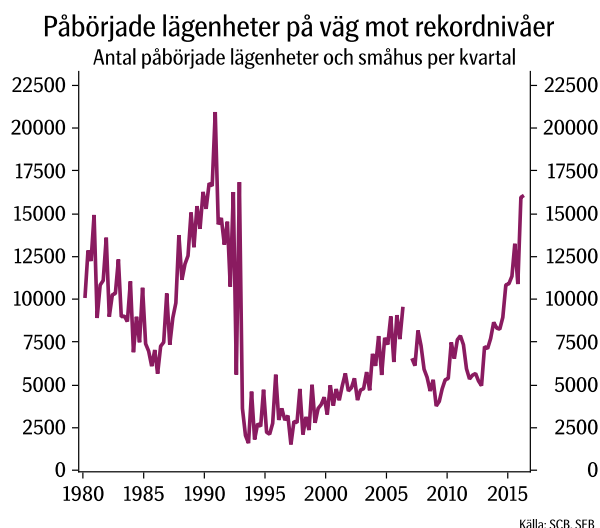
Nyckelhändelser i fokus hösten 2016

Dag	Händelse
4-5 sep	G20-möte, stats- och regeringschefer
5 sep	Ny folkomröstningsdebatt i brittiskt parlament
15 sep	Bank of England – räntebesked
16 sep	Extra EU toppmöte om bl a Brexit/EU:s framtid
2 okt	Ungersk folkomröstning. EU:s flyktingkvoter
2 okt	Österrikiskt presidentval
2-5 okt	Brittiska Konservativa partiets kongress
15-16 okt	Brittiska Högsta domstolen diskuterar Brexit
Oktober	Italiens folkomröstning om konstitutionen
Källa: SEB	

Fortsatt stark tillväxt men stora politiska utmaningar

- **Bostadsbyggandet når rekordnivåer**
- **Lägre tillväxt men starkare arbetsmarknad**
- **Högt resursutnyttjande men låg inflation**
- **Räntehöjningar påbörjas hösten 2017**
- **Stora politiska utmaningar runt hörnet**

De svenska tillväxtutsikterna är fortsatt goda. De viktigaste drivkrafterna är kraftigt ökande bostadsinvesteringar samt offentlig konsumtion som drivs av det mycket stora flyktningmottagandet 2015. Svag export första halvåret gör dock att prognosen för BNP-tillväxten 2016 justerats ned till 3,7 procent jämfört med 4,0 i maj. **Tillväxten bromsar gradvis in 2017 och 2018 till 2,8 respektive 2,3 procent.** Den offentliga konsumtionen planar ut när flyktningmottagandet minskar samtidigt som ökningstakten för bostadsbyggandet dämpas.



Trots viss tillväxtbesvikelse har arbetsmarknaden utvecklats starkare än väntat. Uppgången i sysselsättning är på väg att accelerera samtidigt som nedgången i arbetslöshet blir allt tydligare. Detta återspeglas i ett allt stramare resursläge och innebär **att restriktioner på utbudssidan också bidrar till nedväxlingen i BNP-tillväxt**. Å andra sidan är möjligheterna att rekrytera arbetskraft från andra europeiska länder relativt goda, vilket tillsammans med lågt globalt inflationstryck håller tillbaka inflationen. Den långsamma uppgången gör att KPIF inte når upp till 2-procentsmålet under prognosperioden. Vi tror ändå att **Riksbanken inleder försiktiga räntehöjningar**

nästa höst, men reporäntan ligger ändå så lågt som på 0,25 procent i slutet av 2018.

Trots att flyktningmottagandet nu minskat kraftigt kommer integrationsfrågor att dominera den ekonomiska politiken de närmaste åren. De många politiska utmaningar som väntar när asylsökande som fått uppehållstillstånd ska slussas in i utbildningssystem och på arbets- och bostadsmarknaderna börjar nu skönjas. De politiska spänningarna inom och mellan de politiska blocken lär tillta i takt med att trycket på handlingskraft ökar. Även om regeringskriser inte kan uteslutas de närmaste åren är ändå vårt huvudscenariot att den sittande röd-gröna regeringen hankar sig fram till valet 2018.

Moderaterna och allianspartierna är troligen inte speciellt angelägna att ta över innan valet, men kommer heller inte att vara benägna till stora blocköverskridande överenskommelser. Utan politiska framsteg är det troligt att vi på medellång sikt får se högre arbetslöshet samt stora påfrestningar på den offentliga kärnverksamheten och i förlängningen statsfinanserna.

Tjänsteexport vänder åter upp

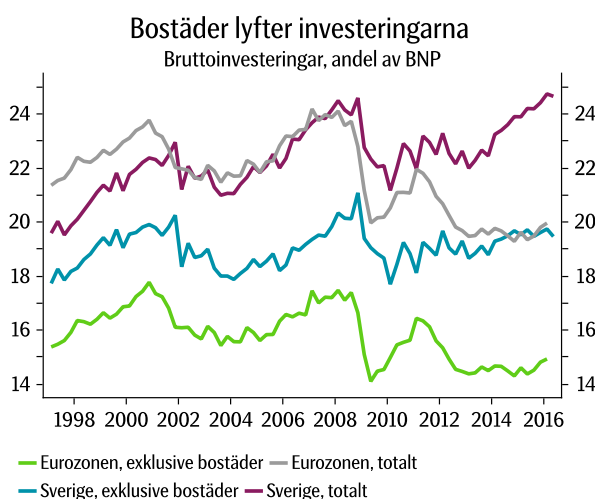
Industriproduktionen har varit svag de senaste två åren. En viss förbättring är nu på väg när tillväxten i varuexporten växlar upp mot sitt historiska genomsnitt. Takten är dock lägre än normalt i återhämtningsfaser, vilket bl.a. speglar en anemisk tillväxt i världshandeln. Exporten fortsätter att gynnas av den svaga kronan även om effekten gradvis klingar av när valutan återhämtar sig. Trots måttlig uppgång på varusidan ökade den totala exporten med 6 procent 2015, **tack vare en ökning av tjänsteexporten med 12 procent**, vilket är i nivå med rekordåren under IT-boomen i slutet av 1990-talet. Även om 2015 sticker ut har tjänsteexporten ökat starkt under en längre period för att plötsligt falla markant i början av 2016. Vår tolkning är att nedgången är en rekyll efter en överdriven uppgång under slutet av 2015 och att den starka expansionen av tjänsteexporten fortsätter. Att en initialt rapporterad likartad utveckling i Tyskland reviderades kraftigt uppåt när andra kvartalet presenterades stöder slutsatsen. Vår prognos är att **total export ökar med 3,6 respektive 4,6 procent för 2016 och 2017**.

Bostadsbyggande lyfter investeringarna

Trots att industriinvesteringarna nu saktar in talar mycket för att de totala **investeringarna fortsätter att öka i god takt även framöver**. Den främsta drivkraften är ett **kraftigt ökat bostadsbyggande** där antalet påbörjade lägenheter under första halvåret i år varit i paritet med nivåerna från byggboomen runt 1990. Trots politiska låsningar på nationell nivå bidrar stark efterfrågan till att många kommunala bostadsbolag nu trappar upp byggandet och att mer mark blir

tillgänglig för bostäder. Bostadsinvesteringarna bedöms öka med nästan 20 procent både 2016 och 2017, **vilket ger ett bidrag till BNP-tillväxten på nästan en procentenhet per år** och hela 4 procentenheter till den totala investeringsuppgången. Byggboomen är logisk mot bakgrund av befolkningstillväxt och bostadsbrist, men ökar samtidigt riskerna för en skarp prisnedgång när bostadsmarknaden så småningom kyls av. I slutet av 2018 beräknas bostadsinvesteringarnas andel av BNP nå ca sju procent, vilket är i paritet med toppnivåerna före krisen i t ex Danmark och Nederländerna. Fortfarande är det dock en bit kvar till de nivåer som nåddes i Spanien och Irland.

Även offentliga investeringar kommer i större grad att bidra till investeringsuppgången genom att flyktingmottagandet också skapar behov av utbyggnader och nyinvesteringar inom t ex utbildning och vård. Sammantaget har investeringarnas andel av BNP stigit till den högsta nivån sedan 1990. Att denna uppgång sker samtidigt som bytesbalansen uppgår till mer än 5 procent av BNP innebär att bruttosparandet (investeringar + bytesbalanssaldo) är rekordhøgt. I det avseendet **skiljer sig situationen radikalt från i början på 1990-talet då byggboomen medverkade till stora underskott i bytesbalansen.**



Offentlig konsumtion starkast sedan 1991

Vår prognos om en offentlig konsumtionstillväxt på 4 procent i år är på god väg att infrias. Även om flyktingmottagandet minskat betydligt består pressen på kommunerna under lång tid och **uppgången fortsätter 2017, om än i något avtagande takt.** 2018 sker en tydligare utplaning när Migrationsverkets direkta utgifter för flyktingmottagande minskar.

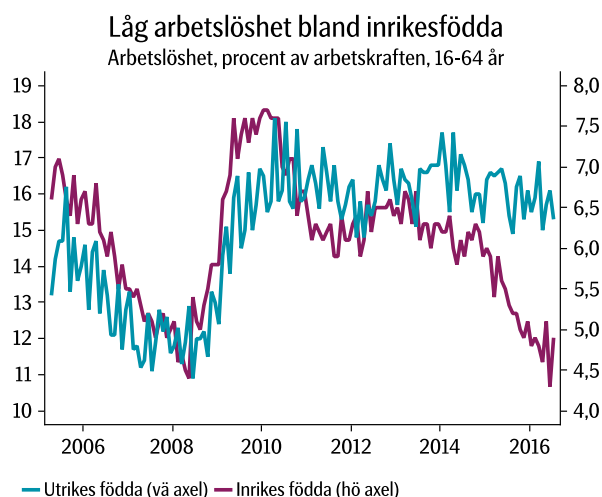
Uppgången i hushållens konsumtion har **gradvis accelererat den senaste tiden** och tillväxttakten de senaste tre kvartalen ligger i genomsnitt över tre procent; den högsta nivån sedan 2010. Stigande inkomster drivet av ökande reallöner och stark sysselsättningsökning talar för en fortsatt stark konsumtionsuppgång 2017 och 2018. Hushållens osäkerhet avseende hållbarheten i de offentliga välfärds-

systemen och framtida bostadssituation medför dock att **sparandet förblir høgt.** Vi räknar därför med att **konsumtionstillväxten bromsar från 3,1 procent 2016 till 2,8 respektive 2,5 procent 2017 och 2018.**

Efter att ha ökat med 15 procent under 2015 har huspriserna under våren och sommaren stabiliserats och t o m fallit svagt enligt vissa prisindex. Inbromsningen sammanfaller med att de sedan länge planerade amorteringskraven på bolån infördes i början av juni. Det är ännu för tidigt att avgöra hur stora effekterna av de nya reglerna blir och den uppdrivna prisnivån innebär latent nedåtrisker. Det troligaste är ändå att avmattningen under sommaren i hög grad är en reaktion på att många hushåll tidigare lagt husköp för att undvika att drabbas av de hårdare reglerna. **Stor bostadsbrist och låga räntor ger fortsatt motståndskraft** och vi tror därför att bostadsmarknaden stabiliseras igen under hösten, vilket stöds av en viss återhämtning för SEB:s boprisindikator i augusti. Vi ser dock ökande nedåtrisker för vår prognos om en uppgång med 5 till 10 procent under 2016. Därefter förutser vi en utplaning av prisnivån.

Tydlig nedgång i arbetslöshet

Trots lite svagare BNP-tillväxt har arbetsmarknaden utvecklats oväntat positivt hittills i år. Sysselsättningstillväxten närmar sig 2 procent i årstakt och nedgången i arbetslöshet har förstärkts. Kortsiktiga indikatorer talar för att styrkan består under andra halvåret då antalet sysselsatta i offentlig sektor ökar i än snabbare takt. **Vår prognos innebär att arbetslösheten fortsätter ned till 6,0 procent i början på 2018,** för att sedan vända upp när inflödet av nyanlända på arbetsmarknaden börjar öka i volym samtidigt som BNP-tillväxten mattas.

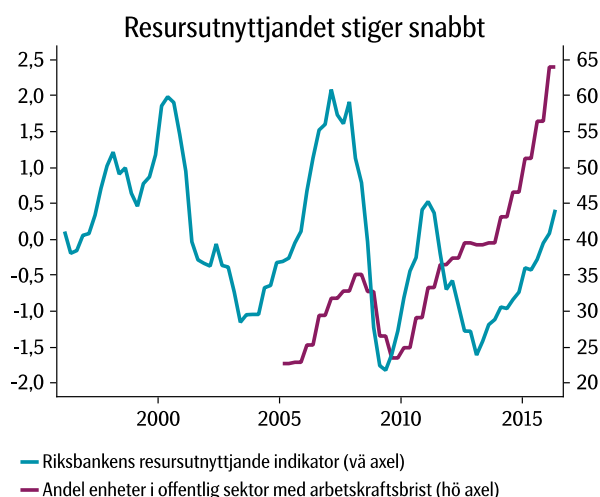


Nedgången i arbetslöshet drivs helt och hållet av de inhemskt födda där nivån nu är nere på 4 procent. För utrikesfödda har arbetslösheten fastnat på en nivå runt 16 procent, trots att antalet sysselsatta i kategorin ökar. Av de som är inskrivna på Arbetsförmedlingen har andelen utrikesfödda ökat snabbt och 42 procent är nu födda utanför Europa, vilket accentuerar de stora politiska utmaningarna. De ideologiska skillnaderna mellan de politiska blocken är stora

när det gäller integrationspolitik. Den röd-gröna regeringen kommer troligen att lansera en kombination av satsningar på utbildning och subventionerade anställningar i budgetpropositioner för 2017 och 2018. Även om oppositionen vill se tonvikt på andra åtgärder är det inte sannolikt att detta är skäl nog för att provocera fram en regeringskris.

Högre resursutnyttjande men lågt lönetryck

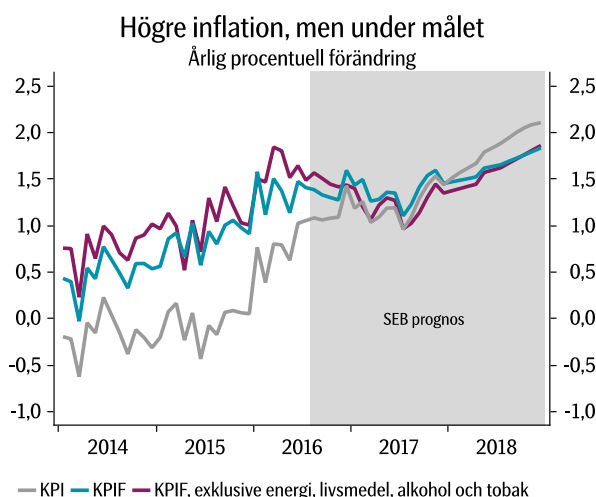
Trots att arbetslösheten fortfarande är relativt hög signalerar allt fler företag att de har svårt att hitta lämplig arbetskraft. Detta återspeglas i Riksbankens resursindikator som hittills i år stigit allt snabbare. Nivån för näringslivet är nu i paritet med den som uppnåddes efter den starka återhämtningen efter finanskrisen 2011 men klart under toppnivåerna från 2000 och 2007. Bristtalen för offentliga arbetsgivare ligger nu dock på den högsta nivån sedan mätningen introducerades 2005. **Det mer ansträngda resursläget ökar sannolikheten för att löner och inflation så småningom stiger**, men effekten kommer troligen med viss fördröjning. Erfarenheterna från andra länder talar för att sambandet mellan resursläge och lönetryck försvagats och svenska företag lär ha goda möjligheter att rekrytera arbetskraft från närliggande länder med betydligt svagare arbetsmarknadsläge.



Det svaga sambandet bekräftas av att löneökningarna det senaste året regelmässigt överraskat på nedsidan och preliminära skattningar tyder på en inbromsning av löneökningstakten andra kvartalet. Detta kan delvis förklaras av att de löneavtal som slöts under våren inte fått fullt genomslag i statistiken, men även justerat för detta har löneökningarna varit oväntat låga. **Vi har reviderat ned prognosen för genomsnittliga löneökningar för 2016 från 2,7 till 2,5 procent.**

Trots att bläcket på årets avtal knappt torkat ligger nästa avtalsrörelse i startgroparna. LO lär även denna gång få svårt att klara av någon formell samordning. Att Kommunal på egen hand lyckas få till stånd en extra satsning på undersköterskor i sitt 3-åriga avtal gör dock att en tvistefråga försvinner från agendan. LO-förbunden utanför industrin, med Byggnads och Transport i spetsen, lär dock försöka nå högre avtal än industrimärket med den starka arbetsmarknaden i ryggen.

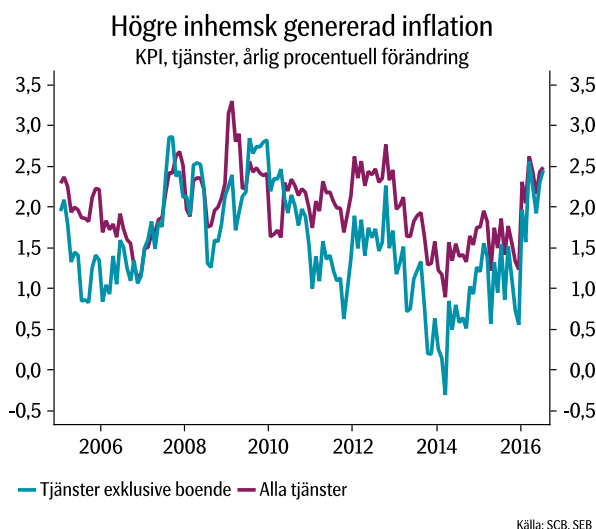
Erfarenheterna från förra året visar dock att det är svårt för enskilda förbund att lyckas med detta. Även om lönerörelsen kan bli stökig räknar vi med tvåårsavtal på en nivå på 2,4 procent per år, d v s något högre än årets 2,2 procent. **De totala löneökningarna väntas öka från 2,5 procent i år till 2,9 respektive 3,1 för 2017 och 2018.**



Inflationen fortsatt under målet

Efter att ha stigit markant i början av året har KPIF-inflationen stabiliserats mellan 1,0 och 1,5 procent. Bakom denna rörelse döljer sig dock några intressanta underliggande trender. Kärninflationen, mätt som KPIF exklusive energi, har gradvis avtagit under våren och sommaren från en topp på 1,9 procent i mars till ca 1,5 procent. Drivkraften har framför allt varit avtagande effekter av tidigare växelkursförsvagning, vilket främst påverkat varuinflationen. Den svagt sjunkande trenden för KPIF exklusive energi väntas fortsätta det närmaste året.

Totala KPIF rör sig snarare sidledes då baseffekter från tidigare oljeprisfall kompenserar för fallet i kärninflationen.



En central fråga de närmaste åren blir i vilken grad stramare resursläge kommer att påverka inflationen. Även om kanalen via löneökningar sker med fördröjning kan vi redan se **att priserna på tjänster stigit påtagligt hittills under 2016**. Delvis beror detta på högre indirekta skatter (minskat ROT-avdrag) och höjda offentliga avgifter (trängselskatter och vårdavgifter) men även andra tjänstepriser har stigit snabbare. Vår prognos innebär visserligen att tjänsteinflationen faller tillbaka i början av 2017, bl a på grund av baseeffekter från indirekta skatter och avgifter, men tjänsteinflationen förblir betydligt högre än den var under 2015. År 2018 räknar vi med att tjänsteinflationen accelererar ytterligare i takt med att lönerna växer snabbare. Svaga internationella varupriser gör dock att KPIF-inflationen ligger kvar under 2-procentsmålet även i slutet av prognosperioden.

KPI-inflationen närmar sig KPIF under det närmaste året på grund av baseeffekter för räntekostnader för egnahem. När Riksbanken gradvis börjar höja räntan i slutet av nästa år når KPI-inflationen 2,0 procent.

Förlängt QE-program men räntan höjs 2017

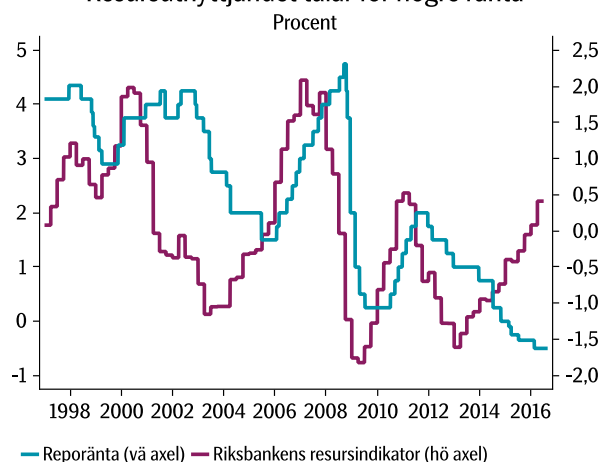
Vår vy det senaste året har varit att det starka konjunkturläget ska bidra till att Riksbanken gradvis kommer att retirera från sin aggressiva stimulanstrategi. Trots att svensk tillväxt, resursutnyttjande och inflation i stort sett följt, och i vissa avseenden överträffat våra förväntningar, har utsikterna för räntehöjningar i närtid minskat. **En orsak är att den internationella penningpolitiken ser ut att bli än mer expansiv**, bl a som en konsekvens av Brexit-beslutet. Både vi och marknaden har skruvat ner förväntningarna på Fed samtidigt som ECB och Bank of England väntas utöka sina expansiva åtgärder under hösten. Än så länge har Riksbanken inte heller gett några tydliga signaler om att det allmänna starka läget i ekonomin i kombination med accelererande utlåning i högre grad kommer att beaktas i penningpolitiken.

Ett tal från vice riksbankschef Kerstin af Jochnick i augusti signalerar dock att Riksbanken under hösten (troligen redan i september) kommer att presentera utredningar om att byta målvariabel och införa ett toleransintervall kring tvåprocentsmålet. Talet antydde också att Riksbanken överväger att ändra metodiken vid framtagandet av reporäntebana. Dessa åtgärder är en del av de förslag som Goodfriend/King-utredningen presenterade i våras. Även om de på kort sikt inte påverkar vår prognos för penningpolitiken är det tydligt att utredningen alltmer börjar påverka Riksbankens tänkande. Detta ökar sannolikheten för vår prognos om att Riksbanken på sikt också ska följa utredningens råd om att vara mer toleranta mot målavvikelser och fokusera mindre på kortsiktiga växelkursrörelser.

Våra förväntningar om att ECB under hösten presenterar en förlängning av QE-programmet i kombination med direktionens fortsatta ambitioner att hålla nere värdet på kronan gör att vi ser en övervägande sannolikhet för att **Riksbanken förlänger sitt obligationsköpsprogram till mitten av nästa år**, men att volymerna minskas till 30 miljarder jämfört med 45 miljarder under andra halvåret 2016.

På lite längre sikt tror vi att det allt mer ansträngda resursläget får större betydelse. Flera direktionsmedlemmar har också antytt att det är tillräckligt att inflationen kommer närmare målet och att exakt måluppfyllnad inte är ett krav för att försiktigt börja strama åt penningpolitiken. **Vi tror att Riksbanken höjer räntan i oktober 2017**, vilket är ungefär i linje med räntebanan i Riksbankens senaste penningpolitiska rapport i juli. Att Fed vid den tidpunkten enligt vår prognos har höjt räntan ytterligare två gånger gör det lättare för direktionen att lägga om penningpolitiken, trots att inflationen vid den tidpunkten bedöms vara lägre än målet. Under **2018 räknar vi med att reporäntan höjs ytterligare två gånger till 0,25 procent** i slutet av året.

Resursutnyttjandet talar för högre ränta



Källa: Riksbanken

Risk för likviditetsproblem på sikt

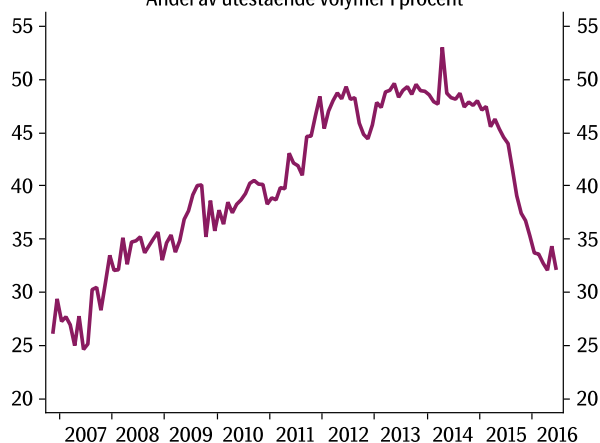
I linje med den internationella utvecklingen har svenska obligationsräntor pressats nedåt betydligt under sommaren. Nedgången i Sverige har dock varit större än i nästan alla länder, med Storbritannien som viktigt undantag. Spreaden mot Tyskland på tioåriga statsobligationsräntor har fallit från över 50 räntepunkter till ungefär 10. Förväntningar på en mjukare riksbankspolitik i spåren av Brexit-utfallet har bidragit men rörelsen påbörjades före omröstningen. Vår tolkning är att Riksbankens obligationsköp börjar ge allt större nedåtpress på räntorna. **Ett tecken på detta är att utländska aktörer slutat att dra ner på sina innehav**, efter en period då dessa nettosålde obligationer i ungefär samma storleksordning som Riksbankens innehav ökade. Vi ser nu att Riksbanken tvingas betala alltmer för att fylla sina omvända auktioner, vilket ger räntepress. Att Riksgälden i juni meddelade att man till följd av starkare statsfinanser beslutat att minska emissionsvolymerna förstärker denna effekt. Även om Riksbanken dragit ned på takten i obligationsköpen tror vi att nedåtrycket på räntorna består under andra halvan av 2016 och att räntemarginalen mot Tyskland faller till noll under de närmaste månaderna.

På lite längre sikt räknar vi dock med att obligationsspreadarna mot Tyskland går isär. Den viktigaste drivkraften är vår prognos att Riksbanken under andra halvåret 2017 kopplar loss från ECB och en försiktig räntenormalisering påbörjas. Det finns en risk för ganska stora ränteuppgångar initialt **eftersom**

likviditeten i den svenska obligationsmarknaden kommer att vara mycket pressad i och med att Riksbanken äger mer än 35 procent av en, i relation till BNP, redan liten obligationsstock. Starka statsfinanser som tvingar Riksgälden att minska emissionsvolymerna ytterligare under hösten gör att situationen kan förvärras och att vi riskerar ökad volatilitet på svensk obligationsmarknad.

Stabilisering av utländskt innehav av statspapper

Andel av utestående volymer i procent



Källa: SCB

Offentliga finanser fortsätter att förbättras

Den starka konjunkturen förbättrar nu tydligt de offentliga finanserna. Att expansionen drivs av skattetunga efterfrågekomponenter som hushållens konsumtion och bostadsbyggande samtidigt som den också är sysselsättningsintensiv gör att utväxlingen mellan BNP-tillväxt och finansiellt sparande för tillfället är mycket gynnsam. Finanserna förbättrades 2015 med hela 1,6 procent av BNP jämfört med 2014 och nådde balans för första gången sedan 2010.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2015	2016	2017	2018
Finansiellt sparande	0,0	0,3	0,2	-0,1
Lånebehov (mdr)	33	-36	-21	0
Offentlig bruttoskuld	43,4	40,7	38,8	38,0

Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

Under 2016-2018 drar flera krafter i olika riktning. Fortsatt god tillväxt, om än med gradvis avmattning, gör att inkomsterna fortsätter att växa snabbt, vilket tydligt reflekteras i t ex Riksgäldens månadsstatistik. Samtidigt finns det ett tryck uppåt på flera utgiftsposter. Även om asylmottagandet minskat kraftigt kommer statliga och kommunala utgifter för migration, integration, vård, utbildning etc att ligga kvar på en hög nivå under lång tid vilket gör att lägre invandring framöver inte leder till så mycket lägre utgifter. Tillskott kommer att krävas inom bl a utbildning och integration vilket syns i de prioriterade områden som regeringen presenterade efter Harpsundsmötet i slutet av augusti. Sammantaget är bedömningen att inkomsterna ökar i så god takt att det

offentliga finansiella sparandet fortsätter att förbättras 2016 till 0,3 procent av BNP och därefter ligger kvar på ungefär den nivån 2017. Den offentliga skulden fortsätter att falla till 38 procent av BNP 2018. Det nya överskottsmålets nivå nås 2016-2017 men finansiellt sparande försämras 2018 och skulden ligger fortsatt något för högt **vilket begränsar utrymmet för ofinansierade reformer**. Vår bedömning är att överskottsmålet på 0,33 procent av BNP ihop med skuldankaret blir en hårdare restriktion än det tidigare enprocentmålet.

Justering av överskottsmålet fr o m 2019

Efter en översyn av överskottsmålet beslutades i somras i bred parlamentarisk enighet (samtliga riksdagspartier förutom Sverigedemokraterna) om ett antal justeringar som ska träda i kraft 2019: 1) överskottsmålet sänks till 0,33 procent av BNP; 2) ett skuldankare införs på 35 procent av BNP. 3) en hårdare uppföljning av överskottsmålet och ev skuldavvikelse från målet införs, bl a genom Finanspolitiska rådets granskningar; 4) överskottsmålets och skuldankarets nivå ska ses över varannan mandatperiod.

Kniviga politiska vägval

Höstens budgetproposition kommer att ha tyngdpunkt på de stora samhällsutmaningarna som integration, sysselsättning och bostadsbyggande. Därtill finns en rad andra områden som har stor aktualitet t ex ökande sjukskrivningar samt behoven av förstärkningar av polisväsendet och försvaret. Kommunernas ekonomi har förbättrats de senaste åren genom statliga tillskott och snabbt stigande skatteinkomster. Trots påfrestningarna på den kommunala verksamheten tror vi därför inte att några nya extra statsbidrag blir aktuella förutom de 10 miljarderna som redan utlovats.

Utgiftstryck från bl a migration och obalanser inom bostadsmarknaden gör att politiken blir ganska expansiv de närmaste åren.

Den färskta överenskommelsen mellan blocken kan öka det politiska priset av att inte ta budgetmålen på allvar. Men vi tror att regeringen är beredda att betala det priset istället för att genomföra stora skattehöjningar som ger Alliansen chansen att göra skattepolitiken till en huvudfråga i valrörelsen 2018. Om opinionsläget inte förändras ökar sannolikheten för att regeringen försöker visa än mer handlingskraft med en aktivare politisk agenda och än mer expansiv politik i de två budgetpropositioner som ska läggas under 2017. **En mer expansiv vänsterpolitik kan öka de politiska spänningarna**, men motiven för Allianspartierna att försöka ta över regeringsmakten försvagas ju närmare valet 2018 vi kommer. Huvudscenariot är därför att regeringen lyckas manövrera sig igenom hela mandatperioden.

Tema: Undervärderad krona i Riksbankens grepp

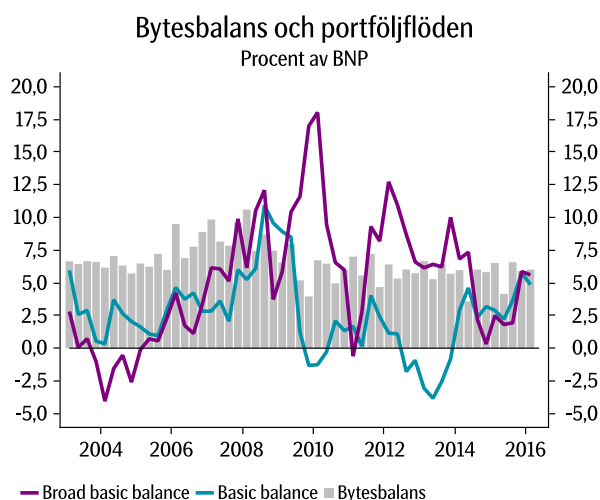
- **Aggressiv riksbankspolitik tvingar marknad att acceptera undervärderad krona**
- **Rekordlåga räntor försvagar aktörers incitament att valutasäkra och köpa kronor**
- **Neutral positionering – när Riksbanken byter strategi går kronan under 9,20 mot euron**

De senaste månadernas förnyade kronförsvagning har skapat attraktiva köpnivåer ur ett långsiktigt perspektiv. Valutamarknaden saknar dock fortfarande den utlösande faktorn som gör det möjligt för kronan att ta tillbaka förlorad mark. Denna temartikel består av två delar: dels analys av de senaste 3-4 årens ganska dramatiska kronutveckling där Riksbanken spelat en nyckelroll; dels en framåtblickande analys som tar sin utgångspunkt i SEB:s valutaanalysmodell (SEB Scorecard) och strukturerar kronans förutsättningar de kommande 1-2 åren.

Stora överskott i bytesbalansen räcker inte

Sveriges stora och stabila överskott i bytesbalansen (4 till 8 procent av BNP) betraktar många bedömare som ett huvudskäl till att kronan förefaller undervärderad. IMF har visserligen påpekat att det nationella sparandet troligen överskattas eftersom statistiken innehåller en oförklarad restpost som ofta uppgår till ca 50 procent av överskottet i bytesbalansen. Trots denna reservation är IMF:s bedömning att kronan är undervärderad.

Samtidigt är inte överskottet i bytesbalansen i sig tillräckligt för att driva kronan starkare. Externbalansen har istället rollen att vara en viktig bakgrundsfaktor i värderingsanalysen.



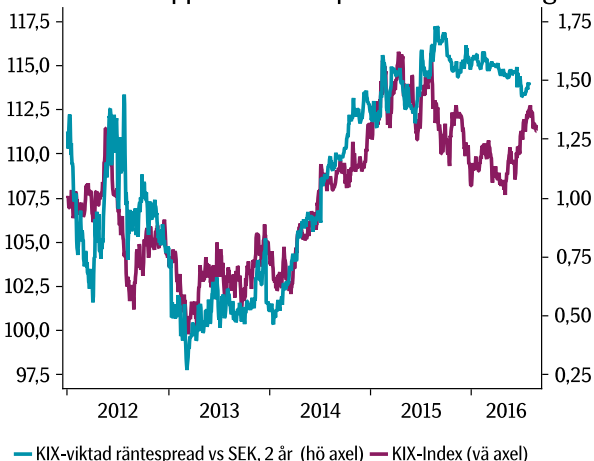
I nästan 20 år har bytesbalansöverskottet legat hyfsat stabilt på ca 4-8 procent av BNP samtidigt som kronan fluktuerat i ett

brett intervall. Detta mönster bröts 2012-13 när grundläggande makroekonomiska fundamenta i Sverige (tillväxttrend, budget- och bytesbalans) imponerade samtidigt som den svenska ekonomiska politiken framstod som lyckad i det eurokrisdrabbade Europa. I denna miljö blev sparöverskottet en signal till omvärlden att Sverige var ett stabilt land att investera i. Det gav också kronan "safe-haven"-status. Kronan stärktes av kapitalflöden från både långsiktiga portföljförvaltare och mer kortsiktiga spekulativa investerare. Denna typ av flöden får ofta betydelse för kronans rörelse då det är betydligt större än de handelsdrivna kapitalflöden och därtill tenderar att gå i samma riktning.

Riksbankens trovärdighet allt större

Sedan Riksbanken ändrade strategi sommaren 2014 och aktivt började använda valutan som medel för att uppnå inflationsmålet går det att se olika faser i kronans utveckling. Kronan försvagades fram till februari 2015 i linje med Riksbankens intentioner. Den svaga kronan blev attraktiv i en miljö då svenska tillväxtutsikter framstod som klart bättre än i omvärlden. Drivkrafterna i form av expansiv politik, rekordsnabbt bostadsbyggande och stigande privat konsumtion tycktes starka och andra halvåret 2015 låg BNP-tillväxten på ca 5-6 procent (i årstakt). Kronköparna ville tro att dessa positiva utsikter **förr eller senare skulle underminera Riksbankens vilja att följa ECB:s monetära expansion.**

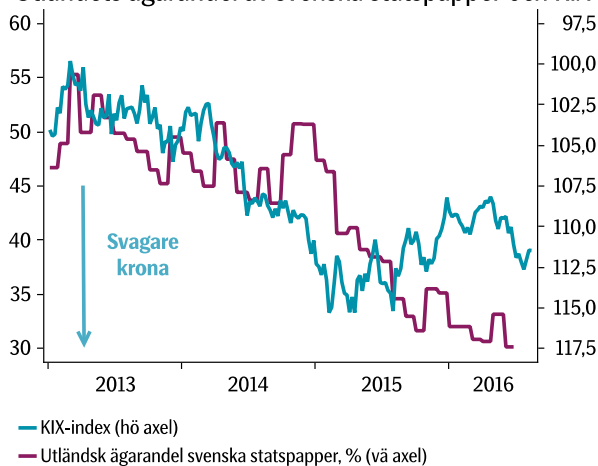
Kronan återkopplar till räntespreadar och försvagas



Under 2016 har Riksbanken visat större uthållighet än väntat.

Under våren och sommaren har framförallt utländska placerare avvecklat sina kronpositioner/tillgångar. Vår flödesindikator för utländska institutioners handel visar på nettoförsäljning av kronor under 2016. Efter kronförsvagningen som följde i spåren av Riksbankens beslut i april att förlänga sitt QE-program har kronan handlats mer i linje med vad den relativa inriktningen på penningpolitiken stipulerar (se diagram ovan). Därmed har det gap som började uppstå i mitten på 2015 nästan slutits. En slutsats som går att dra är att **Riksbanken har vunnit trovärdighet för sitt implicita växelkursmål.**

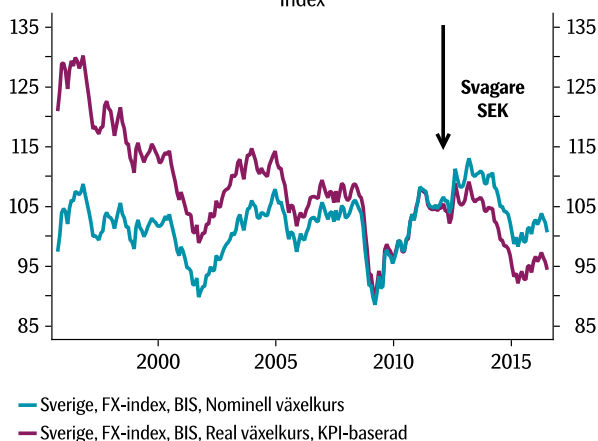
Utlandets ägarandel av svenska statspapper och KIX



Källa: Macrobond

Den okonventionella penningpolitiken har **försvagat intresset för kronan som "safe-have"-valuta**. Detta visas bl a av att utländska investerare minskat sin ägarandel av den svenska statsobligationsstocken från toppnivån 50 procent till i dag strax över 30 procent. I takt med att Riksbanken ökar sin ägarandel genom QE-köpen **riskerar marknadslikviditeten att påverkas negativt** när färre säljare står till buds. Detta är en trolig faktor bakom sommarens snabbt fallande långräntor i Sverige; kronan mår sällan bra i tider av sämre likviditet.

SEB publicerar *Currency Strategy* i början av september. SEB FX Scorecards går igenom olika drivkrafter för utvecklingen. Denna temaartikel fokuserar på 4 av dem: **"Fundamenta", "Värdering", "Penningpolitik" samt "Flöden"**.

Sverige: Handelsviktad krona
Index

Källa: Macrobond

1. Fundamenta = fortsatt kronpositiva

Ekonomi utvecklas starkt. Tillväxten är högre än i de flesta andra utvecklade ekonomier samtidigt som statsfinanserna står sig mycket väl i en internationell jämförelse. Trots att globala investerare avvecklat en del positioner i svenska tillgångar är AAA-ratingen inte hotad.

2. Värdering = fortsatt kronpositiv

SEB FX Scorecard använder olika mått där SEB:s modell samt avvikelse från nominell trend i handelsviktad valutakurs tydligt visar på en undervärderad krona (ca 5-10 procent). Ett tredje mått, real växelkurs, är mer svårtolkat eftersom den inflationsjusterade kronan över tid uppvisar en fallande trend som inte är rimlig sett i ett längre perspektiv (bör vara trendlös). **Om tesen om relativ svensk fundamental styrka gentemot eurozonen är riktig kommer värderingen att vara ett viktigt skäl till att kronan hittar köpare igen inom 3-6 månader.**

3. Penningpolitik = svårt att hitta kronstöd

Riksbanken har vunnit tilltro till sin penningpolitik och valutamarknaden uppvisar samtidigt tydliga tecken att gilla "carry"; valutor med låg eller negativ ränta blir lånevalutor och försvagas i förhållande till högräntevalutor. Länder som kan erbjuda avkastning på räntepapper får en starkare valuta (gäller speciellt EM-marknader). **Detta tema blir särskilt tydligt då volatiliteten generellt är låg på valutamarknaden och man förväntar sig små kursrörelser. Då denna miljö består under kommande månader skapas en negativ kronmiljö.**

4. Flöden = kronpositivt på sikt

Riksbankens rekordlåga reporänta samt QE-programmen har tagit hela den svenska räntekurvan, med undantag för de allra längsta obligationerna, till negativa nivåer. Att valutasäkra en utländsk valutaexponering kostar i en sådan miljö och innebär att exporterande företag eventuellt avvaktar med att säkra sina exportflöden (köpa kronor på termin). Samtidigt har utländska spekulativa investerare redan dragit ned sina kroninnehav till så låga nivåer att den processen borde vara avslutad. **Vi tror inte heller att reservförvaltare (centralbanker och nationella fonder i t ex oljeländer) lär fortsätta sälja svenska statspapper i samma takt som tidigare. Flöden är kronpositiva på sikt.**

Slutsats: Kronförstärkning dröjer

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att kronan stärktes efter den globala finanskrisen 2008-2009. Kombination av eurokris och starka svenska fundamenta ledde till en kraftig, motiverad kronförstärkning 2012/13. Men Riksbanken har bidragit till att tvinga ned kronan i sin jakt på att nå inflationsmålet. Trots risker i den svenska ekonomin, främst kopplade till obalanser på bostadsmarknaden och påfrestningar från flyktingmottagandet, framstår **fundamenta som betydligt starkare än i eurozonen. Den utlösande faktorn som släpper fram de kronpositiva flöden är penningpolitiken när den till slut blir stramare relativt sett till omvärlden. De flöden som då kan genereras motiverar ett lyft för kronan och en stabilisering mellan 100-110 i KIX-termer.** Men som redovisas i under Sverigeavsnittet i denna Nordic Outlook ligger inte en omläggning av penningpolitiken i närtid. Därmed finns inte heller förutsättningarna för att kronan ska ta sig under 9,20 mot euron. På sikt väntas Riksbankens motiv att hålla ned värdet på kronan försvagas vilket gör att valutan kan återvända till sitt s k jämviktsintervall mot euron på 8,50-9,00.

Ingen riktig återhämtning förrän investeringarna tar fart

- **BNP återhämtade sig under början av året**
- **Stark konsumtion – investeringar släpar efter**
- **Regeringen förbereder ny 10-årsplan**

Dansk ekonomi tog ny fart under första kvartalet och BNP växte med 0,7 procent från under noll fjärde kvartalet i fjol. Senaste indikatorer pekar mot en fortsatt hyfsad utveckling under sommaren. Det ger stöd för tron att **årets tillväxt blir bättre än 2015 års magra 1 procent** när väl investeringarna kommer i kapp konsumtionen som redan ökar i god takt med mer än 2 procent.

Återhämtningen har varit oväntat långsam. Privat konsumtion har stigit med dryga 2 procent per år under nära två års tid men svaga investeringar och offentlig konsumtion har bromsat total tillväxt till bara 1 procent under 2015. Data för första kvartalet i år tyder på att uppgången tog en paus, men inte brutits. Svackan under andra halvåret i fjol betyder ändå att **tillväxten stannar på 1,4 procent 2016 följt av en acceleration till 2,3 procent 2017 och 2018** (en nedrevidering på 0,1 procentenheter för 2016).

Privat konsumtion förblir främsta drivkraften och senaste tidens data tyder på att förutsättningarna förbättrats under första halvåret i år, även om förtroendetappet under förra sommaren inte har tagits tillbaka. Sysselsättningen växte med 1,5 procent under första kvartalet, och reallönerna ökar starkt – med hjälp av låg KPI-inflation och på senare tid även högre löneökningar. Huspriserna fortsätter att stiga, och priserna på lägenheter ligger klart över toppnivåerna 2007. Sammantaget tyder detta på **fortsatt konsumtionstillväxt på 2-2,5 procent**.

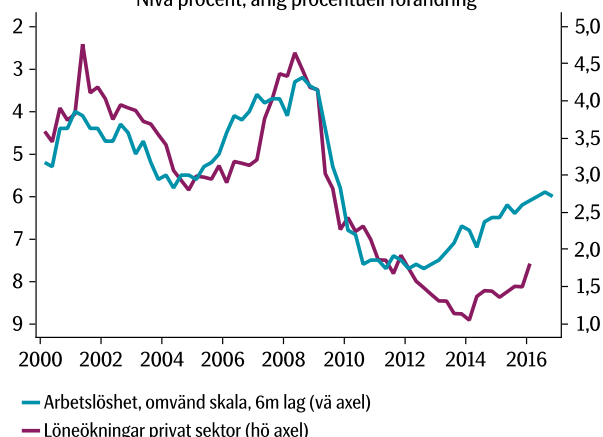
Investeringstillväxten var bara 1 procent under första kvartalet och har förblivit misstänkt svag. Under tredje kvartalet steg kapacitetsutnyttjandet dock till den högsta nivån sedan finanskrisen och detta kan troligen få företagens investeringar att stiga under kommande kvartal. Vad gäller byggandet har det förbryllande gapet mellan bygglov och igångsättanden kvarstått men stigande bopriser borde i förlängningen leda till en ökad aktivitet. Vi väntar oss att **investeringarna växer med totalt 3,2 procent 2016 och med över 4 procent 2017 och 2018**.

Både export- och importvolymerna stagnerade under 2015. Exporten till Storbritannien kan försvagas efter Brexit-omröstningen men **både export och import väntas visa**

positiva tillväxttall för 2016. Överskottet i bytesbalansen har minskat till omkring 7 procent av BNP men förblir högt.

Inflationsdynamiken börjar se intressant ut. KPI-inflationen föll i början av året och är kvar nära noll men lönerna som under senare år inte visat några tendenser att reagera på sjunkande arbetslöshet börjar nu ta fart. Löneökningstakten i privat sektor på 1,8 procent är en bra bit under vad som observerats vid samma nivåer för arbetslösheten historiskt, men rör sig i alla fall i rätt riktning. Detta kommer troligen inte att ha några större effekter på kärninflationen på kort sikt men nästa år väntas kärninflationen gradvis stiga. Total KPI accelererar från en marginellt lägre 0,4 procent i år till 1,2 procent nästa år och 1,5 procent 2018.

Lönerna börjar reagera på stram arbetsmarknad
Nivå procent, årlig procentuell förändring



Källor: Macrobond, SEB

Danmarks mitten-högerregering förbereder en ny finanspolitisk plan fram till 2025 som ska ersätta den gamla planen från 2020. Traditionellt konservativ politik är att vänta och tidiga signaler tyder på en ny runda av sänkta skatter, utgifter och transfereringar baserat på en försiktig bedömning av de finanspolitiska ramarna. Socialdemokraterna har bjudit in Dansk Folkeparti att bilda gemensam front mot en planerad sänkning av skattesatsen för de högsta inkomsterna men partiet kommer troligen fortsätta att stödja regeringen. **Finanspolitiken förblir troligen stram.**

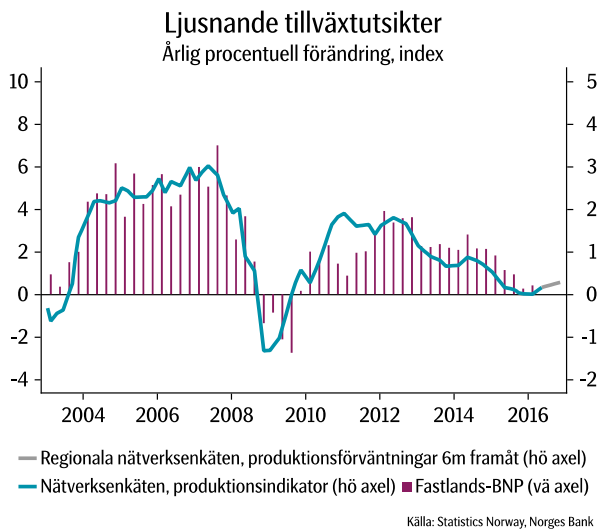
Krone-peggen mot euron kom tillfälligt under press i samband med den brittiska EU-omröstningen, och centralbanken tvingades intervensera för att hålla EUR/DKK-kursen över 7,435 men under den senaste månaden har trycket avtagit i linje med en avtagande politisk oro generellt.

Vinden har vänt

- Bättre indikatorer stödjer tro på vändning
- Svag konsumtionstillväxt motverkas delvis av stigande fastlands-investeringar
- Norges Bank nära räntebotten

Den norska ekonomin har varit starkt påverkad av omfattande nedskärningar i oljesektorn vilket lett till lägre tillväxt de senaste två åren. Nedgången har varit asymmetrisk; oljeberoende regioner och sektorer har varit hårdast drabbade. Farhågor om ännu allvarigare följeffekter har dröjt sig kvar, men olika sentimentsindikatorer och utfallsdata har under senare tid gett stöd för vår prognos i *Nordic Outlook maj* om att **konjunkturbotten passerades i vintras**.

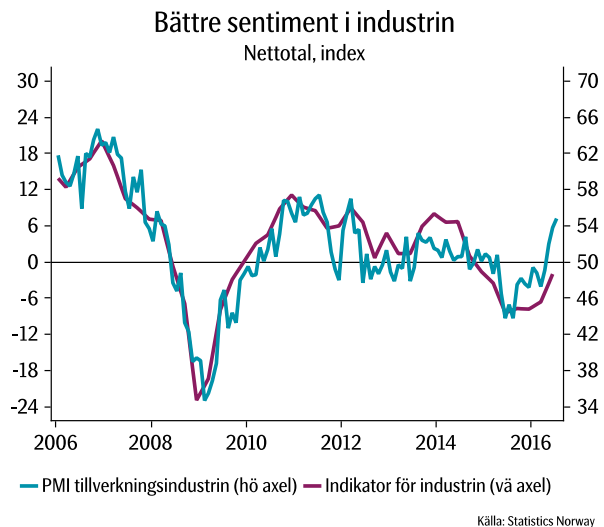
Spridningen till övriga ekonomin har motverkats av lätt penningpolitik inklusive en kraftig försvagning av växelkursen och en mer expansiv finanspolitik. Vårt att notera är att ökade finanspolitiska stimulanser motsvarande 1,1 procent av fastlands-BNP får genomslag under andra halvåret 2016.



Återhämtningen blir måttlig givet fortsatt negativa bidrag från fallande oljeinvesteringar samtidigt som hushållens konsumtion pressas av svaga realinkomstökningar. Fastlands-BNP – exklusive olja och sjöfart – borde ändå visa på en hyfsad inhemsk efterfrågan drivet av fortsatta förbättringar för investeringarna utanför oljesektorn. **Tillväxtprognosen för fastlands-BNP sänks till 0,9 procent för 2016 och 1,8 procent 2017** (från 1,1 respektive 2,0 procent i *Nordic Outlook maj*) med fortsatt acceleration till 2,1 procent 2018. **Total tillväxt hamnar på 1,2 procent 2016 och 1,4 procent 2017.**

Minskad press från oljeinvesteringar

Investeringarna i oljesektorn kommer att förbli en negativ faktor för den norska ekonomin. I nationalräkenskapstermer (justerat för prisförändringar på varor och tjänster, hyror för oljeborrigar etc.) rasade oljeinvesteringarna under första kvartalet med 20 procent på årsbasis, vilket i sig tog bort nästan en hel procentenhet från den årliga BNP-tillväxten. Oljeoperatörerna på den norska kontinentalsockeln fortsätter att skära ned sina investeringsplaner men investeringsnedgången blir mycket mindre nästa år och de negativa efterfrågeimpulserna till övriga ekonomin borde således avta. Vi tror att **investeringarna i oljesektorn faller 14,7 procent i år, följt av en mindre nedgång på 6,5 procent nästa år**. Eftersom många nya projekt, inklusive det stora Johan Castberg-fältet, antas få klartecken i slutet av 2017, väntas oljeinvesteringarna åter visa **positiva tillväxttal 2018**.



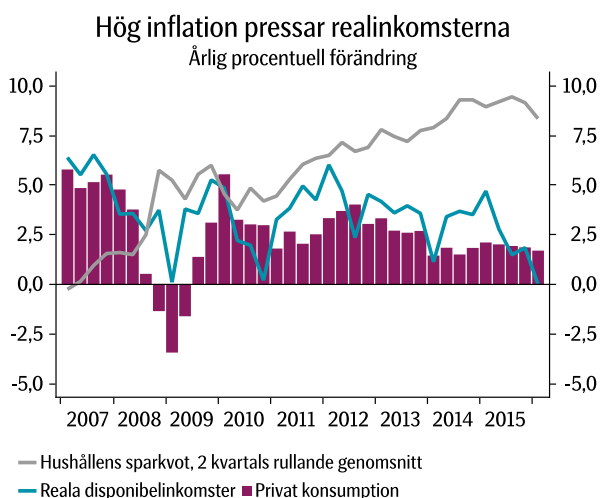
Tillverkningsindustrin (exkl. energi och gruvor), som drabbades hårdast av nedgången i oljesektorn, ser nu ut att ha det värsta bakom sig. Bortsett från ett tillfälligt fall i produktionen i juni har aktiviteten ökat, i linje med signalerna från olika sentimentsindikatorer. Industrin väntas fortsätta att återhämta sig, från låga nivåer, och ge ett positivt tillväxtbidrag till fastlands-ekonomin från och med andra halvåret (denna sektor står dock bara för runt 10 procent av det totala förädlingsvärdet exkl. olja, gas och sjöfart).

Hög inflation pressar konsumtionen

Vi har tidigare pekat ut privat konsumtion – inte olja – som den främsta nedåtricken för tillväxten i år. Privat konsumtion har förvisso tappat fart men bara i måttlig omfattning eftersom konsumtionen av tjänster växt i linje med den tidigare trenden och kompenserat för en svag varukonsumtion. Tillväxten i

privat konsumtion på 1,7 procent i årstakt första kvartalet var klart starkare än vad nedtryckta förtroendesiffror indikerat.

Medan konsumentförtroendet enligt de kvartalsvisa hushållsundersökningarna förbättrades under tredje kvartalet är förutsättningarna för hushållen fortfarande osäkra: hushållens köpkraft pressas av prisökningar eftersom total inflation legat på 3,5 procent i genomsnitt under första halvan av året, en dryg procentenhet över 2015-snittet på 2,2 procent. Samtidigt väntas lönetillväxten bli lite lägre i år. Därtill har sysselsättningstillväxten saktat av och släpar efter fjolårets måttliga ökningstakt på 0,5 procent enligt AKU-måttet. Högre inflation och långsammare jobbtillväxt är de viktigaste skälen till första halvårets stagnerande reala disponibelinkomster.



Det ökade hushållssparandet (sparkvoten har under de senaste tre åren stigit över 3 procentenhet till 9,1 procent 2015) ger visst manöverutrymme. Därtill får hushållens disponibelinkomster framöver också draghjälp från en mer expansiv finanspolitik. **Konsumtionsprognosen för 2016 har dragits ned något till 1,6 procent.** Under 2017 och 2018 ger samma två faktorer bättre stöd när inflationen dämpas och sysselsättningen lyfter i linje med övrig ekonomi. Vi väntar oss årliga ökningarna på 2,0 och 2,5 procent för 2017 och 2018.

Oväntat motståndskraftig arbetsmarknad

Olika arbetsmarknadsindikatorer har varit överraskande goda under första halvan av året. Stabiliseringen på arbetsmarknaden är ytterligare ett i raden av tecken på att de allvarligaste effekterna av den oljedrivna nedgången har avtagit. Registrerad arbetslöshet sjönk under årets första sex månader, även om utvecklingen skiljer sig mellan oljetunga regioner och övriga landet. De största nedskärningarna i oljesektorn ligger troligen bakom oss men ökade varsel av tillfälligt anställda i början av året kommer gradvis att avspeglar sig i arbetslösheten. Arbetslösheten, inklusive personer i åtgärder, väntas därför dra sig uppåt under andra halvan av året från en nivå på 3,7 procent i juli. Uppgången i arbetslöshet enligt AKU har saktat av, eftersom arbetskraften har minskat parallellt med en långsammare sysselsättningstillväxt. Vi står fast vid vår prognos om en **AKU-arbetslöshet på 4,8 procent för både 2016 och 2017.**

Fördröjd nedgång i inflationen

Norsk inflation har fortsatt att överraska stort på uppsidan, med underliggande KPI-ATE-inflation (exklusive skatter och energi) på i genomsnitt 3,3 procent hittills i år – 0,6 procentenheter över snittet för 2015. Senaste data tyder på ett tilltagande tryck uppåt på priserna på importerade varor där den årliga ökningstakten nu ligger på 4,6 procent. Den långa perioden med trendmässigt svagare krone verkar ha fått en påverkan på de långsiktiga valutakursförväntningarna och därmed ändrat många företags prissättningsbeteende. Genomslaget från växelkursen ser därför ut att bli väsentligt större än vad som indikeras av historiska korrelationer. Varuinflationen lär så småningom dämpas och låga löner och priser på tjänster kommer att trycka ned inflationen tillbaka under Norges Banks mål. **Vi har lyft vår prognos för KPI-ATE till 3,3 procent för 2016 men väntar oss fortfarande en lägre kärninflation från och med nästa år på i genomsnitt 2,8 procent 2017 och 2,1 procent 2018.** Total KPI kan väntas stiga med i snitt 3,7 procent i år, men avta under 2017 och 2018.

Norges Bank rör sig i mer neutral riktning

Den höga inflationen har inte fått Norges Bank att avvika från den nuvarande tillväxtinriktade politiken. Den viktigaste styrräntan har således sänkts till rekordlåga 0,50 procent och centralbanken har förbundit sig att sänka räntan ytterligare under hösten. Utsikterna till ett sådant steg är dock osäkra givet avtagande nedåtrisker för tillväxten i enlighet med stigande sentimentsindikatorer. Därutöver märks en tilltagande oro för finansiell stabilitet då särskilt bostadspriserna stiger mycket snabbare än vad som förutspåts av Norges Bank. Risken för snabb, och spekulativt driven, kronförstärkning talar ändå för en försiktig syn på räntan. En sista sänkning till 0,25 procent i september är således fortfarande trolig medan **första räntehöjningen inte väntas komma förrän i juni 2018.**

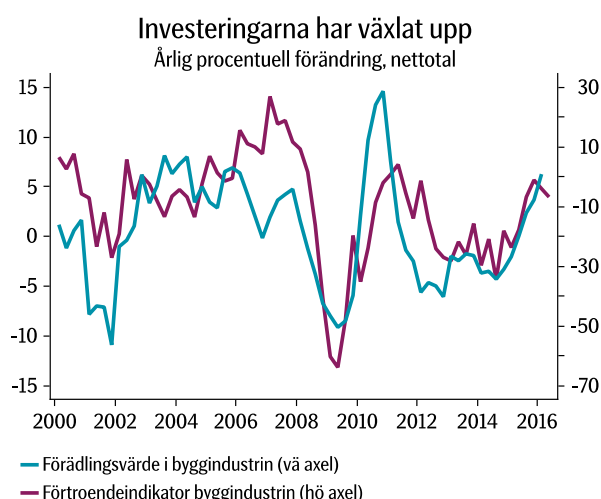
Den norska krone-kursen kommer att gynnas av en mer neutral hållning från Norges Bank samt förbättrad aktivitet i ekonomin. Givet att kronen fortfarande är nära knuten till oljepriset innebär vår oljeprisprognos en positiv miljö för valutan. Värderingen är fortsatt attraktiv, även om Norges Banks valutafokus kommer att hindra EUR/NOK från att nå våra långsiktiga jämviktsnivåer kring 8,35 under ett bra tag till. Vi väntar oss en **EUR/NOK-kurs på 9,20 respektive 8,90 i slutet av 2016 och 2017.**

Norska statsobligationer handlas med en stor rabatt jämfört med sina tyska motsvarigheter. Normalt har handeln i norska statsobligationer ett stort inslag av valutapositionering, vilket indikerar att en gradvis starkare krona kommer att öka intresset för norska obligationer under nästa år. En ökad jakt på avkastning bör göra det möjligt för marknaden att smälta det väntade utbudet under de kommande åren. Vi väntar oss därför att 10-årsspreaden mot Tyskland **krymper från omkring 115 punkter till 70 punkter i slutet av 2017**, vilket motsvarar en ränta på 1,00 procent. Räntedifferensen kommer att stabiliseras runt 80 punkter i slutet av 2018, när Norges Bank försiktigt börjat höja räntan.

Svag tillväxt men små steg i rätt riktning

- Indikatorer pekar på viss förbättring
- Konsumtionen viktigaste drivkraften
- Bygginvesteringarna växlar upp
- Brett avtal för stärkt konkurrenskraft

Finland fortsätter att kämpa i motvind även om det värsta verkar vara över. Efter två kvartal i rad med positiv tillväxt, vilket inte inträffat sedan 2013, förbättras nu arbetsmarknaden och konsumentförtroendet har vänt upp. Byggkonjunkturen ser också något ljusare ut, även om den totala investeringskonjunkturen är fortsatt svag. Industri och export går fortsatt knackigt, men förbättras under 2017-2018. Överenskommen mellan stat, arbetsgivare och fackföreningar kan förbättra konkurrenskraften och tillväxt på sikt men de närmaste åren kommer finanspolitiska besparingar att hämma utvecklingen. Sammantaget väntas **BNP öka med 0,7 procent 2016 för att gradvis accelerera till 1,0 procent respektive 1,2 procent 2017 och 2018.**



Källa: Eurostat, DG Ecfm

Indikatorer ligger fortsatt på låga nivåer, även om en viss förbättring går att se i OECD:s och EU-kommissionens övergripande enkäter. Tudelningen av ekonomin består med motvind för tillverkningsindustrin, speciellt på ordersidan, samtidigt som tjänstesektorn ser ljusare på framtiden. Men även för tillverkningsindustrin verkar botten vara nådd och produktionsvolymen har ökat tre månader i rad, vilket inte inträffat på flera år. Exporten försätter däremot att minska, men med en **stabilisering i Ryssland och god tillväxt i Sverige och Tyskland ser vi utsikter till en förbättring**

under andra halvåret. **Exporten stiger 2016 med 0,5 procent och växlar därefter upp ytterligare något 2017-2018.**

Inhemsk efterfrågan förblir den största tillväxtkraften kommande år. Hushållen, som under lång tid varit pressade av hög arbetslöshet och offentliga besparingsprogram, ser en viss ljusning. Ljusare arbetsmarknad har satt positiva spår i både hushållens förtroendeindikatorer och konsumtion. Konsumentförtroendet ligger på högsta nivån på 5 år och detaljhandeln ökade med 1,6-1,7 procent i maj-juni. Konkurrenskraftpakten blir i stort neutral för hushållen. Bl a kommer delar av arbetsgivaravgifterna att betalas direkt av löntagarna som å andra sidan kompenseras med sänkta skatter. Trots måttliga löneökningar ger den låga inflationen reallöneökningar men realinkomsterna kommer att pressas framöver när inflationen långsamt stiger. Samtidigt verkar bostadspriserna ha stabiliserats och ökar igen. **Hushållens konsumtion växer med omkring 1 procent per år 2016-2018.**

Den långvariga lågkonjunkturen har satt djupa spår på arbetsmarknaden. Men utsikterna har förbättrats och nedgången i arbetslöshet från 9,5 procent i mitten av 2015 till 8,9 procent i juli har varit oväntat stor. Stigande sysselsättning är en drivkraft men arbetskraftsdeltagandet har därtill minskat. Löneökningarna är fortsatt måttliga och kommer även framöver att pressas av lediga resurser samt överenskommen om åtgärder för att förbättra konkurrenskraften. **Mätt som årsgenomsnitt faller arbetslösheten till 8,9 procent 2016.** Arbetslösheten har den senaste tiden fallit mer än vad tillväxttakten indikerar och takten väntas avta framöver när förvärvsfrekvensen stabiliseras. Vi räknar med en arbetslöshetsnivå på 8,4 procent 2018.

Löneökningarna ligger kring 1 procent för ekonomin som helhet för närvarande och ökningstakten växlar upp endast marginellt 2017-2018. Även pristrycket är lågt; inflationen mätt med HIKP har de senaste månaderna legat på 0,3 procent; lågt globalt pristryck och låga inhemska löneökningar talar för fortsatt prispress. **Inflationen ligger strax över nollstrecket 2016 och stiger till 1 procent 2017-2018.**

Det offentligfinansiella läget är fortfarande pressat och ger inte utrymme för någon finanspolitisk stimulans. Svag tillväxt och endast långsamt förbättrad arbetsmarknad ger ingen större draghjälp. Det offentliga underskottet faller något, men ligger över 2 procent av BNP även 2018 samtidigt som den offentliga bruttoskulden stiger från 63,1 procent av BNP 2015 till 67,5 procent 2018.

Stark arbetsmarknad ger tillväxtstöd

- **Svag tillväxt under första halvåret**
- **Exporten stärks**

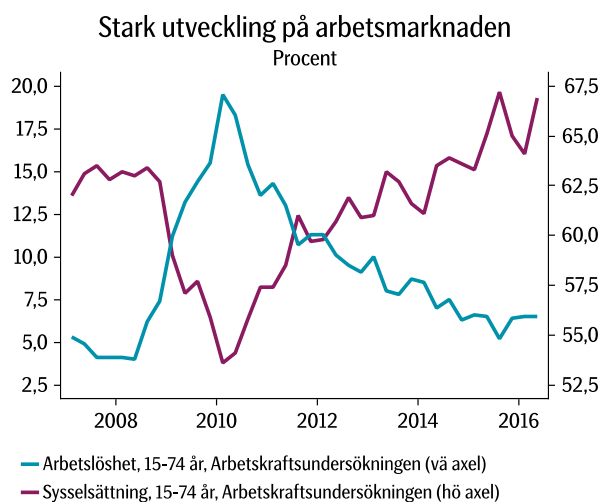
Enligt preliminärt utfall ökade BNP endast med 1,1 procent under första halvåret 2016. Ekonomin har hämmats av svaga investeringar och export, men det finns tecken på förbättringar och tillväxten stärks troligen andra halvåret. Svagheten andra kvartalet gör ändå att BNP-tillväxten för helåret revideras ned och **BNP väntas nu öka med 1,7 procent 2016. 2017 och 2018 accelererar tillväxten till 2,4 respektive 3,0 procent.**

Internationell handel utgör fortfarande kärnan i ekonomin med export motsvarande 80 procent av BNP. Situationen har stabiliserats de senaste månaderna och varuexporten var första kvartalet i stort sett på samma nivå som motsvarande kvartal 2015. **Andra kvartalet ökade exporten med 5 procent** och ökningen drevs främst av tillväxt i trä- och möbelindustrierna. **Importen** har dock ökat ännu snabbare vilket har resulterat i ett **växande underskott i handelsbalansen**, vilket påverkar BNP negativt. Exporten väntas öka i måttlig takt under prognosperioden.

Investeringarna fortsatte minska första kvartalet med 5,8 procent. Det var sjunde kvartalet i rad med fallande investeringar. Även om efterfrågan på bostäder är stabil ser företagen svaga incitament att expandera. Företagens investeringar är koncentrerade till byggandet av kommersiella fastigheter. Samtidigt indikerar stigande import av kapitalvaror samt ökad utlåning till icke-finansiella företag att vi är nära en vändning och **investeringarna väntas börja skjuta fart andra halvåret**. I likhet med de övriga länderna i Baltikum har offentliga investeringar hämmats av övergången från en EU-strukturfondperiod till en annan. **Omkring 70 procent av offentliga investeringar finansieras av EU.** Minskade offentliga investeringar har pressat byggsektorn i särskilt hög grad. Offentliga investeringar väntas dock skjuta ny fart 2017. För att stimulera tillväxten har regeringen planer på att föra en mer expansiv finanspolitik och tillåta ett budgetunderskott på upp till 0,5 procent av BNP kommande år. De offentliga finanserna är ändå sunda i ett europeiskt perspektiv då den offentliga skulden håller sig under 10 procent av BNP.

Första kvartalet 2016 ökade den genomsnittliga bruttolönen med 8 procent vilket lett till oro för uppsägningar då företagen behöver minska sina kostnader. Arbetsmarknaden är dock fortsatt stabil; arbetslösheten är 6,5 procent och sysselsättningen stiger. Andra kvartalet nådde arbetskraftsdeltagandet 71,5 procent vilket är en av de högsta

nivåerna i EU. En annan positiv trend är **förändringen i migrationsströmmarna**; förra året var det fler personer som flyttade till än från Estland. Bristen på kvalificerad arbetskraft och snabbt stigande enhetsarbetskostnader är fortsättningsvis viktiga utmaningar. För att öka arbetskraften genomför regeringen en reform för att öka sysselsättningen för personer med nedsatt arbetsförmåga. Tack vare reformen och företagens behov att sänka sina kostnader väntas **arbetslösheten** mätt som helårsgenomsnitt stiga till **7,2 procent 2017** och till **7,8 procent 2018**. Stor efterfrågan på kvalificerad arbetskraft innebär att **löneökningstakten väntas ligga kring 5 procent** under prognosperioden.



Källa: Statistics Estonia

Hög sysselsättning och snabba löneökningar har gett god fart åt **konsumtionen** som **ökade med 5,5 procent första kvartalet**. Fullständiga nationalräkenskaper för andra kvartalet publiceras först i september men sannolikt har skattehöjningar på vissa varor i februari gjort att konsumtion tidigare lagts. En del av dessa utgifter väntas dyka upp i den lettiska statistiken då gränshandeln ökat efter skattehöjningen. Privat konsumtion fortsätter vara en huvuddrivkraft för tillväxten 2017 och 2018.

Konsumenterna fortsätter gynnas av **låg inflation**. Första halvåret 2016 ökade HIKP-inflationen med 0,2 procent. Inflationen har pressats ned av fallande energipriser vilket minskar kostnaderna för transporter och boende. Låga livsmedelspriser har också bidragit. **HIKP-inflationen väntas hamna på låga 0,5 procent i år**. Inflationen väntas stiga över tvåprocentströskeln kommande år och hamnar på **2,4 procent 2017** och på **2,8 procent 2018**.

Trög tillväxtacceleration – växande utmaningar

- **BNP-tillväxt trotsar omvärldsfaktorer och lyfter mot potentiell takt kring 3,5 procent**
- **Konkurrenskraftsutmaningar växer – trycket ökar för angelägen reformpolitik**

Lettlands ekonomi fortsätter att **pressas av omvärld och min-dre EU-stöd**, vilket påverkar framför allt byggsektorn och industriinvesteringar negativt. Ett gradvis förbättrat stämningsläge i ekonomin, nu på tvåårshögsta, talar för försiktig tillväxtacceleration andra halvåret 2016. Utsikterna för 2017 och 2018 stöds främst av en stark arbetsmarknad samt reallöneökningar men även förväntningar om bättre export- och investeringsutsikter. **BNP-tillväxten 2016 blir 2,4 procent** (reviderad från 2,7 procent i *Nordic Outlook Maj*). **Nästa år och 2018 växer BNP med 3,5 procent** vilket är nära den potentiella nivån. Nedåtriskerna för tillväxten överväger på grund av fortsatt osäkerhet om Ryssland och negativa spridningseffekter från Brexit.

Exportutsikterna är osäkra kortsiktigt men förväntas bli starkare under loppet av 2017. Exporten påverkas i stor utsträckning av att Lettland är ett transitland för vidareexport till andra länder. Exporten till Ryssland har fortsatt att sjunka, från 10,7 procent 2014 till i dag 7 procent, vilket innebär att man tar ytterligare steg och minskar rysslandsberoendet.

Inflationstrycket är svagt men väntas stiga 2017 och 2018. Förhoppningsvis blir sommarens statistik bekräftelser på att Lettland lämnat deflationsperioden bakom sig. **KPI-inflationen i år väntas bli 0,1 procent för att stiga till 2,1 procent 2017; 2018 faller inflationen tillbaka till 1,8 procent.**

Lettiska företags konkurrenskraft gynnas allmänt av det låga ränteläget och en svag euro. Många företag pressas dock av en tillbakahållen detaljhandel, låga förväntningar om höjda priser samt arbetstagarnas krav på stigande löner. Även om lönetillväxten dämpats har produktivitetstillväxten varit svag. Det har sammantaget **försämrat lettisk konkurrenskraft**. Efter att **lönerna stigit** 6,8 procent förra året sker nu en **nedväxling** till 5,1 procent i år samt 4,0 respektive 3,8 procent 2017 och 2018.

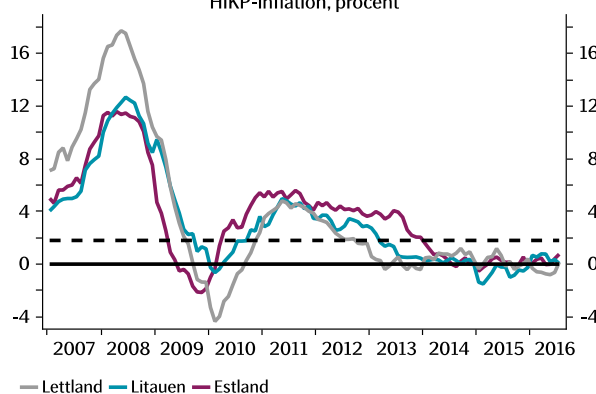
Den fallande lönetillväxten kan kopplas till det något svagare läget på arbetsmarknaden, framför allt i vissa regioner. Under första halvåret steg arbetslösheten till drygt 10 procent, i linje med genomsnittet för EU. Utsikterna är dock att arbetslösheten faller tillbaka i takt med ökad ekonomisk aktivitet. I år blir arbetslösheten drygt 10 procent för att därefter falla till 7,7 procent respektive 7 procent 2017 och 2018. Den demografiska utvecklingen innebär stora utmaningar för Lettland och leder till

att arbetskraftsutbudet minskar framöver. Därmed ökar behovet av strukturpolitik som bl.a. motverkar landets sjunkande produktivitet. Politiken behöver bl.a. fokusera på infrastruktursatsningar, översyn av statliga företags verksamhet samt ökad innovationskraft i ekonomin.

Lettland har en **fundamentalt relativt stark ekonomi** men de offentliga finanserna har utvecklats svagare än väntat trots att styrkan i den inhemska ekonomin har medverkat till att skatteintäkterna överraskat positivt hittills under 2016. Regeringen behöver förbereda sig för en situation från 2020 då EU-stödet gradvis kommer att minska. En politik behöver genomföras som lockar utländskt investeringskapital till Lettland.

EU-kommissionen har gett regeringen **tillstånd att öka budgetunderskottet 2017 för att Lettland ska kunna genomföra reformer inom i hälso/sjukvårdssektorn**. Målet långsiktigt är dock att skapa budgetöverskott som ger utrymme för nödvändiga reformer. Vår prognos är att budgetunderskottet blir 1,3 procent av BNP i år, 1,2 procent nästa år och 1,0 procent 2018. Offentlig skuld faller till ca 33 procent av BNP 2018.

Lettisk inflation förväntas stiga från låga nivåer
HIKP-inflation, procent



Källa: Macrobond

Brexit-utfallet utgör en tillväxtrisk för Lettland. Skälen är tre. Dels har lettisk export **tappat kraft i konkurrens** med brittiska företag när pundet försvagats kraftigt; Storbritannien är Lettlands sjunde största marknad (5,1 procent av total export). Dels kan Brexit påverka **återflöden av pengar** från personer som lämnat Lettland för att arbeta i Storbritannien; dessa penningflöden uppgår årligen till ca 300 miljoner euro enligt Världsbanken. Dels kan Brexit påverka EU:s budget och därmed möjligheterna för Lettland att få **tillgång till olika EU-fonder**. För perioden 2014-2020 förväntas Lettland erhålla ca 7,5 miljarder euro från EU vilket grovt räknat motsvarar ett års statsbudget. Detta belopp kan minska om EU-budgeten krymper.

Snabbare lönetillväxt driver upp inflationen

- **Tillväxtprognosen har reviderats ned något**
- **Arbetsmarknaden fortsätter stärkas**
- **Inflationen väntas stiga**

Ekonomin växte med 2,1 procent i årstakt första halvan av 2016. Även om tillväxttakten därmed var högre än BNP-ökningen på 1,6 procent 2015 var den ändå något lägre än väntat. Ett fall för investeringarna dämpade BNP-tillväxten men bedömningen är att privata investeringar kommer att återhämta sig andra halvåret och från början av 2017 väntas även tydligare effekter från offentliga infrastrukturprojekt. **Prognosen för BNP-tillväxten har reviderats ned till 2,2 procent 2016 och till 2,5 procent 2017** (från 2,8 respektive 3,2 procent). **2018 väntas BNP öka med 3,0 procent.**

Förtroendesiffrorna för ekonomin ligger nära förra årets nivåer. **Det saknas optimism bland exportföretag och företag i byggsektorn.** Relativt svag tillväxt i EU och oklara effekter av Brexit-omröstningen gör att tillverkningsföretagen är fortsatt försiktiga. Även om företag i tjänste- och detaljhandelssektorerna är mer positiva gör snabbt stigande arbetskraftskostnader att osäkerheten ökar.

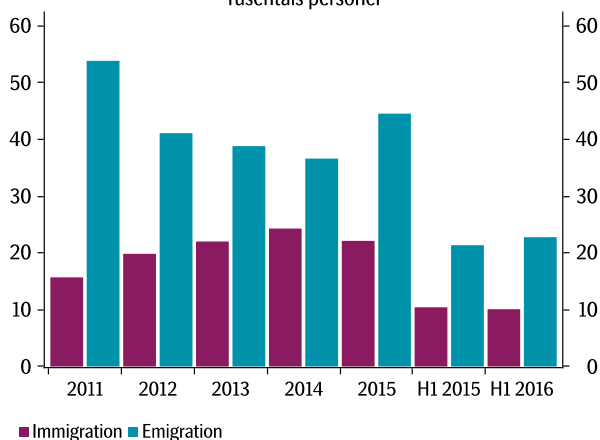
Värdet av varuexporten har minskat hittills i år drivet av lägre priser, framför allt för oljeprodukter och gödningsmedel. Exportvolymerna har dock ökat och vi väntar oss måttlig tillväxt för Litauens viktigaste handelspartner EU. Försvagningen av pundet i sviterna av Brexit-utfallet har minskat värdet på återflöden av pengar från litauer i utlandet och export mätt i euro. **Den starka dollarn gynnar dock exportföretagen och USA är redan Litauens femte största exportmarknad.**

Investeringarna i privat sektor väntas avsluta året högre. Banklån till företag har återhämtat sig snabbt då företagen behöver investera för att kunna behålla konkurrenskraften globalt. **Dessutom har utvecklingen på både den kommersiella fastighetsmarknaden och på bostadsmarknaden stadigt förbättrats drivet av billig finansiering** och fundamenta ser fortfarande relativt goda ut.

Arbetsmarknaden har förbättrats snabbt. Detta drivs dock till största delen av ogynnsamma demografiska trender då antalet personer 15 till 29 år faller snabbt samtidigt som åldersgruppen 50 till 64 år ökar snabbt. Dessutom ökar emigrationen vilket sätter press på arbetskraften. Ett beslut att lätta på regleringen av anställningsvillkoren för personer som kommer från länder utanför EU drevs igenom i somras. Dess

effekt på jobbtillväxten ska inte underskattas när ekonomin fortsätter expandera. Prognosen för **arbetslösheten** är oförändrad och ligger på **8,0 procent 2016 och 7,7 procent 2017**. I slutet av **2018** väntas arbetslösheten vara **7,2 procent**.

Nettoemigrationen minskar inte
Tusentals personer



Källa: Statistics Lithuania

Den minskande arbetslösheten, bristen på kvalificerad arbetskraft och en ny höjning av minimilönen från och med 1 juli har haft en positiv effekt på **genomsnittslönerna** vilka **väntas öka med 7 procent 2016 och med 6 procent 2017**. Trots att lönerna fortsätter stiga minskar inte inkomst- och andelen hushåll som riskerar att hamna i fattigdom är en av de högsta i EU. Den åldrande befolkningen kombinerat med bristen på innovation och inkomst- och andelen hushåll som riskerar att hamna i fattigdom är en av de högsta i EU. Den åldrande befolkningen kombinerat med bristen på innovation och inkomst- och andelen hushåll som riskerar att hamna i fattigdom är en av de högsta i EU. Den åldrande befolkningen kombinerat med bristen på innovation och inkomst- och andelen hushåll som riskerar att hamna i fattigdom är en av de högsta i EU.

Stigande arbetskraftskostnader har börjat uppväga effekten av lägre energipriser. Vår bedömning är att denna trend kommer att fortsätta. **Inflationen väntas öka gradvis till 0,8 procent i år** mätt som helårsgenomsnitt och accelerera ytterligare till **1,5 procent 2017** och till **2,5 procent 2018**. Statistiken indikerar inga exceptionella prisökningar men delar av allmänheten har reagerat negativt på stigande priser och det har under året förekommit bojkotter av de största detaljhandelskedjorna. Konkurrensen har dock förbättrats tack vare utländska detaljisters inträde på marknaden och missnöjet har avtagit.

Mindre än två månader återstår till **parlamentsvalet 9 oktober**. Den nuvarande regeringskoalitionen väntas brytas upp efter valet men inga radikala partier med kontroversiell ekonomisk politik väntas ta sig in i parlamentet.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2015	2016	2017	2018
BNP OECD	2,3	1,7	2,0	2,0
BNP världen (PPP)	3,1	3,1	3,5	3,6
KPI OECD	0,6	0,9	1,5	1,8
Exportmarknad OECD	3,4	2,4	4,0	4,0
Oljepris Brent (USD/fat)	53,4	45,0	55,0	60,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr USD	2015	2016	2017	2018
BNP	18 223	2,6	1,6	2,4	2,0
Privat konsumtion	12 439	3,2	2,8	2,8	2,4
Offentlig konsumtion	3 245	1,8	0,9	-0,1	0,0
Bruttoinvesteringar	3 060	3,9	1,0	5,0	5,2
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,2	-0,4	0,0	0,0
Export	2 212	0,1	0,3	5,5	6,1
Import	2 733	4,6	1,3	6,4	8,2
Arbetslöshet (%)		5,3	4,8	4,5	4,2
KPI		0,1	1,2	2,0	2,2
Hushållens sparkvot (%)		5,8	5,7	5,0	5,0

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr EUR	2015	2016	2017	2018
BNP	10 407	1,7	1,6	1,7	1,7
Privat konsumtion	5 738	1,7	1,8	1,8	1,8
Offentlig konsumtion	2 169	1,3	1,7	1,3	1,0
Bruttoinvesteringar		2,9	3,5	3,2	3,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,0	0,0	0,0	0,0
Export	4 770	5,3	2,0	3,9	4,4
Import	4 308	6,1	3,3	4,7	5,2
Arbetslöshet (%)		10,9	10,1	9,6	9,1
KPI		0,0	0,1	1,0	1,1
Hushållens sparkvot (%)		6,4	6,7	6,6	6,5

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

	2015	2016	2017	2018
BNP				
Storbritannien	2,2	1,7	0,9	2,0
Japan	0,5	0,5	0,5	0,5
Tyskland	1,7	1,7	1,6	1,6
Frankrike	1,3	1,3	1,3	1,2
Italien	0,8	0,9	1,0	1,2
Kina	6,9	6,6	6,3	6,0
Indien	7,3	7,6	7,8	8,0
Brasilien	-3,7	-3,5	0,5	2,0
Ryssland	-3,7	-0,4	1,0	1,5
Polen	3,6	3,6	3,5	3,4

Inflation

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

Arbetslöshet (%)

Storbritannien	5,4	5,2	5,7	5,8
Japan	3,4	3,2	3,0	2,8
Tyskland	4,3	4,3	4,5	4,7
Frankrike	10,2	9,8	9,6	9,5
Italien	12,4	12,2	12,0	11,8

BALTIKUM

	2015	2016	2017	2018
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	1,1	1,7	2,4	3,0
Lettland	2,7	2,4	3,5	3,5
Litauen	1,6	2,2	2,5	3,0

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	0,3	0,5	2,4	2,8
Lettland	0,2	0,1	2,1	1,8
Litauen	-0,7	0,8	1,5	2,5

FINANSIELLA PROGNOSE

		24-aug	dec-16	jun-17	dec-17	jun-18	dec-18
Officiella räntor							
USA	Fed funds	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75
Japan	Call money rate	-0,10	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20
Eurozonen	Refiränta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Reporänta	0,25	0,05	0,05	0,05	0,05	0,50
Obligationsräntor							
USA	10 år	1,57	1,60	1,75	2,00	2,10	2,30
Japan	10 år	-0,09	-0,15	-0,15	-0,15	-0,10	0,00
Tyskland	10 år	-0,09	-0,05	0,05	0,30	0,40	0,60
Storbritannien	10 år	0,66	0,60	0,65	0,90	1,20	1,60
Växelkurser							
USD/JPY		101	105	108	110	112	115
EUR/USD		1,12	1,08	1,10	1,12	1,14	1,15
EUR/JPY		113	113	119	123	128	132
GBP/USD		1,32	1,29	1,34	1,42	1,48	1,53
EUR/GBP		0,85	0,84	0,82	0,79	0,77	0,75

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr SEK	2015	2016	2017	2018
BNP	4 159	4,2	3,7	2,8	2,3
BNP, dagkorrigerat		4,0	3,4	3,1	2,4
Privat konsumtion	1 879	2,7	3,1	2,8	2,5
Offentlig konsumtion	1 084	2,6	3,8	2,5	0,0
Bruttoinvesteringar	1 007	7,0	6,7	6,0	4,2
Lagerinvesteringar	15	0,1	0,3	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 878	5,9	3,6	4,6	3,0
Import	1 704	5,5	5,7	6,4	3,0
Arbetslöshet (%)		7,4	6,7	6,1	6,1
Sysselsättning		1,4	1,7	1,5	1,2
Industriproduktion		2,9	3,0	3,5	3,0
KPI		0,0	0,9	1,2	1,9
KPIF		0,9	1,4	1,4	1,7
Timlöneökningar		2,6	2,5	2,9	3,1
Hushållens sparkvot (%)		15,7	16,0	15,9	15,3
Real disponibel inkomst		2,8	3,4	2,9	2,5
Bytesbalans, % av BNP		5,9	5,5	5,2	4,8
Statligt lånebehov, mdr SEK		33	-36	-21	0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,0	0,3	0,2	-0,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,4	40,7	38,8	38,0

FINANSIELLA PROGNOSE	24-aug	dec-16	jun-17	dec-17	jun-18	dec-18
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	0,00	0,25
3-månaders ränta, STIBOR	-0,55	-0,60	-0,50	-0,30	0,05	0,25
10-års ränta	0,09	-0,05	0,35	0,90	1,10	1,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	18	0	30	60	70	80
USD/SEK	8,42	8,61	8,32	7,99	7,72	7,61
EUR/SEK	9,47	9,3	9,15	8,95	8,8	8,75
TCW	130,4	128,9	126,6	124,1	122,0	121,2
KIX	111,3	110,0	108,1	105,9	104,2	103,5

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr NOK	2015	2016	2017	2018
BNP	3 189	1,6	1,2	1,4	1,8
BNP (Fastlandet)	2 498	1,0	0,9	1,8	2,1
Privat konsumtion	1 279	2,0	1,6	2,0	2,5
Offentlig konsumtion	684	1,9	2,8	2,5	2,5
Bruttoinvesteringar	687	-4,2	-1,4	1,1	2,7
Lagerinvesteringar		0,3	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 273	3,4	0,8	1,3	1,2
Import	898	1,1	0,2	2,5	3,1
Arbetslöshet (%)		4,4	4,8	4,8	4,6
KPI		2,2	3,7	2,7	2,2
KPI-JAE		2,7	3,3	2,8	2,1
Årslöneökningar		2,8	2,5	2,8	2,9

FINANSIELLA PROGNOSE

	24-aug	dec-16	jun-17	dec-17	jun-18	dec-18
Folioränta	0,50	0,25	0,25	0,25	0,50	0,75
10-års ränta	1,05	0,90	0,90	1,00	1,10	1,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	114	95	85	70	70	80
USD/NOK	8,24	8,52	8,32	7,95	7,63	7,70
EUR/NOK	9,26	9,20	9,15	8,90	8,70	8,85

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr DKK	2015	2016	2017	2018
BNP	1 986	1,0	1,4	2,3	2,3
Privat konsumtion	958	2,3	2,4	2,6	2,7
Offentlig konsumtion	519	-0,7	0,4	0,9	0,8
Bruttoinvesteringar	389	1,1	3,2	4,2	4,1
Lagerinvesteringar		-0,3	-0,1	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 061	0,3	1,2	4,4	4,6
Import	936	0,0	2,0	5,0	5,3
Arbetslöshet (%)		4,6	4,4	4,1	3,8
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,2	6,0	5,6	5,2
KPI, harmoniserat		0,5	0,4	1,2	1,5
Timplöneökningar		1,4	1,6	1,9	2,2
Bytesbalans, % av BNP		7,0	7,0	6,8	6,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,1	-2,0	-1,5	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		41,9	41,0	40,0	40,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	24-aug	dec-16	jun-17	dec-17	jun-18	dec-18
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
10-års ränta	0,01	0,00	0,05	0,30	0,40	0,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	10	5	0	0	0	0
USD/DKK	6,62	6,90	6,77	6,65	6,54	6,48
EUR/DKK	7,44	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr EUR	2015	2016	2017	2018
BNP	211	0,2	0,7	1,0	1,2
Privat konsumtion	116	1,5	0,9	0,9	1,1
Offentlig konsumtion	51	0,4	-0,5	-0,3	-0,2
Bruttoinvesteringar	43	0,7	0,4	1,0	1,0
Lagerinvesteringar		0,0	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	77	-0,2	0,5	1,5	2,5
Import	78	1,9	0,0	0,5	1,5
Arbetslöshet (%)		9,3	8,9	8,6	8,4
KPI, harmoniserat		0,0	0,3	1,0	1,0
Timlöneökningar		1,5	1,5	1,7	1,7
Bytesbalans, % av BNP		-1,0	-0,9	-0,9	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,7	-2,5	-2,5	-2,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		63,1	64,5	66,0	67,5

Analys tillgänglig på Internet

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

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

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

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

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



S SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 30 juni 2016 uppgick koncernens balansomslutning till 2 677 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 657 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.