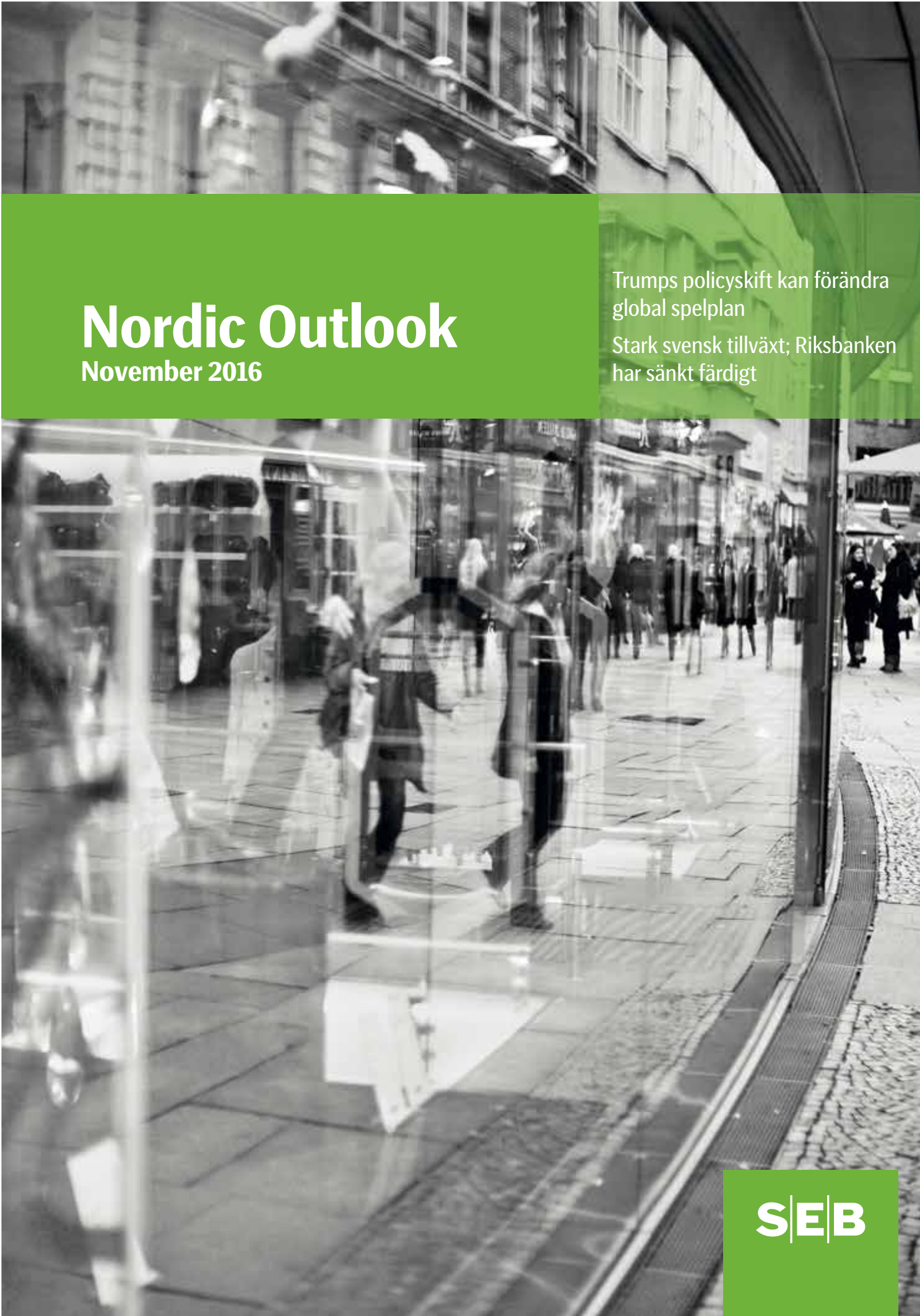


A black and white photograph of a city street scene, likely in a European city, showing a sidewalk, a street with a tram, and buildings in the background. A green overlay covers the top and bottom right portions of the image.

# Nordic Outlook

November 2016

Trumps policyskift kan förändra  
global spelplan

Stark svensk tillväxt; Riksbanken  
har sänkt färdigt

**S|E|B**

|                                                       |    |
|-------------------------------------------------------|----|
| Internationell översikt                               | 5  |
| Tema: Blandade effekter av Trumps ekonomiska politik  | 13 |
| USA                                                   | 14 |
| Tema: Demografi bidrar till mjuk Fed                  | 17 |
| Japan                                                 | 18 |
| Tema: Bank of Japan bryter ny penningpolitisk terräng | 19 |
| BRIC                                                  | 20 |
| Eurozonen                                             | 22 |
| Storbritannien                                        | 25 |
| Sverige                                               | 26 |
| Tema: Ökande spänningar mellan stat och kommun        | 29 |
| Danmark                                               | 30 |
| Norge                                                 | 31 |
| Finland                                               | 33 |
| Estland                                               | 34 |
| Lettland                                              | 35 |
| Litauen                                               | 36 |
| Nyckeldata                                            | 37 |

## Fördjupningsrutor

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| Fortsatt osäkerhet i Brexitprocessen     | 7  |
| Nya perspektiv på riskbilden             | 8  |
| Japans neutrala ränta på ca 0 procent    | 18 |
| Viktigt–men inte avgörande val i Italien | 23 |

Denna rapport publicerades den 22 november 2016.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 16 november 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 8 506 23294

Ann Enshagen Lavebrink  
+ 46 8 763 80 77

Dainis Gaspuitis  
SEB Riga  
Lettland  
+371 67779994

Per Hammarlund  
+46 8 506 231 77

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 73 523 77 25

Elisabet Kopelman  
+ 46 8 506 23091

Mihkel Nestor  
SEB Tallinn  
Estland  
+372 6655172

Tadas Povilauskas  
SEB Vilnius  
Litauen  
+370 68646476

Lars Sparresø Merklin  
SEB Köpenhamn  
Danmark  
+45 3124 6759

Thomas Thygesen  
SEB Köpenhamn  
Danmark  
+45 3328 1008

---

SEB Research & Strategy, SE-106 40 Stockholm

## Finansiella marknader vid nya vägsål efter Trumpseger

- **USA:s finanspolitik förebådar policyskift**
- **EM: Botten nådd, men känsliga för USA-politik**
- **Trump's handelspolitik största nedåtrisen**
- **Centralbankstimulanser vid vägs ände**
- **Hög svensk tillväxt, inga mer räntesänkningar**
- **Högre inflationsförväntningar driver upp räntor och USD**

Efter Brexitomröstningen och Donald Trumps seger i det amerikanska presidentvalet har de politiska förutsättningarna i Västvärlden förändrats på ett dramatiskt sätt. **På områden som global handels- och säkerhetspolitik är osäkerheten stor** och helt nya scenarier har plötsligt öppnat upp sig som på sikt kan få negativa ekonomiska effekter. I Västeuropa står vi det närmaste året inför åtskilliga viktiga val av olika slag när i tur och ordning Österrike, Italien, Nederländerna, Frankrike och Tyskland går till valurnorna. Om vindarna från de anglosaxiska länderna blåser in över kontinenten innebär det att den politiska kartan för hela EU kan komma att ritas om.

De finansiella reaktionerna efter Brexitbeslutet, och så här långt också efter Trumps viktoria, har dock accentuerat att det kan vara förrädisk att **dra snabba och långtgående negativa ekonomiska slutsatser av valresultaten**. Trumps positionsförskjutningar i mjukare riktning i en rad frågor innebär också att vi egentligen inte vet speciellt mycket om hur politiken verkligen kommer att utformas. Med tanke på att valkampanjen så tydligt drevs som en protest mot etablissemang i olika former är utvecklingen nu lite paradoxal. Det finns flera inslag i Trumps expansiva finanspolitiska inriktning som kan skönjas som **ligger väl i linje med vad många ekonomer och internationella organisationer efterlyser**. Detta har också bäring på diskussionen om behov av förändringar i det ekonomisk-politiska ramverket och penningpolitikens roll som parallellt med den politiska dramatiken blir allt intensivare. Nackdelarna med den okonventionella penningpolitiken i form av växande ekonomiska klyftor, risk för nya finansiella bubblor samt svagare omvandlingstryck blir allt tydligare samtidigt som politikens verkningsgrad också ifrågasätts i allt högre grad.

Vår bild av den internationella konjunkturen i form av tillväxt- och inflationsutsikter **har inte förändrats speciellt mycket sedan förra Nordic Outlook (NO)**, vilket också är ett skäl att lägga extra mycket fokus på de ekonomisk-politiska frågeställningarna i denna översikt. Efter betydande besvikelser

under sommarmånaderna har sentimentsindikatorer vänt uppåt, framförallt har inköpschefindex (PMI) haft en tydlig rekyl. Preliminära BNP-utfall för tredje kvartalet i **USA** och **Storbritannien** har också överraskat positivt. De närmaste åren gör vi också bedömningen att en mer expansiv finanspolitik ger visst stöd. Trots ökande osäkerhet kring Storbritanniens relationer till EU på längre sikt har det svaga pundet bidragit till att hålla uppe aktiviteten i ekonomin i närtid. Vår vy i förra NO att **eurozonens** utsikter på kort sikt inte skulle försämrats speciellt mycket av Brexit och ett svagt pund har också fått stöd av inkommande data. Trots politiska orosmoln och svagheter i banksystemet står vi därför fast vid en prognos över konsensusbedömningen. Också **svenska** data har bekräftat vår syn att ökat bostadsbyggande och offentlig konsumtion i flyktingkrisens spår gör att ekonomin kommer att växa klart över trend ytterligare en tid. Den allt svagare kronan börjar också sätta tydligare positiva spår i exportsiffrorna.

### Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Också för de stora tillväxtekonomierna (Emerging markets, EM) står sig tidigare prognosbild bra. Tillväxten bottnade sannolikt i våras och vänder nu uppåt. I **Ryssland** och **Brasilien** har de värsta BNP-nedgångarna nu passerats och ekonomierna vänder till tillväxt 2017. I **Kina** har aktiviteten stabiliserats med hjälp av expansiv ekonomisk politik, men väntas åter börja bromsa in 2017, om än i gradvis takt. Indien är fortsatt ljuspunkten bland de större EM-ekonomierna. Tillväxten accelererar något framöver, men får svårt att nå över 8 procent så länge inte reformarbetet tar ytterligare kliv i rätt riktning.

Sammantaget innebär detta att **prognosen för global BNP är oförändrad jämfört med förra NO**. Vi förutser att BNP-

tillväxten stiger från **3,1 procent i år till 3,5 resp. 3,6 procent 2017 och 2018**. Men även om den politiska osäkerheten inte förhindrar en sådan acceleration är den inte imponerande mot bakgrund av den extremt expansiva penningpolitiken. Det är fortfarande tydligt, inte minst i USA, att transmissionen har försvagats bl a beroende på att ökande klyftor driver upp sparandet och därigenom försvagar sambandet mellan ökad förmögenhet och konsumtion.

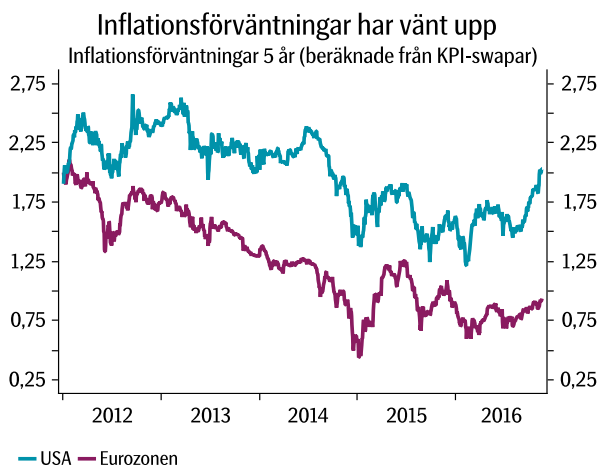
#### BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Den internationella låginflationsmiljön testas de närmaste åren när **resursutnyttjandet når relativt höga nivåer. Samtidigt antyder** Brexitbeslutet och Trumps valseger att vi är på väg i en riktning mot mer slutna ekonomier. Detta tenderar att försvaga de globala disinflationskrafterna och istället göra att **nationella förhållanden får större genomslag på inflationen**. Vi kan redan se att inflationsförväntningar i USA vänt uppåt ganska tydligt på senare tid. Men även om riskbilden förändrats är det för tidigt att ändra prognosbilden i grunden, vilket innebär att vi fortfarande tror att de flesta centralbanker får fortsätta att kämpa med obekvämt låg inflation. Det är också lite tidigt att lägga stor vikt vid de indikationer om ökat finanspolitiskt ansvar som kan skönjas, **men på marginalen har det påverkat våra centralbanksprognoser**. Vi står fast vid bedömningen att Fed höjer styrräntan i december och sedan genomförs halvårsvisa höjningar de kommande åren och därmed nås en styrräntenivå på 1,50-1,75 procent vid slutet av 2018. Övriga centralbanker är nära vägs ände när det gäller stimulanser; vi räknar inte med några flera räntesänkningar även om både ECB och Riksbanken väntas förlänga obligationsköpsprogrammen med 6 månader.



Källa: Bloomberg

Förändrade utsikter efter presidentvalet har redan lett till en tydlig uppgång i långa räntor i både USA och omvärlden. Det väntade politikskiftet har fått marknaden att justera upp förväntningarna på Fed, men ränteuppgången drivs också av stigande inflationsförväntningar. **Vi tror att denna omprisering, i högre grad än tidigare ränterekylor uppåt, har stöd i underliggande fundamenta.** Prognosen för obligationsräntorna har därför justerats med 60-70 räntepunkter jämfört med *Nordic Outlook* i augusti på lite sikt och vi räknar nu t ex med att amerikanska 10-årsräntan ligger på 2,65 procent mot slutet av 2017. Hot om rivna handelsavtal och byggda murar försvagar EM-valutor, medan Fed-höjningar och **politisk osäkerhet inför kommande europeiska val stärker dollarn mot paritet mot euron** en bit in i 2017. På sikt tror vi dock inte att dollarn kan ligga kvar på nivåer så långt från fundamental jämvikt. Utsikter till stimulanser och regel-lättnader har tillsammans med förbättrade ekonomiska data lyft börserna i väst. Vår börsbild framöver är också försiktigt positiv. **Aktiekurserna kommer dock att vara känsliga för fortsatt snabbt stigande räntor och ökad politisk osäkerhet.** Samtidigt börjar också värderingen bli besvärande hög, särskilt i USA.

#### Många frågetecken i nytt politiskt landskap

Trump's oväntade seger kastar i flera avseenden ut världen i okänd terräng. Många utspel under valkampanjen avseende t ex handels- och utrikespolitik indikerade en ganska extrem politik som skulle skapa stora ekonomiska och säkerhetspolitiska risker. Men ambitionerna efter valet att bygga broar och distansera sig från den hårda retoriken i kampanjen har gjort att den negativa börsreaktion som många förutspådde helt uteblivit. Men det är ändå för tidigt att andas ut; **spelplanen kan snabbt förändras** i takt med att kommande administration börjar ge tydligare signaler om sin politik på olika områden.

Såväl presidentvalet som Brexitomröstningen har visat att väljarna i de anglosaxiska länderna vill se en politikomläggning i riktning mot större betoning av nationella hänsyn och nedprioritering av internationella åtaganden och ambitioner. Under efterkrigstiden har de stora **omsvängningarna i de anglosaxiska länderna med viss fördröjning fått stor påverkan på hela västvärlden**. Det är naturligtvis vanskligt att dra historiska paralleller, men när Ronald Reagan 1980 gick till val med kritik mot höga skatter, svällande byråkrati och klåfingrig ekonomisk politik framstod han länge som extrem, inte minst i Europa. Men politiken fick dock till slut globalt genomslag i decennier. Bill Clinton och Tony Blair sågs till en början inte heller med så blida ögon av andra europeiska partier på vänsterkanten, men blev efterhand förebilder. Trumps agerande i valrörelsen saknar motstycke men de flesta bedömare är nog överens om att de underliggande strömningar som burit upp honom i ganska hög grad också finns i Europa. En mer illavarslande parallell kan också dras till åren efter första världskriget då USA:s president Woodrow Wilson ledde arbetet med att dra upp riktlinjer för ett framtida internationellt säkerhetssystem. Men till slut fanns inte stöd för detta på hemmaplan och efter en republikansk storseger i valet 1920 påbörjades en **period av amerikansk isolationism där**



**landet bl a ställde sig utanför Nationernas Förbund** med ödesdigra följder för världen och framför allt Europa.

Frågan är nu vad de etablerade partierna i Europa kan göra för att hindra omvälvande populistiska framgångar i de val som ligger framför oss det närmaste året, med franska presidentvalet i vår och tyska parlamentsvalet nästa höst som de viktigaste. I Storbritannien har vi sett hur Toriespartiet rört sig i en tydlig riktning från ekonomisk liberalism till att i högre grad värna den nationella välfärdsstaten. **En liknande färdriktning är sannolik också för de stora borgerliga partierna på kontinenten** även om t ex tyska CDU sedan lång tid redan intagit den positionen. Den kanske viktigaste frågan är hur den politiska vänstern kommer att agera. I många västeuropeiska länder har den försvagats i takt med att populistiska partier gjort stora landvinningar bland dess traditionella väljarbas. De flesta socialdemokratiska partier har ändå i hög grad hållit kvar vid en i grunden positiv/idealistisk syn på globalisering och förstärkning av överstatliga institutioner. Trumps framgångar när det gäller att fånga motsvarande grupper i USA spetsar nu till strategifrågan. **Är större fokusering på hållbarheten för de nationella välfärdssystemen enda sättet att vinna tillbaka de grupper vänstern förlorat till de populistiska partierna?** I vilket fall som helst har den senaste tidens politiska utveckling stärkt oss i synen **att EU-etablissemangen inte kommer att våga utmana opinionen genom att forcera de federalistiska ambitioner** som bl a den s k Fem Presidents plan ger uttryck för. Det innebär i sin tur att infrastrukturen för en stabil euro fortsätter att lysa med sin frånvaro. Frågan är snarast om EU-integrationen måste backas tillbaka ytterligare för att möta opinionen i medlemsländerna.

### Fortsatt osäkerhet i Brexitprocessen

Brexitprocessen omges fortfarande av stora politiska frågetecken på båda sidor om den Engelska kanalen. Det finns idag inga tecken på att någon sida har en realistisk plan för när, var och hur förhandlingarna ska inledas. Situationen präglas av mycket politisk retorik men lite handling/konkret innehåll. Mycket talar för att Högsta domstolen i slutänden kräver att parlamentet avgör när exitprocessen ska inledas (besked från Högsta domstolen ska komma i mitten av januari). Huvudspåret är att exitprocessen inleds före utgången av mars 2017 (så som premiärminister May har sagt). De nya rättsliga turerna innebär dock tre saker: att sannolikheten ökar för att exitförhandlingarna inleds senare, att parlamentet försöker eftersträva att det blir en mjuk brexit (2/3-delar av ledamöterna är ju för EU) samt att sannolikheten har ökat för nyval i Storbritannien under 2017. Även om osäkerheten ökat är vårt huvudscenariot att en uppgörelse mellan EU och Storbritannien kan nås utan alltför stora negativa effekter på handelsutbytet.

### Trump som finanspolitisk murbräcka?

I ett lite snävare ekonomiskt-politiskt perspektiv kan man se lite ljusare på de förändringar som kan komma. Med republikansk majoritet i både Senat och Representanthuset talar

det mesta för att finanspolitiken läggs om i mer expansiv riktning (se temaartikel sid 13). Viktiga beståndsdelar i en sådan **politik är infrastruktursatsningar och skattesänkningar** för både företag och hushåll. De förslag som presenterades i valkampanjen är sammantaget av storleksordningen 2-2½ procent av BNP per år. Det är dock troligt att de kommer att bantas i kongressen, inte minst mot bakgrund av republikanernas traditionella aversion mot ökad offentlig skuldsättning. Den expansiva effekten ska också vägas mot att ökad osäkerhet på många områden kan hämma den ekonomiska aktiviteten och man kan heller inte utesluta att ökande statsskuld kan pressa upp de långa räntorna en del. **På marginalen har dock Trumps valseger bidragit till en något mer positiv syn på amerikansk ekonomi.**

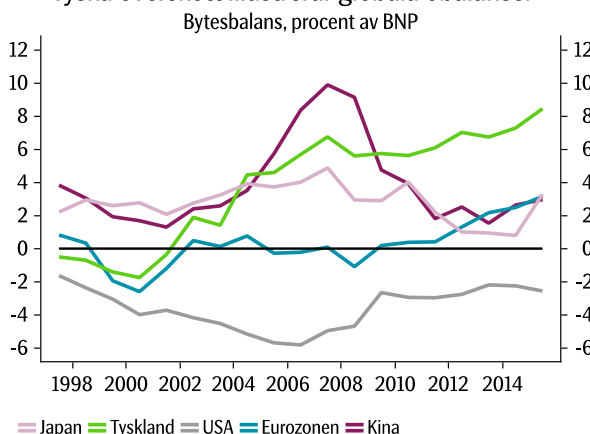
En sådan politik ligger väl i linje med den alltmer dominerade synen att finans- och strukturpolitik behöver spela en viktigare roll för att dels **ge tillväxtstöd på kortare sikt och dels för att höja potentiell tillväxt på längre sikt**. På så sätt får penningpolitiken avlastning och ökat manöverutrymme samtidigt som den långsiktiga demografiska motvinden motverkas. Men det är en **stafettväxling** mellan penning- och finanspolitiken som är **långt ifrån problemfri**. Dels tar det tid att förändra de politiska beslutsprocesserna och dels kommer det knappast att kunna ske utan stridigheter på såväl nationell som överstatlig nivå. Det finns också risker för att trovärdighetsproblemet leder till ökande långräntor i länder som redan i utgångsläget har svaga statsfinanser

Det finns flera aspekter som avgör hur stora spridningseffekter den amerikanska politikomläggningen kan ge. **Infrastruktursatsningar och skattesänkningar i USA är i linje med slutsatserna inom IMF/G20.** Däremot går Trumps skatteförslag med stora sänkningar för höginkomsttagare på tvärs mot IMF:s rekommendationer om att skattepolitiken bör användas i omfördelande syfte. I Europa är det också svårt att se att det ska gå att uppbåda stöd för en skattepolitik i republikansk anda. Den viktigaste frågan är dock i vilken utsträckning det finns utrymme för ofinansierade stimulanser. Många länder och regioner, inte minst eurozonen, har investerat mycket politisk kraft i strama ramverk. Om Trumps politik omhuldas av populistiska partier i Europa kan de etablerade partierna ställas inför svåra avvägningar, inte minst i de nyckelval som hålls 2017. Det kan därmed förändra även EU:s ekonomiska-politiska landskap – på både gott och ont. Rätt reformpolitik kan stimulera tillväxt och effektivisera produktionsförmågan. Men politiken kan också bidra till att olika länder väljer vägar som kan **underminera EU:s och eurozonens ekonomisk-politiska regelverk och samarbete.**

Tysklands finanspolitiska agerande blir viktigt på flera sätt. Medan de globala obalanserna generellt sett minskat, inte minst när det gäller bytesbalansen i USA och Kina, bara ökar det tyska överskottet. **Det motsvarar nu nästan 9 procent av BNP**, vilket återspeglar en stark konkurrenssituation inom eurozonen men också gentemot världen i övrigt via en relativt svag euro. Trycket på tyska stimulanser ökar därmed både från internationella organisationer och USA. Det är t ex ganska sannolikt att en kommande Trumpadministration kommer att

använda överskottet som ett argument för att **Tyskland ska ta större ansvar för finansieringen av gemensamma försvarsutgifter** inom ramen för NATO. Tyskland kommer säkert att fortsätta inta en motsträvig attityd till stimulanser och hänvisa till att regelverket i den europeiska stabilitetspakten begränsar frihetsgraderna. Även om vi inte tror på någon drastisk förändring de närmaste åren har sannolikheten för en omläggning av den tyska finanspolitiken onekligen ökat.

### Tyska överskott illustrerar globala obalanser

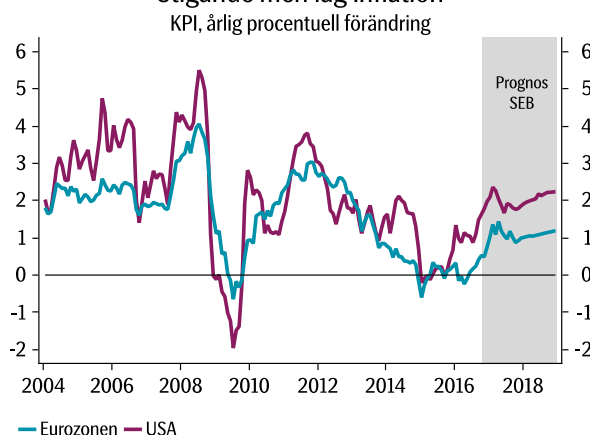


Källa: IMF

### Låginflationsmiljön testas men består

Inflationen är nu på väg upp i de flesta länder driven av bas-effekter från energisidan. KPI-uppgången i både USA och eurozonen har de senaste månaderna varit något snabbare än väntat. I Storbritannien har det svaga pundet börjat pressa inflationen uppåt och effekten kulminerar under 2017. Vi förutser dock inte lika dramatiska uppgångar som 2009-2010 då effekterna av valutaförändringar förstärktes av momshöjningar. I Sverige har valutaeffekten mattats hittills i år, men den förnyade kronsvagheten ger en extra inflationsimpuls under loppet av 2017.

### Stigande men låg inflation



Källa: Eurostat, BLS, SEB

De närmaste åren testas det senaste decenniets låginflationsmiljö när resursgapet sluts i industriländerna 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. Därtill kommer nu också **ökande handelsrestriktioner i spåren av presidentvalet i USA**. Ändå är det för tidigt att ändra grundsynen att de disinflationistiska krafterna fortsätter att dominera. De strukturella förändringarna är ännu osäkra och kan främst förändra bilden på längre sikt. Historiska erfarenheter tyder därtill på att stramare resursutnyttjande först med fördröjning får genomslag på inflationen. Det gör att inflationen förblir obekvämt låg för många centralbanker de närmaste åren, inte minst för ECB som måste fortsätta slåss för inflationsmålets förtroende. I USA innebär en arbetslöshet nära eller under jämviktsnivå ett visst lönetryck, men den måttliga inflationsuppgång vi förutser ger ändå Fed betydande frihetsgrader.

### Nya perspektiv på riskbilden

I den situation världen nu har hamnat i är det naturligt att politiska aspekter dominerar riskanalysen. Flera av de ståndpunkter Trump gav uttryck för under valkampanjen, t ex när det gäller att bryta upp handelsavtal eller att förändra det säkerhetspolitiska systemet, har **onekligen potential att få stora ekonomiska konsekvenser, bl a via ökad osäkerhet**. Fortfarande finns dock så många oklarheter när det gäller hur politiken verkligen utformas att vi valt att inte låta detta dominera huvudprognosen. I många fall har också förändringarna tveggade ekonomiska konsekvenser. Ett minskat militärt engagemang i Europa från USA:s sida skulle skapa ökad osäkerhet som t ex hämmar investeringar, men det skulle också kunna ge en stimulanseffekt via ökade militära satsningar hos europeiska länder. En omsvängning av den amerikanska Rysslandspolitiken kan t ex också leda till hävda eller åtminstone uppmjukade sanktioner. När det gäller handelspolitiken finns också argument för att inta en avvaktande hållning i prognoserna. Dels lär förhandlingarna bli ganska utdragna och dels är det rimligt att tro att risken för negativa effekterna för USA:s egen del kommer att ges ökad vikt ju mer konkreta förhandlingarna blir. Dessa överväganden bidrar till bedömningen **att sannolikheten för ett lågtillväxtscenario stannar vid 25 procent** (jämfört med 20 förra NO).

När det gäller riskbilden på uppsidan kan omsvängningen i riktning mot mer expansiv finanspolitik blir än större än vi räknat med. Därtill är det möjligt att hushållen i ett senare skede av prognosperioden drar ned på sitt sparande och att historiska samband mellan konsumtion, förmögenhetsutveckling och arbetsmarknad, framför allt i USA gör sig gällande. **Sannolikheten för ett scenario med högre tillväxt bedömer vi, liksom förra gången, till 15 procent.**

### Ifrågasatt penningpolitik avlastas

Förutsättningarna för penningpolitiken håller på att förändras. Bedömningen att penningpolitiken är nära **"vägs ände"** delas

av allt fler. Detta beror på att politikens effekter på tillväxt och inflation är avtagande eller till och med på väg att helt utebli. Fortfarande kan den okonventionella penningpolitiken driva upp tillgångspriser, men nackdelar i form av ökande klyftor och negativa effekter på pensions- och banksystem hämmar genomslaget på den reala ekonomin. Tillsammans med risker för nya tillgångsbubblor innebär detta ett ökat behov av att väga in politikens konsekvenser för **finansiell stabilitet**.

Utvecklingen i USA talar för att **penningpolitiken i högre grad kan komma att "avlastas" av en mer expansiv finanspolitik, och kanske också strukturpolitik**, vilket i viss mån påverkat våra centralbanksprognoser. I vilken grad detta sker är dock osäkert och konsekvenserna är inte heller självklara. Om t ex långa räntor stiger för snabbt som en reaktion på ökande offentliga underskott stramas de finansiella förhållandena åt. I ett läge med fortsatt anemisk tillväxt kan detta tvinga centralbanker till fortsatt okonventionell politik. Centralbankernas manöverutrymme för normalisering begränsas också av neutral global realränta har varit i en fallande trend under lång period (se *Nordic Outlook Augusti 2016*). En annan tendens som också bör vägas in när det gäller de penningpolitiska utsikterna är den kritik från politiskt håll som i växande grad riktas mot centralbanker i t ex USA och Storbritannien och eurozonen (vissa länder). I vissa fall ifrågasätts också centralbankens självständighet. Några snabba förändringar i lagar som avgör centralbankernas nationella mandat är dock inte att vänta i närtid. Men den ökade **kritiken från politiska håll** kan påverka både beslut och till sättande av nya centralbankschefer och ledamöter.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att centralbankernas utmaningar är flera och komplexa och att de måste förhålla sig till ett antal frågeställningar som t ex:

- Bedömningen av i vilken grad finans- och strukturpolitik verkligen kommer att läggas om. I länder med högt resursutnyttjande som t ex USA är det också viktigt att bedöma utbudseffekterna av politiken eftersom rena efterfrågestimulanser riskerar att komma för sent i cykeln.
- Analysen av hur normaliseringsprocesser ska utformas i en miljö där nedpressad real jämviktsränta och hög skuldsättning kan ha ökat känsligheten för räntehöjningar jämfört med tidigare cykler.
- Analysen av för och nackdelar med ytterligare QE-program, inte minst gäller det för ECB att beakta risken för negativa effekter på banksystemets funktionssätt av ytterligare stimulanser.
- Behovet av att ta fram nya policyverktyg (se temaartikel sid 19) för att ge centralbanker större manöverutrymme i framtiden t ex förändring av inflationsmål och/eller nominell räntestyrning

Vi står fast vid prognosen att **Fed höjer räntan i december** med 0,25 procentenheter till 0,50-0,75 procent. Ett mer ansträngt resursläge som gradvis pressar upp lönetillväxt och inflation bidrar till vår prognos att ytterligare höjningar genomförs halvårsvis under 2017 och 2018, vilket innebär att nivån i slutet av 2018 ligger på 1,50-1,75 procent. Den historiskt sett försiktiga takten beror på att den neutrala räntan gradvis

sjunkit samtidigt som Fed måste beakta riskerna för negativa finansiella globala spridningseffekter och en alltför stark dollar.

### Centralbankers styrräntor

Procent

|                 | Idag  | 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 England | 0,25  | 0,25     | 0,25     | 0,25     |
| Bank of Japan   | -0,10 | -0,10    | -0,10    | -0,10    |
| PBoC (Kina)     | 4,35  | 3,85     | 3,85     | 3,85     |
| Riksbanken      | -0,50 | -0,50    | -0,25    | 0,25     |
| Norges Bank     | 0,50  | 0,50     | 0,50     | 0,75     |

Källa: Centralbanker och SEB

ECB väntas i slutet av året annonsera en **förlängning av sitt QE-program** från mars 2017 och ett halvår framåt men **med reservation för möjlig gradvis nedtrappning** under 2017-2018. Refiräntan ligger kvar på 0,00 procent. Bank of Japan väntas inte sänka sin ränta på i dag -0,10 procent men QE-programmet fortsätter liksom den nya kontrollen av avkastningskurvan.

### Riksbanken har sänkt färdigt

Den makroekonomiska utvecklingen i Sveriges innebär fortsatta bryderier för Riksbanken. BNP fortsätter att växa klart över trend också 2017 drivet ökat bostadsbyggande och offentlig konsumtion i flyktingkrisens spår. Samtidigt har inflationen fortsatt att vara lägre än väntat och vår bedömning är att målvariabeln KPIF inte riktigt når upp till 2 procent under prognosperioden. Vi tror ändå att stigande resursutnyttjande, något högre inflation och en svag krona gör att Riksbanken vid nästa penningpolitiska möte i december nöjer sig med en viss utvidgning av QE-programmet men avstår från ytterligare räntesänkning. På lite längre sikt tror vi att Riksbanken under-skattar BNP-tillväxten och i en situation med allt stramare resursläge är det rimligt att räkna med att man blir mindre fixerad vid små avvikelser från inflationsmålet. **Detta är tillräckligt för att en första höjning ska levereras i december 2017**, ca 4 månader tidigare än vad Riksbankens egen räntebana indikerar. Under 2018 förutser vi ytterligare två räntehöjningar till en nivå på 0,25 procent i slutet av året.

### Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

I Norge tar sig ekonomin gradvis upp ur svackan när kraftfull finans- och penningpolitisk respons har begränsat spridningseffekterna från låga oljepriser. Inhemsk efterfrågan

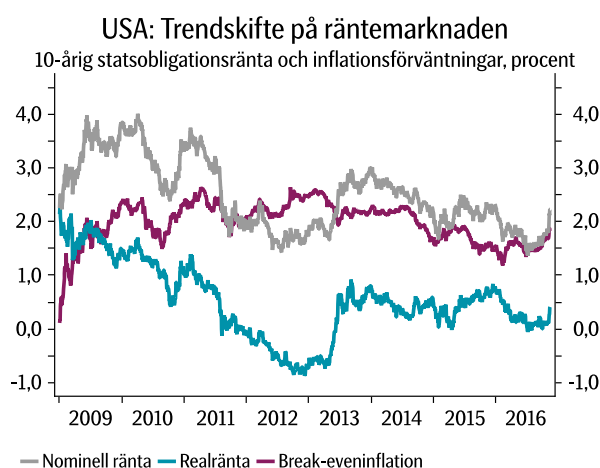


går nu i täten för en alltjämt bräcklig återhämtning. Ljusare tillväxtutsikter och överraskande hög inflation har minskat behovet av ytterligare styrräntesänkning. Men hänsyn till starkare valuta, tillväxt under trend samt en inflation som vänder ned under kommande år gör att Norges Bank kan behålla en mjuk politik. En räntehöjning dröjer till hösten 2018.

## Vändning för räntor får en skjuts av Trump

Presidentvalet har följts av en snabb uppgång i långa räntor i USA, vilket dragit med sig räntorna i omvärlden. Globala långräntor hade dock börjat stiga redan tidigare under hösten från historiskt låga nivåer strax efter Brexit i somras. Prognoser om ett trendskifte på räntemarknaden har varit återkommande under de senaste årens utdragna återhämtning, men varje gång kommit på skam. Flera samverkande krafter talar för att vändningen denna gång blir mer bestående och därtill går snabbare än vad vi tidigare räknat med. Grundläggande skäl är att **utrymmet för ytterligare penningpolitiska lättnader i stort är uttömt**.

**Att USA nu ser ut att gå i täten för ett skifte från penning- till finanspolitisk stimulans** har bidragit till att marknaden efter valet justerat upp sina förväntningar på kommande styrräntehöjningar mer i linje med vår prognos. Räntepressen har också drivits av stigande marknadsprissatta inflationsförväntningar, vilket återspeglar den **nya riskbilden för inflation i en situation med stigande resursutnyttjande och hot om begränsningar för utrikeshandel och migration**. En tredje drivkraft för högre räntor i USA är utsikter till ökad statsupplåning och särskilt om detta till skillnad från tidigare inte motverkas av lättnader i penningpolitiken.



Vår prognos är att 10-åriga räntor i USA i slutet av året ligger på 2,30 procent för att sedan gradvis stiga till 2,65 och 2,85 procent i slutet av 2017 respektive 2018. Motsvarande tyska obligationer handlas på 0,40 procent i slutet av 2016 och 0,80 och 1,20 i slutet av 2017 och 2018. **Räntedifferensen mellan 10-åriga räntor i USA och Tyskland ligger därmed kvar kring 190 räntepunkter** under i vart fall kommande år, i linje med de högsta nivåerna sedan slutet av 1980-talet. Jämfört med *Nordic Outlook* i augusti ser vi nu en brantare avkastningskurva genom att **Fed-prognosen är oförändrad**

**medan prognosen för långa räntor reviderats upp** med 0,60 procentenheter.

Riskbilden för räntorna är mer tudelad än tidigare när **tidigare disinflationistiska bild utmanas av tänkbara reflations- eller stagflationsscenarier**. På uppsidan ligger snabbare uppgång i inflationsförväntningar, minskat förtroende för den statsfinansiella hållbarheten i USA samt en stramare räntepolitik när republikaner fått tillsätta nya ledamöter i Fed. På nedsidan finns risker för finansiell turbulens och nya ekonomiska bakslag drivet av t ex upptrappat handelskrig eller geopolitiska kriser. Starkare dollar kan innebära att en större del av åtstramningseffekterna i USA kommer via valutan snarare än enbart räntan. I Europa kan ansträngningar från ECB:s sida att hålla mot effekterna av stigande räntor i USA leda till att differensen mot USA vidgas ytterligare. Bank of Japan visar i detta avseende vägen genom den nya politiken att sätta ett tak för räntan.

Kombinationen av Riksbankens obligationsköp och minskade emissionsvolym har pressat ned marginalen för den 10-åriga svenska statsobligationsräntan gentemot Tyskland till ca 10-15 räntepunkter. **Vi räknar med att Riksbanken i december förlänger sitt QE-program samtidigt som starka statsfinanser tvingar Riksgälden att reducera sina emissioner ytterligare**. Det sätter press på obligationsräntorna under första halvåret 2017 och bidrar till att differensen mot Tyskland närmar sig noll. Under senare delen av 2017 stiger marginalen dock betydligt, när Riksbankens höjning närmar sig. Därtill tror vi att svenska obligationer då kommer att handla med en likviditetspremie. Vi landar i en prognos där **spreaden mot Tyskland ligger på 50 punkter i slutet av 2017 och 70 punkter i slutet av 2018**. Svenska 10-årsräntor stiger därmed från 0,50 procent i slutet av 2016 till 1,90 i slutet av 2018.

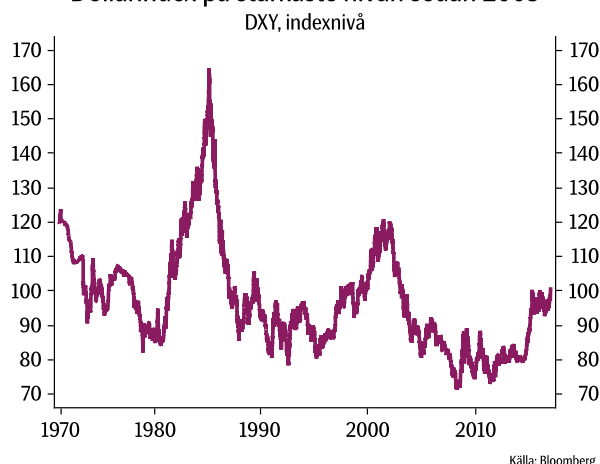
Differensen mellan norska och tyska 10-årsräntor har vidgats ytterligare under hösten i takt med att förväntningarna på nya styrräntesänkningar skalats ned. Negativt nettoutbud av statsobligationer nästa år bör tillsammans med goda utsikter för valutaförstärkning ge ett stöd framöver samtidigt som en räntehöjning dröjer till senare delen av 2018. Vi väntar oss att den **10-åriga räntedifferensen mot Tyskland krymper från drygt 130 i dag till 100 punkter till slutet av 2017**, motsvarande en ränta på 1,80 procent.

## Politikdriven valutamarknad

De omvälvande politiska skeendena har potential att sätta stora avtryck på valutamarknaden. Även om osäkerheten om Trumps politik är stor har investerare hittills fokuserat på de deflationistiska inslagen i politiken med infrastruktursatsningar och skattelättnader. Men Trumps agenda innehåller också potentiellt tillväxthämmande och inflationsdrivande förslag som t ex rivna handelsavtal och byggda murar. **Denna del av politiken har avspeglats i att EM-länders valutor har försvagats** och mer är att vänta här. Valutamarknaden lär fortsätta att i hög grad styras av politiska händelser på bekostnad av ekonomiska data. Detta skapar osäkerhet och stigande volatilitet.

Vi ser dollarn som övervärderad i nuläget, men en **Fed-höjning i december och en initialt positiv tolkning av Trumps politik** verkar i dollarpositiv riktning det närmaste halvåret. Med eventrisken avklarad i USA flyttar dessutom fokus till Europa där ovissa val det kommande året höjer den politiska riskpremien, vilket sätter ytterligare press på euron. Fed-höjningar bidrar också till att vår huvudprognos att **EUR/USD går ned mot paritet under våren 2017**. Politiska faktorer, t ex att Marine le Pen blir fransk president skulle driva EUR/USD betydligt lägre åtminstone på kort sikt. På längre sikt är prognosen att EUR/USD rör sig i riktning mot mer fundamentalt motiverade nivåer och handlas runt 1,10 mot slutet av prognosperioden.

Dollarindex på starkaste nivån sedan 2003



Pundet har försvagats kraftigt under hösten till följd av komplikationer i Brexitprocessen och ökad risk för att Storbritannien inte kommer att få tillträde till EU:s inre marknad. Pundet lär förbli svagt så länge osäkerheten om den framtida relationen mellan EU och Storbritannien består. Vår bedömning är dock att båda parter är beroende av en konstruktiv lösning. **Pundet är redan rejält undervärderat mot flertalet valutor, vilket i nuläget är motiverat.** Men ekonomin har ännu inte påverkats märkbart negativt och skulle det komma signaler om att den politiska processen rör sig åt rätt håll finns förutsättningar för en rejäl pundförstärkning. Tidpunkten när det sker är dock mycket oviss och vi räknar med att pundet förblir svagt och EUR/GBP handlar i intervallet 0,85-0,90 åtminstone till mitten på 2017.

Den senaste tidens aggressiva kronförsvagning har flera förklaringar, men Riksbankens penningpolitik är den viktigaste faktorn. Sedan början på året har utländska förvaltare minskat sin kronexponering i takt med att Riksbankens ambitioner att försvaga kronan fått stor trovärdighet. Men EUR/SEK på nivåer nära 10,00 är inte hållbara så länge Sverige undviker att hamna i en finansiell kris. Både positionering och så småningom också makrosituation talar för starkare krona. Omvärlden har en låg Sverigeexponering samtidigt som svenska förvaltare och företag har en onormalt stor valutaexponering. Vi tror EUR/SEK går tillbaka ned till 9,50 det närmaste halvåret. **För att rörelsen ska fortsätta ned mot 9,00, krävs dock en omläggning av penningpolitiken** och den signalen tror vi

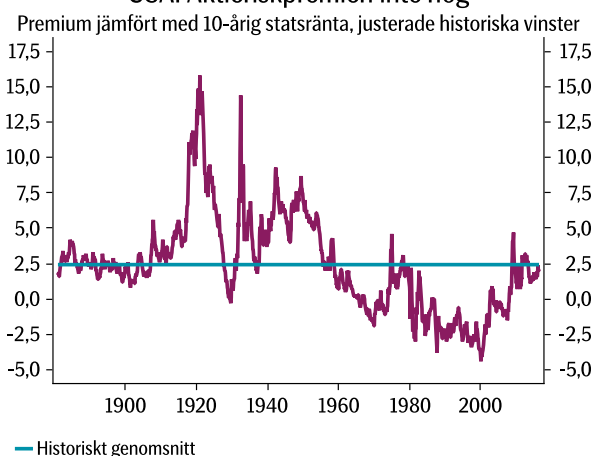
Riksbanken ger marknaden under andra halvåret 2017. USD/SEK stiger ytterligare något närmaste halvåret och testar 9,50-nivån innan den vänder nedåt.

Norska kronens appreciering kommer också gradvis. Även om Norges Bank har signalerat att ytterligare räntesänkningar är mindre sannolika kommer man troligen att fortsätta hota med dem. Men fundamentala faktorer som räntemarginal och värdering talar entydigt för starkare NOK. Flödesbilden är också positiv när Norges Bank köper NOK för 900 miljoner per dag. Givet att inte oljepriset vänder kraftigt nedåt igen **räknar vi med att EUR/NOK handlar ned mot 8,50 inom 12 månader.**

## Policyskifte i USA höjer insatsen på börsen

Den befarade börsnedgången efter en Trumpseger blev inte ens dagslång; tvärtom har förväntningar om mer expansiv finanspolitik och regellättnader för t ex finans-, olje- och läkemedelssektorn gett ny energi åt aktiemarknaderna i väst. Därtill kommer att den osäkerhet som föregick valet bidrog till att de senaste månadernas förbättrade makroindikatorer tidigare inte avspeglades i börsutvecklingen. Bolagens rapporter för tredje kvartalet pekar också mot en viss stabilisering globalt, med en återhämtning för särskilt finansiella bolag. Det minskar risken för nedrevideringar framöver även om **marknadens vinstprognoser för kommande år fortfarande är något för optimistiska enligt vår bedömning.**

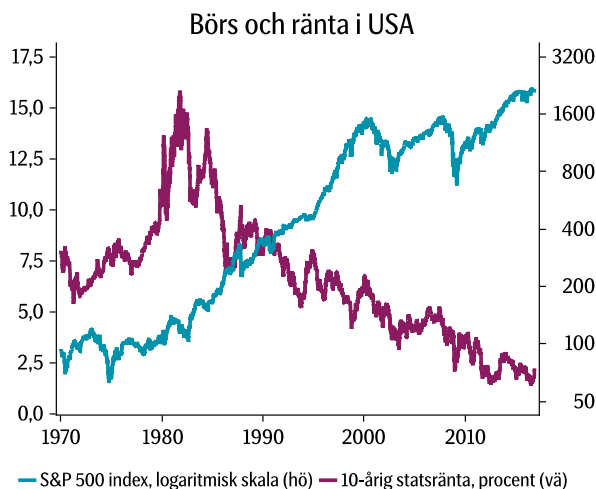
USA: Aktieriskpremien inte hög



Mer stimulans från finanspolitiken med åtföljande inflations-impulser är allt annat lika bra för aktiemarknaden och vår prognos om en viss acceleration i global tillväxt nästa år ger stöd för en försiktigt positiv börsbild. **På den negativa sidan kommer osäkerhet kring världshandeln och frågetecken kring framtida riskpremier;** dvs den extra ersättning som investerare kräver för att investera på börsen jämfört med köp av riskfria räntetillgångar. Den implicita riskpremien för USA är i linje med det historiska snittet och kan komma att stiga i en politiskt oförutsägbart, och därmed mer volatil, miljö.

**Fortsatt kraftig ränteuppgång är en annan faktor som kan störa bilden för börsen.** Högre räntor behöver inte vara ett problem för aktiemarknaden om utvecklingen drivs av förväntningar om starkare tillväxt och hittills har börsen visat

motståndskraft. Men korrelationen mellan börs och ränta har varit ovanligt låg på senare tid, vilket skapar risk för bakslag om räntorna fortsätter att stiga snabbt. Därtill är värderingen av börsen fortfarande besvärande hög i särskilt USA.



Bland de utvecklade ekonomierna ser vi **bättre utsikter för europeiska börser jämfört med amerikanska** beroende på mer attraktiv värdering, något starkare vinstestimat och draghjälp från en mer gynnsam utveckling för räntor och valuta i förhållande till USA. Utsikterna till något bättre global tillväxt är positiv för särskilt EM-börser, men detta uppvägs av att dessa marknader löper störst risker efter USA-valet från både eventuella handelsrestriktioner och negativ påverkan från högre USA-räntor och dollar. Inom EM ser vi alltså störst potential för Asien.

Stockholmsbörsen placerar sig ungefär i mitten när det gäller utsikterna för Norden 2017. **Vi förutspår vinstökningar på 10 procent nästa år** jämfört med mer beskedliga 6 procent i Danmark. Norska och finska aktier går från tydliga vinstfall i år till uppgångar på nära 30 respektive 14 procent, huvudsakligen till följd av omslag i två bolag, Statoil och Nokia, som representerar de två sektorer som väntas visa den starkaste vinstutvecklingen 2017. Svagaste vinstutveckling väntas i finanssektorn samt på råvarusidan, där utsikterna dock kan behöva omprövas om Trumps infrastruktursatsning blir verklighet.

**Värderingen av Stockholmsbörsen ligger fortfarande något under vad vi bedömer är en långsiktig jämviktsvärdering**, vilket tillsammans med goda förväntade vinstökningar normalt skulle teckna en ganska positiv bild av utsikterna. Risken för vinstprognoserna ligger dock på nedsidan. Det är också möjligt att investerare kommer att kräva en högre riskpremie under rådande världspolitiska läge, vilket mycket snabbt skulle kunna uppväga såväl värdering som vinstutsikter.

- **Sjukvårdsreformen reformeras**
- **Skattesänkningar och infrastruktursatsningar sannolika**
- **Politisk osäkerhet och handelsrestriktioner motverkar stimulansdosen...**
- **... men nettoeffekten blir tillväxtpositiv**

Donald Trumps seger i presidentvalet i kombination med den republikanska majoriteten i kongressen ger stora förändringar i den ekonomiska politiken. När nu presidentmakten och lagstiftningsapparaten har samma partifärg spelar det mindre roll att kongressen är polariserad. Obamaadministrationen hade samma guldsits under de första två regeringsåren. Men **den politiska osäkerheten är ändå stor av flera skäl**. Vilka policyområden kommer att prioriteras samt i vilken utsträckning kommer Trump att försöka driva igenom de mest uppseendeväckande och skadliga förslagen? Andra frågetecken är i vilken utsträckning Trump kan hoppas på kongressens stöd samt i vilken utsträckning han faktiskt behöver den.

Under valkampanjen var flera policyområden i fokus som exempelvis omfattande skattesänkningar för privatpersoner och företag samt en mer restriktiv handels- och invandringspolitik. Den republikanska kähästen att sjukvårdsreformen ska rivas upp hade också en central roll liksom att regleringsbördan för företag borde lättas. För många republikaner i kongressen ligger skattesänkningar, avregleringar och en nedmontering av sjukvårdsreformen varmast om hjärtat; tidiga kongressuttalanden har gjort gällande att såväl regleringsfrågan som reformering av sjukvårdsreformen är topprioriteringar. Trumps vallöften mot frihandel har dock inget traditionellt republikanskt stöd medan inställningen till migration är mer blandad i kongressen. **Inom handelsområdet har dock Trump stora befogenheter att agera utan kongressens stöd**. Inom andra områden behövs demokratiska stödröster i senaten. Den enkla republikanska senatmajoriteten räcker alltså inte i alla lägen; för att förändra lagar och regleringar behövs i regel åtminstone 60 senatsröster. Så för att exempelvis få till stånd avregleringar inom energi- och finanssektorn eller en immigrationsreform behövs bredare kongressmajoritet.

**När det gäller finanspolitiken räcker republikanernas enkla majoriteter i representanthuset och senaten långt**. Detsamma gäller förändringar av sjukvårdsreformen, men där verkar Donald Trump nu plötsligt betydligt mer kompromissvillig, vilket innebär att Obamas viktigaste politiska avtryck åtminstone delvis ser ut att bestå. Förändringar av federala utgifter, under vilka Trumps infrastruktursatsning sorterar, kan

också bli lag med enkla kongressmajoriteter, men det är osäkert om han får republikanerna att helhjärtat ställa upp på förslaget. Sannolikheten för infrastruktursatsningar är ändå stor eftersom frågan generellt gillas av demokrater. Infrastruktursatsningen var en av få konkreta förslag som Trump nämnde i sitt segertal. Hans senaste infrastrukturförslag landade på USD1000 miljarder sett över tio år, **motsvarande ungefär 0,5 procent av BNP** och vi bedömer att sannolikheten för infrastruktursatsningar är hög, om än i en nedbantad version.

Sammantaget tyder det mesta på att finanspolitiken kommer att bli lättare än vad vi tidigare räknade med. Trumps föreslagna skattesänkningar beräknas kosta åtminstone USD 4400 miljarder sett över tio år vilket motsvarar närmare 2 procent av BNP årligen. Skattesänkningarna föreslås i runda slängar tillfalla i lika delar hushållen och företagen. Trumps skattereform liknar representanthusets förslag som dock beräknas kosta hälften så mycket. Vi bedömer att **chansen för skattesänkningar redan 2017 är goda men omfattningen blir sannolikt betydligt mindre** än vad ovanstående siffror illustrerar. Många republikaner vill ha budgetdisciplin och kan därmed förväntas slå bakut eftersom skattesänkningarna leder till att den federala skulden skjuter i höjden; förslaget faller sannolikt om ett par republikaner i senaten röstar emot. Dessutom kan **skuldtaksfrågan, som aktualiseras igen i mars 2017, lägga käppar i hjulet**. Då är nog en nedbantad version i linje med representanthusets talman Paul Ryans **skatteförslag en sannolikare kompromiss** där också motverkande utgiftssänkningar förekommer. Vi räknar i dagsläget med att skattesänkningarna kan ge finanspolitisk medvind motsvarande 0,25 procent av BNP 2017 respektive 0,50 procent av BNP 2018.

Ovanstående resonemang tyder på att den **finanspolitiska stimulansen från skattereform och infrastruktur kan uppgå till mellan 0,5 och 1 procent av BNP 2017 och 2018**. Att en reformering av skattesystemet är komplicerad och att det kan ta tid innan infrastruktursatsningen kommer igång talar för att effekten blir mindre 2017 och större 2018. Hur stor nettoeffekten blir på ekonomin beror också på vad som händer inom handelsområdet samt i vilken utsträckning den politiska osäkerheten sänker konsumtion och investeringar. **Vi räknar dock med att nettoeffekten blir positiv på marginalen**.

## Finanspolitiken motverkar politisk osäkerhet

- **Hushållen sparar mer**
- **Rekordsvag produktivitet dämpar investeringarna**
- **Arbetslösheten faller under NAIRU**
- **Mjuk Fed höjer i december**

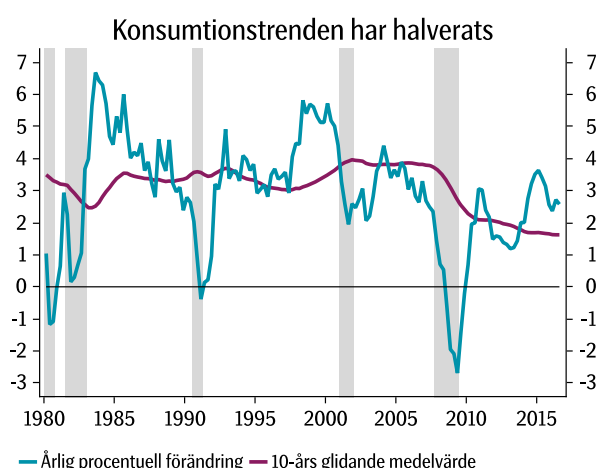
Den oväntade segern för Donald Trump i presidentvalet innebär inget dråpslag utan ekonomin fortsätter växa kommande år. Förhöjd politisk osäkerhet och negativa handelseffekter motverkas av mer expansiv finanspolitik; såväl skattesänkningar som infrastruktursatsningar står på agendan. Samtidigt har amerikansk ekonomi haft svårt att riktigt övertyga och när indikatorerna tappade mark tidigare i höstas var recessionens brant oroväckande nära. Den värsta konjunkturella snålblåsten har dock mojnät i med att företagens indikatorer återhämtat fallen. Tillväxten 2016 stannar på beskedliga 1,6 procent. **BNP växlar upp 2017 och 2018 till 2,3 procent respektive 2,2 procent.** Därmed växer ekonomin något snabbare än sin underliggande trend som vi bedömer till 1,8 procent. **Arbetslösheten**, som rört sig sidledes under 2016, återupptar sitt **gradvisa fall till 4,5 procent i slutet av prognosperioden.** Allt stramare arbetsmarknad skapar grund för snabbare löneökningar. Lönerna tar gradvis över stafettpinnen som drivkraft för konsumtionen när sysselsättningstillväxten bromsar. Stigande löner bidrar också till att kärninflationen ligger nära inflationsmålet. Också den totala inflationen, som låg kring nollstrecket så sent som i fjol, har tydligt vänt uppåt.

Att ekonomin närmar sig Feds mål både avseende arbetsmarknad och inflation innebär att förutsättningarna för fortsatt räntenormalisering är på plats. **Nästa räntehöjning kommer i december enligt våra prognoser.** Därefter går centralbanken mycket försiktigt fram och den viktigaste **styrräntan noteras i intervallet 1,50-1,75 procent i slutet av 2018**, oförändrat jämfört med vår tidigare bedömning.

### Konsumtionen växer i maklig takt

Hushållens konsumtion växer med 2,6 procent i år; något långsammare än i fjol då ökningstakten var den snabbaste sedan 2005. Konsumtionen är fortfarande det viktigaste dragloket i återhämtningen men **utveckling är ändå svagare än fundamentala faktorer motiverar.** Med hushållens nettoförmögenhet nära rekordhöga nivåer, historiskt låga räntor samt med nya ansökningar om arbetslöshetssättning på 43-årslägsta är förutsättningarna onekligen gynnsamma. Men

trots att arbetsmarknaden skapar jobb och inkomstillväxt har hushållens förtroendeindikatorer fallit tillbaka i höst och istället för att konsumera har **hushållen ökat sparat.** Vi ser inga starka skäl för att beteendet ska förändras de närmaste åren och förutser att **sparkvoten** fortsätter upp och når **6,4 procent i slutet av 2018; något högre än i tidigare prognoser.** Trots att inkomsterna får stöd av vissa skattesänkningar och högre löneökningar innebär detta att **konsumtionen fortsätter att öka med makliga 2,5 procent i snitt 2017 och 2018.**



Källa: BEA, SEB

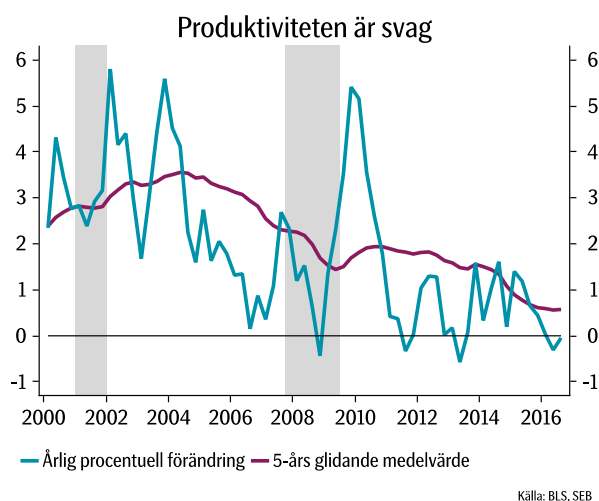
Även i ett länge perspektiv har hushållens konsumtion varit betydligt svagare än i tidigare cykler; **den tioåriga trendtillväxten är knappt hälften idag jämfört med åren innan krisen.** Tvärtom mot mönstret efter tidigare recessioner har den senaste nedgången 2008-2009 haft stor påverkan på den långsiktiga trenden som grafen ovan illustrerar. Att konsumtionen inte vill ta fart kan ha flera förklaringar. Enligt livscykelhypotesen vill hushållen jämnt fördela ut konsumtionen över livet. Att befolkningen åldras och den stora efterkrigs-generationen (baby boomers) närmar sig och i vissa fall redan uppnått pensionsåldern innebär att **en allt större andel fokuserar på sparat inför pensionsåren.** Aggregerade mått döljer dessutom att skillnader i inkomster och förmögenheter ökat; en allt större del tillfaller de rikaste som har lägst konsumtionsbenägenhet. Fler hushåll känner möjligen också osäkerhet kring ekonomins långsiktiga utsikter; svagare tillväxt på sikt innebär dämpade förutsättningar för såväl framtida inkomster som för sociala skyddsnätssystem.

### Svag industri hämmar investeringar

Företagens förtroendeindikatorer har de senaste månaderna återhämtat sig efter det kraftiga fallet i augusti. **Vår samman-**



**vägda ISM-indikator är förenlig med ungefär 2,5 procents real BNP-tillväxt.** Den relativt starka dollarn utgör dock fortfarande en hämsko för exporten och industriproduktionen ligger idag på samma nivå som 2007. Mått i årstakt har produktionen uppvisat negativa utvecklingstal 14 månader i rad, vilket är anmärkningsvärt i en återhämtningsfas. Även om industrin numera utgör en ganska liten del av ekonomin är **korrelationen höga 80 procent mellan industriproduktion och företagens investeringar.** Att industrin går svagt är alltså ett skäl till att företagens investeringar inte riktigt tar fart. Orderingången och kapacitetsutnyttjandet tyder inte heller på ett förestående uppsving i investeringarna. Kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin ligger runt 75 procent och historiskt sett är det först när kapacitetsutnyttjandet överstiger 80 procent som investeringarna uppvisar robusta ökningstal. Att det branta fallet i oljerelaterade investeringar ligger bakom oss talar dock för ett visst uppsving och efter årets stagnation **förutses företagens investeringar öka med 4 procent både 2017 och 2018.** Att presidentvalet nu är över talar också för ett uppsving. Enligt Feds Beige Book har osäkerheten inför valet varit hämmande, framför allt när det gäller byggandet av kommersiella fastigheter.



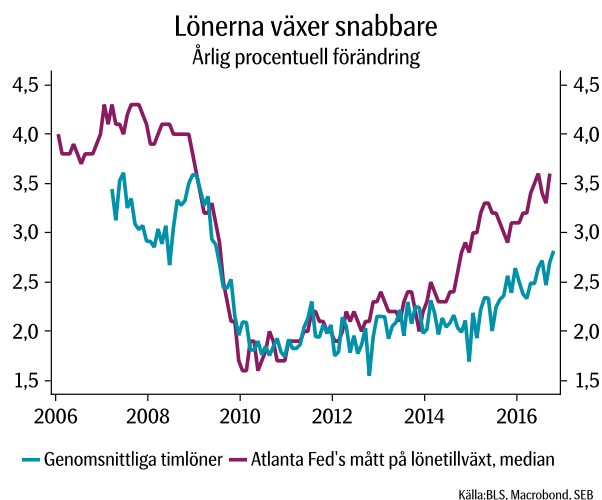
## Svag produktivitet kan hämma efterfrågan

Att den amerikanska ekonomin uppvisar tendenser till sekulär stagnation från efterfrågesidan och på samma gång börjar möta restriktioner från utbudssidan hänger ihop med den svaga produktivitetens utvecklingen efter krisen. De senaste fem åren har produktiviteten i företagssektorn ökat med 0,5 procent i genomsnitt, att jämföra med 2 procent i genomsnitt åren 1976 till 2005. Därmed har måttlig tillväxt kunnat kombineras med en snabb ökning av sysselsättningen och snabbt sjunkande arbetslöshet. Man kan också fundera på om det finns andra typer av växelverkan mellan låg produktivitet och svag efterfrågan. Om den svaga produktiviteten speglar sinande innovationskraft kan också investeringsefterfrågan dämpas eftersom det råder brist på lönsamma investeringsmöjligheter. Svag produktivitet kan därtill också påverka hushållens sparplaner via dämpade inkomstutsikter. En **ihållande svag produktivitet kan således leda till såväl lägre investeringar som högre sparande i ekonomin.**

På lite längre sikt finns argument för en uppväxling av produktiviteten. Investeringarna är trots allt på väg upp, samtidigt som demografidrivna bristsymptom på arbetsmarknaden kan tvinga fram effektiviseringar på det sätt vi t ex sett i Japan. Många bedömare sätter också förhoppningar till att tekniksprång i digitaliseringens spår med viss fördröjning ska lyfta produktiviteten. Men vi räknar ändå inte med att dessa krafter ska få speciellt stort genomslag under prognosperioden.

## Arbetsmarknaden fortsätter stärkas

Trots svag tillväxt fortsätter ekonomin att generera jobb, om än i något långsammare takt än 2015. Antalet sysselsatta har hittills under 2016 i genomsnitt ökat med 180 000 i månaden jämfört med 230 000 i fjol. Sysselsättningen ökar därmed fortfarande ungefär dubbelt så snabbt som den takt som är förenlig med konstant arbetslöshet. Att arbetslösheten ändå rört sig sidledes i år speglar att **deltagandegraden ökar.** Jämfört med september i fjol har deltagandegraden stigit med 0,5 procentenheter. Det finns troligen utrymme för en ytterligare uppgång även om den **åldrande befolkningen innebär fortsatt strukturell press;** sedan 2007 står pensioneringar för två-tredjedelar av deltagandegradens fall. Därmed talar mycket för att **arbetslösheten** vänder sakta nedåt igen och förutses nå **4,5 procent i slutet av 2018.** Det matchar bottenivån i förra cykeln på 4,4 procent.



Den allt stramare arbetsmarknaden börjar få ett visst genomslag på lönebildningen. Ökningstakten i genomsnittliga timlöner, det mest uppmärksammade måttet, har växlat upp under 2016. Uppgången kommer troligen att fortsätta även om sambandet mellan resursutnyttjande och löneökningar troligen försvagats en del jämfört med det historiska mönstret. **I slutet av 2017 förutser vi att genomsnittliga timlöner ökar med 3,5 procent i årstakt.**

## Inflationskurvorna pekar uppåt

Efter att ha legat kring nollstrecket i fjol pekar inflationskurvorna uppåt igen och KPI steg till tvåårshögsta 1,5 procent i september. Att effekten från tidigare energiprisfall försvinner ur tolv månaderstalen driver uppgången. Baseffekter talar för ytterligare inflationsuppgångar de närmaste månaderna; oljepriserna bottnade på 26 dollar per fat i februari 2016 och

dagens nivåer ligger ungefär dubbelt så högt. Mätt som års-genomsnitt förutses **inflationen stiga från 1,3 procent i år till 2,1 respektive 2,3 procent 2017 och 2018.**

Lite högre KPI-inflation gör det lättare att motivera en försiktig åtstramning av penningpolitiken men kärninflationen är också central i räntebeslutet. Mätt med konsumentprisindex har kärninflationen – inflationen exklusive mat och energi – rört sig sidledes strax över 2 procent sedan slutet av i fjol. Under första halvåret 2017 förutser vi nu en viss nedgång men där-efter bidrar högre löner till en förnyad uppgång till drygt 2 procent. Feds huvudmätt, kärninflationen mätt med konsum-tionsdeflatorn, ligger fortfarande 3 tiondelar under målsatt nivå. Gapet mellan de två kärninflationsmåten är ovanligt stort men väntas krympa mot historiska snitt kommande år.

Hushållens långsiktiga inflationsförväntningar föll till rekord-låga nivåer i oktober enligt Michiganundersökningen. Inflationsförväntningarna enligt break-even inflationen är fortfarande låga men har stigit snabbt efter presidentvalet. Det är möjligt att **marknaden fortfarande underskattar den framtida inflationen**. I en miljö där den faktiska inflationen stiger samtidigt som Fed rör sig i en mindre ackommoderande riktning är det troligt att inflationsförväntningarna fortsätter uppåt. Mycket hänger också på den ekonomiska politiken; **kombinationen av finanspolitisk stimulans och eventuella handelsrestriktioner kan lyfta inflationen mer än vad våra nuvarande prognoser indikerar.**

## Mer finanspolitisk stimulans med Trump

Efter den smutsigaste valkampanjen i amerikansk historia är det dags att flytta fokus till hur finanspolitiken påverkar ekonomin framöver. När Donald Trump tillträder i januari har han samma guldsits som Obama hade under sina första två regeringsår; såväl senaten som representanthuset har republikansk majoritet. Samtidigt som den polariserade kongressen inte lägger käppar i hjulen väntas budget-disciplinen bli betydligt större än vad Trumps kampanjlöften utlovade. Många republikaner i kongressen vill fortfarande att budgeten ska balanseras vilket går på tvärs med Trumps breda, ofinansierade skattesänkningar och stora infrastruktur-satsningar som beräknas öka den federala skulden med mellan USD 4400 miljarder och USD 5900 miljarder sett över tio år. Vår prognos bygger dock på betydligt mindre finanspolitisk medvind än så; **stimulansdosen bedöms till 0,5 procent till 1 procent av BNP per år 2017 och 2018.** Finanspolitiken motverkar därmed negativa handelseffekter på ekonomin (se temaartikel på sidan 13).

Avseende Trumps föreslagna handelsrestriktioner är det naturligtvis svårt att bedöma vad som i praktiken kommer att genomföras, inte minst mot bakgrund av den försonande tonen i segertalet. Som ett första steg väntas dock finans-departementet utpeka Kina som valutamanipulator. Trumps andra käpphästar som strafftullar på kinesiska och mexikanska varor kan komma att realiseras i ett senare skede samtidigt som frihandelsavtalen med Stillahavsländerna (TPP) och Europa (TIPP) begravs. Vi antar att dock att NAFTA-avtalet kvarstår. Arvet från Obama kan komma att naggas i kanten;

sjukvårdsreformen kan reformeras och det lovande klimat-avtalet sägas upp. Givet den republikanska majoriteten i kongressen finns förutsättningar att tackla de långsiktiga budgetutmaningarna kopplade till den åldrande befolkningen. Men det återstår att se om den nya administrationen tar chansen.

## Mjuk Fed höjer i december

Om inte finansiella förhållanden kraftigt stramas åt de när-maste veckorna kvarstår bedömningen att Fed höjer räntan i december. När den ekonomiska statistiken gett svagare höj-ningsargument har centralbanken istället tagit fasta på andra faktorer. Enligt ett linjetal från vicechef Stanley Fischer nyligen kan dagens räntenivåer vara problematiska av flera skäl. Det är svårare för finansiella institutioner att bygga kapitalbuffertar när räntorna är ultralåga. Bankernas räntemarginaler pressas också samtidigt som risken ur finansiell stabilitetssynpunkt ökar när investerare tvingas leta avkastning i mer riskfyllda instrument. Dessutom ser Fed att **centralbankens tro-värdighet står på spel** om man återigen backar från de aviserade räntehöjningsplanerna. Man vill dessutom ha torrt räntekrut i bagaget för att kunna lätta på penningpolitiken när nästa recession slår till. Det spekuleras dessutom i att Fed-chefen Janet Yellen kommer att leverera sin avskedsansökan när den nya administrationen installeras. Om så är fallet talar det möjligen också för en räntehöjning i december på margi-nalen.

Sett framöver talar mer finanspolitisk stimulans för att penningpolitiken kan normaliseras i något snabbare takt. Det gäller speciellt om Yellen ersättare är förespråkare för mer regelbaserad penningpolitik – vilket många republikaner föres-pråkar. Å andra sidan tycks centralbanken ha tagit intryck av att man under flera år överskattat såväl tillväxtutsikter som inflation och numera **omfamnar en mjukare variant av sekulär stagnation** i sina prognoser. Feds medianprognoser för såväl BNP-tillväxt som styrränta har skruvats ned med besked samtidigt som nuvarande låga räntenivåer beskrivs som endast måttligt expansiva. Enligt Feds senaste prognoser noteras styrräntan på 1,875 procent december 2018, att jäm-föra med för ett år sedan då centralbanken trodde på 3,4 procents styrränta vid samma tidpunkt. Det kan dessutom finnas utrymme för Fed att ytterligare justera ned uppskatt-ningen av den neutrala styrräntenivån från dagens knappa 3 procent (se temaartikel på sidan 17), vilket i sin tur talar för att centralbankens ränteprognoser kan fortsätta flacka. Samman-taget **landar vi i bedömningen att styrräntan i slutet av prognosperioden ligger i intervallet 1,50-1,75 procent**, oförändrat jämfört med prognosen i augusti. Liksom tidigare förutspås Fed höja räntan vid mötena i juni respektive decem-ber såväl 2017 som 2018. Marknaden tror fortfarande på betydligt blygsammare räntehöjningar; prissättningen indikerar 3 räntehöjningar de närmaste åren.

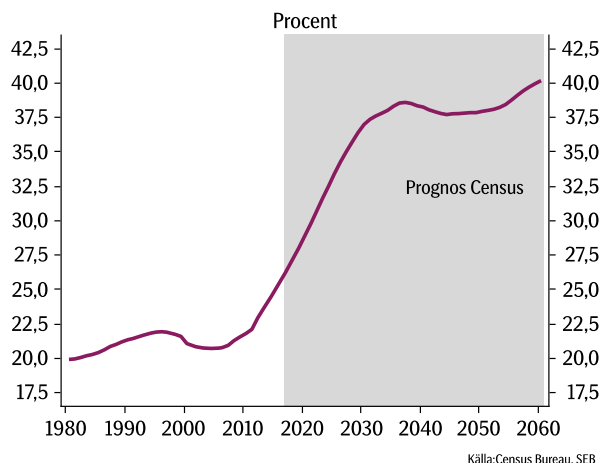
- **Demografi pressar ned neutral ränta med 100-125 punkter**
- **Modellskattningar pekar på ytterligare nedjusteringar av neutral nivå från Fed**

Enligt Feds senaste prognoser kommer den viktigaste styr-räntan att höjas i maklig takt de närmaste åren. I slutet av 2018 är styrräntan 1,875 procent enligt centralbankens senaste bedömning – att jämföra med 3,4 procent i Feds prognoser för ett år sedan. Nya analyser av demografins effekter har spelat en stor roll för denna nedjustering.

Den neutrala räntan är den ränta som på sikt skapar jämvikt mellan sparande och investeringar; **om sparbenägenheten överstiger investeringsviljan faller den neutrala räntan och vice versa**. Befolkningsfördelningen är i sin tur viktig en faktor för hushållens sparande. Att den stora kull som föddes decennierna efter andra världskrigets slut (baby boom-generation) närmar sig pensionsåldern bidrar till att hushållens sparande ökar enligt livscykelhypotesen. Det pressar i sin tur ned neutrala räntenivåer. Befolkningsstrukturen påverkar också via andra kanaler; såväl längre förväntad livslängd som förskjutningar i andelen i arbetsför ålder kontra pensionärer spelar roll. Som befolkningsstrukturen ser ut nu kan det dröja åtminstone 20 år innan andelen i arbetsför ålder börjar öka igen.

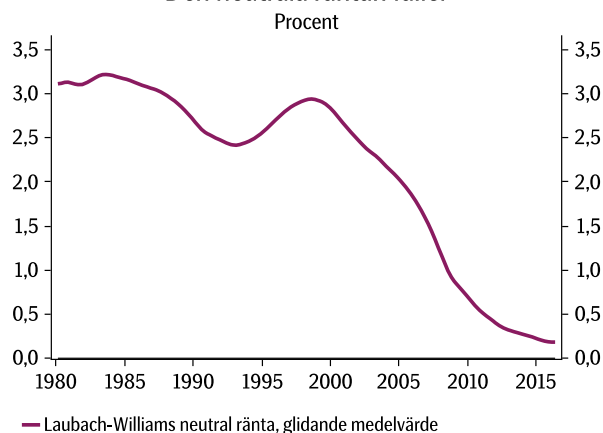
Enligt en studie från Bank of England kan demografiska förändringar sammantaget förklara en procentenhets lägre neutral ränta idag jämfört med 1980. Enligt Feds analyser är effekten något större och motsvarar **125 räntepunkter via lägre trendtillväxt** jämfört med 1980.

Andel över 65 år i förhållande till andelen 20-64 år



Den åldrande befolkningen har dock sannolikt inte permanenta effekter på sparande och neutral ränta. När merparten av baby-boom-generationen pensionerat sig – de är mellan 52 och 71 år gamla idag – kan man utifrån ett livscykelperspektiv förvänta sig att det aggregerade sparandet faller. Det talar i sin tur för att den neutrala räntan kommer att stiga så småningom. Den övergripande bilden är dock att den neutrala räntan förblir nedpressad under överskådlig tid eftersom andra faktorer, däribland produktiviteten, pressar nedåt. Efter **flera år med mager produktivitetstillväxt lutar Fed åt att utvecklingen kan väntas hålla i sig även framöver**. Kombinationen av låg produktivitet och minskat arbetskraftsutbud när en större del av befolkningen pensionerar sig är tungt vägande skäl till att den långsiktiga tillväxttrenden skruvats ned rejält enligt centralbankens prognoser. **Långsiktig BNP-tillväxt väntas numera hamna på modesta 1,8 procent enligt Fed**, att jämföra med 3 procent i snitt 1990 till 2005. Att också långsiktiga tillväxtutsikter ser svagare ut jämfört med tidigare bedömningar dämpar också den neutrala räntan via såväl lägre investeringar som högre sparande.

Den neutrala räntan faller



Enligt Feds senaste prognoser är **den nominella neutrala räntan 2,9 procent idag**. Givet Feds 2-procentsmål för inflationen motsvarar detta 0,9 procents real neutral ränta. Feds egna modellskattningar tyder samtidigt på att den neutrala räntan kan vara ännu lägre än så; under 0,5 procent. Om Fed tar fasta på detta också i sina officiella prognoser finns alltså **utrymme att göra den förväntade räntebanan mer flack**. Feds ränteprognoser ligger fortfarande klart över marknadens, men avvikelserna är inte lika spektakulära som för något år sedan. Att strukturella, trögrörliga faktorer ligger bakom centralbankens senaste gir minskar risken för en hökaktig omsvängning av penningpolitiken de närmaste åren.

## Gräver djupare i ekonomisk-politisk verktygslåda

- **BNP-tillväxt nära eller strax över potentiell**
- **Svag utväxling från nya stimulansåtgärder**
- **Penningpolitiken bryter ny terräng**
- **En stor del av avkastningskurvan under nollstrecket**

Trots det senaste halvårets nya ekonomisk-politiska **stimulans** (se *Nordic Outlook* Augusti 2016) ser vi ingen anledning att ändra **Japans BNP-prognos. Årlig tillväxttakt för 2016, 2017 och 2018 väntas landa på 0,5 procent** vilket är under konsensus. Riskbilden är balanserad för både tillväxt- och inflationsutsikterna. Trots en låg tillväxttakt expanderar ekonomin på nivåer som ligger nära eller strax över potentiell (0-0,5 procent). **De ekonomiska huvudmålen** – stabilisering av offentlig skuld, överskott i budgeten och en inflation på 2 procent – **nås inte i närtid.**

### Dämpa den demografiska motvinden

**Arbetslösheten faller till under 3 procent 2018**, framför allt beroende på att antalet personer i arbetsför ålder nu minskar med ca 1 procent per år i den pågående demografiska motvinden. Regeringen fortsätter att ta nya steg för att öka **kvinnors deltagande** på arbetsmarknaden, underlätta för personer att stanna kvar i arbetskraften **längre upp i åldrarna** och **avreglera marknader**. Förhoppningen är att politiken ska lyfta landets potentiella tillväxt och ekonomins neutrala ränta för att därmed även göra nuvarande penningpolitik mer expansiv (se nedan).

Arbetslösheten ligger i dag på sin lägsta nivå på 21 år. Företagen noterar samtidigt historiskt höga vinstnivåer. Dessa båda krafter lägger grunden till såväl ökad privat konsumtion som investeringar framöver. Industrin fortsätter dock att pressas av det senaste dryga årets 20-procentiga yenförstärkning (i effektiva termer) samt global och regional överskottskapacitet.

**Nominella löner väntas växa med 0,5 procent per år 2017 och 2018.** Det ger marginella reallöneförväntningar de närmaste åren. Regeringen håller fast vid målet om en årlig ökning av minimilönerna med 3 procent, medan bl a IMF vill se satsningar på åtgärder som ger bättre lönedynamik genom "politiska morötter och piskor" som komplement till finans-, penning- och strukturpolitik (d v s en fjärde "pil" i Abenomics).

Långvarig deflationsmiljö gör att förväntningarna om fortsatt låga prisökningar är djupt rotade i Japans ekonomi, vilket hämmar utvecklingen. Trots att produktionsgapet sluts väntas inte en stabilisering av t ex oljepris och yen ge några större positiva bidrag till pristrycket i frånvaro av högre löneökningar. **KPI-in-**

**flationen 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 enligt plan ske i oktober 2019. Det senarelägger även KPI-effekten.

### Japans neutrala ränta på ca 0 procent

Penningpolitikens uppgift är att med konventionella eller okonventionella verktyg driva den faktiska realräntan under (eller över) den neutrala räntan för att göra politiken mer expansiv (eller mer kontraktiv). BOJ:s beräkningar visar enligt nya analyser att den neutrala realräntan i dag är ca 0 procent. Med dagens styrränta på -0,10 procent blir därmed **penningpolitiken, sett ur enbart ett styrränteperspektiv, vare sig expansiv eller kontraktiv**. Det förskjuter fokus mot den okonventionella penningpolitiken – och utrymmet för ytterligare expansiv finanspolitik.

### BOJ-kontroll av avkastningskurvan

Penningpolitiken har brutit ny mark (se temaartikel på s 19).

Två nya element har tillförts policyramverket:

- 1. Ökad kontroll/styrning av avkastningskurvan;**
- 2. Inflationen ska överskrida målet 2 procent.**

Motiven för dessa nya åtgärder är att a) pressa ned **realräntan för olika löptider** för att öka investeringar och konsumtion, b) stimulera japanska investerare att **placera pengar i utlandet** och därmed försvaga valutan yenen, samt c) i viss mån **skydda finanssektorn** mot stigande räntor och pressad lönsamhet. Parallellt med dessa åtgärder fortsätter som tidigare BOJ:s **expansion av den monetära basen** som i dag uppgår till 100 procent av BNP; fem gånger större än Feds och ECB:s balansräkningsexpansion. Då BOJ nyligen kommunicerat större tidstolerans för uppfyllandet av inflationsmålet väntas **BOJ avstå från att sänka räntan ytterligare**. I dag bedöms yenen vara relativt rimligt värderad men huvudbilden är att yenen försvagas mot dollarn i i spåren av Fedhöjningar; i december i år handlas **USD/JPY** till 108 och i slutet av 2017 respektive 2018 till 113 och 115. Att Japan räds omvärldens/G20:s kritik för att manipulera växelkursen är tydligt; när BOJ i olika analyser utvärderer penningpolitiken nämns nästan aldrig valutan eller växelkurskanalen.

Abe-administrationens löfte till G20 om en trovärdig fiskal konsolidering klingar fortsatt ihåligt och Japans offentliga skuld är en riskfaktor för världsekonomin i händelse av trovärdighetsproblem. De närmaste åren väntas det **offentliga saldoto visa ett underskott på 4-5 procent av BNP**. Det innebär att den **offentliga skulden stiger från 248 till 255 procent av BNP** under prognosperioden.

## Tema: Bank of Japan bryter ny penningpolitisk terräng

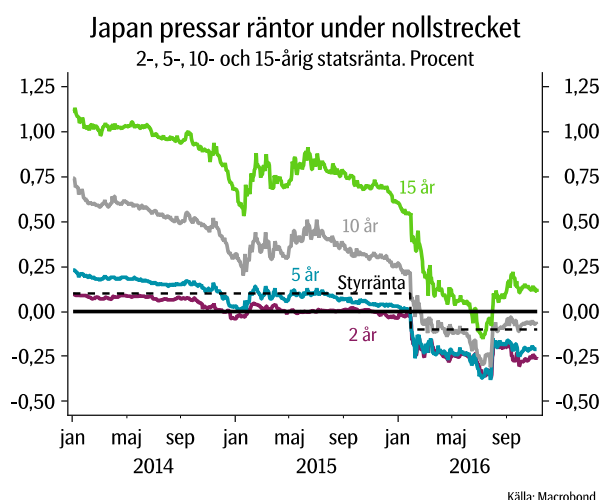
- Japan testar att sänka alla realräntor upp till 10 år – dock med tvivelaktigt resultat
- Nya verktyg försöker skydda finanssektorn mot låga räntor och försvaga yenen
- Bernankes ande svävar över frågan om hur centralbankers manöverutrymme kan öka

IMF:s årsmöten i Washington i oktober gav ett växande stöd till uppfattningen att penningpolitiken "nått vägs ände". Politiken uppvisar **avtagande** eller i stort sett **uteblivna** effekter på tillväxt och inflation medan **riskerna ökar** för det finansiella systemet. Fokus för flertalet centralbanker är därför att a) **överväga att fasa ut pågående obligationsköpsprogram**, b) i vissa fall **sjösätta normaliseringsprocesser**, samt c) klarlägga vilket **manöverutrymme** som finns vid nästa lågkonjunktur.

Japans unika läge tycks dock ta landet i en annan färdriktning. Bank of Japan (BOJ) beslutade i september att genomföra **några viktiga förändringar** i sitt policyramverk. Detta innebär att Japan nu bryter ny terräng. Detta lär följas med stort intresse av andra centralbanker när det gäller nya verktyg för framtiden.

Sedan tidigare består BOJ:s policyramverk av följande delar:

1. **Inflationsmål** på 2 procent, mätt med KPI;
2. **Kvantitativ och kvalitativ monetär lättnad** (QQE) med årliga **statspappersköp** på 80 000 miljarder yen (780 miljarder dollar), köp av bl a ETF:er för 6 000 miljarder yen (60 miljarder dollar) årligen samt en **negativ ränta på i dag 0,1 procent**.



### Kurvakontroll ett av två nya BOJ-verktyg

Förändringen och tillägg innebär att **två nya element** tillförs:

1. **Kontroll/styring av avkastningskurvan** upp till 10 år;
2. Åttagande att inflationen ska **överskrida målet** 2 procent.

Det första elementet, **kontroll av avkastningskurvan**, är ur operativ synvinkel den mest intressanta delen. Åtgärden innebär att BOJ nu säkerställer att hela avkastningskurvan för statspapper med en löptid på upp till 10 år ska ligga på eller under noll procent. BOJ har slagit fast att **den 10-åriga statsräntan tills vidare ska ligga "nära noll procent"**. Detta i kombination med minusräntan pressar hela avkastningskurvan nedåt. BOJ kan vid behov ändra både nivån (procent) och löptidsmålet (år). Märkligt är dock att BOJ numera har både ett ränte- och ett expansionsmål – ett av dem är ju i praktiken överflödigt.

Det andra elementet, **löftet om att överskrida inflationsmålet 2 procent**, ska uppnås genom fortsatt kraftfull expansion av monetära basen genom tillgångsköp. Målet är att öka inflationsförväntningarna och därmed lyfta löneförväntningarna. Den önskade sammantagna effekten av de två nya stegen är att säkerställa att den **reala avkastningskurvan upp till minst 10 år ska pressas nedåt i takt med stigande inflation framöver**.

### Bernankes ande svävar över BOJ

Feds före ordförande Ben Bernanke är sannolikt en av arkitekterna bakom BOJ:s nya åtgärder. Han tycks ha tron, till skillnad från f d Fed-kollegor och andra centralbanksföretädare, att det är **mer effektivt att styra** (t ex sänka) **nominella räntor än att förändra** (t ex höja) **inflationsmål** bl a när det gäller att skapa ökat manöverutrymme i en ny värld.

Debatten om detta är den bästa vägen framåt för renoveringar av penningpolitiska ramverk lär fortsätta och intensifieras i takt med risken för sekulär stagnation. För Japan är det dock mycket **tvetsamt om de steg som BOJ nu tagit verkligen är lösningen för att få upp landets tillväxt och inflation**.

För Japans finanssektor innebär dock den förändrade penningpolitiken både **skydd och sårbarhet**. BOJ försöker åstadkomma en positivt lutande avkastningskurva. Det minskar de negativa effekterna av lågräntepolitiken på bankers lönsamhet. BOJ skyddar också den japanska obligationsmarknaden från stigande omvärldsräntor, något som många befارar kan bli resultatet av t ex USA:s förväntade räntehöjningar.

Frågan är om inte Japan ändå försöker **skapa en svagare valuta**, på tvärs mot G20:s slutsatser, för att ge japanska exportföretag ännu bättre förutsättningar att höja löner och öka investeringarna. BOJ:s vilja att skapa negativa inhemska realräntor, upp till -2 procent på långa räntelaceringar om inflationsmålet ses som trovärdigt och högre omvärldsräntor ger japanska investerare skäl att öka utlandsexponeringarna.

BOJ har nu i praktiken tagit ett steg mot helikopterpengar i o m att man ger staten en möjlighet att låna till 0 procent i 10 år. Eftersom politiken ändå bedöms ha en tidsgräns är det först om BOJ accepterar att skriva ned värdet på sitt innehav av landets statsobligationer som den verkliga helikoptern har lyft (läs mer i *Nordic Outlook*, Augusti 2016).



## Tillväxten vänder uppåt 2017, förutom i Kina

- **Kina: Stabilisering i närtid**
- **Indien: Forsiktig acceleration väntas**
- **Ryssland: Långsam vändning**
- **Brasilien: Statsfinanserna stor utmaning**

### Kina: Snabbare reformer behövs

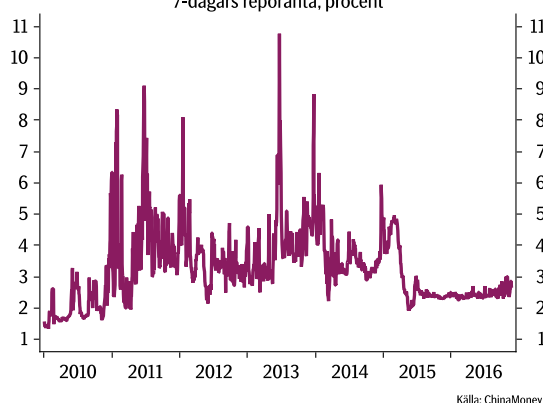
Tillväxten har nu parkerat på 6,7 procent under tre kvartal. Trots frågetecken kring BNP-statistikens kvalitet kan man utläsa att bidraget från industri och byggsektor minskade tredje kvartalet, vilket kompenserades av snabbare expansion i tjänstesektorn. Exporten går fortsatt trögt hämmad av svag global efterfrågan medan bostadsmarknaden fått ett uppsving 2016 när ökad försäljning lett till att stocken av osålda lägenheter minskat. Myndigheterna har dock börjat agera för att bromsa bostadspriserna genom lokala förbud i större städer mot köp av flera bostäder samt krav på högre kontantinsatser. Bostadspolitikerna har därmed svängt från stödåtgärder till åtstramningar vilket dämpar tillväxten framöver.

Sammantaget har **aktiviteten i ekonomin stabiliserats**; till stor del tack vare stimulanser. Nästa år väntas tillväxten åter dämpas då effekten av tidigare penningpolitisk stimulans klingar av och reformarbetet tynger utvecklingen i industrin. Regeringen vill dock sannolikt försöka hålla tillväxten stabil inför de viktiga möten under slutet av 2017 då stora delar av det politiska toppskiktet ska bytas ut. Expansiv finanspolitik väntas därför bidra till att inbromsningen blir måttlig. **BNP förutses öka med 6,7 procent 2016 och med 6,4 procent 2017. 2018 bromsar tillväxten in till 6,0 procent.**

**Inflationen** ligger kvar långt under målet på 3 procent och var i oktober 2,1 procent. Producentpriserna visar nu åter positiva 12-månaderstal efter att ha fallit sedan början av 2012. Mätt som helårsgenomsnitt **väntas KPI-inflationen hamna på 2,2 procent 2016 och på 2,5 procent 2017 och 2018.**

**Kinas penningpolitik har svängt över i konventionell riktning.** Centralbanken försökte tidigare direkt styra penningmängden, vilket resulterade i en mycket volatil interbankränta. Sedan mitten av 2015 har denna dock stabiliserats; sannolikt som en följd av att centralbanken börjat använda den som målvariabel. Centralbanken använder nu öppna marknadsoperationer och andra interventioner som styrmedel. Förändringen innebär att behovet att göra justeringar av reservkvot och jämförelseräntor minskar. Penningpolitikens verktyg har därmed blivit mer lika de som utvecklade ekonomier använder.

Kina: Omsvängning av penningpolitiken  
7-dagars reporänta, procent



**Reformarbetet går långsamt.** Åtgärder för att minska överkapaciteten i industrin har hittills varit begränsade och någon tydlig inbromsning för den snabba kreditgivningen har inte skett. Myndigheternas oro är att snabba förändringar ska försvaga arbetsmarknaden och skapa social oro. En förändring i den officiella kommunikationen kan dock skönjas. Ett extra politbyråmöte i slutet av oktober **tyder på att policyfokus nu flyttas från tillväxtstöd till att hantera tillgångsbubblor.** Förändringen är i linje med åtgärderna för att bromsa bostadsprisökningarna och förstärker bilden av att finanspolitiken är det återstående stimulansverktyget.

Efter att ha hållit **yuanen** stabil inför inkluderingen i IMF:s SDR-korg 1 oktober har centralbanken låtit valutan försvagas. På kort sikt skapar dollarförstärkningen tillsammans med fortsatta kapitalutflöden och oro kring USA:s framtida handelspolitik efter Trumps valseger deprecieringstryck. Försvagningen blir dock mild och **USD/CNY** väntas stå i **7,05** vid **slutet av 2017** och i **6,80** vid **slutet av 2018.**

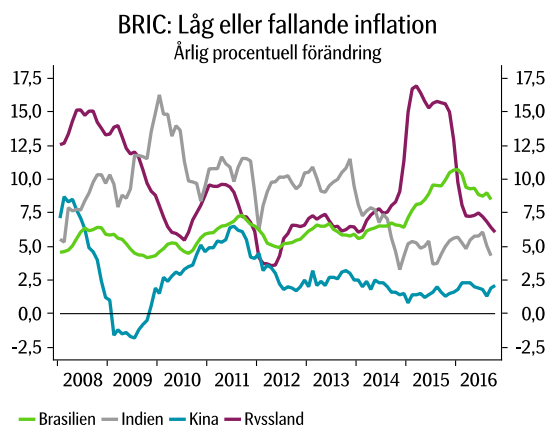
### Indien: Frågetecken kring penningpolitiken

BNP-tillväxten dämpades andra kvartalet till 7,1 procent i årstakt och därmed minskade diskrepansen med övriga ekonomisk data som pekar på en betydligt trögare utveckling. I närtid utgör svaga investeringar det största hindret för att tillväxten ska kunna skjuta fart rejält. Investeringarna hämmas av strukturproblem samt av att hög skuldsättning hos de statliga bankerna och många privata företag dämpar såväl utbud som efterfrågan på krediter. Ett antal åtgärder har genomförts och försök görs att bygga upp en marknad för företagsobligationer men sannolikt krävs omfattande kapitalinjektioner i bankerna för att få fart på kreditgivningen.

BNP väntas accelerera gradvis från **7,6 procent 2016 till 7,8 respektive 8,0 procent 2017 och 2018.** Den nationella

försäljningsskatten är ett viktigt reformframsteg och det finns möjlighet att skatten hinner implementeras 1 april 2017 som planerat. Däremot gör trögheter på viktiga reformområden som arbetsmarknaden samt lagstiftningen kring landköp att det blir svårt att nå målet på en BNP-tillväxt på 8-10 procent.

Inflationen har bromsat in och ligger klart under målet på 5 procent vid budgetårets slut i mars 2017. Som helårsgenomsnitt väntas **inflationen hamna på 5,2 procent 2016, på 4,7 procent 2017 och på 4,5 procent 2018.**



Centralbanken har nu lämnat det gamla systemet där chefen själv fattade beslut om styrräntan. Besluten tas i stället av en penningpolitisk kommitté som i likhet med Riksbanken har sex medlemmar inklusive centralbankschefen med utslagsröst. På det första mötet i oktober röstade kommittén enhälligt för att sänka styrräntan med 25 punkter. I kombination med centralbankens nedrevidering av bedömningen av den långsiktigt neutrala räntenivån har det rest **frågetecken kring penningpolitiken**. Det är dock för tidigt att slå fast att centralbanken flyttat fokus tillbaka till stimulans av tillväxten.

Rupien har försvagats något av Trump-segern men höll sig dessförinnan stabil mot dollarn senaste månaderna. Starka fundamenta ger motståndskraft. **Vid slutet av 2017 och 2018 väntas rupien stå i 69,0 respektive 67,0 mot dollarn.**

### Ryssland: Återhämtningen blir långsam

Högre oljepriser och förbättring i industrin gör att den värsta recessionen nu passerat. Privat konsumtion är dock fortsatt under press men det finns tecken på förbättringar. EU:s och USA:s sanktioner väntas ligga kvar, även om Trumps valseger ökat osäkerheten, vilket i kombination med strukturproblem gör att återhämtningen blir svag. **2016 bedöms BNP minska med 0,6 procent** varefter en svag återhämtning med tillväxt på **1,0 respektive 1,5 procent** förutses **2017 och 2018.**

Utrymmet för finanspolitiskt stöd är litet. Budgetunderskottet väntas 2016 hamna nära 4 procent. Regeringen har använt Reservfonden för att täcka underskottet och om fonden fortsätter minska i samma takt kommer den att vara förbrukad nästa höst. Med hjälp av Nationella välfärdsfonden kan underskottet finansieras till början av 2019. Innan dess måste åtgärder i form av skattehöjningar och ökad upplåning vidtas.

Inflationen har fallit tillbaka och dämpningen väntas fortsätta. **2016 bedöms inflationen hamna på 7,1 procent** mätt som helårsgenomsnitt. **2017 dämpas inflationen till 5,5 procent och 2018 till 5,0 procent.** I mitten av september sänktes styrräntan med 50 punkter till 10,0 procent. Pressmeddelandet var dock hökaktigt och styrräntan väntas vara oförändrad resten av 2016 innan sänkningarna återupptas 2017.

Resultatet av **parlamentsvalet** blev att **Putin och Enade Ryssland** ytterligare **stärkte sitt grepp om inrikespolitiken**. Förändrade vallagar samt en hårdhänt hantering av den splittrade oppositionen gjorde att Enade Ryssland kunde utöka antalet platser i parlamentet trots den svaga ekonomiska utvecklingen. Valutfallet väntas inte påverka den ekonomiska politiken och förstärker bilden av att det inte kommer några mer omfattande reformer innan **presidentvalet i mars 2018.**

**Rubeln** har stärkts rejält 2016 och apprecieringen fortsatte under hösten drivet av mer stabilt oljepris och förbättrat sentiment kring tillväxtekonomin. Rubeln har visserligen försvagats med oljepriset efter Trumps seger men har klarat sig bättre än de flesta EM-valutor och bedöms stå i **66,0 mot dollarn vid slutet av 2017 och i 70,0 vid slutet av 2018.**

### Brasilien: Statsfinanserna en svår utmaning

I likhet med Ryssland har Brasilien tagit sig igenom den värsta BNP-nedgången. Vändningen drivs av nettoexport och investeringar. Hushållens höga skuldsättning i kombination med stigande andel dåliga lån och svag kreditgivning gör att den privata konsumtionen till skillnad från tidigare återhämtningar inte kommer att vara en drivande faktor. **BNP väntas minska med 3,2 procent 2016. 2017 ökar BNP med 1,0 procent och 2018 med 2,0 procent.**

Återhämtningen får visst stöd från mjukare penningpolitik. I oktober sänkte centralbanken styrräntan för första gången på fyra år till 14 procent. Inflationen har fallit tillbaka rejält och var i oktober 7,9 procent i årstakt. För **helåret 2016 väntas inflationen hamna på 8,7 procent** och dämpas därefter till **6,0 procent 2017 och 5,0 procent 2018.** Fallande inflation och regeringens ambition att få ordning på statsfinanserna skapar möjlighet för ytterligare uppmjukning av penningpolitiken men räntesänkningarna blir gradvisa.

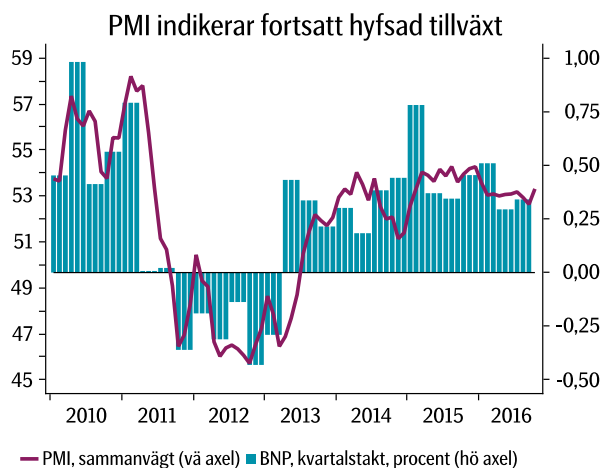
Inrikespolitiken har stabiliserats sedan Dilma **Rousseff tvingats avgå som president**. Temer-regeringen sitter troligen kvar fram till valet 2018 och kan nu i högre grad fokusera på reformer. Förutom strukturproblem är **budgetunderskottet** på 10 procent av BNP den **största utmaningen** i närtid. Regeringens förslag om ett tak för de offentliga utgifterna godkänns troligen slutgiltigt i december. Den för statsfinanserna viktiga **pensionsreformen** blir dock svårare att driva igenom.

**Realen** har sedan årsskiftet apprecierat med omkring 20 procent mot dollarn och riskerar att bli ett hot mot återhämtningen. Apprecieringen har gått snabbt men realen väntas försvagas nästa år drivet av högre amerikanska räntor efter Trumps valseger. **Vid slutet av 2017 och 2018 väntas realen stå i 3,50 respektive 4,00 mot dollarn.**

## Indikatorer pekar på viss tillväxtuppväxling

- **Ökad sysselsättning ger konsumtionskraft**
- **Stigande men fortsatt låg inflation**
- **Val i flera länder ger politisk osäkerhet**
- **ECB förlänger QE-programmet i december**

De ekonomiska utsikterna har stabiliserats den senaste tiden och flera framåtblickande indikatorer pekar nu på en viss uppväxling av BNP-tillväxten. Ett uppsving inom industrin bidrar till en **mer balanserad utveckling** mellan tjänste- och varuproduktion. Stigande sysselsättning ger konsumtionskraft samtidigt som högre kapacitetsutnyttjande stimulerar investeringarna, även om problem i vissa delar av banksektorn hämmar utvecklingen. **BNP växer med 1,8 procent 2016 och 1,6 procent per år 2017-2018. ECB beslutar om att förlänga obligationsköpen i december 2016**, varefter frågan om bantade volymer (tapering) blir aktuell en bit in i 2017.



Källa: Markit, Eurostat

Flera större euroländer går till valurnorna i slutet av 2016 och under 2017. Det mesta tyder på att populistiska och EU/eurofientliga partier kommer att få ökat stöd. I Italien har premiärminister Renzi just nu motvind inför folkomröstningen 4 december om ny konstitution och en valmotgång kan fälla eller åtminstone försvaga regeringen (se box). Det är knappast sannolikt att Nationella Frontens Marine LePen når den franska presidentposten eller att nationalistiska partier framgångar i tyska parlamentsvalet blir tillräckligt stora för att hota CDU:s dominerande ställning. Men kraftmätningarna kommer ändå att ta mycket energi och därmed hämma möjligheterna till genombrott i viktiga framtidsfrågor för EU och euron. Även Nederländerna, där parlamentsledamöter ifrågasatt om ECB

verkligen har mandat för den okonventionella politiken, står inför ett uppsplitande val i mars. Brexitfrågan kommer samtidigt att skapa osäkerhet under flera år framöver. De senaste årens erfarenheter, nu senast i CETA-förhandlingarna med Kanada, har accentuerat hur svårt EU har att enas kring gemensamma ståndpunkter. Men så länge problemen är av mer lågintensiv karaktär är det inte troligt att bristande beslutskraft får så stora negativa ekonomiska effekter under prognosperioden.

### BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

### Vägval för den ekonomiska politiken

**Såväl finans- och penningpolitiken står inför svåra avvägningar.** ECB och andra centralbanker efterlyser allt tydligare finanspolitisk draghjälp, men flera länder i regionen brottas fortsatt med höga underskott och skulder. Spanien och Portugal har t ex inte lyckats minska underskotten i linje med de riktlinjer Bryssel satt upp, även om man undgick att bli bötfällda. Begränsat manöverutrymme gör att någon större förändring knappast är trolig även om den hårdaste fasen av finanspolitisk åtstramning är över. **EU kommer generellt framöver att inta en mjukare inställning till budget-reglerna** och vissa tyska stimulanser är troliga. Sammantaget blir **finanspolitiken i stort sett neutral eller endast svagt stimulerande 2016-2018**. Det offentliga underskottet **faller från 2,1 procent av BNP 2015 till 1,5 procent 2018**. Uppgången i offentlig skuldsättning bryts i år, men låg nominell BNP-tillväxt gör att nedgången sker i långsam takt.

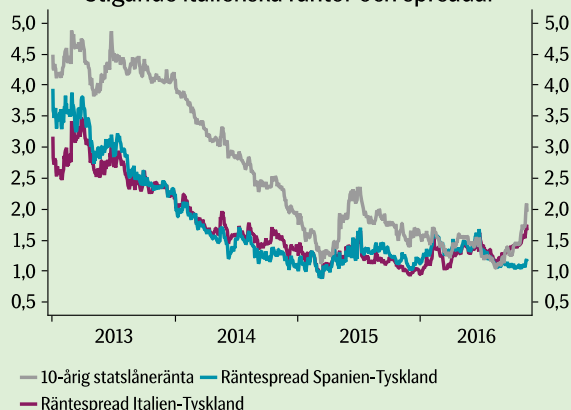
### Viss förbättring av indikatorbilden

Inköpschefsindex (PMI) steg i oktober och **indikerar en viss uppväxling av tillväxttakten under inledningen av fjärde kvartalet**. Skillnaderna mellan de stora länderna har minskat något även om Tyskland och Spanien fortsätter att visa en mer expansiv utveckling än Frankrike och Italien. Branschmässigt ser vi också en mer balanserad utveckling då läget för tillverkningsindustrin har förbättrats senaste tiden; PMI:s oktober

## Viktigt–men inte avgörande val i Italien

Italien har till skillnad från andra sydeuropeiska länder klarat sig utan stödpaket men utmaningarna är ändå stora. Efter två utdragna recessioner sedan 2008 ligger BNP-nivån nästan 10 procent lägre än innan krisen. Fortsatta problem med konkurrenskraft bidrar till att vår tillväxtprognos stannar kring 1 procent de närmaste åren, vilket inte möjliggör någon nämnvärd förbättring av arbetsmarknadsläget. Samtidigt kämpar regeringen med bankproblem och svårhanterliga flyktingströmmar.

Stigande italienska räntor och spreadar



Källa: Macrobond

Politisk osäkerhet bidrar i viss utsträckning till att hämma ekonomin. Att det finns en oro kopplad till den italienska utvecklingen kan ses bl a i att statslåneräntor senaste tiden stigit mer än i resten av regionen. Premiärminister Renzi har genomfört flera reformer de senaste två åren och nästa avgörande punkt är folkomröstningen 4 december om en ny konstitution. De konstitutionella förändringarna ska i grova drag öka regeringens möjligheter att styra och reformera landet bl a genom att minska senatens (överhusets) makt. Oppositionen ser dock å sin sida risker för att för mycket makt hamnar i händerna på premiärministern och regeringen. Renzi satte inledningsvis hela sin politiska framtid på spel genom att deklarerat sin avgång vid ett Nej. När nu Nejsidan fått ett opinionsmässigt övertag har dock Renzi backat från detta. Ett Ja i folkomröstningen blir ett stöd till Renzis fortsatta reformpolitik. Vid ett Nej kommer den politiska osäkerheten att öka ytterligare. Renzis huvudmotståndare, den EU-fientliga 5-stjärnerörelsen med Beppe Grillo som ledare, får då vind i seglen och kan bl a driva igenom en folkomröstning om Italiens EU-medlemskap. I nuläget pekar opinionsundersökningar på ett Nej, vilket skulle riskera att destabilisera regeringen och öka sannolikheten för ett nyval under våren 2017. Den politiska osäkerheten gör att nedåtriskerna i vår redan svaga Italienprognos överväger. I det labila läge som just nu präglar EU-samarbetet skulle ett Nej och framgångar för 5-stjärnerörelsen ytterligare stärka medvinden för EU-skeptiska partier i andra länder.

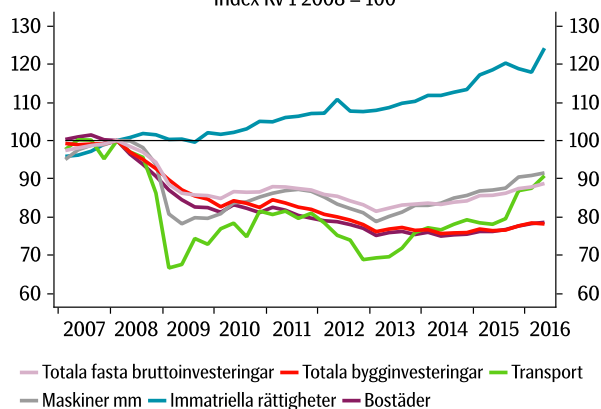
siffror var den starkaste sedan april 2014. Efter en svag start på året har **export och industriproduktion saktat förbättrats**. Orderläget är hyfsat enligt både PMI och EU:s ESI-indikator och den positiva utvecklingen fortsätter under hösten. Nedgången i anslutning till Brexit-omröstningen bröts i augusti och exporten väntas öka ytterligare framöver. Industriproduktionen stiger med 1-2 procent per år 2016-2018 och **exporten växlar upp från 2,5 procent 2016 till 4,5 procent 2018**. Överskottet i bytebalansen minskar svagt 2017-2018 när importen växer snabbare än exporten. Det internationella trycket på Tyskland att komma tillrätta med externa obalanser (alltför stort inhemskt sparande) kommer att öka, men det lär fortsatt bli svårt att stämpla ett enskilt land i valutaunion som valutamanipulator av t ex USA.

## Investeringar växlar upp

Investeringarna har varit låga under flera år och svagheten har varit bredbaserad. Låga investeringar har bidragit till att kapacitetsutnyttjandet för industrin klättrat till en nivå strax över det historiska snittet trots svag ekonomisk återhämtning. Behoven av nyinvesteringar ökar därför gradvis och redan nu ligger efterfrågan på lån på en hyfsad nivå. Sammantaget väntas **investeringarna öka med 3-3,5 procent per år 2016-2018**. Problem i banksektorn, framför allt i Sydeuropa (se ruta i *Nordic Outlook Augusti 2016*), fortsätter dock att hämma utlåning och investeringar. Även om viljan finns och försök görs för att privat sektor ska kapitalisera upp svaga banker går processen trögt i bl a Italien. Att problemen inte är unika för Sydeuropa illustrerades av de böter som USA:s Justitiedepartement dömde ut för Deutsche Bank. Med aktiemarknaden som temperaturmätare är europeiska banker fortsatt pressade; bankindexet ligger nu ca 10 procent lägre än vid början av 2016 trots en uppgång sedan sommarens lägstanivåer.

Låga investeringar under lång tid

Index Kv 1 2008 = 100



Källa: Eurostat

## Konsumtionen fortsätter upp

Hushållens konsumtion har haft en relativt stabil utvecklingstakt det senaste året och varit en av de främsta drivkrafterna för tillväxten. Detaljhandels försäljning har mattats av något den senaste tiden men bilförsäljningen fortsätter upp i god takt. Detaljhandels syn på framtiden verkar relativt stabil enligt framåtblickande indikatorer (PMI). **Flera faktorer talar för fortsatt konsumtionsuppgång**, även om något högre

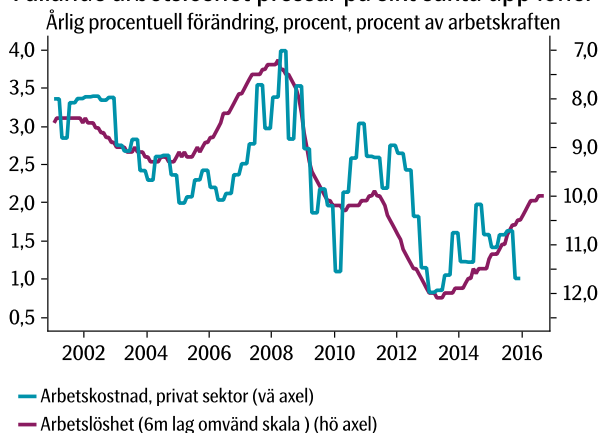


inflation till viss del sätter press på realinkomsterna. Sysselsättningen fortsätter upp, finanspolitiken är i stort sett neutral och bostadspriserna stiger i tre av de fyra största ekonomierna (i Italien faller fortfarande priserna). **Konsumtionen ökar med 1,8 procent 2016 och 1,6 procent per år 2017-2018.**

### Sysselsättningen fortsätter att öka

Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden fortsätter och antalet sysselsatta var andra kvartalet 2,5 miljoner fler än vid motsvarande period 2015. Trots detta har **arbetslösheten planat ut på nivån 10,1 procent där den legat fem månader i rad**, vilket delvis reflekterar att arbetskraftsdeltagandet nu återtagit en stor del av kristappet. Anställningsplaner enligt EU-kommissionens barometer pekar på fortsatt uppgång i sysselsättningen, vilket medför en förnyad nedgång i arbetslöshet framöver. **Mätt som årsgenomsnitt faller arbetslösheten till 9,6 respektive 9,1 procent 2017 och 2018.** Den strukturella jämviktsnivån bedöms ligga på 8-8,5 procent. Lediga resurser på arbetsmarknaden och behov av att återställa konkurrenskraften i många länder dämpar löneökningarna även framöver. Man kan därtill notera återhållsamma löner också i länder med stramare resursläge. Tyska löner har t ex de senaste åren ökat med ca 2,5 procent per år trots historiskt låg arbetslöshet. Detta bidrar till vår prognos om en mycket försiktig uppväxling av löneökningarna från strax över 1 procent i år till 1,5 procent 2018.

### Fallande arbetslöshet pressar på sikt sakta upp löner



Källa: Eurostat

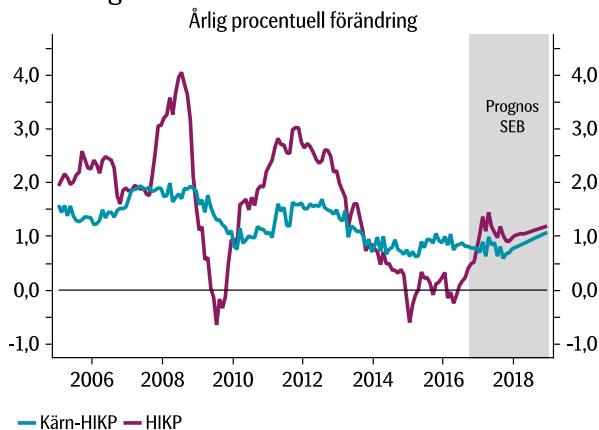
### Inflationen stiger, men under ECB:s mål

Efter att ha legat kring nollstrecket under ett par års tid har nu **inflationen (HIKP) börjat klättra uppåt**. Oktobersiffran (0,4 procent) var den högsta årliga ökningstakten sedan juni 2014 och uppgången fortsätter. Uppgången drivs framför allt av baseffekter från fallande energipriser medan den underliggande inflationen ligger stabilt kring 1 procent. Inflationen ligger kvar klart under ECB:s mål 2017-2018. Fortsatt låga löneökningar bidrar till att kärninflationen förblir låg under hela prognosperioden. Vår inflationsprognos skiljer sig inte så mycket från ECB:s i närtid men gapet växer 2018; vi tror således att ECB på sikt kommer att behöva revidera ner inflationsprognosen. Mätt som årsgenomsnitt blir **inflationen 0,2 procent 2016 och 1,1 procent per år 2017 och 2018.**

### Fortsatta obligationsköp ännu en tid

Vår huvudprognos är fortsatt att **ECB i december beslutar att förlänga QE-programmet i ytterligare 6 månader** till september 2017. **Köpen fortsätter i samma omfattning som tidigare** (80 miljarder euro per månad) samtidigt som **räntegolvet tas bort** och räntan hålls oförändrad. Räntegolvet (restriktionen att inga obligationer ska köpas med en ränta som understiger depositräntan som nu ligger på -0,4 procent) har gjort att ECB fått allt större problem att köpa obligationer i de länder där minusräntor dominerar långt ut på avkastningskurvan. ECB kan t ex inte köpa obligationer med kortare löptid än 5 år i Tyskland. Ett borttagande av räntegolvet är troligen den mest effektiva åtgärden för att obligationsköpen på ett trovärdigt sätt ska kunna utvidgas ytterligare, även om räntepågången senaste tiden till viss del lättat på trycket. Vi tror därför att detta beslutas vid decembermötet efter rekommendationer från de kommittéer som nu utreder frågan. I och med att räntegolvet tas bort kan ECB fokusera sina köp mer på kortare löptider vilket leder till en brantare räntekurva. Räntepågången minskar pressen på förändringar av regelverket.

### Stigande inflation men klart under målet



Källa: Eurostat, SEB

### Men en fortsatt än mer expansiv penningpolitik är inte problemfri

Förtroendet för QE-politiken och minusräntor är hotat bl a genom en allt större oro över likviditetssituationen i bl a Tyskland och politikens konsekvenser för den finansiella stabiliteten. Från politiskt håll reses också frågor om hur långt **centralbankernas mandat egentligen sträcker sig**. I takt med att penningpolitiken närmar sig vägs ände blir ECB-ledningen å andra sidan alltmer frustrerad över att politikerna inte använder den tid som penningpolitiken köper för att genomföra nödvändiga finanspolitiska stimulanser och strukturella reformer. I nuläget har dock ECB knappast något annat val än att fortsätta obligationsköpen. Vi tror därför att diskussionen kring när obligationsköpen ska minska kommer att läggas på is i ECB:s officiella kommunikation, men att vissa testballonger kommer att skickas ut för att testa marknadens reaktion. Vår bedömning är att **ECB i slutet av första eller början av andra kvartalet 2017 kommer att börja kommunicera att nästa steg är att dra ner de månatliga köpen och att obligationsköpen minskar med 20 miljarder euro per kvartal fr o m tredje kvartalet**. Det innebär att köpen fortsätter hela 2017 men i avtagande takt.



## Ökad osäkerhet men Brexit skjuter inte ekonomin i sank

- **Artikel 50 om EU-utträde aktiveras i vår**
- **Politisk osäkerhet dämpar BNP nästa år**
- **Pundfall och finanspolitik minskar chocken**
- **Mjuk Bank of England trots hög inflation**

Brexit har hittills inte skjutit brittisk ekonomi i sank. Tvärtom har konjunkturstatistiken överträffat förväntningarna, vilket i sin tur motiverar snäppet **mer optimistisk tillväxtbild**. Efter chockartade initiala fall har indikatorerna vänt uppåt och tyder på att tillväxten fjärde kvartalet kommer att matcha föregående kvartals robusta trend. 2016 växer ekonomin med 2,1 procent. **Viss baksmälla förutses 2017 när tillväxten bromsar till 1,4 procent**. 2018 växer BNP med 1,7 procent och prognosen överstiger konsensus 2016-2018. **Arbetslösheten**, som fortsatt falla i år, **noteras på 4,7 procent i slutet av prognosperioden**. Det är i linje med lägstanivåerna under den förra konjunkturcykeln. Pundfallet lyfter export och inflation; i årstakt toppar inflationen på 2,5 procent 2018 och mått som årsgenomsnitt blir **inflationen 2,1 respektive 2,3 procent 2017 och 2018**. Trots att inflationen hamnar över centralbankens mål räknar vi med att styrräntan ligger kvar på nuvarande rekordlåga nivåer under hela 2017.

I ett linjetal i oktober slog premiärminister Theresa May fast att **Artikel 50 i EU-fördraget ska aktiveras senast i slutet av mars 2017**. Genom att inte dra frågan i långbänk var regeringens förhoppning att informella förhandlingar med EU-ledare snarast skulle kunna inledas. Signalerna från Merkel, Hollande och Tusk tyder dock på att man inte är beredd att behandla Storbritannien med silkesvantar av **rädsla för att andra länder ska följa det brittiska exemplet och söka utträde**. Hur Mays ståndpunkt att Storbritannien ska ha stort inflytande över invandringen ska kombineras med tillgången till EU:s inre marknad är en svårknäckt nöt. Domstolsbeslutet nyligen att det är parlamentet och inte regeringen som ska hålla i taktpinnen stoppar troligen inte utträdet, men ökar chansen för en mjukare Brexit med mer eftergifter för att behålla tillträde till den inre marknaden. Utvecklingen har spött på spekulationerna om nyval; **sannolikheten för nyval 2017 är ungefär 40 procent enligt vadslagingsfirmorna**.

Den nya regeringen vill ändra den ekonomiska politikens fokus i riktning mot att **finanspolitiken ska dra större stimulansladd**. Trots att investerarna kräver mer kompensation för valutans inflationseffekter – så sent som i augusti noterades räntan på tioåriga statsobligationer på 0,60 procent att jämföra med 1,48 procent i dag – är statens

lånekostnader fortfarande låga. Det öppnar för infrastruktursatsningar när höstbudgeten presenteras den 23 november; den svaga oppositionen lär inte lägga käppar i hjulen. Därmed minskar trycket på centralbanken att stimulera ekonomin; **styrräntan ligger kvar på rekordlåga 0,25 procent till mitten av 2018** då försiktiga höjningar påbörjas. Premiärminister Mays kritik mot dagens ultralåga räntor och obligationsköp naggar centralbankens oberoende i kanten men påverkar inte den faktiska politiken.

Pundet har försvagats snabbt  
GBP/USD



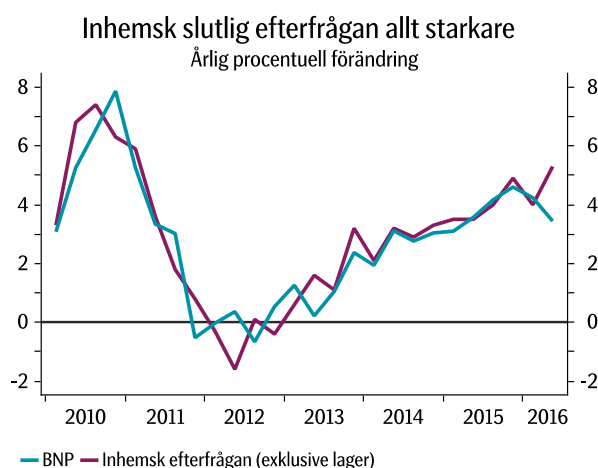
Källa: Macrobond, SEB

När väl exitklausulen aktiverats väntas den **politiska osäkerheten sätta större tillväxtavtryck**, framför allt via svagare investeringar där orderingsgången fallit tillbaka. Sysselsättningstillväxten väntas också bromsa in samtidigt som högre inflation urholkar köpkraften. Ett svaghetstecken är dessutom att tillväxten drevs helt av tjänstesektorn under det tredje kvartalet; såväl industriproduktionen som byggsektorn gav negativa bidrag. Bedömningen är dock att kombinationen av pundfall och lättare finanspolitik motverkar en kraftigare konjunkturedgång; sett sedan årsskiftet har pundet fallit kraftigt mot de flesta valutor och tappat **knappt 20 procent mot både euron och dollarn**. Det gynnar exportindustrin och exportorderingsgången har vänt upp med besked. Valuta-utvecklingen är osäker och lär på kort sikt fortsätta att drivas av det politiska skeendet. I nuläget är dock pundet klart undervärderat, framför allt mot dollarn. Bedömningen är därför att pundet stärks mot dollarn på sikt och **GBP/USD noteras i 1,38 i slutet av 2018. EUR/GBP står i 0,80 i slutet av 2018**.

## Tillväxten fortsatt väl över trend

- **Bredbaserad BNP-tillväxt**
- **Industrikonjunktur får stöd av svag krona**
- **Högre resursutnyttjande ger inflation på sikt**
- **Riksbanken avstår från räntesänkningar**
- **Stora strukturella och politiska utmaningar**

Trots att prognosmakare generellt justerat ned sina BNP-estimat efter besvikelser första halvåret håller vi fast vid en prognos där **ekonomin växer klart snabbare än sin långsiktiga trend också 2017**. BNP väntas öka med 3,7 respektive 2,8 procent 2016 och 2017 för att därefter bromsa in till 2,3 procent 2018. **Tillväxten fortsätter att drivas av inhemsk efterfrågan**, där framförallt offentlig konsumtion och bostadsinvesteringar ger stora bidrag. Hushållens konsumtion saktar in något, vilket till viss del kompenseras av mer expansiva offentliga investeringar och starkare export i spåren av den svaga kronan. Ett tecken på att den underliggande styrkan finns kvar är att slutlig inhemsk efterfrågan (inhemsk efterfrågan exkl. lager) fortstatter att accelerera under första halvåret i år, trots att BNP bromsade.



Källa: SCB

**En svagare krona i kombination med högre elpriser driver upp KPIF-inflationen till nästan två procent i början på 2017.** När dessa tillfälliga effekter klingar av faller inflationen tillbaka något eftersom underliggande cykliska krafter ännu inte är tillräckligt starka för att hålla emot fullt ut. Detta gör att inflationen i slutet av 2018 fortfarande ligger under målet, om än delvis beroende på tillfälliga effekter. Vår bedömning är att **Riksbanken förlänger QE-programmet i december** men att

utsikter för högre inflation 2017 i kombination med fortsatt stigande resursutnyttjande bidrar till att man **avstår från ytterligare sänkningar**. Vi räknar med en första räntehöjning i december på 2017 och att reporäntan i slutet av 2018 ligger på 0,25 procent.

Finanspolitiken kommer framöver att domineras av hanteringen av de senaste årens mycket stora flyktingströmmar. I takt med att flyktingarna beviljas uppehållstillstånd förskjuts dock ansvaret från stat till kommuner och landsting som har ansvaret för att förse de nyanlända med bostäder, sjukvård och utbildning. Resultatet blir **en stark uppgång i kommunernas konsumtion och investeringar** men också **ökade spänningar mellan stat och kommunsektor över hur kostnadsbördorna ska fördelas**.

### Industrin får stöd av svag krona

Indikatorer för industrin har förbättrats under hösten och den senaste PMI-undersökningen visade på **påtagligt stigande optimism**. Detta återspeglar troligen såväl något bättre världskonjunktur som svagare växelkurs. Enligt våra skattningar ger den kronförsvagning på ca 10 procent som vi sett sedan sommaren en exportstimulans som motsvarar tre procent under en treårsperiod. Exportprognosen har därför justerats upp trots att utvecklingen de senaste månaderna inte imponerat. Till de ljusare utsikterna bidrar också att utfallen för tjänsteexporten reviderats upp betydligt jämfört med tidigare oroväckande rapportering om nedgång. Vi räknar med att den **totala exporten accelererar från 4,2 procent i år till 4,6 procent 2017** år. År 2018 bromsar tillväxten till 3,0 procent i spåren av lite starkare krona.

### Bostadsinvesteringarna fortsätter uppåt

**Investeringarna har överraskat positivt hittills i år** och mycket talar för fortsatt god ökningstakt framöver. Den **viktigaste drivkraften är bostadsbyggandet** där antalet påbörjade lägenheter stigit till samma nivåer som vid den senaste boomen runt 1990. Bostadsinvesteringarna ger ett bidrag till BNP-tillväxten på 0,7 respektive 0,8 procentenheter för 2016 och 2017. I slutet av prognosperioden når bostadsbyggandet en nivå på 7 procent av BNP, vilket är i linje med den norska och danska noteringar före finanskrisen. Investeringsaktiviteten är ganska expansiv också på andra områden, men variationerna mellan olika sektorer är stora. Industris investeringar har överraskat positivt i år, men indikatorer tyder på att de saktar in under 2017. Däremot talar mycket för att **investeringarna i kommunerna**, som än så länge varit i stort sett oförändrade, **kommer att skjuta fart ordentligt under 2017**. Den totala investeringstillväxten saktar ändå in 6,0 procent 2017 från ca 8 procent 2016.

## Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

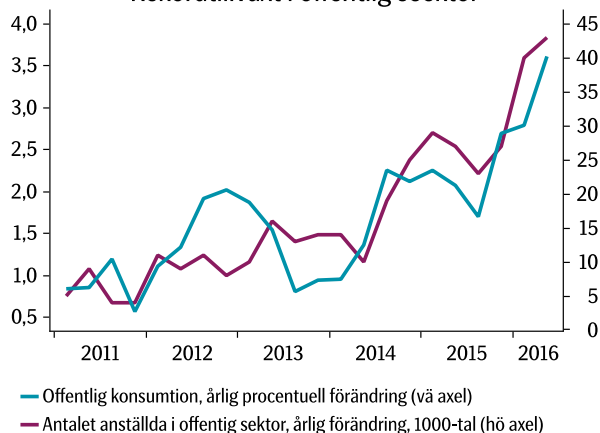
|                | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------------|------|------|------|------|
| Konsumtion     | 2,7  | 2,7  | 2,7  | 2,5  |
| Inkomster      | 2,2  | 3,1  | 2,5  | 2,4  |
| Sparkvot, nivå | 15,7 | 16,2 | 16,3 | 15,9 |

Källa: SCB, SEB

## Blandade signaler för privat konsumtion

Trots snabb sysselsättningsuppgång, god köpkraftsutveckling samt ökande förmögenheter **ökar den privata konsumtionen i ganska måttligt takt**, särskilt om hänsyn tas till befolkningstillväxten. Istället väljer **hushållen att öka sitt sparande**. Lågt förtroende för den allmänna ekonomiska utvecklingen enligt KI:s förtroendemätningar tyder på att hushållen är tveksamma till om de goda tiderna består. Detta kan i sin tur leda till att omtanke om bostadsituationen på längre sikt, t ex barns möjlighet att få tag i boende, eller oron för en låg pension driver upp sparandet. **Utsikterna framöver är blandade** men talar sammantaget för relativt goda ökningstal av konsumtionen runt 2½ procent. SEB:s Boprisindikator pekar på stigande priser också nästa år samtidigt som arbetsmarknaden ytterligare förstärks. Uppgången i realinkomster saktar visserligen in, delvis till följd av en importprisdriven inflationsuppgång, men ökningstakten är ändå högre än den historiska trenden. Kortsiktiga indikatorer är blandade, med ökad osäkerhet i detaljhandeln samtidigt som konsumentförtroendet i oktober steg till den högsta nivån sedan 2010.

## Rekordtillväxt i offentlig sektor



Källa: SCB

## Snabb expansion av offentlig konsumtion

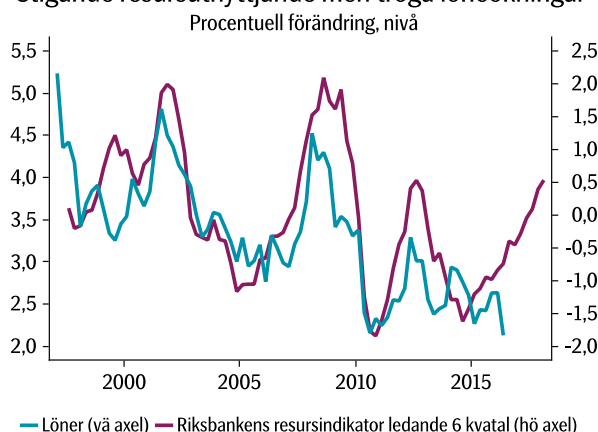
Den stora flyktingströmmen förra året sätter nu ökad **press på kommunerna**. I takt med att antalet beviljade uppehållstillstånd ökar förskjuts ansvaret från statliga Migrationsverket till kommunal sektor. Fortsatt hög efterfrågan på vård och skola gör att konsumtionstillväxten kommer att vara fortsatt hög under flera år framåt även om uppgången nu är på väg att kulminera. **Den totala offentliga konsumtionen ger ett bidrag till BNP tillväxten på en procentenhet under 2016** och även om konsumtionstillväxten saktar in till 2,5

procent 2017 förblir bidraget sektor betydligt högre än genomsnittet de senaste 20 åren.

## Stark sysselsättning ökar farten

**Sysselsättningen har accelererat ordentligt under hösten** efter en inbromsning under sommaren. Anställningsplanerna enligt KI-barometern tyder på ännu något starkare tillväxt i närtid. Dessutom **växer sysselsättningen i offentlig sektor** (som inte ingår i barometern) **i allt snabbare takt** och stod för nära hälften av den totala ökningen andra kvartalet. Trenden för arbetslösheten är nedåtriktad även om månadssiffrorna är volatila. En snabb ökning av arbetsutbudet gör dock nedgången långsam. Att fallet i arbetslöshet är koncentrerat till personer födda i Sverige medan nivån för utlandsfödda förblir hög, innebär en stor risk för strukturellt högre arbetslöshet som **accentuerar de stora integrationsutmaningar som politiken står inför**.

## Stigande resursutnyttjande men tröga löneökningar



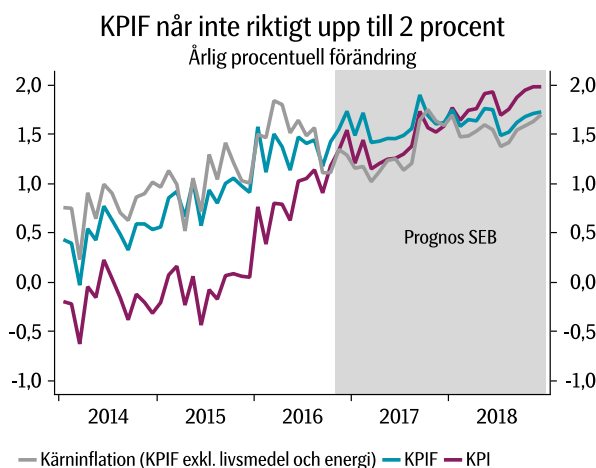
Källa: Riksbanken

Den starka arbetsmarknaden återspeglas också i att **resursutnyttjandet fortsätter att stiga**. Andelen företag som uppger att de har svårt att hitta lämplig arbetskraft närmar sig **toppnivåerna de senaste 20 åren**. En mer ansträngd arbetsmarknad stödjer vår bild av att pågående lönerörelse landar i något högre avtal än förra gången. Industrifackens krav ligger, liksom i förra rundan, på 2,8 procent, men extra låglönesatsningar gör att kraven nu är något högre. **Vi räknar med ett tvåårigt löneavtal på 2,4 procent per år**, dvs två tiondelar högre än för 2016. Stora möjligheter för företagen att importera arbetskraft inom EU gör att löneökningarna utöver avtal blir måttliga i ett historiskt perspektiv. Totalt bedöms **lönerna växa upp från 2,6 procent i år till 2,9 procent 2017 och 3,1 procent 2018**; lägre än i Riksbankens prognos.

## Högre inflation 2017 men lägre 2018

Bilden av ett **svagt underliggande inflationstryck har bekräftats de senaste månaderna**. I närtid kommer dock kraftigt stigande elpris att driva upp KPIF-inflationen till nästan två procent i början på 2017. I kombination med den kraftiga försvagningen av kronan ser KPIF-inflationen under nästa år ut att hamna på i genomsnitt 1,6 procent, vilket är i linje med Riksbankens senaste prognos. Elpriserna börjar dock falla tillbaka under andra halvan av 2017 och uppåttrycket från

den svagare kronan mattas under 2018. Mot dessa trender står ett gradvis högre cykliskt inflationstryck drivet av högre löner och svagt stigande internationella priser. Vår syn sedan länge är dock att resursutnyttjandets inverkan på inflationen kommer med betydande fördröjning på 1 till 2 år; dessutom kan sambandet ha försvagats jämfört med historiska mönster. **Resultatet blir att KPIF-inflationen förblir något under målet även under 2018.**



## Riksbanken har sänkt färdigt

Trots oväntat låg inflation de senaste månaderna valde Riksbanken att invänta mer information innan mer stimulanser sätts in. Att inflationen i oktober fortsatte att vara lägre än Riksbankens prognos, om än marginellt, gör att **en förlängning av QE-programmet vid decembermötet framstår som troligt**. Vår bedömning är dock fortsatt att sannolikheten överväger för att **direktionen avstår från ytterligare räntesänkningar**. Även om reservationer uteblev så visar protokollet från oktobermötet att ledamöterna börjar bli splittrade i synen på både behovet av nya åtgärder och riskerna för negativa sidoeffekter. Om Stefan Ingves verkligen skulle vilja driva igenom ytterligare sänkningar skulle det av allt att döma leda till en klart splittrad direktion.

Riksbankens inflationsprognos för 2017 ligger väl i linje med vår, men man är samtidigt klart mindre optimistisk avseende utsikterna för tillväxt och arbetsmarknad. Om vi får rätt kommer inkommande data således att tala mot ytterligare stimulanser det närmaste året. Kronans, också för Riksbanken, oväntade försvagning de senaste månaderna talar också i denna riktning. Trots att KPIF-inflationen inte riktigt når 2 procent under prognosperioden tror vi ändå att högt resursutnyttjande och en omsvängning mot mindre fixering vid små avvikelser från är tillräckligt för att Riksbanken ska höja räntan i december 2017. Det innebär en höjning ca 4 månader tidigare än i Riksbankens oktoberbana.

## Spreaden mot Tyskland förblir låg i närtid

Kombinationen av Riksbankens obligationsköp och minskade emissionsvolym har gjort att marginalen för den 10-åriga statsobligationsräntan gentemot Tyskland pressats ned till ca 10-15 räntepunkter. Vi tror att Riksbankens förlängning av QE-

programmet kommer innefatta en större andel realränteobligationer, men räknar med att nominella statsobligationer också ingår. Vi tror också att Riksgälden antingen i februari eller i juni 2017 tvingas reducera obligationsemissionerna ytterligare, vilket sätter obligationsräntorna under fortsatt stor nedåtpress första halvåret 2017. Vi ser därför utsikter till att räntemarginalen mot Tyskland sjunker nära noll en bit in 2017. När Riksbanken så småningom avslutar sina köp tror vi dock fortsatt att svenska obligationer kommer att handla med en likviditetspremie, vilket i kombination med att räntehöjningar från Riksbanken kommer närmare, talar för att marginalen mot Tyskland stiger betydligt under senare delen av 2017. Vår prognos om en **spread mot Tyskland på 50 punkter i slutet av 2017 och 70 punkter i slutet av 2018** är i stort oförändrad sedan föregående *Nordic Outlook*.

## Fortsatt svag krona ytterligare en tid

Den senaste tidens aggressiva kronförsvagning har flera förklaringar, men Riksbankens penningpolitik är den viktigaste faktorn. Sedan början på året har utländska förvaltare minskat sin kronexponering i takt med att Riksbankens ambitioner att försvaga kronan fått stor trovärdighet. Men EUR/SEK på nivåer nära 10.00 är inte hållbara så länge Sverige undviker att hamna i en finansiell kris. Både positionering och så småningom också makrosituation talar för starkare krona. Omvärlden har en låg sverigeexponering samtidigt som svenska förvaltare och företag har en onormalt stor valutaexponering. Vi tror EUR/SEK handlar runt 9,60 inom det närmaste halvåret. När Riksbanken höjningar närmar sig kan stärkas ytterligare och nå ner mot 9,00 i slutet av prognosperioden. För USD/SEK ser vi ytterligare uppgång det närmsta halvåret och en test av 9,50-nivån och därefter en gradvis nedgång till mer fundamentalt motiverade nivåer runt 8,20-8,30 i slutet av 2018.

## Offentliga finanser

Procent av BNP

|                       | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------------------|------|------|------|------|
| Finansiellt sparande  | 0,0  | 0,3  | 0,2  | 0,0  |
| Lånebehov (mdr)       | 33   | -65  | -5   | -20  |
| Offentlig bruttoskuld | 43,4 | 40,7 | 38,8 | 38,0 |

Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

## Stabila offentliga finanser

Trots stigande utgiftstryck i flyktingkrisens spår har de offentliga finanserna överraskat positivt när skatteintäkterna drivs uppåt av den starka konjunktturen. Utmaningarna kommer dock gradvis att öka de närmaste åren när tillväxt och skatteinkomster mattas samtidigt som migration- och integrationsrelaterade utgifter kvartsår. Vår bedömning är ändå att de **offentliga finanserna kommer att se fortsatt relativt goda ut de närmaste åren** med ett finansiellt sparande nära balans och en offentlig skuld som sjunker som andel av BNP. Statens saldo (lånebehov) visar överskott eller i stort sett balans hela prognosperioden och Riksgälden står allt mer ensam i sin tro på stora underskott redan 2017. Däremot kommer ett ökande utgiftstryck i kommunerna (se temaartikel) att leda till ökande spänningar mellan stat och kommunsektor.



- **Gradvis ökande bördor på kommunsektorn**
- **Nya statsbidrag på minst 20 mdr troliga**

**I nuläget ser de kommunala finanserna relativt bra ut tack vare stigande skatteinkomster.** År 2015 redovisade 266 av 290 kommuner ett positivt resultat exklusive extraordinära poster. I takt med att statens och Migrationsverkets kostnader för flyktingmottagande minskar kommer **trycket på kommunerna att öka**. Vår prognos innebär redan nu en kraftig ökning av kommunal konsumtion och framöver lär spänningarna mellan stat och kommun öka när det gäller finansieringsfrågor.

## Flera och ökande utgiftsdrivande faktorer

**Kommunerna är redan i utgångsläget pressade** av en åldrande befolkning och **nu tillkommer behov av utbyggnader av kommunal verksamhet** som vård, skola och social service i spåren av stora migrantströmmar. Därtill ställer den ökande befolkningen också **krav på stora investeringar** i bostäder, skolor, vägar mm. Samtidigt blir **bristen på utbildad personal** i kommunal verksamhet alltmer kännbar. Det hotar inte bara kvaliteten i verksamheten utan därtill pressas kommunala budgetar av stigande lönekostnader. Trots att sektorn har slutit ett 3-årigt avtal som innebär att man ska följa nivåerna i privat sektor är det troligt att **högre löneglidning kommer att leda till snabbare löneökningar än genomsnittet i ekonomin**. Problemen har även en regional dimension; kommuner pressas nu till investeringar av mycket långsiktig karaktär samtidigt som man inte kan vara säkra på nyanlända eller andra invånare kommer att bo kvar på längre sikt. Lite hårddraget så vill **finns det en stor risk att få vill bo där det finns plats medan de flesta vill bo där det varken finns plats eller vilja att bygga**. Detta dilemma försenar investerings investeringsbeslut och bidrar till att en del kommuner håller ner investeringarna.

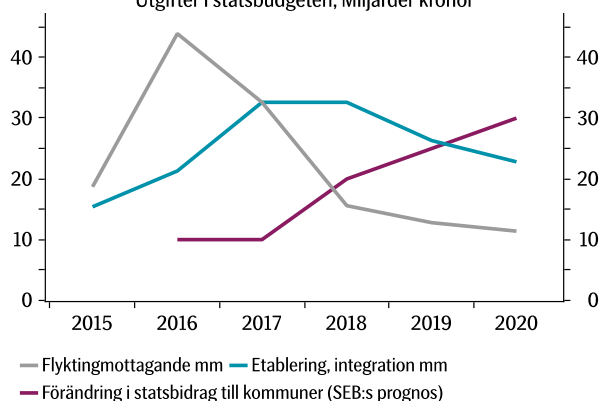
## Ökade statsbidrag och upplåning att vänta

I spåren av flyktingströmmarna förra hösten höjde regeringen att statsbidragen med 10 miljarder 2017. Men av allt att döma blir **den finansiella belastningen för kommunerna att öka mer än så**. Tittar man på de statliga utgifterna kan man se att anslagen för migration och etablering mm (delar av Utgifts-område 8 och 13) har ökat med 30 miljarder 2016/2017 jämfört med 2015. De direkta kostnaderna för staten minskar därefter till 2018-2019 med 15 respektive 25 miljarder enligt prognosen i senaste budgetpropositionen. Denna nedgång är relativt beskedlig i jämförelse med det stora fallet i prognosen för antalet asylsökande. Anhöriginvandring mm bidrar således till att kostnaderna även för staten blir höga under lång tid.

Det mesta tyder på att **kostnaderna för kommunerna kommer att öka i högre grad än vad de statliga minskar** den närmaste 5-årsperioden. Kalkyler från Sveriges kommuner och landsting (SKL) tyder på att kommunalskatten kan behövas höjas med 2-4 kronor fram till 2020 (1 krona motsvarar ca 20 miljarder i ökade intäkter). Utan en drastisk förbättring av integration och jobbskapande innebär det en dragkamp mellan stat och kommun. Hittills har SKL:s politiska ledning hållit en ganska låg profil och undvikit alarmistiska utspel men i takt med att problemen blir mer akuta är det rimligt att tro att kraven på ökade statsbidrag blir mer tydliga. Förutom migration bidrar den allmänna demografiska utvecklingen och kvalitetsbrister inom t ex vård och skola till att ytterliga förstärka behovet av mera resurser. Diagrammet ovan visar ett scenario där statsbidragen höjs med ytterligare 20 miljarder åren 2018-2020. Detta ska nog ses som ett minimum med tanke på vilka stora risker som är förknippade med ett brutet samhällskontakt i form av kraftigt försämrad kvalitet i offentliga kärnverksamheter. Vi räknar med att statsbidragen höjs med 10 miljarder ytterligare redan i statsbudgeten för 2018. Det är också rimligt att tro att även kommande extrasatsningar riktas mot de kommuner som verkligen tar emot nyanlända med tanke på pågående dragkamp mellan stat och motvilliga kommuner.

### Mer statsbidrag till kommunerna framöver?

Utgifter i statsbudgeten, Miljarder kronor



Källa: Regeringen, SEB

I slutändan kommer kommunernas pressade situation också att behöva hanteras på andra sätt än med ökade statsbidrag. Kommunalskatten kommer troligen att höjas en del samtidigt som nedskärningar och ambitionssänkningar på vissa områden är sannolika. Investeringsuppgången kommer troligen finansieras med ökad upplåning, vilket bl a sektorn själv förutspår i en enkät som SKL gjort. Den kommunala sektorn investerade sammanlagt 70 miljarder 2015 och därtill kommer investeringar i kommunala bolag 63 på miljarder (2014). År 2015 ökade kommunala sektorns skulder med 10 procent till 674 miljarder kronor. En ökad upplåning i egen regi är möjlig men andra lösningar kan behövas om kommunerna själva inte vill eller kan öka upplåningen på längre sikt som t ex statliga lån eller lånegarantier.

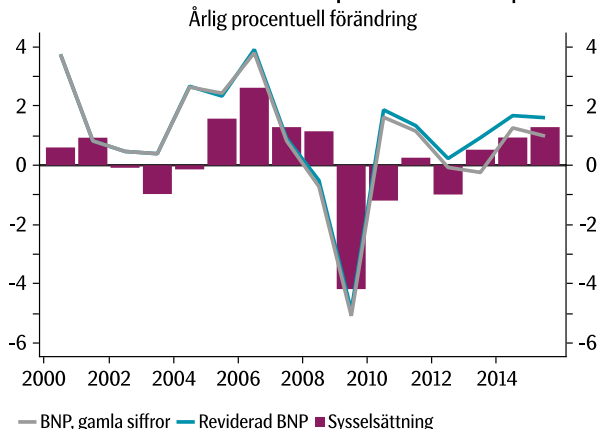


# Grunden lagd för en mer bredbaserad återhämtning

- **BNP-tillväxten väntas gradvis ta fart**
- **Stark sysselsättningstillväxt ger stöd för konsumtionen**
- **Kapacitetsutnyttjande och bostadspriser banar väg för framtida investeringar**
- **Stigande men alltjämt låga löneökningar**

Tredje kvartalet kommer troligen att visa svag tillväxt eftersom bilförsäljning, konsumentförtroende, detaljhandel, PMI och utrikeshandelsdata har tappat nyligen. Likväl är de långsiktiga drivkrafterna för viktiga BNP-komponenter fast förankrade. Vi håller därför fast vid vår prognos om tillväxt över trend; **BNP stiger med 2,1 respektive 2,4 procent 2017 och 2018**, upp från 1,4 procent 2016.

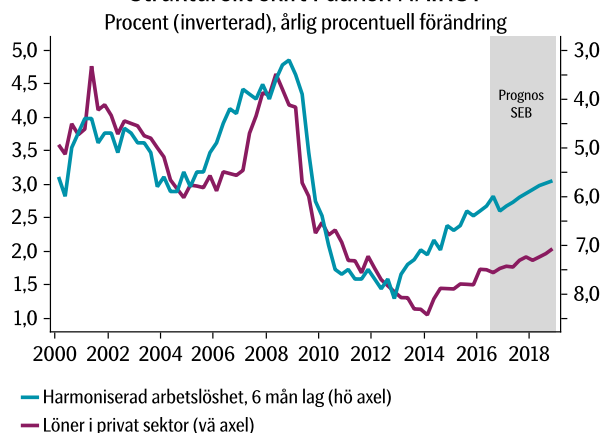
## Reviderade nationalräkenskaper löser tillväxtpusslet



Källa: Statistics Denmark, SEB

Reala disponibelinkomster växer mot en bakgrund av stigande sysselsättning och låg inflation vilket borgar för en positiv trend för **privat konsumtion; vi väntar oss ökningstal på 2,1 och 2,2 procent under 2018 respektive 2018**. Lägre räntor lättar därtill på hushållens skuldbörda. Huspriserna har vänt upp under senare år; oron för en ny bubbla i större städer förefaller dock överdriven. Reviderade nationalräkenskaper tecknar en starkare bild av exporten under senare år jämfört med tidigare data, mer i linje med utvecklingen för omvärldsefterfrågan, och exporten bör fortsätta att stärkas framöver. Vi väntar oss också att kapacitetsutnyttjandet gradvis stiger med en växande efterfrågan och i takt med att lediga resurser tas i bruk. Detta bör tillsammans med effekterna av stigande bopriser ge stöd för investeringarna.

## Strukturellt skift i dansk NAIRU?



Källa: Statistics Denmark, SEB

**Reviderade årstal för BNP fram till och med 2015 tyder på att återhämtningen i Danmark har varit både starkare och gått fortare än vad som tidigare antagits och varit mer i linje med den observerade sysselsättningsutvecklingen.**

Stark jobbtillväxt kan väntas fortsätta att sänka arbetslösheten. Data tyder på att reformer kan ha bidragit till en lägre jämvikts-arbetslöshet (NAIRU) i Danmark. Mot denna bakgrund tror vi att löneinflationen kommer att stiga långsammare än vad som tidigare varit förenligt med rådande arbetslöshetsnivå. I takt med att det negativa bidraget från energi avtar och lönerna fortsätter att stiga kan den EU-harmoniserade **KPI-inflationen väntas gå upp från 0,1 procent 2016 till 0,8 respektive 1,2 procent under 2017 och 2018**.

Finanspolitiken är lätt åtstramande och offentlig bruttoskuld väntas ligga kvar på behagligt avstånd till den stipulerade 60-procentsgränsen enligt EU:s stabilitets- och tillväxtspakt.

DKK väntas vara kvar i den starkare delen av intervallet mot EUR under kommande år, givet stort överskott i bytesbalansen och förväntad utveckling för penningpolitiken på hemmaplan och i omvärlden. ECB förlänger troligen sitt QE-program ytterligare i december i år, medan den danska centralbanken verkar ovillig att sänka räntor mer av hänsyn till oro för finansiell stabilitet och i frånvaro av starka utlösande faktorer.

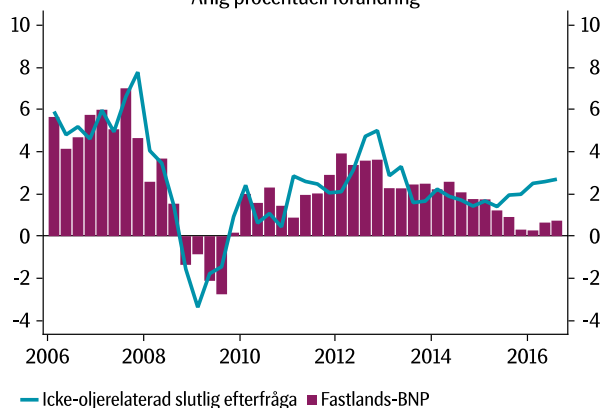
Risker för prognosen inkluderar möjligheten av negativa överraskningar för global tillväxt samt risker kopplade till dynamiken på arbetsmarknaden om, på tvärs mot våra förväntningar, nuvarande jobbtillväxt antingen avtar eller resulterar i högre än väntade löneökningar till följd av flaskhalsproblem. Konsumentförtroendet har sjunkit under det senaste året samtidigt som sparkvoten har stigit; vi väntar en viss vändning för båda.

## Tudelad återhämtning

- **Fortsatt svag återhämtning med stöd av inhemsk efterfrågan**
- **Kärninflationen fortsätter ned**
- **Oförändrad ränta från Norges Bank till 2018**

Efter flera år med vikande tillväxt i spåren av oljeprisfall och stora nedskärningar i oljesektorn, kom vändningen i vintras. En kraftfull penning- och finanspolitisk respons har hjälpt till att begränsa de negativa spridningseffekterna till övrig ekonomi. I stora drag står sig bilden från *Nordic Outlook Augusti*. Återhämtningen leds av icke-oljerelaterad inhemsk efterfrågan, särskilt investeringar och privat konsumtion. Fortsatt investeringsnedgång i oljesektorn – med åtföljande negativa effekter på aktivitet och sysselsättning i underleverantörsledet – dämpar dock uppgången för hela ekonomin. På samma sätt som nedgången var koncentrerad till oljerelaterade sektorer, kommer även återhämtningen att bli ojämn.

Tillväxten drivs av inhemsk efterfrågan  
Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway

Fastlandsekonomin – som exkluderar olja och sjöfart – växte med magra 0,2 procent från andra till tredje kvartalet. Tillväxtens sammansättning ger dock större skäl till optimism. Bortsett från en väderrelaterad nedgång i produktionen av el, dämpades ekonomin bara marginellt jämfört med i våras. Vi **drar ändå ned vår tillväxtprognos för fastlands-BNP** en aning till 0,8 procent för 2016 och med **en tiondel för 2017 till 1,7 procent** på grund av mindre justeringar av offentlig konsumtion samt lite långsammare exporttillväxt. Prognosen för 2018 är oförändrad på 2,1 procent. Total BNP väntas öka med 1,4 procent 2017 och 1,8 procent 2018.

Finanspolitiken kommer att bli mindre expansiv nästa år i takt med att ekonomin återhämtar sig från den oljerelaterade svackan. Regeringens budgetproposition för 2017 indikerar ett positivt bidrag till fastlands-BNP på 0,4 procent, jämfört med 1,1 procent under innevarande år. Lägre bolagsskatter, ökade infrastrukturinvesteringar och ytterligare sysselsättningsåtgärder ger fortsatt stöd åt återhämtningen.

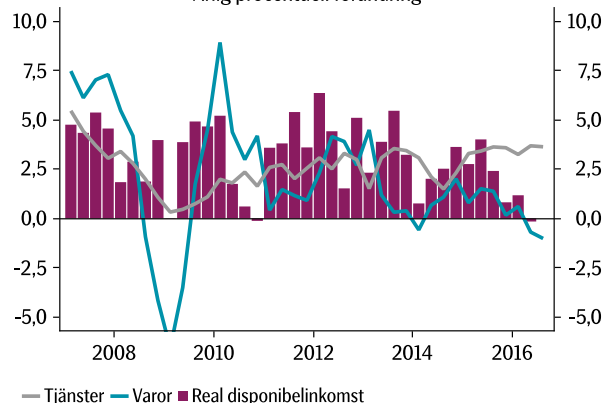
### Fastlandsinvesteringar på väg upp igen

Privata investeringar i fastlandsekonomin bör ta fart under det kommande året. Bostadsinvesteringarna har redan vänt upp kraftigt, drivit av en stark återhämtning för huspriser och nybyggnationer. Icke-oljerelaterade investeringar i näringslivet har bidragit negativt till tillväxten de senaste tre åren, men steg med 5,1 procent i årstakt under kvartal tre. Den tongivande tjänstesektorn ligger tillsammans med övrig varuproducerande industri i täten för återhämtningen. Brist på aktuella indikatorer gör det svårt att bedöma utsikterna på kort sikt, men högre aktivitet i ekonomin överlag talar för att investeringarna i dessa sektorer fortsätter att stiga. Tillverkningsindustrin släpar efter men i den senaste barometerundersökningen var industri-företagen mindre negativa kring investeringsutsikterna.

### Konsumtionen återhämtar sig

Privat konsumtion har inte haft något lysande år, men har varit förvånansvärt motståndskraftig med tanke på försämrade förutsättningar för hushållen. Stagnerande realinkomster har hållit tillbaka varukonsumtionen, som sjönk under både kvartal två och tre. Total privat konsumtion har ändå utvecklats väl på grund av fortsatt hög konsumtion av tjänster.

Svaga realinkomster tynger konsumtionen  
Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway, SEB

Framöver får konsumtionen stöd från förbättrade inkomster och stigande konsumentförtroende. Finanspolitiska stimulanser och ökad sysselsättningstillväxt ger stöd åt hushållens disponibelinkomster. Samtidigt bör hushållens köpkraft stärkas efter ett år med kraftigt negativ reallönetillväxt; inflationen avtar och en viss kompensering i nominallönerna är trolig.

Privat konsumtion har tenderat att vara känslig för utvecklingen i huspriserna. Även om det finns stora geografiska skillnader har prisökningstakten för existerande bostäder accelererat till 12 procent i årstakt i oktober. Även om priserna förefaller något uppblåsta, finns det inget som tyder på ett trendskifte i närtid. Vår prognos för **privat konsumtion** under 2017 och 2018 är **oförändrad på 2,0 respektive 2,5 procent**.

## Tudelad arbetsmarknad

Arbetsmarknaden visar tecken på att förbättras, men stora skillnader mellan olika mått reser frågetecken kring den underliggande trenden. Säsongsjusterad registrerad arbetslöshet har rört sig lägre under året till 2,9 procent i oktober. Detta mått underskattar dock troligen antalet arbetslösa, eftersom det undantar de som inte har rätt till arbetslöshetsunderstöd eller av andra skäl inte är registrerade på arbetsförmedlingen. Arbetslösheten enligt Arbetskraftsundersökningen (AKU) har skjutit i höjden, till i genomsnitt 4,9 procent kvartal tre. Uppgången är sannolikt överdriven eftersom denna telefonbaserade undersökning är notoriskt volatil och tenderar att förstora svängningar i ungdomsarbetslösheten. Huvudintrycket är att arbetsmarknaden stabiliseras snabbare än väntat, men vi väntar oss ändå att arbetslösheten ligger kvar på höga nivåer. Något starkare sysselsättningstillväxt uppväger i stora drag effekterna av ett ökat utbud av arbetskraft, och **AKU-arbetslösheten väntas bli i genomsnitt 4,7 procent 2017 och 4,6 procent 2018**.

## Motvindar för återhämtningen från olja

Regeringens kraftfulla policyrespons har eldat på efterfrågan i den inhemska fastlandsekonomin, men oljerelaterade sektorer har det fortfarande kämpigt. Nedgången i oljeinvesteringarna har varit ungefär så stor som väntat, med ett fall på hela 10,8 procent under tredje kvartalet jämfört med samma period i fjol. Operatörerna på den norska kontinentalsockeln har skurit ned sina investeringsplaner ytterligare, men nedgången bör bli mindre i volymtermer. Vi håller fast vid vår prognos om ytterligare **nedgång med 6,5 procent under 2017**, och väntar oss fortfarande att **oljeinvesteringarna vänder upp 2018**. Det negativa bidraget från oljeinvesteringar avtar därmed gradvis.

Leverantörer till oljeindustrin befinner sig fortfarande i motvind. Den oljeberoende delen av tillverkningsindustrin, som påverkas negativt av den globala investeringscykeln, visar fortsatt kraftigt negativa tillväxttal. Andra sektorer visar en bättre utveckling, om än inte stark. Med tanke på att nedskärningarna i de globala oljeinvesteringarna ännu inte är färdiga kommer industriproduktionen (exklusive energi och gruvsdrift) troligen att fortsätta att släpa efter i förhållande till signalerna i olika sentimentsundersökningar.

Exportörer av traditionella varor visar också ökade skillnader. Exporten av sådana varor har sjunkit med 7,3 procent hittills i år, vilket överraskar givet tidigare försvagning av kronen. Den dystra trenden beror delvis på ett fall i leveranserna av oljerelaterade varor så som maskiner och utrustning samt raffinerade petroleumprodukter, vilka svarar för ungefär en tredjedel av totalen. Vi har antagit i stora drag neutrala bidrag till fastlands-BNP från nettoexporten 2017 och 2018.

## Inflationen faller under målet

Inflationen har varit överraskande hög under 2016. Justerat för energi och skatter steg den till över 3,5 procent under sommaren. Uppgången kan nästan helt förklaras av den senaste försvagningen av kronen. Prisökningstakten på importerade varor accelererade under sommarperioden till 4,5 procent, medan pristrenden i övrigt var svagt sjunkande. Inflationen för importerade varor började vända ned efter sommaren och det historiska mönstret tyder på att den nedåtgående trenden kommer att fortsätta. Vi väntar oss att importprisinflationen faller till strax över noll under 2017-2018. Nedgången kan bli större och gå ännu snabbare givet de senaste månadernas kroneförstärkning.

Priserna på inhemska varor stiger i linje med den historiska trenden på nära 2,5 procent på årsbasis. Det är för närvarande inget som talar för snabbare prisökningar. Löneökningarna 2016 har varit de lägsta sedan 2000 och även om vi väntar oss en viss acceleration är riskerna större på nedsidan. Vi väntar oss att **KPI-ATE (som exkluderar skatter och energi) faller under 2 procent nästa år och ligger kvar under målet under 2018**.

## Norges Bank i vänteläge

Medan den viktigaste styrräntan har hållits på 0,50 procent sedan i mars gjorde Norges Bank en mjuk förskjutning i riktning mot en mer neutral hållning vid mötet i september. Ljusare tillväxtutsikter och överraskande hög inflation har minskat behovet av lägre ränta. Därutöver förblir riskerna för finansiella obalanser stora eftersom bostadspriserna har fortsatt att stiga snabbare än förväntat av Norges Bank. Även om vi tror att räntebotten är nådd kommer centralbanken att behålla en duvaktig hållning under merparten av 2017 med hänsyn till starkare krone och mer expansiv politik i omvärlden. Dessutom är återhämtningen i ett tidigt skede och därför bräcklig. Med tillväxt under trend och inflationen på väg ned under kommande år, tror vi att **Norges Bank håller räntan oförändrad fram till hösten 2018**.

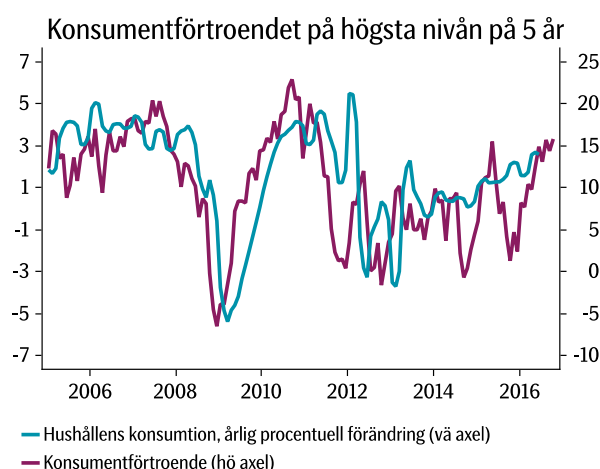
## NOK och norska obligationer bäst ihop

Utsikterna för NOK är positiva på grund av 1) en mer neutral Norges Bank, 2) högre oljepriser, 3) alltjämt undervärderad valuta och 4) fortsatta inflöden av kapital. Vi väntar oss att **EUR/NOK-kursen når 8,70 och 8,50 i slutet av 2017 respektive 2018**. Utöver negativt nettoutbud av statsobligationer nästa år utgör de goda utsikterna för kronen i sig ett stöd för statsobligationsmarknaden. Vi väntar oss att den **10-åriga räntedifferensen mot Tyskland krymper till 100 punkter till slutet av 2017**.

## Tillväxt men fortsatt motvind

- **Konsumentförtroendet på flerårshögsta**
- **Investeringar växlar upp**
- **Fortsatt finanspolitisk åtstramning**

Finland fortsätter att tappa viss mark gentemot eurozonens genomsnitt även om **tillväxten tar små steg i rätt riktning**. Exporten återhämtar sig något 2017-2018 men inhemsk efterfrågan fortsätter att vara motorn för tillväxten. Trots de senaste årens svaga tillväxt är hushållen på gott humör; konsumentförtroendet steg i oktober till högsta nivån på fem år. Investeringarna fortsätter stiga men ledig kapacitet gör att uppgången går långsamt. **BNP ökar med 0,8, 1,0 respektive 1,2 procent 2016-2018**. Trots återhämtningen ligger BNP-nivån 2018 ca 3 procent under nivån i början av 2008.



Källa: Statistics Finland, EU-kommissionen

**Indikatorbilden har förbättrats senaste månaderna** och EU-kommissionens ESI har klättrat markant sedan i juli. Framför allt indikerar tjänstesektorer förbättrade utsikter men även tillverkningsindustri och byggsektor ser ljusare på läget. Trots detta består tadelningen av ekonomin med en svag export och tillverkningsindustri. Produktionen inom tillverkningsindustrin har visserligen ökat under 2016 men årstakten ligger precis över nollstrecket. Exporten har fallit hittills i år, men en viss förbättring väntas den närmaste tiden då omvärldsefterfrågan stötts av att recessionen i Ryssland är över samtidigt som Tyskland och Sverige fortsätter att växa över trend. Regeringens program för att förbättra konkurrenskraften genom bl a låga lönekostnadsökningar stöttar exporten. Å andra sidan gör en svag svensk krona i närtid att den relativa konkurrenskraften försämras. Stigande

konsumtion och investeringar driver dock upp importen och bytesbalansen som 2015 uppvisade överskott för första gången sedan 2010 vänds åter till underskott. Lagerneddragningar har hittills i år hållit ner tillväxten men en omsvängning under hösten ger tillväxstöd.

Kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin är fortsatt lågt, efter att ha fallit under 2016. Trots det **pekar företagens investeringar upp**; andra kvartalet 2016 var det starkaste på flera år. Utlåningen till företag har ökat samtidigt som antalet byggnadstillstånd pekar på en viss ljusning även för bostadsinvesteringar. **Investeringar ökar med ca 1,5-2,0 procent per år 2016-2018**.

Arbetslösheten är fortsatt hög, 8,6 procent i september, men faller. Det senaste året har arbetslösheten minskat med 0,8 procentenheter och sysselsättningen ökar trots den svaga tillväxten. Nedgången i arbetslöshet väntas fortsätta om än i avtagande takt då arbetskraften samtidigt ökar. **Mått som årsgenomsnitt blir arbetslösheten 8,3 respektive 8,0 procent 2017 och 2018**. Jämviktsarbetslösheten bedöms ligga kring 7,5 procent, vilket innebär att det fortsatt finns lediga resurser på arbetsmarknaden. Lönetrycket kommer därför att förbli lågt även om vissa bristtal ökar regionalt.

**Konsumentförtroendet har vänt upp och låg i oktober på högsta nivån på över 5 år**. Fallande arbetslöshet och ökad sysselsättning är viktiga pusselbitar bakom stigande framtidstro och konsumtion. Samtidigt hålls realinkomsterna tillbaka av måttliga löneökningar och stram finanspolitik. Trendmässigt fallande sparkvot har bidragit till att hålla uppe konsumtionen de senaste åren men det är svårt att se att den kan falla så mycket mer från dagens nedpressade nivå på nära -1 procent. Bostadsmarknaden har varit ett orosmoln, men priserna har planat ut och får stöd av låga räntor samt något starkare arbetsmarknaden. Sammantaget förutser vi att **konsumtionen stiger med ca 1 procent per år 2016-2018**.

**Det offentliga underskottet fortsätter att minska svagt från 2,5 procent av BNP 2016 till 2,2 procent av BNP 2018**. Låg inflation och tillväxt gör att den offentliga skulden stiger ytterligare till 67,5 procent av BNP 2018. Finanspolitiken är fortsatt åtstramande bl a genom förlängd värnskatt på höga inkomster och höjda indirekta skatter.

## Ekonomin harvar på

- **Fortsatt dämpad tillväxt**
- **Möjliga förändringar av den ekonomiska politiken**

**BNP-tillväxten har varit dämpad två år i rad.** Första halvåret 2016 växte ekonomin med svaga 1,1 procent, strax över Portugal i EU:s tillväxtliga. Tillväxten väntades ha accelererat tredje kvartalet men enligt det preliminära utfallet var den oförändrad på 1,1 procent. Vi har därför **reviderat ned BNP-prognosen för 2016 till 1,3 procent.** På grund av lägre förväntad tillväxt i eurozonen har även prognoserna för **2017** och **2018** reviderats ned och BNP väntas öka med **2,2** respektive **2,8 procent.**

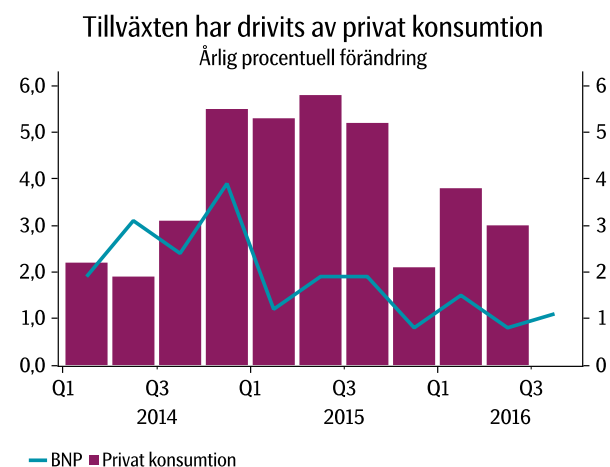
**Tillverkningsindustrin** som helhet har **återhämtat sig** från förra årets nedgång, men i energisektorn föll förädlingsvärdet rejält första halvan av 2016. Fallet speglar till stor del cyklisk svaghet i skifferoljesektorn som hämmades av oljeprisfallet men som börjat återhämta sig senaste månaderna. God tillväxt i träförädlingssektorn ger stöd till tillverkningsindustrin medan orderingången till metallindustrin minskat på grund av **låga investeringar.** Endast ett litet antal sektorer har uppvisat stark tillväxt. Industriproduktionen väntas öka gradvis drivet av stigande efterfrågan på viktiga exportmarknader.

Det finns tecken på att de inhemska investeringarna nu börjar skjuta fart. **Investeringarna ökade med 5,4 procent andra kvartalet.** Detta är mycket välkommet. Förutom att Estland är en av de mest exportberoende ekonomierna drivs BNP-tillväxten i större utsträckning än i de flesta andra europeiska länder av investeringar. **Ökad upplåning bland företagen samt förväntningar på stigande offentliga investeringar** gör att tillväxten bedöms fortsätta. Man kan dock ifrågasätta om ökade investeringar är tillräckligt för att upprätthålla långsiktig ekonomisk tillväxt. Centralbanken har i en analys visat att korrelationen mellan produktivitetsökning och investeringsökning är mycket hög samtidigt som den **totala faktorproduktiviteten inte stigit alls.**

**Arbetsmarknaden är fortsatt stark;** löneandelen har ökat till omkring 50 procent av BNP från 45 procent 2014. Med en arbetslöshet på 7,5 procent och mycket hög sysselsättning samt arbetskraftsdeltagande finns det **ingen enkel lösning för att öka utbudet av arbetskraft.** Regeringen har nyligen beslutat sänka den lön som arbetsgivare måste erbjuda anställda som kommer från icke EU-länder. Tidigare krävdes att man betalade 24 procent mer än den genomsnittliga estniska lönen för att anställa en person utifrån EU men det

kommer nu att räcka med den genomsnittliga nationella lönen. Lönekravet kommer inte längre att omfatta säsongsanställda som nu i stället kan betalas minimilönen i sektorer som jordbruk där det under vissa perioder finns stor efterfrågan på arbetskraft. Det finns ett **akut och omfattande behov av att justera Estlands mycket restriktiva invandringspolitik** då antalet personer i åldersgruppen 25 till 64 år väntas minska med 10 procent eller motsvarande 70 000 personer fram till 2025.

**Inflationen har återkommit** efter två år med deflation. I augusti steg priserna för första gången sedan mitten av 2014. I år väntas konsumentprisindex hamna på ungefär samma nivå som 2015 men väntas öka nästa år. **HIKP-inflationen** bedöms hamna på **2,4 procent 2017** och **2,8 procent 2018.** Detta kommer att påverka den privata konsumtionen som tidigare varit tillväxtens viktigaste drivkraft. **Första halvan av 2016 steg privat konsumtion med 3,4 procent** och ökningen väntas fortsätta nästa år drivet av stark lönetillväxt.



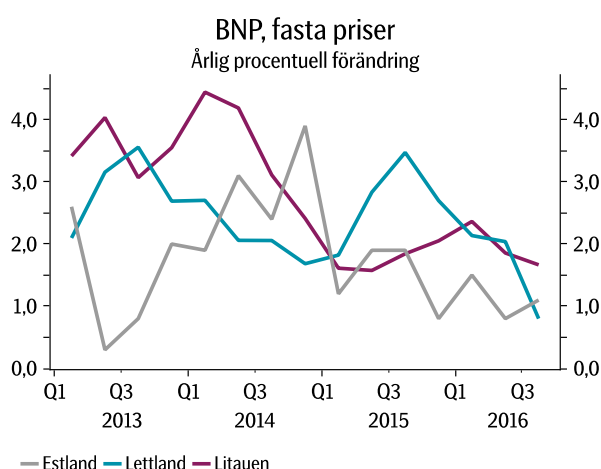
**Regeringskoalitionen har oväntat fallit samman.** En ny koalition bildas troligen av två vänsterpartier och konservativa. Förändringen är viktig eftersom det är första gången på 17 år som Reformpartiet inte kommer att vara med i regeringen och första gången på nära 12 år som premiärministern kommer från ett annat parti. Det råder osäkerhet kring den kommande politiken men regeringen ska sätta stopp för den nuvarande impassén inklusive skattelagstiftningen. Införande av progressiv inkomstskatt i stället för plattskatt och beskattning av företagsvinster förutom utdelningen har diskuterats men ser inte ut att genomföras. Alla politiska partier verkar öppna för att öka den rekordlåga offentliga skulden för att stimulera investeringarna. **Lokalval under 2017** gör att politikerna kan komma att föredra kortsiktiga i stället för långsiktiga lösningar.



## Otillfredsställande tillväxt men bättre utsikter

- **EU-fonder långsiktigt lyft för BNP och därmed inflation 2017-2018**
- **Ambitiösa planer för starkare statsfinanser – ökat fokus på nödvändiga reformer**

Ur tillväxtsynvinkel är Lettlands nuvarande läge **långt ifrån tillfredsställande**. Det senaste kvartalet stannade BNP-tillväxten på överraskande låga 0,8 procent (årstakt) p g a nya besvikelser för bl a privat konsumtion och byggandet. Det drar ned årssiffran för 2016. **Vår BNP-prognos för 2016 är nu 1,6 procent** (2,4 procent i augusti). **Nästa år och 2018 växlar BNP-tillväxten upp till 3,5 respektive 3,0 procent** tack vare EU-finansierade projekt. Viktiga utmaningar för Lettland är att säkerställa **konkurrenskraftens bevarande/förbättring** och genomföra **strukturella reformer** – och att gradvis göra ekonomin mindre beroende av EU-pengar bortom 2020.



Nedåtriskerna för tillväxten dominerar p g a fortsatt osäkerhet om effekterna av Brexit samt regionens osäkra geopolitiska läge. Stora frågetecken kring nyckelvalen i Europa under 2017 ökar också risken för lägre investeringar och konsumtion.

Förhoppningar hittills under 2016 har grusats att ökad tillgång till EU-fonder skulle få mer fart på byggande och investeringar. Därtill har privat konsumtion utvecklats svagare än väntat. Mediocker tillväxt i omvärlden samt förhöjd geopolitisk osäkerhet har bidragit till att sänka den lettiska tillväxttakten.

### Inflationen kryper uppåt

Lettland har lämnat deflationen bakom sig och trenden är för stigande prisökningstakt de närmaste månaderna. I början av

2017 väntas inflationen ha nått ca 2 procent. **KPI-inflationen för Lettland väntas i år sammanlagt bli 0,1 procent för att stiga till 2,1 respektive 1,8 procent 2017 och 2018** – delvis beroende på stigande tjänsteinflation.

Trycket kvarstår för högre löner och arbetsgivarna har svårt att hålla emot. **Lönerna väntas årligen växa med 4-5 procent** de närmaste åren. Tillgången på arbetskraft försämras bl a på grund av demografi/åldrande och emigration, vilket totalt sett ökar de ekonomiska påfrestningarna på trygghetssystemen.

**Arbetslösheten väntas sjunka från 8.9 procent i år till 7.2 procent i slutet av 2018.** Utvecklingen på arbetsmarknaden i kombination med förväntade reallöneökningar ger stöd för en återhämtning i privat konsumtion under 2017-2018.

Lettiska företag brottas med **svag produktivitetstillväxt** och därmed ett ökat kostnadstryck men kan hittills uppvisa en god utveckling; produktionen ökar i nyckelsektorer som trä- och trävaror, fabricerade metallprodukter samt elektronikvaror.

Den lägre ekonomiska aktiviteten hittills under 2016 går stick i stäv med en fortsatt **positiv trend för skatteintäkterna**. Under årets första nio månader har skatterna ökat med hela 7,4 procent. En delförklaring är myndigheternas åtgärder att förhindra skatteflykt och begränsa den svarta ekonomin. I bästa fall kan de offentliga finanserna vara ett uttryck för att BNP-tillväxten i praktiken är högre än vad som hittills noterats.

Det **offentliga finansiella sparandet** visade ett underskott på nästan 1.3 procent av BNP förra året. Vi förväntar oss att underskottet stannar på den nivån 2016 och sen gradvis minskar till 1 procent under 2018. Förutsättningar finns för att Lettland är på väg mot en balanserad budget; offentlig skuld väntas sjunka något från dagens 36 procent. Huvudprioriteringar för regeringen under 2017 är hälso/sjukvård, försvar samt skola/utbildning. I det medelfristiga perspektivet behöver de demografiska utmaningarna adresseras. Det blir en balansgång att hålla ihop de offentliga finanserna. Därför kvarstår **en risk att skatterna kan behöva höjas**.

**Kredittillväxten håller på att långsamt accelerera.** Det väntas understödja den ekonomiska utvecklingen. Lånestockarna (för såväl hushåll som företag) växer i dag med ca 2 procent. Den långsamma takten återspeglar en fortsatt skuldsaneringsprocess medan efterfrågan på lån enligt olika mätningar är förhållandevis låg. ECB:s expansiva penningpolitik väntas lyfta kredittillväxten framöver.

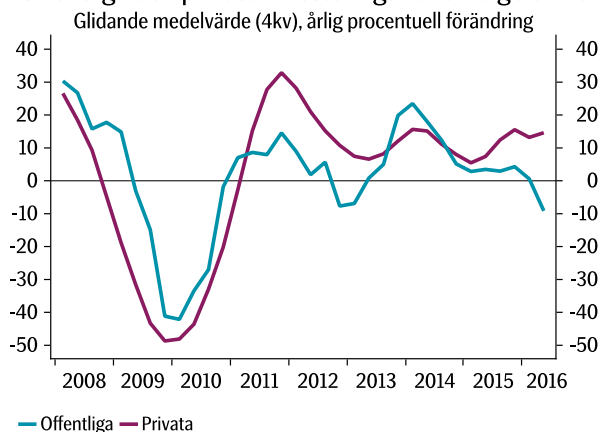
## Låga offentliga investeringar hämmar tillväxten

- **Tröga offentliga investeringar**
- **Robust fastighetsmarknad**
- **Försiktig titt på det nya regeringspartiet**

Litauens ekonomi har tappat fart. BNP-tillväxten stannade vid 1,7 procent tredje kvartalet 2016. Mindre spannmålsskörd och lägre offentliga bygginvesteringar bidrog mest till inbromsningen. **Långsammare tillväxt kan vara här för att stanna;** befolkningen krymper och innovationsbristen hämmar. **Trots detta ligger BNP-prognosen fast; ekonomin växer med 2,2 procent 2016 och tillväxten accelererar till 2,5 procent 2017 respektive 3,0 procent 2018.**

Tidsgapet mellan de strategiska projekt som färdigställdes i fjol och de nya, delvis EU-finansierade projekt som kommer att rulla igång de närmaste åren gav en kraftig nedgång i offentliga investeringar 2016. **Företagen investerar däremot mer i år.** För det första tvingas företagen att investera för att bevara konkurrenskraften gentemot regionen i övrigt. För det andra är kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin rekordhøgt, vilket kräver ny kapacitet.

### Offentliga och privata investeringar är divergerande



Källa: Statistics Lithuania

**Fastighetsmarknaden i huvudstaden Vilnius är robust,** även om ett överutbud kan finnas i vissa marknadssegment. Utbudet av kontorsytor kommer att öka med en tredjedel de närmaste två åren. Beläggningen kommer att bero på i vilken utsträckning backoffice-verksamheten expanderar. Historiskt hög hotellbeläggning har bidragit till stora investeringar inom

detta segment. Bostadsmarknaden fortsätter att vara urstark med nära-rekordstark efterfrågan och sunda prisökningar.

I år har exporttillväxten hållits tillbaka av lägre försäljning av oljeprodukter och gödningsmedel. Oron för exporttapp till Storbritannien efter Brexit har materialiserats. Om en oväntad inbromsning i Litauens viktigaste exportmarknader undviks under kvartal fyra är prognosen dock att exporttillväxten blir något högre 2016. Med transporter och finansiella tjänster som drivkrafter uppvisar samtidigt tjänsteexporten stark tillväxt och nivåerna är nära de **högsta som uppmätts**.

Drivet av högre genomsnittliga reallöner, lägre arbetslöshet och relativt stabilt konsumentförtroende **växte hushållens konsumtion med 5,8 procent under första halvåret 2016.** Bristen på kvalificerad arbetskraft och väldigt hög emigration tvingar företagen att **konkurrera allt håftigare om personalen.** Enligt enkätundersökningar förväntar sig företagen att trappa upp anställningstakten 2017. En lättnad för företagen var dock att minimilönen ligger kvar på 380 euro. Bruttolönerna stiger med 7 procent 2016 och med 6 procent både 2017 och 2018 enligt våra prognoser.

Högre arbetskostnader driver upp priserna i tjänstesektorn men **inflationen total sett ligger kvar under 1 procent i år.** Avklingande effekter från lägre energipriser i kombination med högre matpriser och stigande tjänstepriser driver dock upp inflationen till 1,5 procent 2017 respektive 2,5 procent 2018.

Dramatiken som omgärdar Litauens mer flexibla arbetslagstiftning fortsätter. Det nya parlamentet kommer att reversera vissa delar i lagstiftningen och skjuta upp implementeringen i sex månader. Detta faller inte investeringarna i smaken som ofta istället påpekar att arbetsmarknaden är hårdare reglerad än i andra länder. Detta är också ett skäl till att Litauen släpar efter grannländerna avseende utländska direktinvesteringar. **Bonde- och Miljöpartiet LVZS, som leds av den förmögne affärsmannen Ramūnas Karbauskis, vann övertygande parlamentsvalet** och formade en koalition med Socialdemokraterna. Det framgångsrika partiet blev en kraft att räkna med för bara ett år sedan, så politiken är fortfarande oförutsägbart. Även om man vann valet tack vare vissa mycket populistiska förslag, inklusive mer statlig inblandning i företagen, tvivlar vi på att man kommer att hålla fast vid förslagen.

Tack vare att **skatteintäkterna varit högre än förväntat** stannar budgetunderskottet blir 0,3 procent av BNP i år enligt vår prognos. Högre utgifter för pensioner och försvar leder dock sannolikt till att underskottet stiger nästa år.

## 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  | 1,6  | 1,8  |
| Exportmarknad OECD       | 3,1  | 2,5  | 3,3  | 4,0  |
| Oljepris Brent (USD/fat) | 53,4 | 44,0 | 55,0 | 60,0 |

## USA

Årlig procentuell förändring

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

## EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

|                                                             | Nivå 2015,<br>mdr EUR | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-------------------------------------------------------------|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP                                                         | 10 456                | 2,0  | 1,8  | 1,6  | 1,6  |
| Privat konsumtion                                           | 5 744                 | 1,8  | 1,8  | 1,6  | 1,6  |
| Offentlig konsumtion                                        | 2 164                 | 1,4  | 1,7  | 1,3  | 1,0  |
| Bruttoinvesteringar                                         |                       | 3,2  | 3,5  | 3,2  | 3,5  |
| Lagerinvesteringar<br>(förändring i % av BNP föregående år) |                       | -0,2 | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Export                                                      | 4 832                 | 6,5  | 2,5  | 3,9  | 4,4  |
| Import                                                      | 4 357                 | 6,4  | 3,3  | 4,7  | 5,2  |
| Arbetslöshet (%)                                            |                       | 10,9 | 10,1 | 9,6  | 9,1  |
| KPI                                                         |                       | 0,0  | 0,2  | 1,1  | 1,1  |
| Hushållens sparkvot (%)                                     |                       | 6,4  | 6,7  | 6,6  | 6,5  |

## ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

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

### Inflation

|                |      |      |     |     |
|----------------|------|------|-----|-----|
| Storbritannien | 0,1  | 0,4  | 2,1 | 2,3 |
| Japan          | 0,8  | -0,3 | 0,2 | 0,6 |
| Tyskland       | 0,2  | 0,8  | 1,9 | 2,0 |
| 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  | 5,2  | 4,7 | 4,5 |
| Brasilien      | 9,0  | 8,7  | 6,0 | 5,0 |
| Ryssland       | 15,6 | 7,1  | 5,5 | 5,0 |
| Polen          | -0,9 | -0,4 | 1,8 | 2,2 |

### Arbetslöshet (%)

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

## BALTIKUM

|                                          | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------------------------------------------|------|------|------|------|
| <b>BNP, årlig procentuell förändring</b> |      |      |      |      |
| Estland                                  | 1,4  | 1,3  | 2,2  | 2,8  |
| Lettland                                 | 2,7  | 1,6  | 3,5  | 3,5  |
| Litauen                                  | 1,8  | 2,2  | 2,5  | 3,0  |

### Inflation, årlig procentuell förändring

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

## FINANSIELLA PROGNOSE

|                          |                 | 16-nov | dec-16 | jun-17 | dec-17 | jun-18 | dec-18 |
|--------------------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Officiella räntor</b> |                 |        |        |        |        |        |        |
| USA                      | Fed funds       | 0,50   | 0,75   | 1,00   | 1,25   | 1,50   | 1,75   |
| Japan                    | Call money rate | -0,10  | -0,10  | -0,10  | -0,10  | -0,10  | -0,10  |
| Eurozonen                | Refiränta       | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00   |
| Storbritannien           | Reporänta       | 0,25   | 0,25   | 0,25   | 0,25   | 0,25   | 0,25   |
| <b>Obligationsräntor</b> |                 |        |        |        |        |        |        |
| USA                      | 10 år           | 2,24   | 2,30   | 2,60   | 2,65   | 2,75   | 2,85   |
| Japan                    | 10 år           | 0,02   | -0,05  | -0,05  | -0,05  | -0,05  | 0,00   |
| Tyskland                 | 10 år           | 0,31   | 0,40   | 0,70   | 0,80   | 1,00   | 1,20   |
| Storbritannien           | 10 år           | 1,41   | 1,50   | 1,80   | 1,90   | 2,10   | 2,30   |
| <b>Växelkurser</b>       |                 |        |        |        |        |        |        |
| USD/JPY                  |                 | 110    | 108    | 112    | 113    | 115    | 115    |
| EUR/USD                  |                 | 1,07   | 1,06   | 1,03   | 1,06   | 1,08   | 1,10   |
| EUR/JPY                  |                 | 117    | 114    | 115    | 120    | 124    | 127    |
| GBP/USD                  |                 | 1,24   | 1,20   | 1,18   | 1,28   | 1,33   | 1,38   |
| EUR/GBP                  |                 | 0,86   | 0,88   | 0,87   | 0,83   | 0,81   | 0,80   |

## SVERIGE

Årlig procentuell förändring

|                                                  | Nivå 2015,<br>mdr SEK | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------------------------------------------------|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP                                              | 4 181                 | 4,1  | 3,7  | 2,8  | 2,3  |
| BNP, dagkorrigerat                               |                       | 3,9  | 3,4  | 3,1  | 2,4  |
| Privat konsumtion                                | 1 884                 | 2,7  | 2,7  | 2,7  | 2,5  |
| Offentlig konsumtion                             | 1 085                 | 2,5  | 3,8  | 2,5  | 0,0  |
| Bruttoinvesteringar                              | 991                   | 7,2  | 8,0  | 6,0  | 4,2  |
| Lagerinvesteringar                               | 23                    | 0,3  | 0,3  | 0,0  | 0,0  |
| (förändring i % av BNP föregående år)            |                       |      |      |      |      |
| Export                                           | 1 906                 | 5,6  | 4,2  | 4,6  | 3,0  |
| Import                                           | 1 708                 | 5,5  | 6,5  | 6,4  | 3,0  |
| Arbetslöshet (%)                                 |                       | 7,4  | 6,9  | 6,3  | 6,2  |
| Sysselsättning                                   |                       | 1,4  | 1,5  | 1,4  | 1,2  |
| Industriproduktion                               |                       | 2,9  | 2,8  | 3,5  | 2,5  |
| 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 | 16,2 | 16,3 | 15,9 |
| Real disponibel inkomst                          |                       | 2,2  | 3,1  | 2,5  | 2,4  |
| Bytesbalans, % av BNP                            |                       | 5,2  | 4,9  | 4,7  | 4,5  |
| Statligt lånebehov, mdr SEK                      |                       | 33   | -65  | -5   | -20  |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |                       | 0,0  | 0,3  | 0,2  | 0,0  |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP                |                       | 43,4 | 40,7 | 38,8 | 38,0 |

| FINANSIELLA PROGNOSE               | 16-nov | 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           | -0,56  | -0,60  | -0,50  | -0,30  | 0,05   | 0,25   |
| 10-års ränta                       | 0,51   | 0,50   | 0,95   | 1,30   | 1,60   | 1,90   |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 20     | 10     | 25     | 50     | 60     | 70     |
| USD/SEK                            | 9,21   | 9,20   | 9,32   | 8,77   | 8,47   | 8,23   |
| EUR/SEK                            | 9,83   | 9,75   | 9,60   | 9,30   | 9,15   | 9,05   |
| TCW                                | 136,3  | 135,0  | 133,8  | 129,7  | 127,6  | 126,0  |
| KIX                                | 116,5  | 115,4  | 114,4  | 110,9  | 109,0  | 107,7  |



**NORGE**

Årlig procentuell förändring

|                                       | Nivå 2015,<br>mdr NOK | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------------|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP                                   | 3 191                 | 1,6  | 1,3  | 1,4  | 1,8  |
| BNP (Fastlandet)                      | 2 561                 | 1,1  | 0,8  | 1,7  | 2,1  |
| Privat konsumtion                     | 1 311                 | 2,1  | 1,7  | 2,0  | 2,5  |
| Offentlig konsumtion                  | 706                   | 2,1  | 2,2  | 1,9  | 1,7  |
| Bruttoinvesteringar                   | 711                   | -3,8 | 0,3  | 1,2  | 3,0  |
| Lagerinvesteringar                    |                       | 0,2  | 0,3  | 0,0  | 0,0  |
| (förändring i % av BNP föregående år) |                       |      |      |      |      |
| Export                                | 1 266                 | 3,7  | -1,5 | 0,8  | 1,4  |
| Import                                | 956                   | 1,6  | -1,1 | 1,5  | 3,1  |
| Arbetslöshet (%)                      |                       | 4,4  | 4,8  | 4,7  | 4,6  |
| KPI                                   |                       | 2,2  | 3,7  | 2,9  | 2,0  |
| KPI-JAE                               |                       | 2,7  | 3,2  | 2,5  | 2,0  |
| Årslöneökningar                       |                       | 2,8  | 2,5  | 3,0  | 3,1  |

**FINANSIELLA PROGNOSE**

|                                    | 16-nov | dec-16 | jun-17 | dec-17 | jun-18 | dec-18 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Folioränta                         | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0,75   |
| 10-års ränta                       | 1,65   | 1,65   | 1,80   | 1,80   | 1,90   | 2,10   |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 133    | 125    | 110    | 100    | 90     | 90     |
| USD/NOK                            | 8,50   | 8,58   | 8,54   | 8,21   | 7,96   | 7,73   |
| EUR/NOK                            | 9,08   | 9,10   | 8,80   | 8,70   | 8,60   | 8,50   |

**DANMARK**

Årlig procentuell förändring

|                                       | Nivå 2015,<br>mdr DKK | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---------------------------------------|-----------------------|------|------|------|------|
| BNP                                   | 2 027                 | 1,6  | 1,4  | 2,1  | 2,4  |
| Privat konsumtion                     | 962                   | 2,2  | 2,0  | 2,1  | 2,2  |
| Offentlig konsumtion                  | 521                   | 0,6  | 1,0  | 0,5  | 0,9  |
| Bruttoinvesteringar                   | 390                   | 2,5  | 1,8  | 1,8  | 2,8  |
| Lagerinvesteringar                    |                       | -0,3 | -0,4 | -0,1 | 0,0  |
| (förändring i % av BNP föregående år) |                       |      |      |      |      |
| Export                                | 1 120                 | 1,8  | 1,8  | 2,3  | 3,2  |
| Import                                | 970                   | 1,3  | 0,9  | 1,1  | 1,9  |
| Arbetslöshet (%)                      |                       | 4,6  | 4,5  | 4,2  | 4,0  |
| Arbetslöshet, harmoniserat (%)        |                       | 6,2  | 6,1  | 5,8  | 5,6  |
| KPI, harmoniserat                     |                       | 0,2  | 0,1  | 0,8  | 1,2  |
| Timlöneökningar                       |                       | 1,5  | 1,7  | 1,8  | 1,9  |
| Bytesbalans, % av BNP                 |                       | 7,0  | 6,0  | 5,7  | 4,6  |
| Saldo, offentlig sektor, % av BNP     |                       | -1,7 | -0,6 | -1,6 | -1,1 |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP     |                       | 40,2 | 40,4 | 40,8 | 40,5 |

**FINANSIELLA PROGNOSE**

|                                    | 16-nov | 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                       | 0,41   | 0,50   | 0,80   | 0,90   | 1,10   | 1,30   |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 10     | 10     | 10     | 10     | 10     | 10     |
| USD/DKK                            | 6,97   | 7,02   | 7,22   | 7,02   | 6,89   | 6,76   |
| EUR/DKK                            | 7,44   | 7,44   | 7,44   | 7,44   | 7,44   | 7,44   |

## FINLAND

Årlig procentuell förändring

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

---

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

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

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



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 30 september 2016 uppgick koncernens balansomslutning till 2 851 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 758 miljarder kronor. Koncernen har cirka 15 300 medarbetare. Läs mer om SEB på [www.sebgroup.com/sv](http://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.