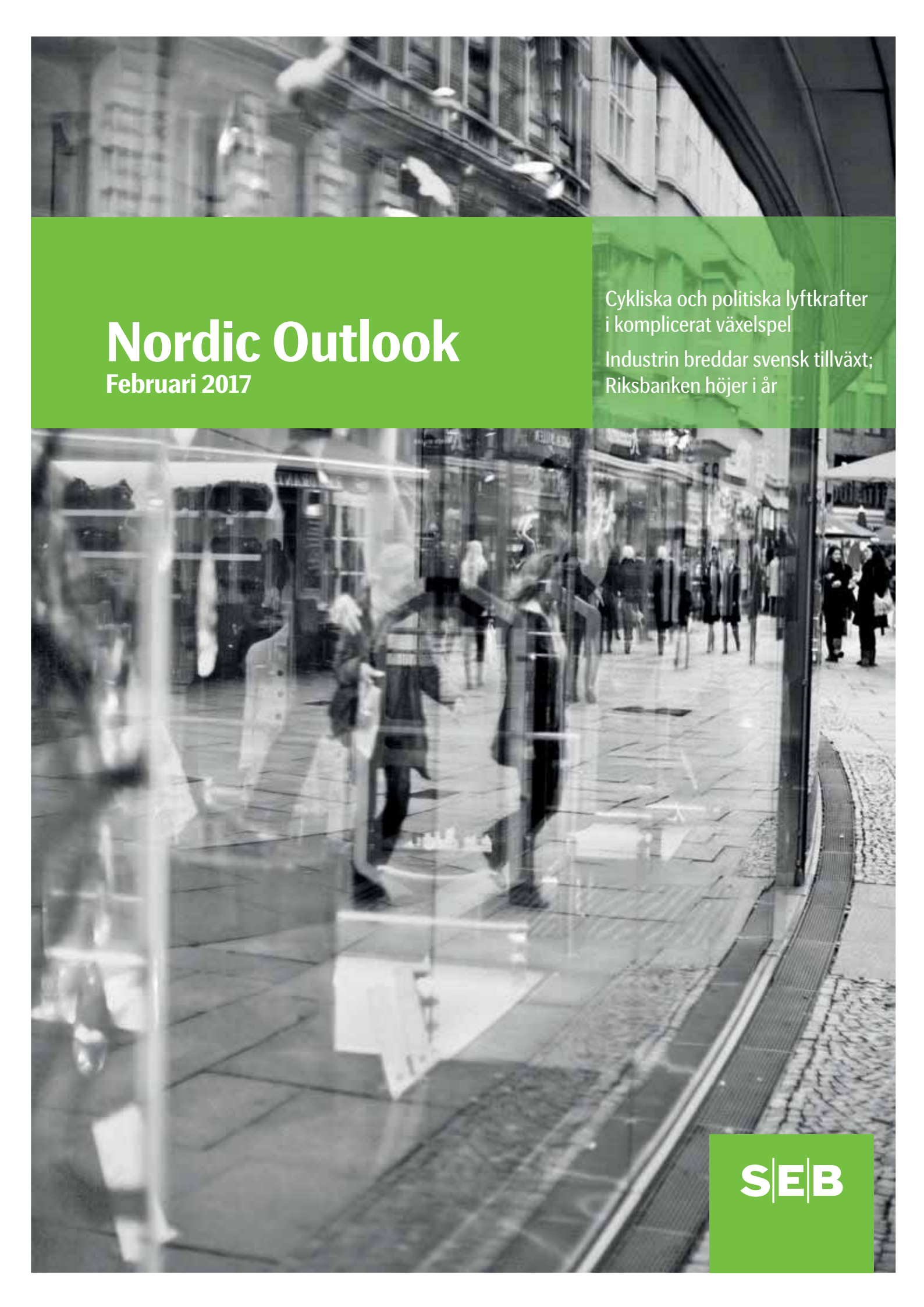




Nordic Outlook

Februari 2017

Cykliska och politiska lyftkrafter
i komplicerat växelspel

Industrin breddar svensk tillväxt;
Riksbanken höjer i år

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Svårnavigerat för amerikansk penningpolitik	13
USA	15
Tema: Stor osäkerhet kring USA:s finanspolitik	18
Japan	20
BRIC	21
Eurozonen	24
Storbritannien	27
Sverige	28
Tema: Risk för svensk obligationsbrist	32
Danmark	33
Norge	34
Tema: Norskt skuldkvotstak – lärdomar för Sverige?	36
Finland	38
Estland	39
Lettland	40
Litauen	41
Nyckeldata	42

Fördjupningsrutor

Komplicerat samspel politik vs ekonomi	6
USA:s handelspolitik skiftar mot protektionism	16
Stor politisk ommöblering senhösten 2017	21
Stora utflöden pressar Peking och yuanen	21

Denna rapport publicerades den 7 februari 2017.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 1 februari 2017.

Robert Bergqvist
Chefekononom
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

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Richard Falkenhäll
Storbritannien, USA
+46 8 506 23133

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Per Hammarlund
Ryssland, Brasilien
+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, USA
+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

Högre tillväxt påskyndar penningpolitisk normalisering

- **Många orsaker bakom globala indikatorlyft**
- **Trumponomics ger både hot och möjligheter**
- **Politiska hot stoppar inte europeisk uppgång**
- **EM: Konsolidering trots Trumpprovokationer**
- **Bredbaserad svensk tillväxt, räntehöjning i år**
- **Långa räntor fortsätter försiktigt uppåt**
- **Börser får stöd av högre vinster och tillväxt**

Konjunktursignalerna i den globala ekonomin har varit positiva de senaste månaderna. Sentimentsindikatorerna ligger nu generellt sett på sin högsta nivå sedan 2011. Detta speglar delvis förväntningar på finanspolitiska stimulanser från Trump-administrationen men politikomläggning på områden som energifrågor eller finansiella regleringar har också bidragit till ökad framtidstro. Att uppgången startade före det amerikanska presidentvalet tyder på att den också drivs av andra faktorer. **Återhämtningen av oljepriset** har t ex minskat pressen på hårt ansträngda producentländer och därtill utgjort en injektion för globala börser som ofta är relativt energi- och råvarutunga. Samtidigt är prisnivån fortfarande tillräckligt låg för att ge en positiv injektion för länder som är nettoimportörer av olja. Troligen är vi också i en fas av konjunkturcykeln där **resursutnyttjandet stigit till nivåer som driver fram lite mer investeringar** och ger lite högre lönetryck. Historiska erfarenheter tyder på att läkeprocesser efter finansiella kriser brukar ta 6 till 8 år; en mer robust uppgång i nuläget skulle vara i linje med detta mönster.

Men samtidigt som konjunkturen visar styrketecken finns stora risker. Det politiska skeendet just nu är onekligen omvälvande och osäkerheten avseende såväl Brexitprocessen som Trumps politik har snarast ökat de senaste månaderna. Det mesta tyder på att vi är på väg mot en **hård Brexit där Storbritannien helt lämnar den inre marknaden** och att förhandlingsprocessen, som kommer att forma framtida relationer med EU, blir långdragen. Trumps agerande den senaste tiden har varit både nyckfyllt och provocativt. Konfliktnivån har höjts såväl när det gäller internationella som inhemska relationer samtidigt som den **protektionistiska retoriken i valrörelsen i betydande grad verkar omsättas i praktisk politik**.

Sammantaget har våra tillväxtprognoser reviderats upp något. För USA:s del gäller detta främst för 2018, då stimulanserna hinner få större genomslag. Även den kinesiska BNP-tillväxten är något uppjusterad 2018. Vi bedömer också att vår relativt

optimistiska bild för de nordiska länderna har fått stöd och justerar t ex upp en redan hög prognos för svensk tillväxt ytterligare. Ett viktigt undantag från detta mönster gäller Storbritannien. Trots att ett svagt pund gynnar exporten lär osäkerheten avseende handelsrelationer med EU hämma investeringar i högre grad än vi tidigare förutsett samtidigt som hushållens sparande redan i utgångsläget är nedpressat. Sammantaget är nu prognosen att global tillväxt växlar upp från **3,1 procent 2016 till 3,6 resp. 3,7 procent 2017 och 2018**; en upprevidering med 0,1 procentenheter både 2017 och 2018.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Frågor rörande **resursutnyttjande och inflationsdynamik blir viktiga för finansiella marknader** de närmaste åren. Ur ett stabiliseringspolitiskt perspektiv är det lite sent att nu sätta stora stimulanser när ekonomin i många länder ligger nära normalt resursutnyttjande. Protektionistiska strömningar kan också ge inflationsimpulser bl a genom att öka inhemska faktorerers betydelse för inflationsprocessen. Vi har därför gjort vissa uppjusteringar i inflationsprognosen men tror ändå att låginflationsmiljön i stort består de närmaste åren. Ett skäl är att det troligen finns mer lediga resurser i ekonomin än vad den öppna arbetslösheten indikerar, inte minst i USA. Amerikanska skattesänkningar och infrastruktursatsningar kan också ha en positiv effekt på utbudssidan, även om dessa troligen inte har så stor betydelse de närmaste åren.

Vår relativt optimistisk syn både på efterfråge- och utbudsförhållanden de närmaste åren ger centralbankerna betydande manöverutrymme. **Allt tydligare avigsidor med den ultra-lätta penningpolitiken** ökar dock benägenheten att påbörja en normaliseringsprocess. Vi står fast vid bedömningen att Federal Reserve höjer styrräntan två gånger i år men sedan

ökar tempot till tre höjningar 2018 och därmed nås nivån 1,75-2,00 procent. Även på andra håll börjar stimulanserna trappas ned eller tas tillbaka; ECB väntas visserligen förlänga obligationsköpen in i nästa år men de månatliga köpen dras ned ytterligare från och med oktober. Riksbankens QE-program avslutas planenligt i sommar och sedan påbörjas försiktiga höjningar i december 2017. **Uppåttrenden för långa räntor**

Komplicerat samspel politik vs ekonomi

Erfarenheterna från 2016 har visat att samspelet mellan ekonomi och politik är svårångat. Att ekonomiska bedömare inte kunde förutsäga själva utfallen när det gällde Brexit-valet Trumpsegern var inte så konstigt när såväl opinionsinstituterna som vadslagingsfirmor misslyckades. Däremot finns lärdomar att dra av de ekonomiska konsekvenskalkyler som gjordes. Förmodligen tenderar ekonomer att överskatta betydelsen av mer allmänna politiska skeenden och ibland **frestas att göra väl alarmistiska kalkyler av valutfall som tycks osannolika eller obehagliga**. Historiskt sett är det t ex svårt att se något samband mellan ökade säkerhetspolitiska spänningar och den ekonomiska aktiviteten. Det kan bero på att den osäkerhet som kan uppstå kompenseras av ökande resursinsatser för t ex upprustning. Det är först när konkreta förutsättningar för lönsamhet och investeringsvilja påverkas, t ex via stigande oljepriser eller försämrat funktionssätt på finansiella marknader, som effekterna blir tydliga.

Mot bakgrund av detta kan man analysera olika scenarier i riskbilden. Det är tänkbart att den senaste tidens markanta uppgång i sentimentsindikatorer förebådar en **betydligt starkare tillväxtväg än vad som ligger i vårt huvudscenario**. En sådan kan dock, åtminstone delvis, drivas av faktorer som vare sig är önskvärda eller hållbara på sikt. Stora ofinansierade stimulanser i USA, nedprioriteringar av globala och nationella miljömål som kortsiktigt gynnar energisektorn, upprustning i spåren av ökade säkerhetspolitiska spänningar samt avveckling av finansiella regleringar som genomförts efter finanskrisen skulle kunna utgöra sådana drivkrafter. Dessa krafter kan sedan förstärkas av underliggande uppdämt konsumtions- och investeringsbehov i många länder, där t ex ökande förmögenheter och högt sparande i hushållssektorn innebär en potential. Spridningseffekterna från USA till omvärlden kan också bli större än väntat. En sådan blandning av "onda och goda" tillväxtkrafter har vissa likheter med 1930-talets återhämtning. Hur länge en sådan tillväxtperiod kan bestå beror främst på förhållanden på ekonomins utbudssida. Om politiken enbart ger efterfrågestimulanser och inte har några positiva utbudseffekter kan resultatet bli en överhettning med en ganska kraftig inflationsuppgång på några års sikt.

På nedsidan **ligger riskerna främst i att en eskalering av den politiska osäkerheten till slut ändå får ekonomiska konsekvenser**. Det kan ske genom att konflikten mellan Trumpadministrationen och andra centrala aktörer i det amerikanska samhället fördjupas på ett mer eller mindre samhällsfarligt sätt. USA kan också lägga om sin politik på

består i en miljö med stigande tillväxt och inflation. På kort sikt är ökande riskpremier, när världen lämnar noll-inflationsmiljön bakom sig, den viktigaste drivkraften till högre långräntor. Prognosen för amerikanska 10-årsräntan har reviderats upp med 35 punkter jämfört med *Nordic Outlook* november och väntas nå 3,20 procent i slutet av 2018.

ett sätt som leder till handelskrig eller avgörande funktionsstörningar för internationella organisationer som FN, IMF eller Världsbanken. Ett politiskt sönderfall i Europa i spåren av att EU-fientliga krafter får extra vind i seglen efter Brexit och Trumps valseger är också tänkbart. Politiska kriser av denna typ kan få betydande negativa konsekvenser inom vår prognoshorisont även det är mer sannolikt att de utgör mera långsiktiga risker.

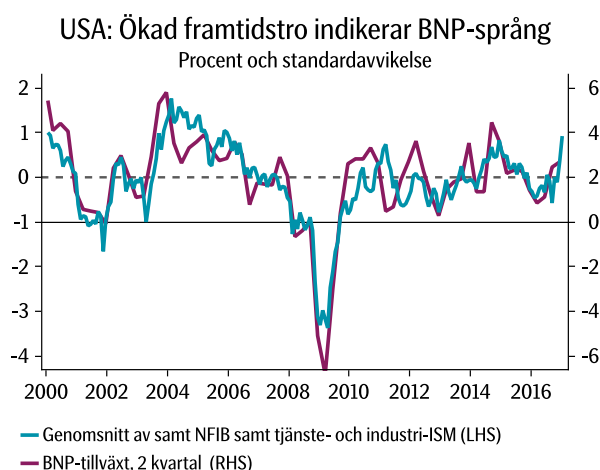
Hur kan då "Trumponomics", trots oklarheter och konstigheter, kunnat föda så stora förhoppningar hos finansiella marknader och ekonomer? En viktig förklaring är den etablerade ekonomiska politiken efter finanskrisen på flera områden gått i baklås. T ex har den exceptionella penningpolitiken återigen blåst upp balansräkningar och tillgångspriser och därmed skapat allt större ekonomiska klyftor utan övertygande effekter på tillväxten. I ett sådant klimat finns en grogrund för nya idémässiga impulser. Många ledande ekonomer **lyfter fram klassiska keynsianska drag i efterfrågestimulanserna**. Och även om många räds en hotande protektionism riktas också hård kritik mot de handelsavtal som nu existerar eller var på väg att undertecknas. Kritiken baseras på att dessa på ett godtyckligt sätt gynnar specifika sektorer samt att de är utformade på ett sätt som skapar konstlat stora vinster hos finansinstitut och multinationella företag. De **generella effektivitetsvinster som handelsutbyte teoretiskt sett ska skapa är långt ifrån självklara konsekvenser av rådande avtalskonstruktioner** enligt tongivande ekonomer.

En annan typ av resonemang går ut på att Trumpadministrationen nu, om än på ett brutalt och populistiskt sätt, på flera områden för USA i en riktning som ändå var ofrånkomlig med tanke på landets relativt sett försvagade ekonomiska position. Korporativistiska tendenser där samarbetet, både på gott och ont, mellan näringsliv och statsmakter på nationell nivå får ökad betydelse är kan också bli en trend som vi redan sett tendenser till i Storbritannien. Sammanfattningsvis är Trumponomics säkert inte lösningen på de globala ekonomiska problem vi nu står inför, men den kan mycket väl ställa utmanande frågor och **ta diskussionen framåt genom att blottlägga svagheter och återvändsgränder i tidigare förhållande synsätt**. Om vi står inför ett paradigmskifte i stil med genombrottet för den aktiva finanspolitiken på 1930-talet, Bretton Woods-kollapsen i början på 1970-talet eller den nyliberala erans genombrott i början på 1980-talet med finansiella avregleringar och inflationsmål är dock ännu för tidigt att avgöra.

På valutamarknaden väntas starka konjunkturkrafter vara en viktigare drivkraft än politiska riskpremier, vilket stärker tillväxtkänsliga råvaruvalutor och EM-valutor med svagare USA-koppling. Dollarn pressas kortsiktigt av politiska frågetecken samt stora spekulativa positioner. När fokus flyttas mot europeiska val samt fortsatta Fed-höjningar rör sig **EUR/USD-kursen dock åter nedåt och botten på 1,03 i slutet av året**. NOK och SEK fortsätter att stärkas med stöd av högre oljepris/positiv korträntedifferens mot omvärlden (NOK) respektive kommande höjningar (SEK). **Även börsutsikterna domineras av positiva konjunktursignaler.** Att vinsterna inte längre revideras ned ger också stöd för börsen och ökar motståndskraften mot räntehöjningar i USA.

USA: Stor optimism trots måttlig stimulans

Framtidstron i den amerikanska ekonomin har stärkts dramatiskt den senaste tiden. Det gäller såväl för de finansiella marknaderna som för företag och hushåll. Utsikterna till en mer expansiv finanspolitik har säkert spelat en viktig roll även om osäkerheten är stor. Vi gör också relativt försiktiga antaganden **med en nettoimpuls på 0,2 resp. 0,3 procent av BNP för 2017 och 2018** när hänsyn också tas till annonserade utgiftsnedskärningar (se Tema: Stor osäkerhet kring USA:s finanspolitik, sid 18). Ljusare utsikter för energisektorn samt möjligheter till att regleringarna för finanssektorn blir mindre omfattande har förmodligen också bidragit till optimismen. Än så länge tycks inte oro för handelsstörningar eller andra negativa effekter av minskad öppenhet gentemot omvärlden ha satt några tydliga spår. Den allra senaste tiden har dock sådana hotbilder lagt en viss sordin på riskapiten på finansiella marknader och det är ganska sannolikt att det också kan komma en rekyl nedåt i sentimenstindikatorerna, framför allt för internationell exponerade storföretag. Vår uppggraderade prognos om en **BNP-tillväxt på 2,6 procent per år 2017 och 2018 har dock tagit höjd för en besvikelserekyl.**

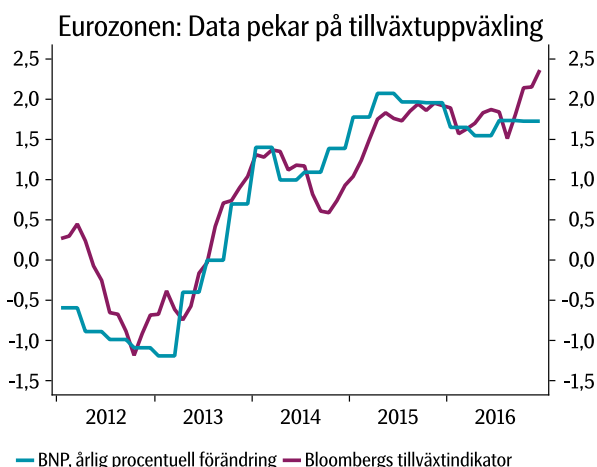


EU: Ekonomin står emot politisk osäkerhet

Också i Västeuropa har konjunkturoptimismen tilltagit den senaste tiden och sentimentsindikatorerna ligger på sin högsta nivå sedan 2011. Vissa spridningseffekter från USA har säkert gjort sig gällande men uppgången startade före USA-valet och är både regionalt och sektoriellt bredare än tidigare. Stigande

sysselsättning och en positiv trend på bostadsmarknaden gynnar hushållens konsumtion samtidigt som stigande kapacitetsutnyttjande och låga räntor gynnar investeringar. En svagt expansiv finanspolitik stöttar också. Trycket på Tyskland blir t ex allt starkare och även om vi inte tror på någon drastisk förändring så är det sannolikt att vi får se lite mer offensiva satsningar de närmaste åren. Därtill skapar relativt svaga valutor ett gynnsamt exportklimat, framför allt i Storbritannien. För eurozonen har vi justerat upp **BNP-tillväxten till 1,8 respektive 1,9 procent 2017 och 2018** och behåller därmed en prognos som ligger över konsensusbedömningen. För Storbritannien har däremot utsikterna mörknat något. Även om pundförsvagningen håller uppe aktiviteten på kort sikt tyder det mesta på att vi står inför utdragna Brexit-förhandlingar. Huvudscenariot är nu att vi får en hård Brexit där Storbritannien hamnar utanför den inre marknaden med negativa ekonomiska konsekvenser som följd.

Att de anglosaxiska länderna nu ändrat färdriktning och betonar nationella intressen på bekostnad av internationellt samarbete kommer säkert också att påverka Kontinentaleuropa när man nu går till val i Nederländerna, Frankrike, Tyskland och eventuellt också i Italien. Politiska strömningar som motsätter sig en ökad integration får nu extra vind i seglen på bekostnad av federalistiska krafter med Bryssel i spetsen. Men motståndet mot centralisering finns inte bara bland populistiska strömningar; att öka utrymmet för nationella lösningar inom ramen för EU-samarbetet har brett stöd i opinionen. Det kan t ex gälla möjligheter att i praktiken kunna ha olika sociala skyddsnät eller att ha kontroll över migrationspolitiken. Lite **paradoxalt talar mycket för att hela EU är på väg i en riktning som Storbritannien förespråkade** för egen del i förhandlingarna som föregick Brexit-omröstningen.



Trots långsiktiga identitetsproblem för EU är det ändå **inte troligt att valen 2017 kommer att leda till kraftigt ökande inflytande för EU-fientliga krafter**. Valen är inte riktigt av samma "digitala" karaktär som i USA och Storbritannien. Med två valomgångar i Frankrike talar mycket för att den franska vänstern stöttar den traditionella högerkandidaten i presidentsvalets andra omgång och därmed förhindrar Marine Le Pen att nå Elyseepalatset. I Tyskland innebär det propor-

tionella valsystemet att det är osannolikt att EU-fientliga AfD:s når så stora framgångar att man kan hota Kristdemokraternas dominans. CDU och Merkel lär därför fortsätta leda en regering antingen med Socialdemokrater (SPD) eller Liberaler (FDP) som koalitionspartner. Därmed kan de etablerade politiska krafterna skjuta problemen på framtiden.

EM: BNP-acceleration trots nya utmaningar

Tillväxtmarknader, inte minst BRIC-länderna, står inför ovanligt många påfrestningar. Flera av Trumps mer bombastiska utspel har koppling till USA:s relationer till tillväxtekonominer t ex när det gäller handelspolitik och säkerhetspolitik. Hur långt administrationen **verkligen går i konfrontationspolitiken mot Kina blir särskilt viktigt för den globala utvecklingen**. Vi är dock försiktigt optimistiska om tillväxtmarknadernas utsikter. Trots en häftig retorik har Trump indikerat att han kommer att förhandla, vilket pekar mot kompromisser. En markant ränteuppgång i USA, som delvis drivs av en mer expansiv finanspolitik, skulle också kunna generera kapitalutflöden från EM-ekonomier och därmed öka sårbarheten. Men de kompromisser och besparingar som vi räknar med i kongresshanteringen minskar riskerna också på detta område. Generellt ger starkare global tillväxt, stabilare råvarupriser och fortsatt låga internationella räntor stöd för de flesta EM-valutor samtidigt som aktiemarknaderna ser fortsatt billiga ut.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Kinas kontrollerade inbromsning fortsätter, även om ett omfattande valutaflöde ger Peking en del huvudbry. 2016 nåddes tillväxtmålen med hjälp av kreditexpansion, men mot slutet av året inleddes en försiktig åtstramning. Inför höstens ommöblering i kommunistpartiets ledning väntas Peking föra en så försiktig ekonomisk politik som möjligt och först under 2018 är det troligt att reformpolitiken kommer igång igen. Den **indiska ekonomin** har kortsiktigt hämmats av att den viktiga valutareformen implementerades på ett undermåligt sätt, vilket skapade betydande likviditetsproblem. Den underliggande styrkan finns dock kvar och flera viktiga reformer har genomförts t ex avseende konkurrenslagstiftning. Även om reformtaket nu mattas inför kommande delstatsval ser vi utsikter för att tillväxten gradvis accelererar upp till 8 procent 2018. I såväl **Brasilien** som **Ryssland** är recessionen över och vi förutser en svagt positiv tillväxt de närmaste åren, vilket bidrar till att **BNP-ökningen i EM-aggregatet som helhet växlar upp från 4,1 procent 2016 till 4,6 resp 4,8 procent 2017 och 2018**. Trots att reformpolitik stärkt utsikter i Brasilien innebär nya politiska risker kopplat till korruptionsskandaler en fortsatt nedåtrisk. Ryssland står fortsatt inför stora strukturella

problem men lite högre oljepriser ger andrum samtidigt som utsikterna för sanktionslättnader ljusnat.

Stabila oljepriser de närmaste åren

Oljepriset har haft en stigande trend det senaste halvåret. Den överenskommelse om **produktionsbegränsningar som OPEC och andra viktiga producentländer t ex Ryssland lyckades få till stånd** i slutet av 2016 har bidragit till att hålla uppe priserna över 50 USD/fat (Brent). Huvudsyftet är att få till stånd en bantning av de stora oljelagren och denna gång verkar disciplinen att följa avtalet vara bättre än på länge. På kort sikt kommer priserna troligen att pressas uppåt ytterligare en bit när lageravvecklingen fortsätter och efterfrågan förstärks en del. Men OPEC-länderna har inget intresse av att driva upp priset speciellt mycket längre, eftersom det skulle initiera en ny investeringsvåg i okonventionell (nordamerikansk) oljeproduktion. **Vi bedömer att 60 USD/fat utgör ett tak för prisnivån de närmaste åren**. Den snabba produktivitetstillväxten i utvinningen av skifferolja innebär dock på lång sikt en effektiv prispess nedåt, vilket gör att vi tror att oljepriset under 2018 flukturerar mellan 50 och 55 USD/fat. Att oljepriset återhämtat sig en del från tidigare bottenivåer har minskat pressen på de offentliga finanserna för många producentländer. Samtidigt är nivån ännu tillräckligt låg för att ge en expansiv effekt på världsekonomin som helhet.

Stigande men låg inflation

KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Låginflationsmiljön testas allt

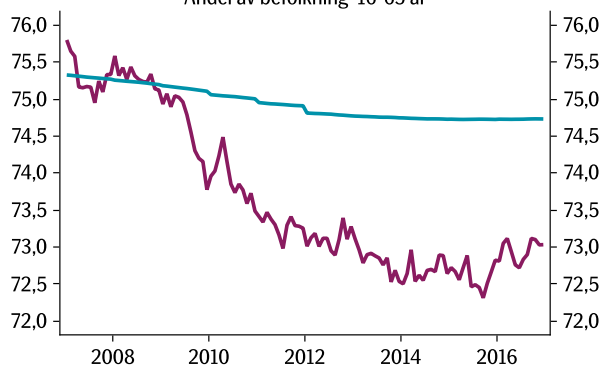
tydligare Inflationen har fortsatt att stiga de senaste månaderna och **perioden med nollinflation verkar vara över i de flesta länder**. Uppgången har främst drivits av baseffekter när effekterna av tidigare energiprisfall fallit ur 12-månaderstalen och oljepriset istället fortsatt att stiga försiktigt. Även stigande livsmedelspriser har bidragit till att de totala KPI-måtten nu nått upp till samma nivå som den underliggande inflationen. Framöver finns en rad argument för högre inflation än vi vant oss vid på senare år. Resursutnyttjandet blir alltmer ansträngt i en rad länder, samtidigt som de protektionistiska strömningarna kan stärka sambandet mellan resursläge och löne- och prisökningar. I USA kan även planerade gränstullar ge en direkt inflationseffekt. På kort sikt finns därtill risker för vissa spridningseffekter från

högre energi- och livsmedelspriser. Valutaförsvagningar ger också inflationsimpulser, framför allt i Storbritannien, men även i Sverige. Även i eurozonen kommer totala KPI att nå nära 2 procent en bit in 2017.

Stigande inflation det närmaste halvåret kommer troligen också att driva upp inflationsförväntningarna ytterligare. Det verkliga testet på om låginflationsmiljön kommer att bestå lär därför komma under senare delen av 2017 och början på 2018. Så länge vi **inte ser mer tydliga tecken på löneökningar är vi ännu inte beredda att avskryta de disinflationistiska krafter** som dominerat det senaste decenniet. Trots låg arbetslöshet har löneökningarna förblivit låga och centralbankers och regeringars försök att få till stånd en uppväxling har inte haft någon effekt. Det är också fortfarande osäkert hur starka de strukturella förändringarna verkligen är, och framför allt om de hinner slå igenom under vår prognosperiod. Det historiska mönstret att stramare resursutnyttjande först med fördröjning får genomslag på inflationen bidrar också till att vi inte tror att de cykliska inflationskrafterna hinner bli tillräckligt starka under 2018 för att ändra bilden av en fortsatt besvär-
ande låg inflationstakt för många centralbanker. I USA innebär en arbetslöshet nära eller under jämviktsnivå ett visst lönetryck men det **också troligt att det finns mer lediga resurser än vad den öppna arbetslösheten indikerar**. Grafen nedan visar t ex att arbetsdeltagandet ligger betydligt lägre än det gjorde innan finanskrisen och att detta i ganska liten utsträckning beror på demografiska förändringar. Den måttliga uppgång av löner och priser vi förutser ger Fed även framöver stora frihetsgrader.

USA: Fortsatt lågt arbetsdeltagande

Andel av befolkning 16-65 år



— Nivå vid konstant (2007 års) förvärvsfrekvens per årskull — Faktisk nivå

Källa: Macrobond

Stafettväxling penning- och finanspolitik

Tecknen på att penningpolitiken nått vägs ände blir allt tydligare. Starkare tillväxt och minskande nedåtrisker på inflationssidan underlättar centralbankernas uppgift att fasa ut **okonventionell penningpolitik och inleda försiktiga normaliseringsprocesser**. En mer expansiv finanspolitik – framför allt i USA, Storbritannien och Japan – avlastar penningpolitikens tillväxtfrämjande roll men riskerar att också att bli **procyklisk**. Fortfarande finns stora policyfrågetecken kopplade till bl a nivån på resursläge och neutral ränta samt lönebildningens mekanismer. Den nya politikens möjligheter att

höja produktivitet och potentiell tillväxt samt de protektionistiska vindarnas effekter på globala priser utgör också osäkra bitar i centralbankspusslet. Försiktigt stigande inflation **dämpar realräntans uppgång i spåren på centralbankshöjningarna** och bidrar till en fortsatt expansiv penningpolitik.

Feds manövrerar i en komplex penningpolitisk miljö

Tema: Svårnavigerat för amerikansk penningpolitik, sid 13).

Redan före presidentvalet befann sig USA-ekonomin i ett tillstånd som motiverade fortsatta höjningar och procyklisk finanspolitiken stärker skälen ytterligare. Vi står fast vid att **Fed höjer räntan två gånger under 2017 men räknar nu med att man tar tre steg under 2018** till en nivå för styrräntan på 1,75-2,00 procent. Under 2018 inleder Fed en försiktig nedmontering av sin penningpolitiska tillgångsportfolio.

Centralbankers styrräntor

Procent

	Idag	Jun 2017	Dec 2017	Dec 2018
Federal Reserve	0,75	1,00	1,25	2,00
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	4,35	4,35	4,35
Riksbanken	-0,50	-0,50	-0,25	0,25
Norges Bank	0,50	0,50	0,50	0,75

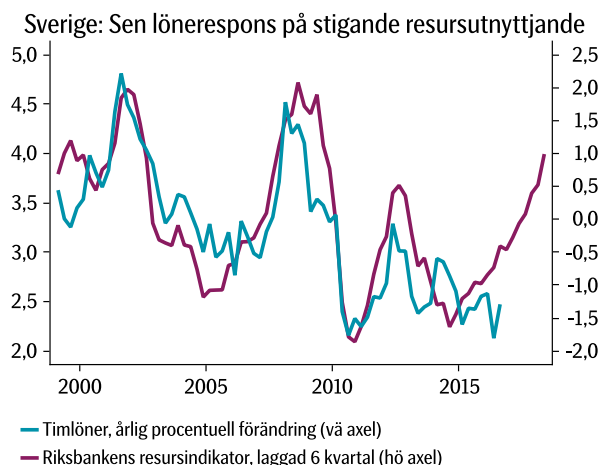
Källa: Centralbanker och SEB

Den mindre expansiva Fedpolitiken underlättar för andra centralbanker att påbörja en utfasning av sin okonventionella penningpolitik. Besvärande låg underliggande inflation tvingar ändå **ECB och Bank of Japan (BOJ)** att fortsätta med QE-politiken trots stigande inflationsförväntningar. Stabilare tillväxt- och inflationsutsikter i kombination med insikter om den okonventionella politikens begränsningar och tillkortakommanden ger dock ECB skäl att nu till sommaren börja signalera ytterligare neddragningar i de månatliga värdepappersköpen. Beslut väntas efter sommaren. Räntan i både eurozonen och Japan ligger kvar på 0,0 respektive -0,1 procent under hela prognosperioden. **Bank of England avslutar sin QE-politik under 2017** (i princip redan i februari), men avvaktar med räntehöjningar under de närmaste åren för att kunna invänta Brexitprocessens olika steg.

Riksbanken höjer i slutet av 2017

Tillväxtkrafterna i svensk ekonomi har breddats den senaste tiden genom ett tydligt uppsving för industrin. Förutom snabbt ökande bostadsbyggande och stigande offentlig konsumtion i flyktingkrisens spår bidrar därmed också exportsidan till att **BNP-tillväxten blir 3,1 procent 2017 för att sedan sakta in till 2,4 procent 2018**. Den höga tillväxten bidrar till att resursutnyttjandet stiger till sin högsta nivå sedan 1980-talet. Inflationen växlar upp mot 2 procent under 2017, men drivs i hög grad av effekter från högre energipriser och tidigare kronförsvagning. Eftersom avtalsrörelsen även i år ser ut att landa i relativt låga avtal (2,4 procent jämfört med 2,2 förra året) lär

inflationen falla tillbaka 2018 när energi- och valutabidragen försvagas. Vi ser ändå tecken på att Riksbanken gradvis förbereder en omsvängning av penningpolitiken och blir mindre fixerad vid mindre avvikelser från inflationsmålet. Vi står därför fast vid **prognosen att en första räntehöjning kommer i december 2017** och att den sedan följs av två höjningar till en styrräntenivå på +0,25 procent i slutet av 2018.



Källa: SEB, Riksbanken

I Norge fortsätter återhämtningen efter tidigare oljeprisdrivna svacka. Tillväxten hölls i fjol uppe av inhemska sektorer, främst investeringar i bostäder och offentlig konsumtion. Under 2017 breddas återhämtningen med ökade bidrag från privat konsumtion och en gradvis vändning för icke-oljerelaterade investeringar samt traditionell export. Fortsatta fall i oljerelaterade investeringar gör dock att **BNP-tillväxten i hela ekonomin stannar på 1,1 procent 2017 respektive 1,7 2018**. Inflationen faller nu brant i takt med att importprisimpulsen klingar av samtidigt som inhemskt pris- och lönetryck förblir dämpat. Det ställer penningpolitiken inför en balansgång. **Risker från stigande bostadspriser och utlåning talar mot fler sänkningar** men låga inflationsutsikter gör att Norges Bank inte har någon brådskande att strama åt. Vi tror att en första räntehöjning till 0,75 procent dröjer till slutet av 2018.

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2015	2016	2017	2018
Sverige	4,1	3,5	3,1	2,4
Norge	1,6	0,5	1,1	1,7
Danmark	1,6	1,0	1,8	2,2
Finland	0,2	1,4	1,5	1,6

Källa: OECD, SEB

Räntor upp när nollinflationsmiljön lämnas

Långränteuppgången i USA kom av sig i början av 2017, men vi tror att detta är en tillfällig paus och att obligationsräntor fortsätter att trenda uppåt i en miljö då både tillväxt och inflation är på väg upp. Att Feds höjningar fortskrider samtidigt som ECB gradvis lättar ytterligare på gaspedalen ger också stöd till uppgången. Därtill kommer förändrade utbuds-/efterfråge-

förhållanden när **Fed genomför en försiktig krympning av sin obligationsportfölj** samtidigt som **ändrad finanspolitik** leder till en viss ökning av emissioner av statspapper i USA. Att Kina fortsätter att minska sitt innehav av amerikanska statsobligationer bidrar också till att öka utbudet på ett sätt som driver upp amerikanska långräntor. ECB närmar sig också slutet på de senaste årens exceptionella stimulanser även om styrräntehöjningar fortfarande är avlägsna. Att brist på långa tyska obligationer kan tvinga ECB att öka köpen av statspapper med kortare löptid bidrar också till en brantning av räntekurvan i eurozonen framöver.

På kort sikt är dock **stigande riskpremier**, när världen lämnar nollinflationsmiljön bakom sig, **den viktigaste drivkraften till högre långräntor**. Förutom lite högre inflationsprognoser har också riskbilden ändrats när finanspolitiska stimulanser nu sätts in i ett läge där arbetsmarknaden i USA är nära ett normalläge. Överhettningsscenarier blir därmed mindre osannolika och sprider sig tendenserna till en mer sluten och mindre marknadsorienterad ekonomisk politik i USA och Storbritannien kan de senaste decenniernas låginflationsmiljö behöva omprövas i en högre grad.

USA: Inflationsförväntningar driver nominell ränta

10-årig statsobligation, procent



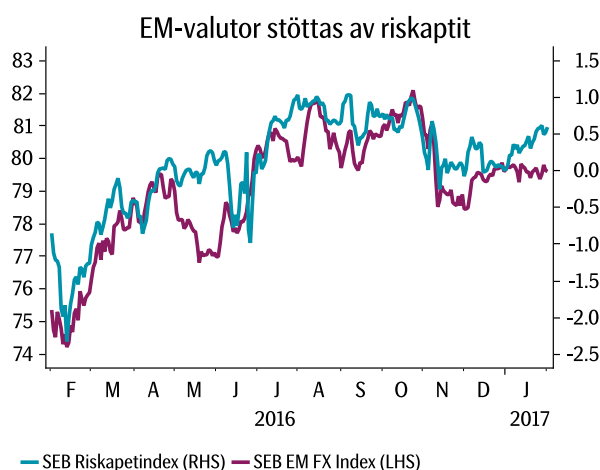
Källa: DG ECFIN, Macrobond

Vår prognos är att 10-åriga räntor i USA stiger till 2,85 och 3,20 procent i slutet av 2017 resp. 2018. Motsvarande tyska obligationer handlas på 0,75 procent och 1,25 i slutet av 2017 och 2018. **Räntedifferensen mellan 10-åriga räntor i USA och Tyskland ligger därmed kvar runt 200 räntepunkter** under större delen av perioden, **i linje med de högsta nivåerna sedan slutet av 1980-talet**. Jämfört med *Nordic Outlook* i november har **prognosen för långa räntor reviderats upp** med 0,35 procentenheter i USA vid slutet av 2018. Riskbilden är splittrad; på uppsidan finns främst risker för högre inflation i spåren av ökad protektionism och på nedsidan dominerar risker för nya ekonomiska bakslag och finansiell oro från upptrappat handelskrig och/eller geopolitiska kriser.

I Sverige fortsätter kombinationen av Riksbankens fortsatta obligationsköp och minskade emissionsvolymen att hålla nere räntedifferensen mot Tyskland. När Riksbanken efter sommaren försiktigt börjar signalera kommande räntehöjningar i sin räntebana drar räntespreaden åter isär och rörelsen för-

stärks när styrräntehöjningar börjar levereras mot slutet av året. Vi ser därtill ökad sannolikhet för att investerare börjar kräva en viss premie för ökade likviditetsrisker på den svenska statsobligationsmarknaden när stocken av statsobligationer, exklusive Riksbankens innehav, i slutet av året understiger 10 procent av BNP. Prognosen är att **räntedifferensen mot Tyskland ligger på 50 punkter i slutet av 2017 och 70 punkter i slutet av 2018**. Svenska 10-årsräntor stiger därmed till knappt 2 procent i slutet av 2018.

Negativt nettoutbud av obligationer, positiva utsikter för den norska kronan samt snabbt fallande inflationen talar för att **uppgången i obligationsräntor i Norge kan bli mindre än i Tyskland**. Att Norges Bank inte har någon brådska att börja höja räntan betyder också att penningpolitiken sannolikt inte kommer att utgöra något hot mot obligationsmarknaden i år. Vi tror dock att utbudsfaktorer, till följd av introduktionen av en ny 10-årsobligation i mitten av februari, kan sätta visst tryck upp på långa räntor under första halvåret 2017 och resultera i en något brantare räntekurva. I slutet av 2017 förutser vi 10-årsspreaden gentemot Tyskland har krympt till 105 punkter motsvarande en räntenivå på 1,80. Räntespreaden kommer att stabiliseras runt 90 punkter i slutet av 2018 när marknaden börjar förbereda sig på försiktiga höjningar från Norges Bank.



Valutor: Stark konjunktur viktigare än stigande politisk riskpremie

Valutamarknaden kommer under 2017 att slitas mellan olika drivkrafter. Samtidigt som den globala återhämtningen förstärks och blir mer synkroniserad innebär installeringen av Trumpadministrationen en högre politisk riskpremie. Vår övergripande bedömning är att konjunkturkrafter i form av t ex starkare framtidstro och stigande inflation och inflationsförväntningar kommer att utgöra den starkaste drivkraften. Det kommande halvåret tror vi därför att tillväxtkänsliga valutor, som råvaruvalutor och andra EM-valutor med relativt svag USA-koppling, kan fortsätta att stärkas. Politiska frågetecken i USA i kombination med att marknaden präglas av stora spekulativa dollarpositioner gör att vi under våren förutser en rörelse för EUR/USD mot 1,10. På lite längre sikt bidrar dock Fedhöjningar i kombination med **att den politiska osäkerheten mer fokuseras på de europeiska valen till att**

EUR/USD rör nedåt och når 1,03 i slutet av 2017. Under 2018 tror vi åter att kursen rör sig något uppåt mot mer fundamentalt motiverade nivåer.

Att Storbritannien går mot en hård Brexit kommer att sätta pundet under fortsatt press även om utsikterna är genuint osäkra. **Vi tror att en ytterligare försvagning ligger i korten och att EUR/GBP rör sig mot 0,90 i början på 2017**, varefter en viss normalisering ned mot mer fundamentalt motiverade sker. Mot slutet av 2018 ser vi dock ett fortsatt undervärderat pund med EUR/GBP på 0,85 och med GBP/USD på 1,30.

Den svenska kronan har tagit tillbaka en del mark och på kort sikt ser vi ganska liten potential för ytterligare förstärkning. Negativ reporänta och fortsatt QE-köp utgör ingen kronvänlig miljö och KIX-index har redan nått en nivå som är 3 procent starkare än i Riksbankens prognos. En ytterligare förstärkning skulle säkert utlösa duvaktiga kommentarer från direktionen. Långsiktigt ser vi dock fortsatt starka skäl att tro att en stark svensk balansräkning skapar utrymme för en tydlig appreciering. Om Riksbanken levererar räntehöjningar i linje med vår prognos bör **EUR/SEK handlas runt 9,00 i slutet av 2017 och sedan fortsätta ned till 8,80 mot slutet av 2018**.

Det låga oljepriset på senare år har bidragit till en **tydligt undervärderad norsk krone**. Även om valutan återhämtat sig från de lägsta nivåerna tror vi att NOK har utrymme att fortsätta att stärkas under 2017 med stöd av både lite högre oljepris och skillnaden i styrränta mot omvärlden när Norges Bank avstår från ytterligare sänkningar. Ett oljepris i linje med vår prognos på USD 50-60/fatet i år har historiskt sammanfallit med EUR/NOK runt 8,75. En positiv flödesbild när Norges Bank i år väntas öka sin NOK-köp bidrar också till vår **prognos om att EUR/NOK når 8,50 i slutet av 2017** för att sedan sjunka ytterligare något 2018. En riskfaktor är att marknaden i hög grad tagit position för en starkare NOK, vilket gör valutan känslig för nya bakslag för ekonomin och oljepriset.

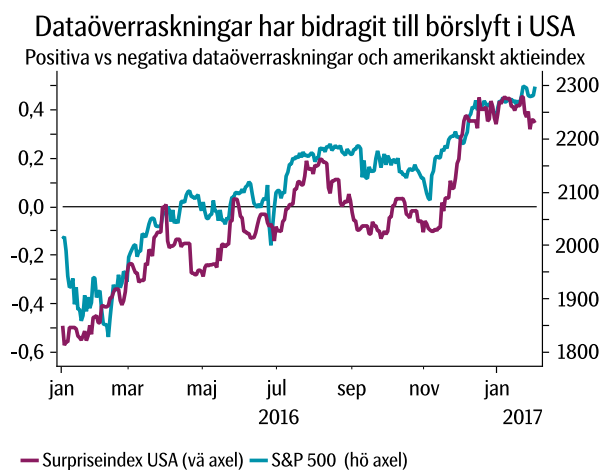
Stark konjunktur viktigast för börsen

Börsen reagerade snabbt på utsikterna om en ändrad ekonomisk politik i USA och amerikanska aktieindex har satt nya rekord i början av året. I en sådan situation är risken för bakslag stor om Trump fortsätter att agera nyckfullt och provocerande. Men när nu det senaste halvårets uppgång i indikatorer är på väg att sätta avtryck i hårddata gör vi ändå bedömningen att **konjunkturstyrka är en viktigare drivkraft för börsen än politisk osäkerhet**. Därmed får aktiemarknaden ytterligare stöd de närmaste kvartalen även om momentum försvagas en del när den inledande överraskningsfaktorn avtar.

Rapportsäsongen har också så här långt varit något bättre än förväntat och tidigare trend med nedreviderade vinstprognoser ser ut att ha brutits. **Förbättrade vinster gör att börsen inte är lika beroende av stöd från centralbanker**. Feds höjningar samt nedtrappade policystimulanser från ECB behöver därför inte vara så negativt för börsen framöver.

Sammantaget behåller vi en positiv syn på aktier och framförallt i Europa, inklusive Sverige, samt Japan. Svagare tillväxt och lägre vinstmarginaler har bidragit till att

europiska aktier gått betydligt sämre än sina amerikanska motsvarigheter alltsedan finanskrisen 2007. Båda dessa faktorer ser dock ut att kunna gynna Europa mer än USA framöver. Löne- och räntekostnaderna i USA väntas stiga framöver medan mindre ansträngt resursläge och fortsatta ECB-stimulanser mildrar marginalpressen för europeiska bolag. Eurozonens export får också stöd av både förbättrad världskonjunktur och på lite sikt förnyad försvagning av euron mot dollarn. Även den ganska cykliska och exporttunga Tokyo-börsen bör gynnas av ökad global efterfrågan och en relativt svag valuta. EM-aktier väntas generellt ge samma avkastning som på utvecklade marknader, men med en högre volatilitet. Värderingen för EM-aktier är låg i ett historiskt perspektiv och exporten bör få stöd av tidigare gynnsam valutakursutveckling samt från starkare USA-konjunktur. Mot detta står ökade geopolitiska risker, protektionistiska tendenser i USA samt långsam reformtakt (i t ex Brasilien, Turkiet och Ryssland).



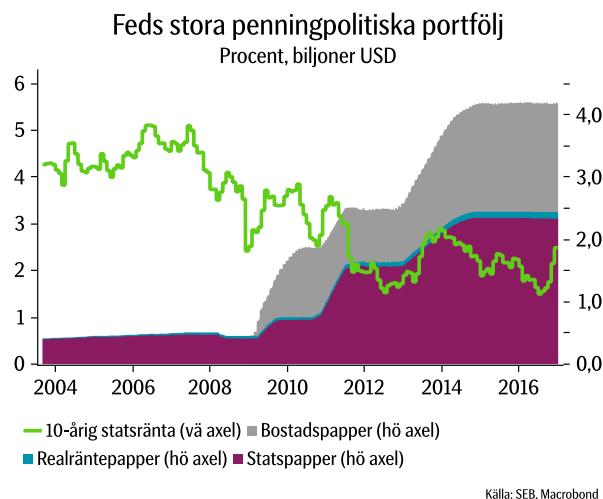
Källa: Macrobond

Nordiska aktier har sammantaget rört sig sidledes under det senaste året och därmed gått sämre än världen i stort. Detta kan delvis förklaras av valutaeffekter, samt för Danmarks del stort beroende av läkemedelssektorn, som hade ett dåligt år i fjol. **Efter flera år med svag vinstutveckling är förutsättningarna för Norden mer positiva framöver** samtidigt som värderingen är nära det historiska snittet. Vi förutser en total avkastning inklusive utdelning på ca 10 procent 2017 för de nordiska börserna. Stark världstillväxt brukar normalt vara särskilt positivt för aktier i de öppna nordiska ekonomierna, men vi har efter de senaste årens tillväxtbesvikelser gjort en relativt försiktig bedömning av vinstutsikterna. Samtidigt kan en förhöjd politisk riskpremie till följd av bl a Brexit och USA-valet begränsa potentialen vad gäller värderingen. Ett intressant tema i marknaden är den **pågående rotationen från tillväxt- till värdeaktier**. Denna rotation, som blev tydlig i höstas, innebär att marknaden lämnat aktier som värderas högt på grund av förväntan om snabb framtida vinsttillväxt och gått in i generellt lägre värderade aktier där ett cykliskt uppsving får ett mer direkt genomslag på intjäningen. Senast vi såg en sådan rotation var i samband med dot.com-bubblans kollaps år 2000. Den rotationen höll i sig till 2007, då tillväxtaktier åter tog över stafettpinnen. Det visar att sådana regimskiften kan hålla i sig under lång tid.

Tema: Svårnavigerat för amerikansk penningpolitik

- **Komplex policymiljö för Fed – flera faktorer talar för långsam normaliseringsprocess**
- **Nya testballonger från Fed om bantad ränte-portfölj bäddar för konkreta steg 2018**

Federal Reserve (Fed) har med två höjningar påbörjat en komplex penningpolitisk **normaliseringsprocess** efter den "Stora recessionen" 2008-2009. Men med en ränta på **0,50-0,75 procent** och penningpolitisk värdepappersportfölj (System Open Market Account, **SOMA**) på **4,2 biljoner dollar** – hela 10 gånger större än den var 2008 – är situationen på många sätt unik. Därtill innebär USA:s presidentbyte nya utmaningar.



Feds penningpolitiska utmaningar och huvudvärker kan sammanfattas i **sju huvudpunkter**:

1. Bedöma nivåer och förändringar i USA:s **resursläge**;
2. Trump-administrationens **nya** (ekonomiska) **politik**;
3. **Neutrala realräntans** nivåer och förändringar;
4. **SOMA-portföljens** påverkan på räntebeslut och dollar;
5. Feds påverkan på **finansiella förhållanden** (ränta/dollar);
6. **Internationella spridningseffekter**;
7. **Feds oberoende** och framtida manöverutrymme.

1. Fed drar tuffa slutsatser om resursläget

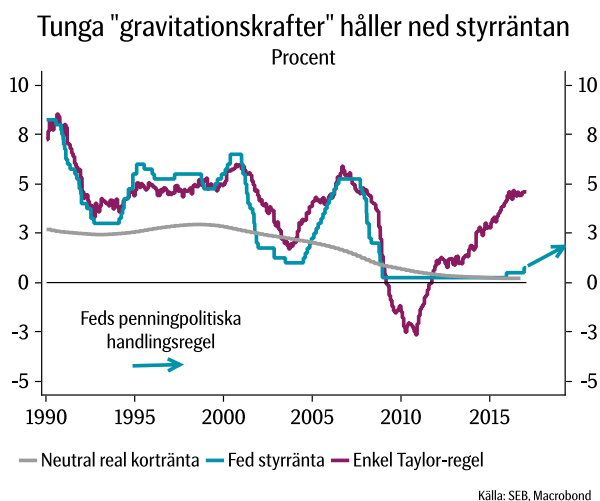
Feds analys av läget, främst gällande arbetsmarknaden, visar att USA redan är nära **fullt resursutnyttjande** med jämviktsarbetslösheten på 4,8 procent. Fed bedömer att om antalet nya jobb (non-farm payrolls) överstiger 100 000 per månad (snittet 2016 blev 180 000) väntas arbetslösheten falla. Sedan mer än två år tillbaka är också lönetillväxten (i dag på 3 procent) i en uppåtriktad trend. Därför uttrycker Fed **ökande tillfredsställelse att kunna nå inflationsmålet 2 procent** med avtagande negativa effekter från tidigare oljeprisfall och dollarförstärk-

ning. Då detta är utgångsläget enligt Fed får utformningen av finanspolitiken stor betydelse för hur penningpolitiken utvecklas de närmaste åren. **Om inte Trumps politik förmår öka USA:s utbudssida/produktivitet kan Fed tvingas påskynda pågående penningpolitiska normaliseringsprocess.**

2. Politik med oklara ekonomiska effekter

Trump's ekonomiska politik och effekterna på både efterfrågan och produktionsutbud är svåra att bedöma (se temaartikel om USA:s finanspolitik på s 18). Frågetecknen är stora om politikens **innehåll, genomförande och utväxling**. Feds utgångspunkt är rimligen att USA i dag inte behöver en kontryckisk finanspolitik men att risken finns att den blir procyklisk. I slutet av februari väntas Trump-administrationen presentera ett ramverk kring politiken och under senare delen av april en hel budget.

San Francisco Fed uppskattar att skattesänkningarna kan lyfta USA:s BNP med totalt ca 0,4 procent de närmaste åren. Därtill uppstår efterfrågeeffekter från infrastrukturinvesteringar, dock med viss eftersläpning. Dämpande för tillväxten är väntade stora nedskärningar i offentlig sektor samt negativa effekter från begränsad immigration och handelsstörningar. Om det finns förutsättningar för att höja potentiell tillväxt skapas också utrymme för ökat penningpolitiskt manöverutrymme. Slutsatsen i dag är att Fed sannolikt **behöver höja sin beredskap för att lyfta styrräntan mer än vad man räknade med i höstas.**



3. Långsam uppgång för neutral ränta

Flera faktorer (se resonemang i tidigare utgåvor av *Nordic Outlook*) talar för att den **neutrala reala räntan förblir fortsatt mycket låg**. Det globala priset på pengar pressas ned av ett allmänt högre sparande och tillbakahållen investeringsbenägenhet genom bl a demografiska krafter, hög global skuldsättning, transformerande teknologier och politisk osäkerhet. Även om Fed hävdar att den **normala neutrala nominella styrräntan ligger på 3 procent** väntas den kort- och medelfristigt

ligga klart under denna nivå. Det begränsar möjligheten att alltför snabbt höja Fedräntan från dagens 0,50-0,75 procent.

Slutsatser om nivå/förändringar i den neutrala räntan får effekter på **tolkningen av penningpolitiska handlingsregler** (inkluden s k Taylor-regeln). Mycket talar för att dessa regler överdriver behovet av penningpolitisk åtstramning då både ingående parametrar samt nya omständigheter är mycket svårtolkade.

4. SOMA-portföljen avvecklas långsamt

Uppbyggnaden av SOMA-portföljen med 3 500 miljarder dollar från 2008 till 2014 blev ett både **substitut och komplement** till den konventionella penningpolitiken. USA hade 2010 ett negativt produktionsgap på 4-5 procent av BNP som med traditionella enkla penningpolitiska handlingsregler visade ett **behov av en ränta på minst -3 procent**. På nollrestriktionen blev värdepappersköpen substitut för sänkningar. Men syftet med SOMA var även att förstärka budskapet om låga räntor länge, öka monetära basen, förbättra marknadens funktions-sätt, underlätta en kreditexpansion och inte minst lyfta tillgångspriser. Flertalet av dessa motiv har mindre relevans nu och kan motivera viss minskning av SOMA-portföljen.

Normaliseringsprincip & avvecklingsplan

Feds beslutade penningpolitiska strategi anger att FOMC ska minska storleken på den penningpolitiska värdepappersportföljen *"efter att höjningar inletts av styrräntan"*. Minskningen ska ske främst genom att Fed **avstår från att återinvestera förfallande värdepapper**. Strategin anger således att det inte är aktuellt att aktivt sälja värdepapper i marknaden. Knappt 60 procent av SOMA-portföljen utgörs i dag av statspapper.

SOMA: Förfall statspapper 2017-2022. Mdr dollar

År	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Förfall	192	426	346	220	239	177

Fed har börjat släppa testballonger om möjlig minskning av SOMA-portföljen. **Vår slutsats är att det sker tidigast 2018 genom att en mindre andel av förfallande statspapper inte återinvesteras.** Såväl nuvarande som tidigare Fedordförande antyder dock att det är för tidigt att ta beslutet. **Motiven är:** ■ Portföljens **automatiska löptidsförkortning** innebär en för 2017 långräntepress uppåt på, allt annat lika, 15 punkter som enligt Fed är ekvivalent med två räntehöjningar à 25 punkter. Därmed blir åtstramningen för kraftig om även styrräntan, enligt Feds huvudscenariot, ska höjas tre gånger under 2017. ■ SOMA är i ett tioårigt perspektiv **inte överdrivet stor** mot bakgrund av ekonomins utveckling – Fed kan således **växa i portföljkostymen** utan att göra något.

Det finns **inga tekniska eller marknadsmässiga hinder** för att fortsätta rulla SOMA-portföljen framåt. Kritik kan dock finnas mot att centralbanker, och Fed, medverkar till sedelpressfinansiering av offentlig skuld. Men att genomföra monetär åtstramning via SOMA-förfall kan också vara en fördel för att undvika dollarförstärkning (som kan bli större med räntehöjningar). Vi räknar med att SOMA-debatten fortsätter under 2017 och att **Fed under 2018 låter en mindre del gå till förfall.**

5. Långräntepress uppåt från utbudskrafter

Mycket talar för att snabbt genomförda skattesänkningar utan motsvarande finansiering leder till sämre offentliga finanser i närtid – trots att republikanerna normalt sett är notoriska budgethökar. Det finns skäl att **inte överdriva risken** att ett ökat utbud av amerikanska statsobligationer ska ge stora räntelyft:

■ **Fed** äger statspapper för ca 200 miljarder dollar som förfaller 2017 vilka väntas bli återinvesterade. Blott en mindre del av förfallet 2018 (426 miljarder) väntas påverka räntemarknaden.

■ **Kina** kan sälja bl a amerikanska statspapper på fortsatta kapitalutflöden (se fördjupningsruta på s 21). Dessa försäljningar uppskattas till maximalt **200 miljarder dollar** för 2017.

■ **Trumps politik** kan också innebära stora besparingar.

■ Det borde finnas en **efterfrågan på statspapper från globala placerare**, t ex i Japan och Europa, på Bank of Japans och ECB:s penningpolitik och fortsatt jakt på ränteavkastning.

■ **Amerikanska företags ackumulerade vinster** i utlandet, vilka uppskattas till 2 500 miljarder dollar, kan eventuellt behöva återinvesteras i amerikanska räntetillgångar om de med Trumps morot och piska återvänder till USA.

6. Omvärlden påverkar via tillväxt & dollar

Enligt USA-kongressens mandat ska Fed verka för *"full sysselsättning, stabila priser och rimliga långräntenivåer i USA"*. De senaste åren antyder Feds agerande en tyngdpunktsförskjutning där **omvärlden kommit att spela en viktigare roll vid utformningen av penningpolitiken**.

För USA är utrikeshandeln blott 15 procent av ekonomin. Det innebär att USA i många stycken är en sluten ekonomi. Det finansiella beroendet är större. Tillväxtekonomierna, som i dag utgör ca 60 procent av världsekonomin, påverkas både direkt och indirekt av USA:s politik via olika kanaler: **finansiellt** via hög skuldsättning i dollar, **global handel, råvarupriser, säkerhetspolitiska förändringar**. Frågan är hur stor vikt Fed också framöver lägger vid sådana effekter som kan bli konsekvensen av USA-politiken. **Signaler från Trump kan leda till att Fed blir mindre lyhörd för negativa effekter på omvärlden.**

7. Ökat politiskt tryck på Fed

Trump har uttryckt tydlig kritik mot Feds okonventionella penningpolitik, att han kan tänka sig en mer **modellstyrd politik** à la Taylorregeln och att Fedordförandens mandat kan avslutas när det löper ut om ett år. Finansminister Mnuchin har intagit en mjukare hållning. Att centralbanker möter kritik är inte konstigt. En del menar att effekterna av politiken är magra när det gäller bl a tillväxt, jobb och inflation. Därtill har politiken medverkat till högre tillgångspriser och ökad ekonomisk ojämlikhet.

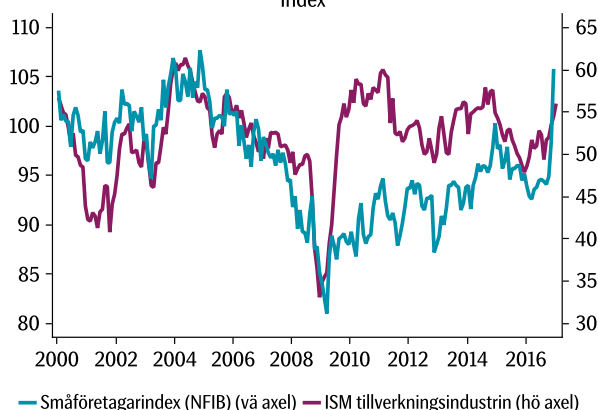
Fed har i dag två vakanser i sin högsta sjuannastyrelse. Vi tror inte att vice ordförande Fischer vill förlänga sitt mandat när det går ut i juni 2018. Trump har således goda förutsättningar att få in sitt folk utan att skapa Fedturbulens. Vita husets oförutsägbarhet gör att sannolikheten är hög för att Trump försöker påverka även Fed och penningpolitiken. Om så blir fallet återstår att se men risken ökar för **högre räntor och starkare dollar.**

Ljusare utsikter men Trumpdriven osäkerhet

- Trump skapar oro i omvärlden...
- ...men optimism bland amerikanska hushåll och småföretag
- Förutsättningar för starkare konsumtion
- Stramare arbetsmarknad driver upp löner
- Gradvis stigande inflation
- Två Fedhökningar 2017 följs av tre 2018

Trump-segern i presidentvalet har ökat osäkerheten kring amerikansk ekonomi genom att skapa både oro och förhoppningar. Trumps val av nyckelpersoner och hans aggressiva retorik tyder på att han är beredd att genomföra åtminstone delar av den kraftigt protektionistiska handelspolitik som var en av hörnstenarna i valkampanjen (se fördjupningsruta). Detta har skapat oro i tillväxtekonomier som Kina och Mexiko men ett omfattande handelskrig skulle också skada USA-ekonomin. Samtidigt har förväntningar om en mer expansiv finanspolitik på hemmaplan i form av skattesänkningar, infrastruktursatsningar och utökade försvarsutgifter fått såväl dollarn som amerikanska börser och långgräntor att stiga. Sentimentsförbättringen sträcker sig dock bortom finansiella marknader. **Konsumentförtroendet har stigit kraftigt**, sannolikt drivet av förhoppningar om lägre skatter och nya jobb. Även småföretagen har blivit betydligt mer optimistiska och småföretagarbarometern (NFIB) har stigit till den högsta nivån sedan 2004. Bostadsmarknaden verkar också ha fått en extra skjuts av förhoppningar om en mer expansiv politik.

Trump-driven optimism bland företagen
Index



Källa: National Federation of Independent Business, Institute of Supply Management

Även om förväntningarna på positiva effekter av "Trump-onomics" nu ter sig väl uppskruvade delar vi till viss del den ljusare synen på amerikansk ekonomi. En mer **expansiv finanspolitik** bedöms generera en viss **stimulansdos** men den stimulerande effekten av planerade skattesänkningar motverkas av nedskärningar på offentliga utgifter samtidigt som infrastruktursatsningarna börjar genomföras först efter prognosperiodens slut (se temaartikel på sidan 18). Vår bedömning är att stimulansen motsvarar en tillväxteffekt på omkring **0,2 procent av BNP 2017** och **0,3 procent 2018**. Även om nettoeffekten av finanspolitiken därmed inte blir så stor kan andra faktorer som gynnsammare förhållanden för energisektorn och mindre regleringar i finanssektorn gynna företagens investeringar. Därtill ger en fortsatt förstärkning av arbetsmarknaden stöd till privat konsumtion. Det finns därmed fler skäl än en mer expansiv finanspolitik bakom vår **upjustering av BNP-prognosen till 2,6 procent 2017 och 2018**; en revidering med 0,3 respektive 0,4 procentenheter.

En mer optimistisk tillväxtprognos gör att vi tror att **Fed ökar takten i åtstramningen** av penningpolitiken. Vi håller fast vid prognosen om **två styrräntehökningar 2017** men tror nu på **tre höjningar 2018** vilket innebär en nivå på 1,75- 2,0 procent vid slutet av prognosperioden. Dessutom väntas **Fed börja avveckla sin penningpolitiska värdepappersportfölj** (se Tema: Svårnavigerat för amerikansk penningpolitik, sid 13).

Starkare privat konsumtion på väg

Flera faktorer pekar på förutsättningar för en snabbare konsumtionstillväxt framöver. **Konsumentförtroendet har brutit höstens försvagningsrend.** Förtroendet förbättrades rejält i november och december och det finns flera anledningar för hushållen att känna tillförsikt. Trump har utlovat skattesänkningar för alla inkomstgrupper samtidigt som börsuppgång och stigande bostadspriser ger en extra skjuts till konsumtionen genom förmögenhetseffekten. Hushållens nettoförmögenheter ligger på rekordnivåer även om fördelningen är skev. Fortsatt förbättring på arbetsmarknaden ger också stöd. En begynnande uppgång för bolåneräntorna går i motsatt riktning men samtidigt har hushållens skuldsättning fallit rejält de senaste åren vilket gör att kostnaderna för att finansiera lån är låga.

Tidigare förbättringar av fundamentala faktorer har dock resulterat i att hushållen ökat sitt sparande snarare än konsumtionen. Sparkvoten har de senaste åren legat strax under 6 procent. Förväntningar om skattesänkningar och accelererande löneökningstakt gör dock att hushållen väntas dra ned något på sparandet under kommande år. Vår prognos

är att **sparkvoten faller tillbaka och når 5,6 procent i slutet av 2018**. Sammantaget betyder detta att vi **reviderar upp prognosen för privat konsumtion något till en ökning på 2,8 procent 2017 och 2,5 procent 2018**.

Försiktig återhämtning för investeringarna

Att få fart på den amerikanska tillverkningsindustrin genom protektionistiska åtgärder är ett av Trumps uttalade mål (se fördjupningsruta). Trumps fokus ligger på att återskapa förlorade jobb men den svaga utvecklingen för industriproduktionen under lång tid har dämpat företagens investeringar och därmed även BNP-tillväxten. Det finns nu **försiktiga tecken på förbättring**. ISM-indikatoren för industrin har stigit rejält senaste månaderna och har sedan botten på 49,4 i augusti ökat till 56,0 i januari, sannolikt delvis drivet av Trumps vallöften om skattesänkningar och avregleringar för företag. Förutom en tydlig förbättring av sentimentet finns även mer **konkreta tecken på ljusning** i form av **ökad aktivitet inom olje- och gruvindustrin** främst drivet av ett högre oljepris och förbättrad produktivitet. Det tidigare branta investeringsfallet i dessa sektorer är därmed passerat och Trumps energipolitik som ser ut att ta mindre miljöhänsyn än Obamas politik kan ge ytterligare skjuts framöver.

Det finns dock **faktorer som dämpar återhämtningen** för investeringarna. Den starka **dollarn** fortsätter att hämma tillverkningsindustrin framöver. Samtidigt ligger **kapacitetsutnyttjandet** kvar strax över 75 procent vilket är en **historiskt låg nivå**. Vanligtvis brukar investeringarna inte skjuta fart förrän kapacitetsutnyttjandet överstiger 80 procent. Den **svaga produktivitetstrenden** sedan den finansiella krisen kan också verka hämmande om den speglar brist på lönsamma investeringsmöjligheter. Sammantaget är vår bedömning att investeringarna kommer att återhämta sig framöver men ökningen blir måttlig. Prognosen är att **investeringar ökar med 3,9 procent 2017 och med 4,6 procent 2018**.

Stramare arbetsmarknad driver upp löner

Under 2016 ökade antalet sysselsatta med 180 000 per månad i genomsnitt jämfört med 230 000 under 2015. Trots dämpningen är uppgången tillräckligt snabb för att arbetslösheten ska fortsätta falla. Arbetslösheten uppgick i januari till 4,8 procent, vilket endast var en tiondel lägre än i början av 2016. Den långsamma nedgången under 2016 förklaras av en stigande deltagandegrad på arbetsmarknaden. Sedan bottenivån i september 2015 har deltagandegraden återhämtat sig med några tiondelar men ligger fortfarande omkring 4,5 procentenheter under toppnoteringen från år 2000. Sysselsättningsgraden (25-65 år) ligger i sin tur ca 4 procentenheter lägre än år 2000 och omkring 3 procentenheter lägre än genomsnittet 2007. Detta innebär att arbetsmarknaden troligen har mer ledig kapacitet än vad den öppna arbetslösheten indikerar, även om demografiska faktorer försvårar möjligheterna att nå tillbaka till förra decenniets toppnivåer. Sammantaget gör vi bedömningen att **arbetslösheten sjunker ytterligare något framöver och planar ut strax över 4 procent 2018**, vilket är en något lägre nivå än prognosen i *Nordic Outlook November*.

Sysselsättningsgraden fortfarande måttlig
Procent av befolkningen 25-65 år



Den låga arbetslösheten börjar nu få allt tydligare genomslag på lönebildningen. Uppgången i genomsnittliga timlöner har fortsatt accelerera och december månads ökningstakt på 2,9 procent var den högsta sedan 2009 även om ökningstakten saktade in i januari pga baseeffekter. Vår prognos är att **löneökningstakten accelererar ytterligare under 2017 för att i slutet av året ligga på runt 3,5 procent**.

USA:s handelspolitik svänger mot protektionism

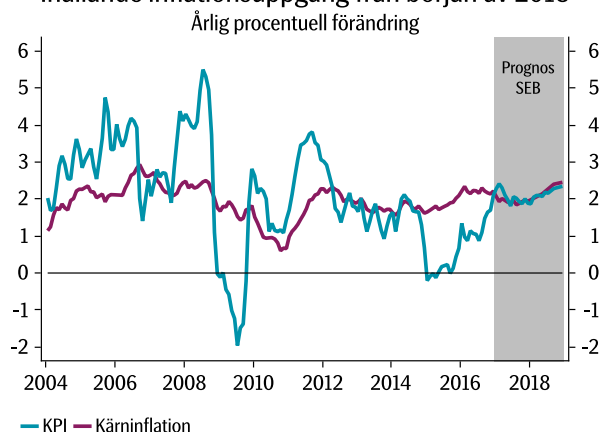
Ett av Donald Trumps centrala löften i valkampanjen var att få fart på tillverkningsindustrin som tappat omkring 5 miljoner jobb sedan år 2000. Enligt Trump är huvudförklaringen snedvriden konkurrens och det är därför protektionism som ska få fart på sektorn igen. I första hand är det Kina och Mexiko som hamnat i skottgluggen. Förutom att återskapa förlorade jobb finns ett uttalat mål att minska USA:s underskott i handelsbalansen. Tidigare fanns förhoppningar om att Trumps omgivning skulle utgöra en dämpande kraft, men det är nu **tydligt att den nya administrationen lägger om handelspolitiken i klart protektionistisk riktning**. Trion Robert Lighthizer, Peter Navarro och Wilbur Ross innehar nyckelpositioner i den nya administrationen och har en tydligt protektionistisk och kinakritisk inriktning som väntas genomsyra handelspolitiken. Vilka konkreta uttryck detta kommer att ta och när åtgärder i praktiken kommer att genomföras är svårare att svara på även om vissa åtgärder redan genomförts. Exempelvis kommer **USA som väntat att dra sig ur det planerade frihandelsavtalet TPP (Trans Pacific Partnership)** och kommer även att **försöka omförhandla NAFTA**. Att förklara Kina för valutamanipulator skulle få små effekter men det finns en **risk att USA på sikt inför tullar på import från framförallt Kina och Mexiko**. Kina har goda möjligheter att kontra med egna handelshinder och risken är att en konflikt eskalerar till ett handelskrig. Detta är inte vårt huvudscenario men utgör en nedåtrisk för amerikansk ekonomisk tillväxt.

Inflationstakten accelererar

Höstens inflationsuppgång har fortsatt och i december steg KPI-inflationen för femte månaden i rad och nådde 2,1 procent. Huvudförklaringen är att tidigare energiprisfall försvunnit ur tolv månaderstalen och denna effekt fortsätter påverka utfallen de närmaste månaderna. **KPI-inflationen har nu nått samma nivå som kärninflationen** (KPI exklusive mat och energi), vilken legat runt 2 procent sedan slutet av 2015. Högre löner kan framöver bidra till att pressa upp kärninflationen ytterligare, men ännu ligger ökningstakten på en måttlig nivå. Vår bedömning är att det dröjer ytterligare en bra bit in i 2017 innan stigande löneökningstryck börjar slå igenom.

Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen öka från 1,3 procent 2016 till 2,1 procent 2017 och 2,2 procent 2018**. Kärn-KPI väntas visa ungefär samma ökningstakt. Feds huvudmål är dock kärninflationen mätt med konsumtionsdeflatoren (kärn-PCE). Här har den tidigare uppgången kommit av sig och under 2016 låg kärn-PCE omkring 1,6 procent. Som årsgenomsnitt **väntas kärn-PCE öka med 1,8 procent 2017 och med 2,0 procent 2018**. Finanspolitisk stimulans samt importtullar utgör en uppsidesrisk för inflationsprognosen i ett läge där löneökningstakten växlar upp medan en starkare dollar innebär en nedsidesrisk.

Ihållande inflationsuppgång från början av 2018



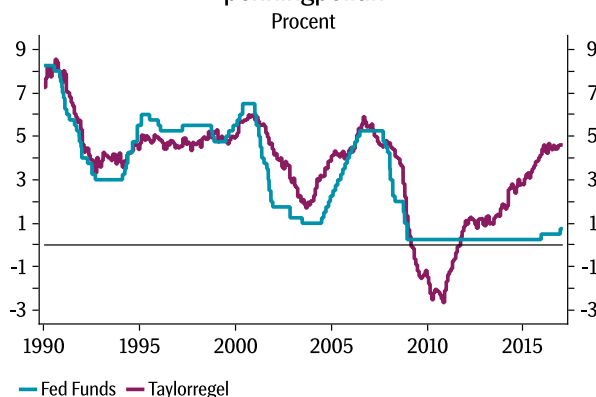
Enligt Michiganundersökningen föll hushållens inflationsförväntningar i december till en rekordlåg nivå men återhämtade sig tydligt i januari. Inflationsförväntningar enligt break-eveninflationen har stigit snabbt sedan presidentvalet men accelerationen har planat ut den senaste tiden. En faktisk KPI-inflation på väg upp i kombination med en mer expansiv finanspolitik framöver innebär att **inflationsförväntningarna troligen fortsätter uppåt**.

Fed ökar gradvis åtstramningstakten

Feds höjning av styrräntan till 0.50-0.75 procent i december var helt inprisad av marknaden. **Fedledamöternas egna prognoser** pekar nu på **tre höjningar både 2017 och 2018**. Protokollet från decembarmötet präglades av stor osäkerhet kring USA:s finanspolitik. Fed-ledamöterna uppgav att de endast delvis har beaktat en mer expansiv finanspolitik i sina prognoser. Överlag indikerade protokollet dock ökad tillväxt-

optimism som inte enbart berodde på "Trumponomics". Finanspolitiken kommer sannolikt att få genomslag på Feds räntehöjningar och ökad stimulans innebär att penningpolitiken kan normaliseras i snabbare takt. Samtidigt har förväntningarna på Trumps finanspolitik bidragit till en starkare dollar, vilket har motsatt effekt på penningpolitiken. Ytterligare appreciering under 2017 riskerar att dämpa både inflation och tillväxt. De finansiella förhållandena har redan stramats åt en del genom dollarförstärkning och stigande obligationsräntor. Samtidigt indikerar Feds egen Taylorregel att penningpolitiken borde vara betydligt stramare med hänsyn till rådande inflationstryck och tillväxt.

Taylorregler indikerar betydligt stramare penningpolitik



Hittills har Fed varit mycket försiktig med att strama åt penningpolitiken vilket tydligt illustreras genom att centralbanken bara mäktade med en enda räntehöjning under 2016. Så länge styrräntan ligger nära botten lär det försiktiga agerandet bestå eftersom möjligheterna att motverka eventuella negativa konsekvenser av en för snabb åtstramning är ytterst begränsade. Vår bedömning är att Fed även börjar minska sin balansräkning genom att avveckla obligationsinnehavet som ytterligare ett sätt att göra penningpolitiken mindre expansiv (se Tema: Svårnavigerat för amerikansk penningpolitik, sid 13). Det bidrar också till att behovet av räntehöjningar minskar under prognosperioden.

Samtidigt ser både tillväxt och inflation ut att bli något högre 2017 och framför allt 2018 jämfört med tidigare bedömningar. **Vi håller fast vid prognosen att Fed höjer två gånger 2017** vilket är i linje med marknadsprissättningen. Fed vill ha en gradvis åtstramning av penningpolitiken och vår bedömning är även fortsättningsvis att höjningarna därför kommer i juni och december. Under **2018 väntas tre räntehöjningar** vilket innebär att **styrräntan i slutet av prognosperioden bedöms ligga på 1,75-2,00 procent**.

Tema: Stor osäkerhet kring USA:s finanspolitik

- **Bilden klarnar under våren?**
- **Skattesänkningar, minskade offentliga utgifter och infrastrukturinvesteringar ger...**
- **...små men positiva tillväxteffekter**
- **En gränsskatt skulle ändra företagsbeskattningen i grunden**

Trumpadministrationens signaler om stora finanspolitiska satsningar har varit en viktig orsak till den ökade optimismen hos olika ekonomiska aktörer. I nuläget är osäkerheten stor men bilden väntas klarna under våren. Målet är att ett dokument med riktlinjer ska publiceras inom 45 dagar från Trumps tillträde 20 januari och att en **detaljerad budget ska presenteras inom 100 dagar**, d v s före april's utgång. Redan nu är det dock viktigt att försöka göra uppskattningar av omfång och inriktning på politiken även om dessa måste baseras på ett lapptäcke av rapporter, uttalanden, pressmeddelanden och tweetar.

Finanspolitiken väntas ha **tre huvuddelar: 1) skattesänkningar för hushåll och företag, 2) nedskärningar av offentliga utgifter och federal byråkrati, 3) infrastruktur-satsningar**. Det är framförallt förändringar av skatter och offentliga utgifter som har potential att påverka tillväxten under prognosperioden medan investeringar i infrastruktur får effekt först längre fram. De positiva tillväxteffekterna av planerade skattesänkningar kommer till viss del att motverkas av besparingar på offentliga utgifter vilket minskar nettoeffekten av finanspolitiken.

Baserat på den information som finns i nuläget är vår bedömning att **tillväxteffekten av finanspolitiken blir svagt positiv** och motsvarar en **stimulansdos på omkring 0,2 procent av BNP 2017 och 0,3 procent 2018**. Osäkerheten är stor men prognosen är försiktig och det finns därmed en viss uppsidesrisk för BNP-prognosen i form av potentiellt större finanspolitiska effekter.

Betydande skattesänkningar planeras

De planerade **skattesänkningarna för hushåll och företag** motsvarar **omkring 5000 till 6000 miljarder dollar över tio år**. Bilden kompliceras dock av diskussionerna om att införa en "gränsskatt" vilket skulle innebära en mycket genomgående förändring av företagsbeskattningen. Skatten är kontroversiell och det råder stor osäkerhet om den kommer att genomföras.

Inkomstbeskattning

Skattesänkningar ska genomföras för alla inkomstgrupper. Antalet nivåer i inkomstbeskattningen minskas från sju till tre och den högsta marginalbeskattningen sänks från 39,6

procent till 33 procent. Samtidigt ska grundavdraget höjas och beskattning av fastigheter, gåvor och arv slopas. Effekterna av **skattesänkningarna blir störst för höginkomsttagare**, både i absoluta och procentuella tal. Då höginkomsthushållen tenderar att spara stora delar av en disponibelinkomstökning väntas tillväxteffekterna av skattesänkningarna bli begränsade.

Företagsbeskattning, gränsskatt

Bolagsskatten ska sänkas från den nuvarande internationellt sett höga nivån på **35 procent till 20 eller 15 procent**. De stora företagen betalar i praktiken en skattesats som ligger långt under 35 procent. Sänkningen av bolagsskatten kommer därmed i första hand att gynna små och medelstora företag.

Tanken är att **bolagsskattesänkningen ska kombineras med införande av en gränsskatt**. Avsikten med denna är dels att komma till rätta med upplevt orättvisa handelsavtal som missgynnar USA, dels att skapa skatteintäkter som kan kompensera minskningen av intäkter från sänkningen av bolagsskatten. En gränsskatt motverkar problemet med att vinster flyttas till regioner med låg beskattning.

Om skatten införs överges det nuvarande systemet där beskattning baseras på skillnaden mellan ett företags globala intäkter och kostnader. I stället beräknas skatten på skillnaden mellan ett företags intäkter i USA och företagets kostnader i USA. Import av varor och tjänster kan därmed inte längre räknas bort från intäkterna utan ska beskattas. Samtidigt kan i stället ett företags export räknas bort från intäkterna vilket i praktiken gör att exporten subventioneras. Företag med stor export som Boeing och General Electric gynnas medan Walmart och andra detaljhandelsföretag missgynnas.

USA:s underskott i handelsbalansen gör att en gränsskatt skapar skatteintäkter. En 20 procentig skatt på importen ger en intäkt som överstiger kostnaden för motsvarande subvention av exporten. USA:s underskott i handelsbalansen ligger kring 500 miljarder dollar per år och en 20-procentig gränsskatt skulle skapa **skatteintäkter på 100 miljarder dollar per år**. Trump var tidigare skeptisk till att införa en gränsskatt men har ändrat uppfattning. Sannolikt är ett helhjärtat stöd från Trumps sida ett krav för att gränsskatten ska kunna drivas igenom. Importföretag drabbas hårt och lobbyinitiativ för att försöka stoppa skatten har redan dragits igång.

Svårt att göra stora utgiftsnedskärningar

Trumpadministrationen har presenterat förslag på omfattande nedskärningar av offentliga utgifter. Även här är storleksordningen mycket osäker men besparingsförslagen bedöms ligga **mellan 8000 och 10000 miljarder dollar över tio år**. Besparingarna ska ta formen av nedläggning av offentliga verksamheter och organisationer samt offentliga stödprogram. De preliminära förslagen har sänts till departementen för att dessa ska kunna ge synpunkter och det är sannolikt att nedskärningarna kommer att möta stort motstånd.

Federala utgifter

2015

Utgiftsområde	Miljarder USD	Andel av BNP
Diskretionära utgifter*	1165	6,5
Social Security	882	5,0
Medicare	539	3,0
Övrigt (bl a a-kassa)	528	3,0
Medicaid	350	2,0
Ränteutgifter (netto)	224	1,3
Totalt	3688	20,8

* Inklusive försvarsutgifter på 582 miljarder USD.

Källa: CBO

Det är **inte klart om Trumps första budget kommer innefatta reformer av Social Security och Medicaid/Medicare**. Trump lovade under valrörelsen att inte skära i dessa utgifter som ligger bakom en stor del av underskottet i statsbudgeten. De tre områdena motsvarar tillsammans omkring 10 procent av BNP och **nära hälften av de totala budgetutgifterna**. Bland republikaner finns dock sedan länge en vilja att skära ned på dessa program. Paul Ryan, talmannen i representanthuset, har tidigare föreslagit omfattande förändringar och besparingar. Det finns därmed **stora skillnader mellan Trump och Republikanska partiet kring hur programmen ska hanteras** och det går därför i nuläget inte att veta hur frågan kommer att hanteras i budgeten. Förutom programmen ingår i budgeten även diskretionära utgifter motsvarande 6-7 procent av BNP inklusive försvarsutgifter som Trump sagt ska ökas. Sammantaget verkar det **mycket osannolikt att besparingarna på offentliga utgifter skulle kunna nå den omfattning som föreslagits** och det blir därmed också svårt att genomföra de planerade skattesänkningarna utan en kraftig ökning av budgetunderskottet.

Viktiga infrastrukturinvesteringar på väg

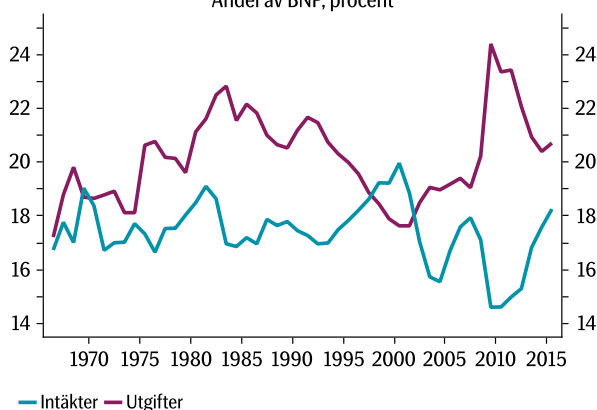
Förslag till ett mer detaljerat infrastrukturpaket väntas senare under 2017. Storleken på de förslag som finns sträcker sig **mellan 500 miljarder och 1000 miljarder dollar över tio år**. Förslagen omfattar traditionella infrastrukturinvesteringar men även avregleringar för att snabbare få igång enskilda projekt.

Uppfattningen att amerikansk infrastruktur är eftersatt och att omfattande investeringar behövs är okontroversiell. Svårigheten är dock att klara finansieringen utan att försvaga statsfinanserna. Många republikaner har uttryckt tveksamhet inför en så stor satsning som 1000 miljarder dollar (mer än 5 procent av BNP). En siffra i nedre änden av intervallet eller till och med under 500 miljarder verkar därför mer sannolikt. Avsikten är att huvuddelen av satsningen ska genomföras med privata medel och företag ska lockas delta genom finansiella incitament. Att i första hand utgå från privata medel gör investeringarna mer aptitliga för republikaner. Demokraterna har presenterat egna förslag på stora infrastruktursatsningar och det finns därför samarbetsmöjligheter.

Vår bedömning är att det finns **goda förutsättningar för att driva igenom infrastruktursatsningar**. Storleken på infrastrukturprogrammet väntas dock hamna i den nedre delen av intervallet och **kommer inte att hinna få några mätbara effekter på tillväxten under prognosperioden**.

Budgetutgifter och intäkter

Andel av BNP, procent



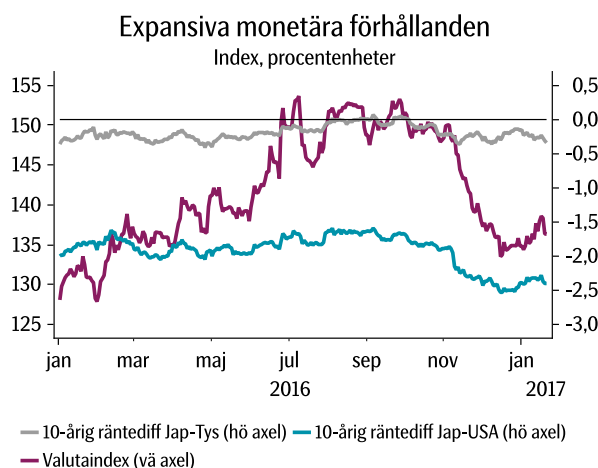
Källa: CBO

Omvärld ger Japan strimma av tillväxthopp

- På väg åt rätt håll men överraskande långsamt trots förra årets nya stora stimulanser
- Bank of Japans politik "isolerar" landet från stigande räntor och bidrar till svag yen

Under 2016 fick Japans BNP-tillväxt stöd från **tre stora finanspolitiska stimulanspaket** – det senaste i augusti på 1-1,5 procent av BNP – och **Bank of Japans nya monetära "ingrepp"** (se mer nedan). Trots detta fortsätter ekonomin att utvecklas relativt svagt. Riskbilden är balanserad för både tillväxt och inflationsutsikterna. Under året stärktes yenen med ca fem procent mot en valutakorg. Bedömningen är dock att utsikterna har blivit något ljusare med hjälp av bättre global tillväxt, en undervärderad yen och förväntningar på starkare privat konsumtion. **I år väntas BNP-tillväxten bli 0,6 procent** för att falla till **0,5 procent 2018** (utfallet för 2016 har påverkats positivt av system- och dataförändringar i nationalräkenskaperna – förra året bedöms BNP-tillväxten ha varit 0,9 procent).

Regeringen Abes senaste finanspolitiska paket är framtungt; åtgärder ska verkställas före utgången av mars men flera strukturella reformer **lyser fortfarande med sin frånvaro**. I o m de nya stimulanserna äventyras de statsfinansiella målen; de närmaste två åren väntas **sparandet i offentlig sektor visa underskott på 4-5 procent av BNP** vilket försvårar möjligheten att stabilisera den offentliga skulden 2020. Om två år väntas Japans skuld ligga på 255 procent av BNP. Osäkerhet råder även om det är möjligt att genomföra den senarelagda moms-höjningen från 8 till 10 procent under – som lovat – 2019.



Källa: SEB, Macrobond

Fortsatta satsningar på arbetskraftens rörlighet och tillgänglighet är nödvändiga för att höja landets potentiella tillväxt som i dagsläget ligger på 0-0,5 procent. Prioriterade områden är att öka kvinnors deltagande på arbetsmarknaden, underlätta för personer att stanna kvar i arbetskraften längre upp i åldrarna och avreglera marknader. Förhoppningen är att detta ska lyfta ekonomins neutrala ränta för att därmed även göra nuvarande penningpolitik mer expansiv.

Bitar på plats för lönelöft – men blir det så?

Lönetillväxten har ökat något men är överraskande svag mot bakgrund av det strama arbetsmarknadsläget och verbala interventioner från regering och centralbank – och internationella organisationer – om behovet av höjda löner. Därtill är vinstnivåerna i företagssektorn fortsatt historiskt höga. Regeringens mål om 3 procentig årlig ökning av minimilöner ligger fast. Deflationsförväntningarna har lättat något men går ännu djupt i ekonomin och är svåra att snabbt vända upp. Arbetslösheten på i dag 3 procent – vilket är nära jämviktsnivån – väntas sjunka marginellt under prognosperioden.

Något högre lönetillväxt (0,6 procent 2017 respektive 2018) och stabilt oljepris samt svagare yen väntas medverka till stigande inflationstryck. **KPI-inflationen ökar till 0,7 procent i år** (upp från -0,1 procent 2016) för att **bli 0,7 procent även 2018**. Bank of Japan förväntas inte ändra sin penningpolitisk strategi: årliga köp av statspapper med ca 90 000 miljarder yen – kan variera beroende av omvärldsräntor – fortsätter som tidigare.

I praktiken har Japan börjat använda **"helikoptern"** (se *Nordic Outlook*, november 2016: *"Bank of Japan bryter ny penningpolitisk terräng"*). Centralbanken garanterar japanska staten att all upplåning med en löptid på upp till 10 år ska ske till nära 0 procents ränta. Det ger tills vidare Japans inhemska sektorer relativ fördel i en värld som under hösten och inledningen på 2017 har fått se stigande räntor. Ju större det globala räntetrycket är desto mer kan centralbanken tvingas köpa statspapper. Det pressar också yens värde. Därtill lovar Bank of Japan att inflationen även ska överstiga målet 2 procent. Sammantaget leder detta till förutsättningar för **lägre realräntor och stöd för exportsektorn** medan japanska investerare tvingas placera mer pengar i utlandet. Vi räknar med att **USD/JPY i slutet av 2017 handlas till 120 och till 124 i slutet av 2018**.

Ljusare utsikter trots Trump

- **Kina: Stabilitet söks inför politisk ommöblering**
- **Indien: Valutareform slår mot tillväxten**
- **Ryssland aviserar budgetnedskärningar**
- **Brasilien: Återhämtning men inrikespolitik och statsfinanser orosmoln**

Kina: Politisk taktik ger stabil tillväxt 2017

Fortsatt **kreditexpansion** var under 2016 Pekings huvudsakliga verktyg för att nå femårsplanens mål för BNP-tillväxten på 6,5-7,0 procent: **utfallet 2016 blev 6,7 procent**. Även om tillväxtmodellen ger kortsiktigt lyft ökar riskerna för ekonomins långsiktiga stabilitet. Det bidrog till att myndigheterna under hösten inledde en försiktig kreditstramning.

Stor politisk ommöblering senhösten 2017

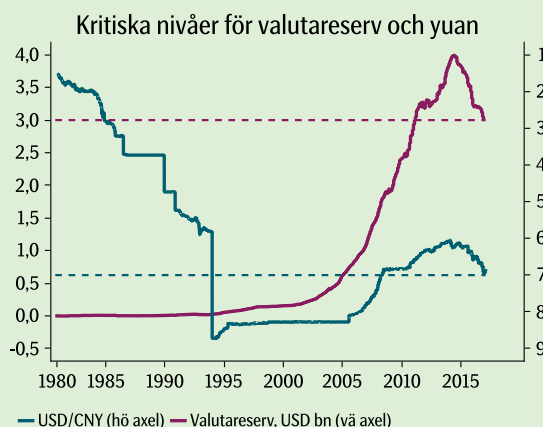
Vart femte år genomgår det kinesiska kommunistpartiets högsta sjuannaledning, den så kallade Standing Committee, en "översyn" för att säkra nödvändiga politiska generationsskiften. Förändringen äger rum under fjärde kvartalet. President Xi och premiärminister Li sitter på femårsmandat vilka förväntas bli förlängda till 2022. Övriga fem kommittémedlemmar kommer sannolikt att bytas ut. Staffväxlingen är viktig för att president Xi ska få in rätt personer i toppen av Kommunistpartiet och därmed kunna fullfölja sin politiska agenda de närmaste fem åren. Dagens ledning är influerad av tidigare presidenter (Hu Jintao och Jiang Zemin). För att underlätta höstens valprocess väntas Xi försöka säkra att ekonomin under 2017 utvecklas stabilt och utan destabiliserande finansmarknadsrörelser. Det leder i sin tur till att reformagendan tunnas ut det närmaste året. Först i början av 2018 väntas den nya ledningen göra en politisk nystart.

Kina fortsätter sin kontrollerade inbromsning. **I år väntas BNP växa med 6,6 procent** för att **2018 stanna på 6,2 procent**. På grund av de politiska förändringarna i höst (se ovan) väntas Peking undvika åtgärder/reformer som äventyrar tillväxten och sysselsättningen. Tung industri väntas bli ett släpkanke för tillväxten när myndigheterna försöker rebalansera ekonomin bort från kapital- och kreditintensiva sektorer. Tjänstesektorn, som utgör mer än hälften av ekonomin, har hållit emot inbromsningen när tillverkningsindustrin haft motvind. Den har bidragit till hög sysselsättning genom tillväxt av fåmansföretag. Hur mycket BNP-tillväxten bromsar in 2017 och 2018 beror i hög grad på utvecklingen på arbetsmarknaden. Med en årlig jobb-

tillväxt på 10 miljoner väntas dock arbetslösheten vara stabil, vilket gynnar konsumtionen och tillväxtutsikterna. Ett stort frågetecken är förstås de **handels- och säkerhetspolitiska relationerna med USA**. De närmaste månaderna får utvisa i vilken utsträckning de kan påverka Kinas ekonomiska utsikter.

Stora utflöden pressar Peking och yuaneln

Kinas valutaexporten 2016 blev uppskattningsvis 570 miljarder dollar: valutareserven minskade med 320 miljarder men bytesbalansen väntas ha visat överskott på 250 miljarder dollar. **Utflydena 2017 kan bli lika stora** trots försök med faktiska/verbala kapitalkontroller. Drivkrafterna är bl a amortering av dollarlån, ökad kinesisk aptit på utländsk valuta samt utländska och kinesiska företags ökade intresse för valutasäkring. Kina är dock fortfarande långt ifrån – ca 1 000 miljarder dollar – att nå en kritisk reservnivå.



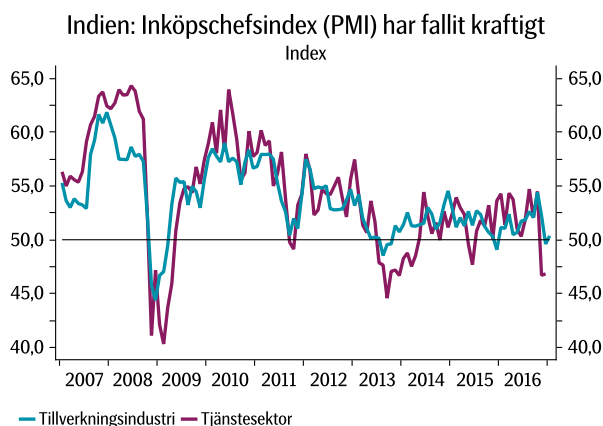
Att valutareserven faller under psykologiska 3 000 miljarder dollar och USD/CNY går över 7,00 kan öka spekulationerna om en större devalvering (vilket skulle strida mot principen för en SDR-valuta). Sannolikheten för en sådan är dock låg. För USA är reservminskningen en huvudvärk. Då ca 60 procent av valutareserven ligger i amerikanska räntepapper kan en fortsatt utförsäljning medverka till en uppåtpress på långa räntor; enligt Feds beräkningar leder utförsäljning av statspapper på 100 miljarder dollar under en kortare period till en räntepågång på 40-60 punkter.

Kinas inflation ökar från **2,2 procent 2016 till 2,5 procent i år och 2018**. Medan penningpolitiken blir något mindre expansiv framöver går finanspolitiken i motsatt riktning; budgetunderskottet för 2017 och 2018 väntas bli 3-4 procent av BNP mot 2-3 procent tidigare. Samtidigt väntas kinesiska **yuaneln**

bli något svagare mot bl a dollarn: 7,05 i slutet av 2017 och 6,80 i slutet av 2018. Valutaprognosen avspeglar a) relativ ekonomisk och penningpolitisk utveckling gentemot USA och b) fortsatta valutautflöden när både Kina och omvärlden viktat om portföljer mot bakgrund av Kinas valutaregim samt c) Pekings ambition att undvika finansiell volatilitet inför den politiska ommöbleringen.

Indien: Kontantbrist slår mot tillväxten

Indien är fortsatt en ljuspunkt bland tillväxtekonomierna men **valutareformen** som lanserades i november får **negativa tillväxteffekter i närtid**. Med avsikt att motverka korruption och den svarta ekonomin förklarades sedlar motsvarande 85 procent av den totala mängden kontanter ogiltiga. De gamla sedlarna byts in mot nya men implementeringen av reformen har varit bristfällig med **negativa effekter på såväl finansiella marknader som realekonomin**. Försöken att snabbt göra sig av med de gamla sedlarna ökade inlåningen kraftigt. Bankerna svarade genom att köpa obligationer vilket fick räntorna att falla rejält. Valuta och börs påverkades negativt även om det är svårt att separera effekterna från Trumps seger i presidentvalet som sammanföll tidsmässigt. Stora delar av effekterna på finansiella marknader har dock reverserats.



För dålig tillgång till de nya sedlarna har resulterat i **kontantbrist** samtidigt som kapacitetsrestriktioner begränsat möjligheterna att öka andelen elektroniska betalningar. Kontantbristen har främst slagit mot detaljhandeln men också dämpat aktiviteten i transportsektorn och fastighetsbranschen. Ett kraftigt fall för inköpschefsindex och bilförsäljning indikerar att **valutareformen ger tydligt negativa effekter på BNP** under fjärde kvartalet 2016 och första kvartalet 2017. Vi har därför **reviderat ned tillväxtprognosen för 2016 och 2017**. För 2017 är dock revideringen liten då en återhämtning väntas längre fram under året då problemen med kontantbrist lösts. **2016 bedöms BNP-tillväxten ha varit 6,9 procent. 2017 accelererar tillväxten till 7,6 procent och 2018 till 8,0 procent.**

Valutareformen driver i närtid ned priserna genom rabatter och inflationen bromsade in till 3,4 procent i december. På längre sikt riskerar dock reformen att få motsatt effekt genom störningar av exempelvis jordbruksproduktionen. Som helårgenomsnitt blev **inflationen 5,0 procent 2016. 2017 och 2018 väntas inflationen hamna på 4,8 procent respektive 5,0**

procent. Inbromsningen för inflationen skapar utrymme för en fortsatt uppmjukning av penningpolitiken och vår bedömning är att styrräntan sänks från 6,25 procent till 5,75 procent 2017. Lägre räntor behövs för att få fart på bankernas utlåning och i förlängningen företagets svaga investeringar.

Trots brister i implementeringen var valutareformen ett modigt initiativ av Modiregeringen och ett tecken på reformvilja. Regeringens viktigaste reformframgångar sedan tillträdet 2014 är den nationella försäljningsskatten och ny konkurrenslagstiftning. Vår bedömning är dock att **reformarbetet bromsar in 2017** på grund av flera viktiga **delstatsval**. För att få upp tillväxten ytterligare krävs omfattande reformer av arbetsmarknad och lagstiftning kring landköp. Dessa frågor är politiskt känsliga och Modi väntas vara försiktig med att driva strukturreformer under 2017 för att undvika negativa effekter i valen. I budgeten för nästkommande räkenskapsår som inleds i april har regeringen **mjukat upp målet för minskningen av budgetunderskottet från 3,0 procent av BNP till 3,2 procent**. Förändringen innefattar bl a skattesänkningar för att motverka effekterna av valutareformen och ska ses i ljuset av de kommande delstatsvalen.

Rupien pressades både av valutareformen och Trump-segern men har återtagit en del av försvagningen. Starka fundamenta i form av hyfsad tillväxt och minskade underskott i bytesbalans och statsbudget ger motståndskraft och **försvagningen av rupien väntas bli mild 2017** trots Feds väntade räntehöjningar. **Vid slutet av 2017 och 2018 väntas rupien stå i 69,0 respektive 67,0 mot dollarn.**

Ryssland: Stabilare oljepris ger andrum

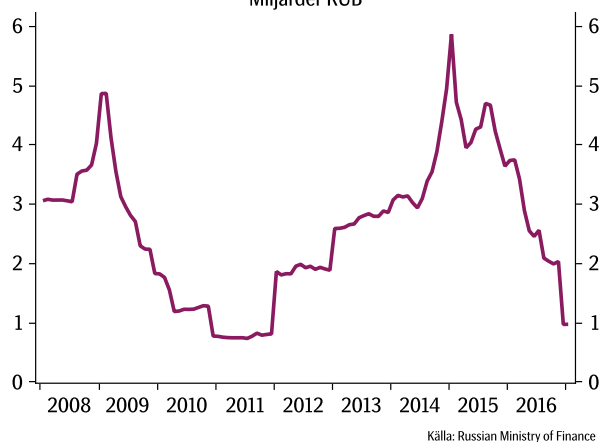
Utsikterna för rysk ekonomi fortsätter så sakteliga att ljusna. Återhämtningen blir dock svag, **BNP väntas växa med 1,0 procent 2017 och med 1,5 procent 2018** drivet av industriproduktion och export samt en svag återhämtning av privat konsumtion i takt med att inflationen faller. Vi förväntar oss därtill att OPECs överenskommelse med andra producenter, framför allt Ryssland, i stora drag kommer att hålla under 2017. Stabila oljepriser kommer därmed att gynna rysk ekonomi samtidigt som strategin med importsubstitution stimulerar jordbruksproduktionen.

Inflationen är på väg ner, men sega inflationsförväntningar gör att centralbanken fortsätter kampen för bevarad trovärdighet genom att hålla räntenivån fortsatt hög. Kreml har gett centralbanken mandat att hålla en stram linje då inflation i kombination med ekonomisk stagnation är potentiellt politiskt explosivt. Inflationsmålet på 4 procent i slutet av 2017 kommer dock ändå inte att kunna nås på grund av kompensationskrav från löntagarna efter de senaste årens kraftiga reallönefall. **Inflationen bedöms hamna på 5,0 procent 2017 och därefter dämpas till 4,8 procent i 2018.** Styrräntan bedöms sänkas gradvis från den nuvarande nivån på 10,0 procent till 8,0 procent till slutet av 2017, där den väntas ligga kvar 2018.

Reservfonden, som byggts upp under perioden med höga oljepriser, håller på att sina och kommer sannolikt att ta slut under 2017. Finansdepartementet har annonserat **kraftiga**

budgetnedskärningar de kommande åren med målet att 2019 begränsa budgetunderskottet till 1,2 procent av BNP. Ambitionen är att skära ner utgifterna med en procentenhet av BNP per år. Till skillnad från tidigare budgetförslag har man aviserat nedskärningar även i försvarsutgifterna. Vår bedömning är dock att målet kommer att missas. Försvarsmakten har en stark ställning och kommer trycka på för fortsatta resursinsatser i en hotfull och osäker omvärld. **Presidentvalet i mars 2018 komplicerar också budgetpolitiken.** President Putin kommer inte att riskera protester från pensionärer och statligt anställda under ett valår. Den politiska aktivisten och antikorrupsionsbloggaren Alexei Navalny har indikerat att han kommer ställa upp i presidentvalet men hans chanser att vinna över den mycket populära Putin är små.

Ryssland: Reservfonden sinar
Miljard RUB



Växelkursen kommer sannolikt att försvagas till **63,5 rubel per dollar i december 2017** som ett resultat av räntesänkningar och centralbankens behov av att återuppbygga sin valuta-reserv. Att relationerna mellan Ryssland och USA kan komma att förbättras, och bli en led till sanktionslättningar, kan dock minska deprecieringstrycket på rubeln.

Brasilien: Reformpolitik stärker tillväxten

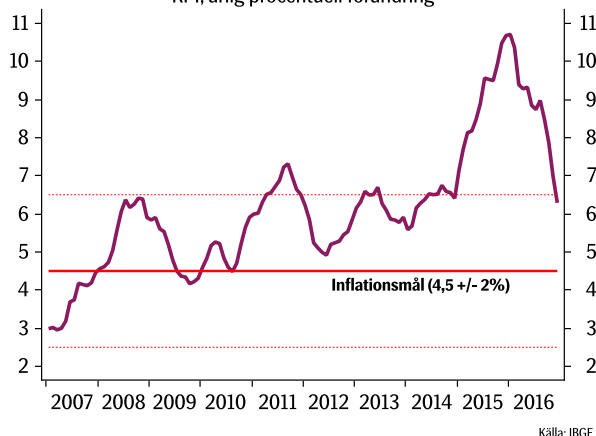
I likhet med Ryssland är den brasilianska ekonomin **på väg in i en återhämtningsfas**. Nettoexporten har redan börjat bidra positivt till BNP och denna trend kommer sannolikt att förstärkas i en miljö med svag inhemsk återhämtning och en starkare tillväxt på Brasiliens exportmarknader. Den brasilianska realen är fortsatt relativt svag trots den senaste tidens appreciering vilket ger exportsektorn en god konkurrenskraft. Investeringsnivån har fallit med 25 procent i fasta priser sedan 2013 men framöver talar stigande råvarupriser och reformer för att stimulera utländska investeringar i oljesektorn och i infrastruktur för en stabilisering eller svag återhämtning. Därtill kommer att rättsprocessen i den så kallade Lava Jato-affären gå in i en fas som innebär att Petrobras, Brasiliens i särklass största enskilda investerare, gradvis kan återuppta projekt som frusits och därtill starta nya. **BNP väntas öka med 0,7 procent 2017 och med 2,0 procent 2018.**

Ekonomin väntas få medvind av reformviljan hos den nya administrationen under President Michel Temer. Efter att regeringen lyckats få till stånd ett **20-årigt utgiftstak** har

förtroendet för statsfinanserna ökat. Regeringens program är långtgående när det gäller avregleringar och andra genomgripande reformer. Den absolut viktigaste punkten är **förändringar i pensionssystemet**, vilka troligen beslutas i kongressen redan under första halvåret i år.

Tack vare återhämtningen av realen och fallet i inhemsk efterfrågan är inflationen på väg ner och kommer sannolikt att nå mittpunkten för centralbankens mål på 4,5 procent redan i augusti eller september i år. **Mått som årsgenomsnitt väntas inflationen hamna på 5,2 procent 2017 och 4,9 procent 2018.** Centralbanken kommer troligen att till en början sänka räntan i snabb takt för att sedan kunna slå av på takten om globala marknadsräntor drar sig uppåt som ett resultat av expansiv amerikansk finanspolitik. Vi förväntar oss att **styrräntan ligger på 10 procent i slutet av 2017 och på 9 procent i slutet av 2018.** Fortsatt relativt hög inflation bidrar också till att realen åter försvagas framöver.

Brasilien: Hög inflation faller snabbt mot målet
KPI, årlig procentuell förändring

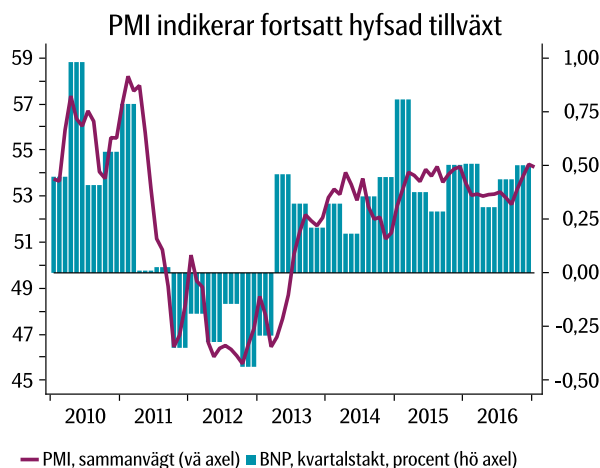


Förutom risker för en sämre internationell utveckling, främst för den numera viktigaste handelspartnern Kina, finns **inhemska politiska orosmoln**. I samband med Lava Jato-korruptionshärvan har Odebrecht och Camargo Correa, ett par av Brasiliens största byggföretag, nått en överenskommelse med åklagarmyndigheterna som kan snärja även President Temer, eller personer i hans regering. Om detta leder till att reformprogrammet läggs på is kan förtroendet och optimismen som funnits i den privata sektorn sedan i januari 2016 försvinna snabbt.

Konjunkturen står emot politisk osäkerhet

- Indikatorer på högsta nivån sedan 2011
- Hushållen främsta tillväxtdrivkraften men export och investeringar växlar upp
- Högre inflation men når inte ECB:s mål
- ECB avvaktar i vår; minskar köpen efter sommaren

De ekonomiska utsikterna har förbättrats och mycket tyder på att tillväxten växlat upp de senaste månaderna. Sentiments-indikatorer är på de högsta nivåerna sedan 2011 och uppgången är mer balanserad än tidigare. Flera faktorer drar i rätt riktning; stigande sysselsättning och låga räntor gynnar hushållen samtidigt exportutsikterna förbättrats. Detta ger en bredbaserad tillväxt, vilket också avspeglas i stigande investeringar och framtidstro hos företagen. **BNP-tillväxten beräknas bli 1,8 respektive 1,9 procent 2017 och 2018;** en viss upprevidering jämfört med förra *Nordic Outlook*. ECB:s tillgångsköp löper på enligt nuvarande plan under första halvåret, varefter de månatliga köpen minskar ytterligare i höst.



Osäkra val men små tillväxteffekter

Efter valen i Storbritannien och USA vänds nu valkompassen mot eurozonen där **flera länder går till valurnorna 2017**, bl a Nederländerna i mars, Frankrike i april-juni och Tyskland i september. Att de anglosaxiska länderna så tydligt ändrat färdriktning mot mer slutenhet och betoning av nationella intressen på bekostnad av internationellt samarbete förändrar också de politiska förutsättningarna för eurozonen. De politiska strömningar mot ökad integration får nu extra vind i seglen på bekostnad av federalistiska krafter med Bryssel i spetsen.

Motståndet mot federalism finns inte bara bland populistiska strömningar; att öka utrymmet för nationella lösningar inom ramen för EU-samarbetet har brett stöd i opinionen. Det kan t ex gälla möjligheterna för länderna att i praktiken kunna ha olika sociala skyddsnät som inte fullt ut kan utnyttjas inom ramen för den fria rörligheten. Även nationell kontroll över migrationspolitiken är viktig för många länder. Ju större EU har blivit desto svårare tycks det bli att nå konsensus i många frågor, vilket också ökar behovet av alternativ till "one size fits all"-lösningar för att samarbetet på sikt ska överleva. Lite paradoxalt talar mycket för att hela EU kan vara på väg i den riktning som Storbritannien förespråkade för egen del i förhandlingarna som föregick Brexit-omröstningen.

Trots långsiktiga identitetsproblem för EU är det inte sannolikt att valen 2017 kommer att leda till några omvälvande framgångar för populistiska EU-fientliga krafter. Stödet för EU och EMU ligger på hyfsade nivåer i flera länder. EU-toppmötena i vår, bl a 60-årsfirandet av Romfördraget, lär undvika provocerande utspel i federalistisk anda och istället fokusera på frågor där länderna måste samarbeta som t ex bekämpande av terrorism, försvar samt säkerställande av att förra årets stora flyktingström inte återkommer. Huvudprognosen är också att den franska vänstern i presidentsvalets andra omgång stöttar den traditionella högerens kandidat och därmed förhindrar Marine Le Pen att nå Elyseepalatset. I Tyskland blir troligen inte EU-fientliga AfD:s framgångar tillräckligt stora för att hindra den stora koalitionen mellan Kristdemokrater och Socialdemokrater att sitta kvar. Därmed kan de etablerade politiska krafterna skjuta problemen på framtiden.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2015	2016	2017	2018
Tyskland	1,7	1,9	1,8	1,8
Frankrike	1,3	1,2	1,2	1,4
Italien	0,7	0,9	0,9	1,2
Spanien	3,2	3,3	2,8	2,8
Eurozonen	2,0	1,8	1,8	1,9

Källa: Eurostat, SEB

Med vårt politiska huvudscenari blir inte de ekonomiska konsekvenserna så stora de närmaste åren. En viss **nervositet kring valen påverkar tillväxtbilden marginellt** och om opinionsundersökningar inför franska presidentvalet pekar mot en jämn andra valomgång kan den finansiella oron bli mer påtaglig. De största riskerna för **mer varaktiga ekonomiska störningar är kopplade till utvecklingen i Italien**. Nej-sidans seger i folkomröstningen i höstas och premiärminister Renzi

avgång gör att sannolikheten är stor att vi får ett nyval i år. Ett läge med redan svag tillväxt, besparingskrav från Bryssel och problem i banksektorn gör Italien extra sårbart. Ekonomins storlek gör också att spridningseffekter kan bli påtagliga. Även på ett politiskt plan kan utvecklingen i Italien få bredare konsekvenser. Bryssel skulle förlora i trovärdighet om ett stort land som Italien ignorerar besparingskraven. Det är också troligt att en italiensk sanering av banksektorn kommer att inbegripa offentliga resurstillskott (bail-out) på ett sätt som strider mot gällande princip om att privata medel (bail-in) ska lösa behovet av kapitaltillförsel. En ytterligare risk är Grekland som behöver ytterligare stödutbetalningar senast i juli. Som tidigare är det en diskussion mellan Grekland, EU och IMF om villkor för utbetalningen men vi väntar oss att resultatet blir i linje med de senaste liknande tillfällena – att stödet till slut betalas ut och att landet får ytterligare lättnader i villkoren.

Svagt expansiv finanspolitik

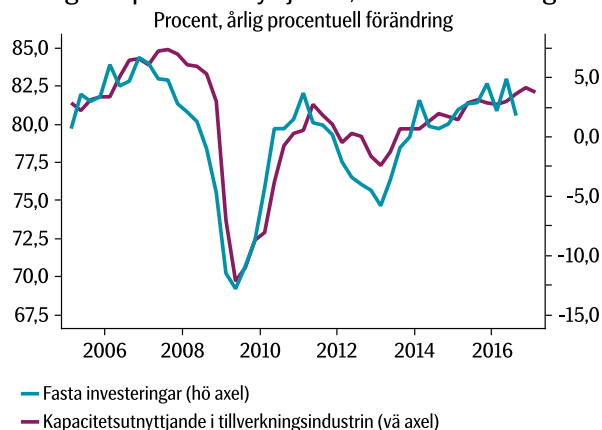
Det offentliga finanserna har förbättrats av starkare konjunktur och besparingsprogram men en hög statsskuld i många länder begränsar utrymmet för att följa det amerikanska exemplet med en mer expansiv finanspolitik. Sammantaget blir ändå den finanspolitiska inriktningen svagt expansiv 2017-2018 när besparingsprogram mildras och länder med manöverutrymme genomför måttliga stimulanser. Trots ränteuppgång faller ändå kostnaden för statslåneräntor vilket ger visst utrymme för att stimulera. Bryssel kommer troligen att fortsätta ställa krav på besparingar i flera länder men sanktioner mot de som inte följer anvisningarna blir alltmer osannolika trots tyska protester. Utgifter relaterade till flyktingkris, försvar eller kamp mot terrorism kommer att mötas med extra stor förståelse från EU-institutionerna. De offentliga finanserna i Tyskland har överraskat positivt samtidigt som överskottet i bytesbalansen blir allt större och nu ligger på 8-9 procent av BNP. Det innebär fortsatt tryck från omvärlden på tyska stimulanser, vilket också kan kopplas till Trumps uttalanden om att Tyskland och andra EU-länder kommer att få bära ett större ansvar för NATO-utgifter kopplade till Västeuropas försvar. Sammantaget minskar eurozonens **offentliga underskott succesivt ned mot 1,5 procent av BNP 2018** samtidigt som statsskulden fortsätter falla mot 90 procent av BNP.

Tydligt förbättrad indikatorbild

Sentimentsindikatorerna har tydligt växlat upp den senaste tiden och både sammanvägt PMI och EU-kommissionens ESI ligger på högsta nivån på mer än 5 år. Uppgången är geografiskt bredbaserad och även Frankrike och Italien ligger nu en bit över 50-strecket. Sektormässigt drivs uppgången främst av förbättrat förtroende i tillverkningsindustrin men även byggsektorn ser ljusare på framtiden samtidigt som sensommarens tveksamhet i tjänstesektorn visat sig vara tillfällig. Orderläget har ljusnat för både hemmamarknad och export. Euron är svag mot dollarn, men handelsvägt är bilden mer splittrad. Valutan har handelsvägt apprecierat med 3-4 procent under 2016 men är svagare än genomsnittet de senaste 10 åren. Starkare framtidstro har också omsatts i förbättrade hårddata. Export och industriproduktion visade under slutet av 2016 en mer stabil uppgång än tidigare. Sammantaget väntar vi oss att

industriproduktionen ökar med 1,5 respektive 2 procent 2017-2018 och att **exporten växer med ca 4-4,5 procent per år**.

Högre kapacitetsutnyttjande, ökade investeringar



Källa: Eurostat

Investeringsuppgången fortsätter

Trots en viss återhämtning de senaste åren ligger investeringsnivån fortfarande ca 10 procent lägre än 2008. Flera faktorer talar för att **investeringarna ökar ytterligare framöver**. Industriproduktionen ökar och kapacitetsutnyttjandet för industrin ligger över det historiska genomsnittet. Efterfrågan på lån ligger på en hyfsad nivå för icke-finansiella företag och utlåningen pekar uppåt även om ökningstakten ännu inte är imponerande i ett historiskt perspektiv. ECB:s expansiva politik bidrar också men de regionala skillnaderna är stora. I länder där banksektorn fortfarande tyngs av en stor mängd dåliga lån får ECB:s politik inte lika stort genomslag och i t ex Italien och Spanien är kreditutvecklingen fortsatt svag. Samtidigt ökar bostadsinvesteringarna. Bostadspriserna stiger i flertalet länder i regionen och efterfrågan spås på av immigration och att arbetskraft flyttar till de delar av regionen som har en starkare konjunkturutveckling. **Samtantaget växer investeringarna med 3,5 procent per år 2017 och 2018.**

Konsumtionsuppgången fortsätter

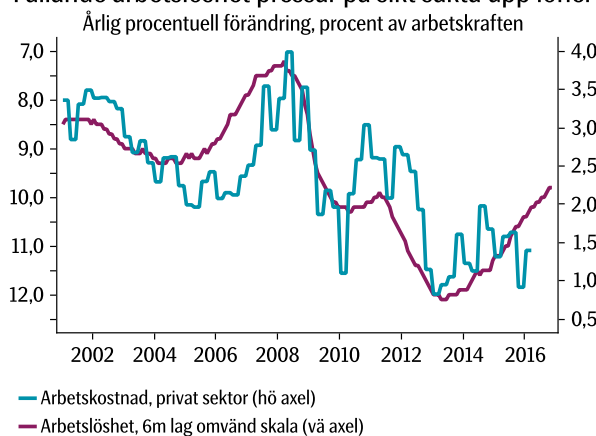
Flera drivkrafter talar för att hushållen förblir den främsta drivkraften för BNP-tillväxten. Sysselsättningen fortsätter att öka samtidigt som detaljhandel och bilförsäljning uppvisar robust tillväxt. Stigande bopriser och ökande efterfrågan på lån i de flesta länder i kombination med att konsumentförtroendet nu ligger på sin högsta nivå sedan våren 2015 förstärker också bilden. Inkomstutvecklingen gynnas av att de stora besparingsprogrammets tid nu är förbi men samtidigt dämpas köpkraftsuppgången av en något högre inflation. Sammantaget stiger realinkomsterna med 1,5 procent 2017. Sparkvoten har dock legat på en relativt låg nivå de senaste 3-4 åren. Det innebär att inte finns någon stor sparandebuffert att ta av om inkomsterna skulle utvecklas svagare än väntat. **Hushållens konsumtion ökar med knappt 2 procent per år 2017-2018.**

Fallande arbetslöshet, låga löneökningar

Arbetslösheten uppgick till 9,6 procent i december 2016, 0,8 procentenheter lägre än i början på året. Nedgången är bredbaserad, även om nivån är besvärande hög i många länder.

Italien sticker också ut bland de större länderna genom en uppgång. Sysselsättningen i regionen har ökat med knappt 2 miljoner senaste året och ligger nu nära toppnivån 2008. Sysselsättningen ökar snabbast i Tyskland följt av Spanien. Förbättrade tillväxtutsikter samt expansiva anställningsplaner enligt EU-kommissionens enkät tyder på att den positiva trenden fortsätter. Arbetskraftsdeltagandet fortsätter samtidigt att öka, vilket håller tillbaka nedgången i arbetslöshet något. **Mätt som årsgenomsnitt faller arbetslösheten från 10,1 procent 2016 till 9,6 respektive 9,1 procent 2017 och 2018.** Den strukturella jämviktsnivån bedöms ligga på 8,0-8,5 procent. Nivån i Tyskland ligger dock mycket nära jämvikt. Lägre arbetslöshet kommer på sikt att resultera i högre löner men de närmaste åren förblir ökningarna låga. I regionen som helhet växlar löneökningarna upp från nuvarande 1 procent till 1,5 procent 2018. Även i länder med låg arbetslöshet är löneökningarna måttliga. De tyska fackföreningarnas krav ligger runt 4,5-6,0 procent men löneökningarna lär slutligen hamna runt 2,5-3,0 procent. En högre inflation ökar lönekraven men genomslaget tar tid och blir troligen begränsat.

Fallande arbetslöshet pressar på sikt sakta upp löner



Källa: Eurostat

Inflationen tillfälligt nära 2 procent

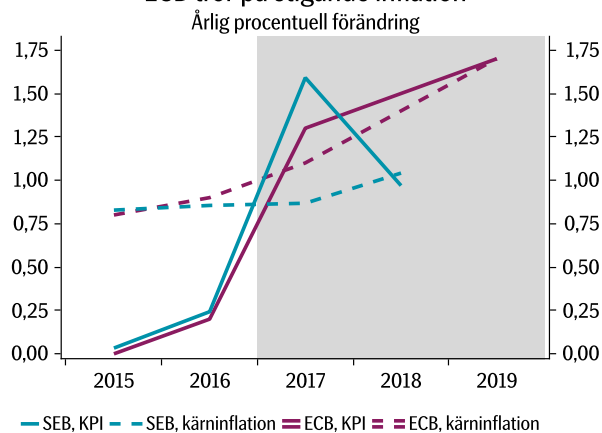
Inflationen har nu lämnat nollstrecket och växlat upp relativt kraftigt. Mellan juni och december 2016 steg inflationstakten från 0,1 till 1,1 procent. Decembersiffran är den högsta sedan hösten 2013 och uppgången fortsätter ytterligare några månader. **Inflationen når 2 procent under våren 2017**, innan den åter faller ner mot 1 procent mot slutet av året. Uppgången drivs till stor del av energipriser i spåren av oljeprisuppgången under 2016, men även livsmedelspriserna har växlat upp från nedtryckta nivåer. En svag euro och högre internationella priser håller uppe inflationen framöver. Skillnader i konjunkturläge sätter också allt tydligare spår i inflationssiffrorna, vilket ger ECB en alltmer påtaglig huvudvärk. I december var inflationen i Tyskland och Spanien 1,9 respektive 3,0 procent vilket kan jämföras med Frankrikes 1,6. **HIKP-inflationen ökar med 1,6 respektive 1,0 procent som årsgenomsnitt för 2017 och 2018.** Utvecklingen av kärn-KPI har varit mer dämpad och legat kring 1 procent de senaste 3,5 åren. De svagt stigande löneökningarna ger ett marginellt högre underliggande

inflationstryck, men kärn-HIKP fortsätter att ligga nära 1 procent också 2017 och 2018.

ECB: Köpen minskar igen efter sommaren

Vid ECB:s senaste penningpolitiska möte gav Mario Draghi med ena handen och tog med den andra när obligationsköpen förlängdes i 9 månader samtidigt som månatliga köp minskades till 60 miljarder euro. Trots lägre månatliga köp så tolkades beskedet duvaktigt. I och med att inflationen äntligen lämnat nollstrecket och tillväxtbilden ser något ljusare ut har trycket på ECB-stimulanser minskat. Dessutom har inflationsförväntningarna vänt upp tydligt sedan sommaren 2016. Å andra sidan behöver länder som kämpar med stora offentliga skulder, störningar på kreditmarknaden samt politiska problem en fortsatt mycket lätt penningpolitik. **Den närmsta tiden kommer ECB därför att försöka dämpa spekulationer om en att en snar normalisering av politiken** kan komma i spåren av ljusare ekonomiska utsikterna. ECB:s budskap att köpen kan ökas om utvecklingen blir sämre än väntat men samtidigt hävda att man inte diskuterat möjligheten till tapering (minskade köp) om ekonomiska data överraskar på uppsidan ger en asymmetrisk bild av reaktionsfunktionen. Denna kan bli svår att motivera på sikt. Åtminstone är det troligt att Draghis besked att köpen ska ligga still hela 2017 kommer att utmanas av de länder, med Tyskland i spetsen, som vill se en mindre mjuk ECB-politik.

ECB tror på stigande inflation



Källa: ECB, SEB

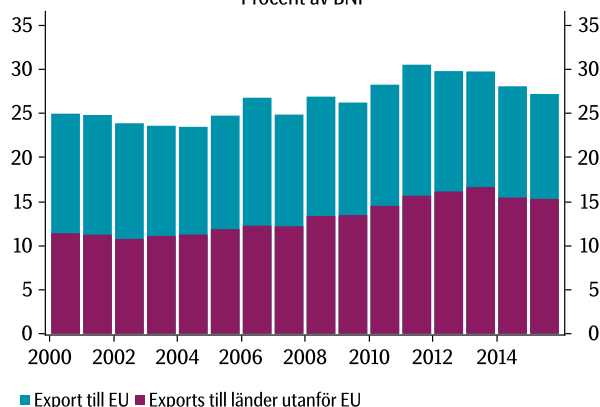
Vår bedömning är att ECB behåller nuvarande räntenivå 2017-2018 men att man vid mötena i juni aviserar och därefter i september beslutar att **de månatliga köpen kommer att dras ner ytterligare till 40 miljarder euro per månad från och med oktober**. Samtidigt förlängs programmet ytterligare 3-6 månader. Mot slutet av 2017 och i början av 2018 tas liknande beslut som **fasar ut obligationsköpen våren/sommaren 2018**. Ett argument för detta är att det blir allt svårare för ECB att kunna köpa vissa länders obligationer. Man kan också tänka sig att tapering (minskade tillgångsköp) påskyndas av att ECB ser allt mindre marginalnytta av ytterligare köp även om detta knappast kommer att lyftas fram i ECB:s kommunikation. Viktiga argument mot vår prognos om att köpen bantas snabbare än vad som nu kommuniceras är dels att vi tror att den underliggande inflationen ligger kvar på en låg nivå samt oro för att europeiska räntespreadar ska stiga.

Politisk osäkerhet bromsar tillväxten

- **Artikel 50 om EU-utträde aktiveras i vår**
- **Utträdesförhandlingar sprider osäkerhet**
- **Pundfall och finanspolitik mildrar chocken**

Det tillväxttapp som befarades som en omedelbar effekt av en Brexitbeslutet har hittills uteblivit. Istället har penningpolitiska lättnader och en avsevärd försvagning av pundet bidragit till att tillväxten legat kvar runt sin trend. Vi räknar dock med att **den politiska osäkerheten i ökad grad bromsar ekonomin framöver**, bl a via svagare investeringar. **I år faller tillväxten till 1,1 procent och 2018 växer BNP med 1,2 procent**; prognosen ligger marginellt under konsensus. Arbetsmarknaden påverkas också negativt med en arbetslöshet som vänder uppåt och ligger på 5,3 procent i slutet av prognosperioden.

Storbritanniens export till EU och världen
Procent av BNP



Källa: Office for National Statistics

Den ekonomiska aktiviteten de närmaste åren kommer i hög grad att påverkas av hur EU-utträdet slutligen utformas. Först nu, nära 8 månader efter folkomröstningen, verkar regeringen ha någon form av strategi för utträdet i form av ett 12-punktsprogram. **Regeringens linje är att Storbritannien fullt ut ska lämna EU.** Kraven på kontrollerad invandring från andra EU-länder, fullt inflytande över lagstiftningen och möjligheten att på egen hand sluta frihandelsavtal med andra regioner är oförenliga med ett "begränsat medlemskap" som t ex ett EES-avtal. Det skulle annars vara ett sätt att ge brittiska företag tillträde till EU:s inre marknad även efter utträdet. Regeringen avser istället att **förhandla fram ett frihandelsavtal med EU** för att underlätta handeln mellan EU och Storbritannien efter utträdet. För Storbritannien är det

mycket som står på spel då 44 procent av exporten (12 procent av BNP) går till länder inom EU.

Premiärminister May har nu fått mandat av parlamentets underhus (beslut i överhuset väntas i början av mars) att aktivera artikel 50. Därmed talar det mesta för att utträdesprocessen snart kan påbörjas. Förhandlingarna i riktning mot en hård brexit kan dock skapa inrikespolitiska strider i ett senare skede och man kan fortfarande inte utesluta en scenförändring där Storbritannien till slut stannar i EU.

De senaste åren har hushållens konsumtion varit motorn i ekonomin men vi befarar nu en viss avmattning. Konsumentförtroendet har börjat falla samtidigt som **högre inflation och svagare arbetsmarknad urholkar köpkraften**; i årstakt toppar inflationen på 2,5-3 procent 2018 och mätt som års-genomsnitt blir **inflationen 2,3 respektive 2,4 procent 2017 och 2018**. Samtidigt har hushållen successivt minskat sitt sparande som steg kraftigt efter finanskrisen. **Utrymmet för ytterligare minskning framöver är begränsat.** Kombinationen av fortsatt svagt pund och lättare finanspolitik mildrar dock konjunktur nedgången. En 12-procentig pundförsvagning under det senaste året gynnar exportindustrin vars orderingång alltjämt ser stark ut. Samtidigt ställer EU-utträdet ökade krav på finanspolitiska stimulanser och under hösten övergav regeringen ambitionen att nå överskott i budgeten i slutet på mandatperioden. Regeringen har annonserat en rad olika åtgärder; däribland **en succesiv sänkning av bolagsskatten till 17 procent år 2020**. Viktigare är dock **nya satsningar på bl a forskning, utveckling och infrastrukturinvesteringar**.

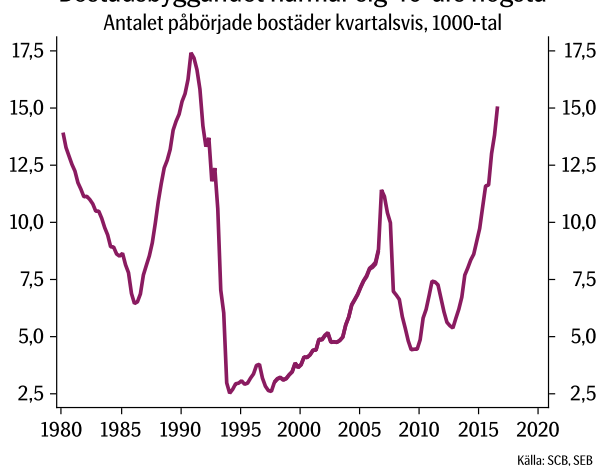
Den ekonomiska utvecklingen har inte blivit så svag som centralbanken befarade i somras när styrräntan sänktes till rekordlåga 0,25 procent. Trots att inflation väntas stiga över målet de kommande åren **väljer centralbanken att lämna styrräntan oförändrad till slutet på 2018**. Däremot **upphör köpen av statsobligationer i februari** och centralbanken väntas inte höja målet för obligationsportföljens storlek ytterligare. Sedan årsskiftet har pundet fallit kraftigt mot de flesta valutor och tappat knappt 20 procent mot både euron och dollarn. Valutautvecklingen är osäker och lär på kort sikt fortsätta att drivas av det politiska skeendet. **Vi befarar därför ytterligare pundförsvagning under innevarande år.** Redan nu är pundet klart undervärderat, framför allt mot dollarn. Bedömningen är därför att pundet bör återhämta sig på sikt. **GBP/USD noteras till 1,30 i slutet av 2018. EUR/GBP står i 0,83 i slutet av 2018.**

Industriuppgång breddar BNP-tillväxten ytterligare

- Stark uppgång för inhemsk efterfrågan
- Bostadsbyggandet närmar sig 40-års högsta
- Högre resursutnyttjande ger inflation på sikt
- Riksbanken svänger om och höjer i år
- Stora strukturella och politiska utmaningar

Indikatorerna för svensk ekonomi har fortsatt att förbättras de senaste månaderna. **Vi justerar därför upp vår**, jämfört med andra bedömare, **höga prognos ytterligare** och förutser nu en **BNP-tillväxt på 3,1 procent i år och 2,4 procent nästa år**. Uppjusteringen är främst hänförlig till starkare export, men det är fortfarande de inhemska drivkrafterna som dominerar med mycket snabb expansion av bostadsbyggande och offentlig konsumtion. Prognosen för sysselsättning har också reviderats upp och resursutnyttjandet når under 2017 toppnivåerna från de senaste 20 åren.

Bostadsbyggandet närmar sig 40-års högsta



Årets **avtalsrörelse** går in i en avgörande fas i februari-mars och bedöms **resultera i ett tvåårigt avtal med löneökningar på 2,4 procent**; två tiondelar högre än förra årets avtal. Även **inflationen växlar upp under 2017**, främst genom högre priser på energi och livsmedel samt via effekter av det senaste årets svagare växelkurs. Under 2018 faller inflationen tillbaka något när dessa tillfälliga drivkrafter försvagas. Den underliggande inflationen är visserligen på väg upp när resursutnyttjandet stiger till sin högsta nivå sedan 1980-talet. Normal fördröjning mellan tillväxt och inflation talar dock för att inflationen i slutet av 2018 fortfarande är något lägre än Riksbankens mål.

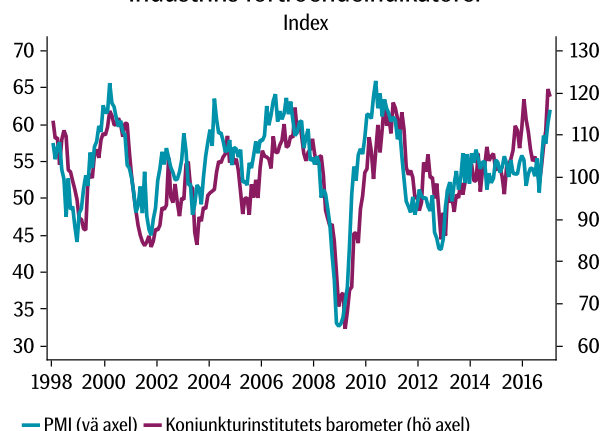
Protokollet från Riksbankens decembermöte visar att **flera ledamöter nu tvekar att göra penningpolitiken än mer expansiv**, vilket stödjer vår prognos att nästa åtgärd blir en räntehöjning. Stark tillväxt och stigande resursutnyttjande ger också stöd för vår prognos om en höjning i slutet av 2017, d v s 3-4 månader tidigare än vad Riksbankens räntebana indikerar.

Finanspolitiken fortsätter att vara expansiv de närmaste åren, främst genom ökande offentlig konsumtion i spåren av de stora flyktingströmmarna. Mätt i årstakt kulminerar tillväxten i offentlig konsumtion redan i början av 2017, men fortsätter att ge betydande positiva bidrag under hela prognosperioden. En stark cyklisk uppgång av skatteinkomsterna ger ändå offentliga överskott både 2017 och 2018. Den högt uppdrivna nivån på skatteintäkterna innebär dock risk för offentlig-finansiella bakslag i ett längre tidsperspektiv.

Ljusnande utsikter för industrin

Starkare omvärldskonjunktur i kombination med en svag krona har lyft **sentimentsindikatorerna för industrin till de högsta nivåerna på fem år**. Industrins konfidensindikator ligger enligt Konjunkturinstitutets (KI) barometer faktiskt nära sin högsta nivå någonsin, även om viktiga nulägesfrågor som inkommande order ligger på mer beskedliga nivåer. Hårddata som industriproduktion och varuexport har också varit mer blandade, men mycket talar för att inkommande data den närmaste tiden kommer att bekräfta en starkare industrikonjunktur. Fortsatt stark tillväxt för tjänsteexporten gör att den totala exporttillväxten 2017 blir högre än den historiska trenden, om än fortfarande en bit från historiska toppnivåer.

Industrins förtroendeindikatorer



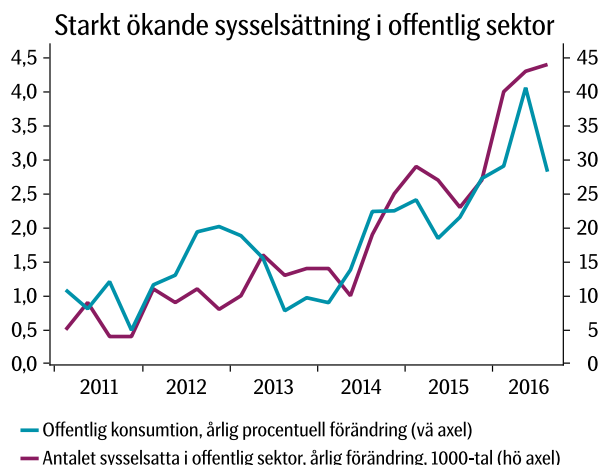
Källa: Konjunkturinstitutet, Swedbank

Bostadsbyggandet mot nya höjder

En mer markerad exportuppgång bidrar till att prognosen för industrins investeringar justerats upp. Totala investeringar steg preliminärt med 8 procent 2016, främst drivet av en uppgång på 20 procent för bostadsinvesteringarna. Antalet påbörjade lägenheter var tredje kvartalet 2016 högre än toppnivåerna från byggboomen runt 1990. Detta talar för att **bostadsinvesteringarna fortsätter att öka snabbt 2017**; vi förutser en uppgång på ytterligare 15 procent. Snabb befolkningsökning ger fortsatt stort behov av nya bostäder, men under 2018 sker ändå en viss inbromsning när kapacitetsrestriktioner börjar göra sig gällande. Bostadsinvesteringarnas andel av BNP uppgår i slutet av nästa år till 7 procent, vilket är något högre än nivåerna i Norge och Danmark innan finanskrisen. Det är dock fortfarande långt kvar till motsvarande nivåer i Spanien och Irland. Även andra investeringar fortsätter att öka i snabb takt, inte minst i offentlig sektor. **Investeringarna totalt växer med 7,7 procent i år och med 4,7 procent 2018.** Som andel av BNP nådde investeringarna 2016 sin högsta nivå sedan 1990 och denna kvot stiger ytterligare de närmaste åren.

Offentlig konsumtion fortsätter växa

Befolkningsökningen är också en stark drivkraft för ökad offentlig konsumtion. **Tillväxten förra året på drygt 3 procent var den starkaste sedan 1980-talet.** Även om de direkta utgifterna för asylmottagandet minskar, talar mycket för att uppgången fortsätter i år när kommunerna ska förse de nyanlända som får uppehållstillstånd med t ex utbildning och sjukvård. Mätt som årstakt dämpas ändå den offentliga konsumtionen till 2,5 procent 2017 och till knappt 1 procent 2018; något lägre än den historiska trenden.



Källa: SEB och SCB

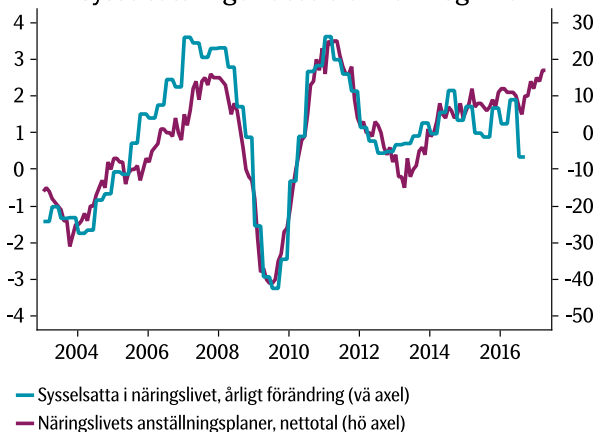
Hushållens konsumtion ökade något långsammare än väntat under 2016. Trots goda fundamenta i form av ökad sysselsättning samt stigande inkomster och tillgångspriser fortsätter hushållen att hålla igen och sparkvoten har nått nya rekordnivåer. Detta beror troligen på en oro för framtida prisfall på bostäder (se temaartikel) samt lågt förtroende för Sveriges ekonomi framöver. Under slutet av 2016 steg dock konsumentförtroendet tydligt, vilket talar för att sparkvoten åtminstone är på väg att plana ut och **konsumtionen därmed kan accelerera i år.** En teknisk faktor som hållit nere konsumtionen de

senaste åren är att asylsökandes konsumtion i nationalräkenskaperna registreras som tjänsteexport. I takt med att asylsökande får uppehållstillstånd definieras deras utgifter om på ett sätt som ökar hushållens konsumtion och samtidigt minskar tjänsteexporten.

Sysselsättningen accelererar från hög nivå

Indikatorer för arbetsmarknaden bekräftar bilden av en allt starkare tillväxt. Anställningsplanerna enligt KI:s barometer har t ex stigit till de högsta nivåerna sedan 2011 och den redan starka uppgången för antalet sysselsatta i näringslivet ser med andra ord ut att stärkas ytterligare. Tillsammans med fortsatt snabb ökning i offentlig sektor innebär det att **vi räknar med en sysselsättningsuppgång med närmare 2 procent 2017**; riskerna ligger därtill på uppsidan. Att antalet personer i arbetskraften också ökar gör att utsikterna för arbetslösheten är mer osäkra. Vi räknar dock med att uppgången i arbetsutbudet är på väg att kulminera, vilket bidrar till att de senaste årens gradvisa nedgång i arbetslösheten kan fortsätta. På medellång sikt börjar arbetskraften troligen åter öka i snabbare takt när de senaste årens stora invandrargrupper söker sig ut på arbetsmarknaden. Att en snabbt stigande andel av de arbetslösa är födda utanför Europa och/eller har låg utbildning gör också att arbetslöshetens utveckling framöver mer beror på struktur- och arbetsmarknadspolitik snarare än på cykliska faktorer. Mycket talar för att arbetslösheten på medellång sikt åter börjar stiga från en historiskt sett relativt hög nivå.

Sysselsättningen accelererar från hög nivå

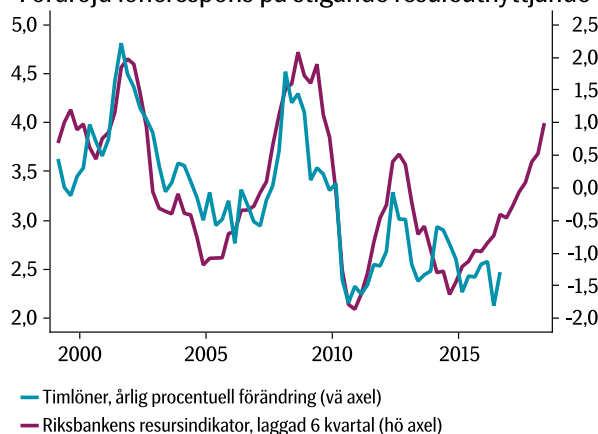


Källa: SCB

Lönerna accelererar från låg nivå

Årets avtalsrörelse kommer in i ett avgörande skede under februari och mars. De fackliga kraven ligger ett par tiondelar högre än förra året om hänsyn tas till årets låglönesatsningar. Även arbetsgivarnas utgångsbud ligger något högre och vi räknar med att förhandlingarna resulterar i **ett tvåårsavtal med löneökningar på 2,4 procent per år**; 0,2 procentenheter högre än förra året men i linje med vår tidigare prognos. Löneökningarna utöver avtal har varit oväntat låga de senaste två åren, men det allt stramare läget på arbetsmarknaden talar för en uppgång även på detta område. **Prognosen för totala löneökningar har ändå justerats ned med två tiondelar till 2,7 procent.** Prognosen för 2018 är oförändrad på 3,2 procent.

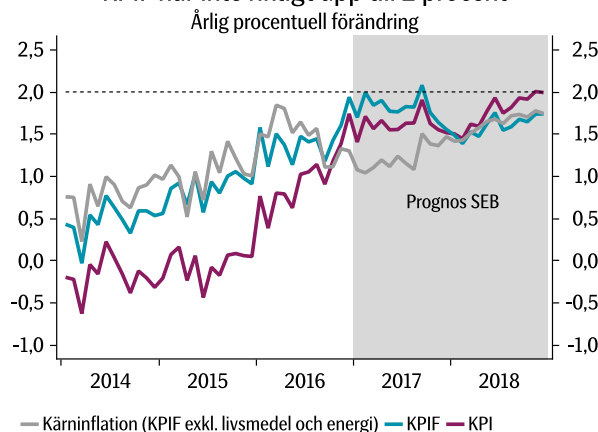
Fördröjd lönerespons på stigande resursutnyttjande



Källa: SEB, Riksbanken

KPIF-inflationen steg i december till 1,9 procent, vilket var den högsta nivån sedan 2010. Drivkraften var framför allt högre priser på energi och i viss mån livsmedel. **Samtidigt har kärninflationen under 2016 fallit till 1,3 procent i december.** Både energi och livsmedel kommer att fortsätta att lyfta inflationen under större delen av 2017 och vår prognos för KPIF på 1,7 procent ligger något högre än Riksbankens. Utsikterna för kärninflationen i år är dock mer beskedliga. Baseeffekter från ovanligt stora prisökningar på tjänster i januari 2016 (förklaras delvis av indirekta skatter) talar för att kärninflationen faller ned mot en procent i januari 2017. Under året stiger dock inflationen gradvis drivet av den svagare kronan och i viss mån ökande löner.

KPIF når inte riktigt upp till 2 procent



Källa: SCB, SEB

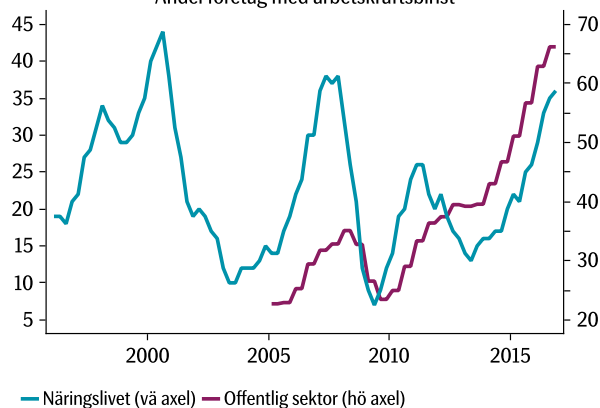
Tilltagande löneökningstakt och accelererande internationella priser pressar upp kärninflationen under 2018. Samtidigt minskar bidragen från energi och växelkurs jämfört med 2017, vilket leder till att den genomsnittliga uppgången i KPIF stannar på 1,6 procent. Att internationella priser övergått från att falla till att stiga ökar sannolikheten för att inflationen så småningom stiger till två procent, men det historiska mönstret talar för att inflationen inte stiger över målet förrän konjunkturuppgången är på väg att kulminera.

Reporäntan höjs i slutet av året

Trots att inflationen blir lägre än målet även 2018 håller vi fast vid prognosen om att **reporäntan höjs i slutet av 2017**. Både tillväxt och arbetsmarknad kommer enligt vår prognos att vara betydligt starkare än i Riksbankens decemberbedömning. Samtidigt fortsätter resursutnyttjandet att stiga och närmar sig i snabb takt toppnivåerna från de senaste 20 åren. De penningpolitiska rapporterna har just lyft fram de betydande historiska fördröjningarna mellan resursutnyttjande och inflation. Därmed borde Riksbanken kunna känna större tillförsikt om att inflationen så småningom verkligen kommer att stiga. Det finns därtill tydliga tecken på att flera direktionsledamöter i högre grad betonar avigsidorna med ytterligare lättnader.

Bristtalen på historiska toppnivåer

Andel företag med arbetskraftsbrist



Källa: Konjunkturinstitutet, Arbetsförmedlingen

Det kommer dock att ta tid för Riksbanken att svänga om från dagens bias mot ytterligare lättnader till att närma sig räntehöjningar. Trots att inflationen i år drivs av tillfälliga faktorer tror vi ändå att kombinationen av stigande långsiktiga inflationsförväntningar och allt högre resursutnyttjande gör att **räntehöjningar gradvis blir mer aktuella**. Vi väntar oss att direktionen under det närmaste halvåret tar bort nedåtricken i räntebanan för att under hösten övergå till att signalera att åtstramning är på väg. Vi står fast vid prognosen att **en första höjning kommer i december i år**, d v s 3-4 månader tidigare än i Riksbankens nuvarande räntebana. Vi räknar därefter med ytterligare två höjningar under 2018 till +0,25 procent, oförändrat jämfört med tidigare prognos.

Att Finansinspektionen nu öppet vädjar om att Riksbanken ska "luta sig mot vinden" och ta hänsyn till finansiell stabilitet i penningpolitiken talar också i denna riktning, även om Riksbanken ännu inte visat något tillmötesgående i frågan. En genomgång av hur Riksbanken agerat i tidigare cykler visar att räntan har höjts tidigare än signalerat och att inflationen i allmänhet varit lägre än målet när åtstramningarna inletts. En potentiellt starkare krona i samband med signalering om höjning påbörjas utgör en nedåtrisk för vår reporänteprognos. Direktionen verkar enig om att man bör agera om en alltför snabb kronförstärkning hotar måluppfyllelsen.

Räntehöjningar ger starkare krona

Växelspelet mellan räntehöjningar och kronrespons kommer avgöra växelkursens utveckling under 2017. På kort sikt gör vi en försiktig bedömning av förstärkningspotentialen. Även om Riksbanksdirektion vid decembarmötet var oenig om fortsatta expansioner dröjer det innan vi får någon tydlig signal om en mer neutral/hökaktig hållning är på väg riktig än. Negativ reporänta och fortsatt QE-köp utgör ingen kronvänlig miljö och responsen på starka makrodata har redan drivit KIX-index till en nivå som är 3 procent starkare än i Riksbankens prognos. En ytterligare förstärkning på några procent skulle säkert utlösa duvaktiga kommentarer från direktionen.

Långsiktigt ser vi däremot fortsatt starka skäl för att en stark svensk balansräkning skapar utrymme **för en mer tydlig appreciering.** Om Riksbanken levererar räntehöjningar i linje med vår prognos bör EUR/SEK handlas runt 9,00 i slutet av i år och sedan fortsätta ned mot 8,75-8,80 mot slutet av 2018. Vid motsvarande tidpunkter står USD/SEK i 8,70 och 8,15. Kronan har nu sannolikt så starka defensiva långsiktiga egenskaper att den skulle kunna stärkas även om global tillväxt bromsar in. Endast i ett scenario med en inhemskt genererad kris ser vi risker för att EUR/SEK åter försvagas och testar 10-nivån.

Fortsatt starka statsfinanser

Trots ökade kostnader för integration och migration visade den offentliga sektorn ett mindre överskott på 0,2 procent av BNP 2015 efter sex år med underskott. Den höga tillväxten, som därtill drivits av skattetunga komponenter, har drivit upp skatteintäkterna i högre grad än väntat. Framöver räknar vi med att överskottet ligger kvar strax över nollstrecket även 2017-2018. Skatteintäkterna fortsätter att öka i ganska snabb takt men utgiftstryck och reformer inför valet 2018 gör att sparandet inte förbättras ytterligare i linje med det normala konjunkturmönstret. Även om de direkta kostnaderna för flyktningmottagande sjunker kommer trycket arbetsmarknads- och integrationspolitik att förbli stort. Därtill kommer utgiftstryck från bl a polis och försvar. I takt med att ansvaret för nyanlända i allt högre grad flyttas över till kommunerna förutser vi också kraftigt höjda statsbidrag till sektorn de kommande åren (se temaartikel *Nordic Outlook November 2016*). Inför valåret **valåret 2018** är det också troligt att oväntat starka statsfinanser bidrar till **att regeringen kommer att presentera en expansiv budget i höst.** Vi räknar med ca 20 miljarder i reformer för nästa år, vilket gör att finanspolitiken blir svagt expansiv både 2017 och 2018.

Statens finanser visar nu ett betydande budgetöverskott 2016 på hela 85 miljarder kronor (2 procent av BNP). Överskottet drevs dock upp konstlat mycket genom att hushåll och företag använder Skatteverkets skattekonto som bank. Detta bidrar till att synen på statsfinanserna nu spretar. Riksgälden räknar med att det stora överskottet 2016 kommer att vändas till ett underskott på 33 miljarder 2017. Vi bedömer att **Riksgälden är för pessimistisk både avseende skatteintäkter** och tillväxt (Riksgälden 1,9 procent vs SEB 3,1 procent 2017) i år och vi räknar med att ett fortsatt budgetöverskott på 25 miljarder 2017. Vår prognos är med andra ord att statens lånebehov i år blir hela 60 miljarder lägre än Riksgäldens decemberprognos.

Andra prognosmakare som ESV, KI och Finansdepartementet ligger närmare våra statsfinansiella prognoser.

Offentliga finanser

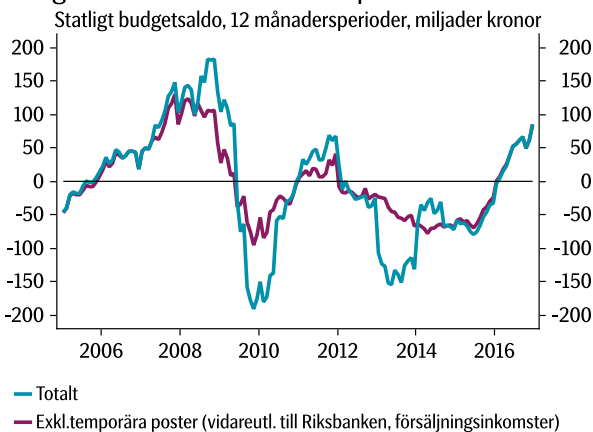
Procent av BNP

	2015	2016	2017	2018
Finansiellt sparande	0,2	0,5	0,3	0,1
Lånebehov (mdr)	33	-85	-25	-20
Offentlig bruttoskuld	43,9	40,7	38,7	36,8

Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

Regeringens svaga parlamentariska läge accentuerades när Moderaterna och Anna Kinberg Batra deklarerade att hon var beredd gå fram med en gemensam Alliansbudget redan i år och därmed fälla regeringen. Att utspelet kom nu är nog ingen slump eftersom moderaternas ledning pressas av interna krafter, inte minst partiets ungdomsförbund, som vill fälla den rödgröna minoritetsregeringen. Efter Centerpartiet och Liberalerna avståndstagande från planerna **är huvudscenariot att regeringen sitter kvar mandatperioden ut.** Eventuellt kan oppositionen försöka ge regeringen ytterligare nålstick i budgetbehandlingen i höst för att visa att de bedriver en aktiv oppositionspolitik och för att visa att minoritetsregeringen sitter på ett svagt mandat. Det är också möjligt att Socialdemokraterna också blir än mindre benägna att genomföra åtgärder som Alliansen skulle kunna uppfatta som utmanande, t ex inom skattepolitiken.

Budgetöverskottet motsvarar 2 procent av BNP 2016



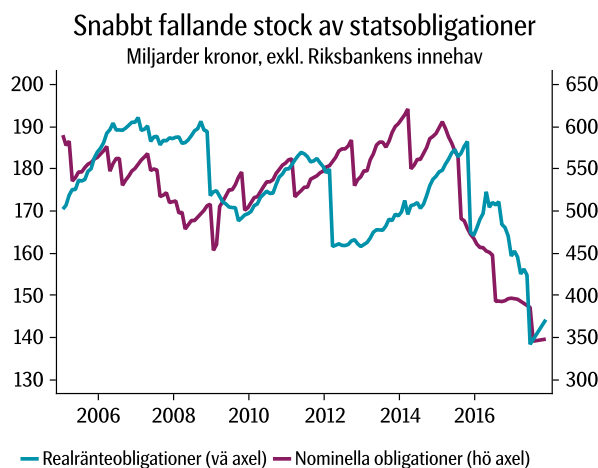
Källa: SCB, SEB

Batras utspel kan också **öppna upp det politiska fältet och ger åtminstone** en vink om hur den politiska positioneringen framöver. Moderaterna tar steg mot att kunna ta emot stöd av Sverigedemokraterna, något som avvisas av Centern och Liberalerna. Sprickorna i Alliansen öppnar därmed också upp för spekulationer om olika regeringsalternativ efter valet 2018. Sannolikheten för en blocköverskridande regering har därmed ökat något även om mittenpartierna nog drar sig in i det längsta för att spräcka Alliansen och gå in i ett regeringssamarbete med Socialdemokraterna. Det innebär att den fortfarande är svårt att spåra en stark regeringskonstellation efter valet som kan bryta den nuvarande handlingsförlamningen.

Tema: Risk för svensk obligationsbrist

- **Starka statsfinanser ger minskande obligationsemissioner**
- **Obligationstocken exklusive Riksbanksinnehav ned mot 10 procent av BNP**
- **Materialbrist pressar ned räntespread mot Tyskland det närmaste halvåret**
- **Likviditetspremie kan förstärka ränteuppgång på längre sikt**

Riksbankens obligationsköp har hittills inte haft några allvarigare konsekvenser för likviditeten på den svenska räntemarknaden. Delvis har detta berott på att utländska aktörer började sälja av sina innehav när Riksbankens köp inleddes. Nu ser vi dock större risker för att materialbrist kan göra sig gällande. Som en följd av starkare finanser är det troligt att Riksgälden i år gradvis **minskar volymerna i sina auktioner från tre till två miljarder per tvåveckorsperiod**. Detta skulle få konsekvensen att den utestående stocken av obligationer under 2017 minskar med nästan 20 miljarder kronor. En reservation i dessa kalkyler är dock att osäkerheten för budgetsaldot och statligt lånebehov inför 2017 är onormalt hög. Detta beror främst på att en del av det stora budgetöverskottet på drygt två procent av BNP 2016 förklaras av att både hushåll och företag använt sina konton för skattebetalningar som bankkonto på grund av gynnsamma räntevillkor. I januari sänktes räntan på alla skattekonton till noll vilket gör att behållningarna antagligen kommer att minska, vilket kommer att bidra till ett ökat lånebehov. Osäkerheten är dock stor både om omfattningen av överinbetalningarna på skattekonton och hur snabbt dessa kommer att avvecklas.



Eftersom Riksbanken fortsätter köpa obligationer kommer stocken av utestående statsobligationer utanför Riksbanken att minska med nästan 50 miljarder 2017. Stocken av utestående obligationer (exkl Riksbankens innehav) kommer i slutet av 2017 att vara 40 procent mindre än när köpen påbörjades 2015. Mycket talar för att Riksbanken under det närmaste halvåret kommer få allt svårare att hitta säljare i sina omvända auktioner. Under 2015 var det framförallt utländska innehavare som drog ned sina positioner och under 2016 ser det ut som om bankerna och AP-fonderna sålde av. Privata aktörer på pensions- och livbolagssidan, som sitter på en mycket stor del av de kvarvarande obligationerna, ser dock snarast ut att ha ökat innehaven och vår bedömning är att det är mycket tveksamt om de kan eller vill minska innehavet framöver. **Fortsatta Riksbanksköp och alltmer ovilliga säljare håller nere obligationsräntorna den närmaste tiden** och den 10-åriga räntespreaden mot Tyskland väntas pressas till 20 punkter under våren.

Pensionsfonderna behåller sina obligationsinnehav



Likviditetspremie kan förstärka uppgång

När obligationsköpen väl avslutas i juni och Riksbanken signalerar att räntan kommer att höjas stiger dock räntemarginalen mot Tyskland åter. Mot slutet av 2017 är riskerna därtill stora att ränteuppgången förstärks av en likviditetspremie på svenska räntepapper när stocken av utestående nominella obligationer (exklusive Riksbankens innehav) understiger 10 procent av BNP. Sammantaget innebär vår prognos att 10-årsspreaden mot Tyskland **åter vidgas till 50 räntepunkter i slutet av 2017 och vidare till 70 räntepunkter i slutet av 2018**. Detta innebär en räntenivå på 1,25 resp 1,95 procent i slutet av 2017 respektive 2018.

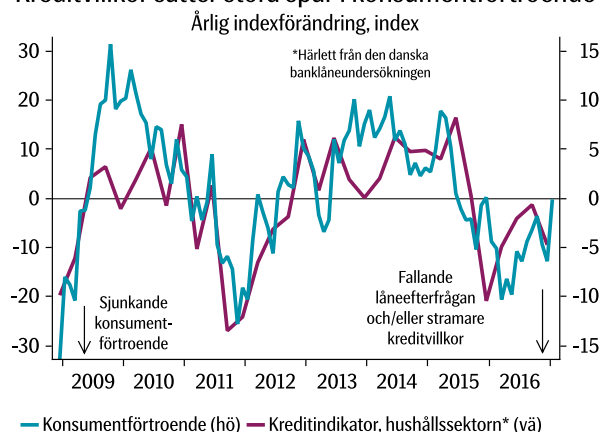
Förändrade drivkrafter för tillväxten

- **Ny statistik löser tillväxtpusslet**
- **Kreditvillkoren skärps**
- **Exporten väntas bidra till snabbare tillväxt**

Reviderade nationalräkenskaper för 2014 och 2015 sprider nytt ljus över dansk ekonomi. BNP-tillväxten har dragits upp en hel procentenhet, vilket tecknar en bild av ekonomin som är mycket mer i linje med övriga indikatorer. Att **återhämtningen visat sig vara starkare och snabbare än vad som tidigare ansetts vara fallet** har lett till en diskussion om huruvida ekonomin är på väg mot en överhettning. Enligt vår mening dröjer det dock fortfarande 3-4 år innan såväl konkurrenskraft som skulder kan bli ett problem.

Likväl har steg för att luta sig mot de ekonomiska medvindarna nu börjat tas. Diskretionära inslag i finanspolitiken ser ut att stramas åt något under prognosperioden och bankerna har redan infört en mer försiktig kreditpolitik efter påtryckningar av tillsynsmyndigheten (Finanstilsynet). Konsumenterna har mött allt striktare kreditvillkor sedan slutet av 2015. Under 2016 sjönk konsumentförtroendet och konsumtionen stagnerade.

Kreditvillkor sätter stora spår i konsumentförtroende



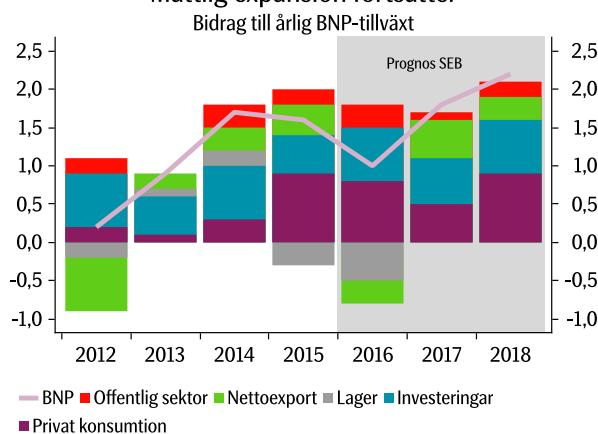
Källa: Danmarks statistik, SEB

Dessa krafter kommer troligen hålla tillbaka konsumtionen under första halvan av 2017, men bör avta längre fram under prognosperioden samtidigt som sysselsättning och realinkomster fortsätter att förbättras. Vi prognostiserar därför en **svag konsumtionstillväxt på i snitt 1,1 procent under 2017 som ökar till 2,0 procent 2018.**

Konsumtionen har varit dämpad, men omvärldsefterfrågan ser ut att stärkas. Dansk konkurrenskraft är god och kreditvillkoren

för företag har faktiskt lättats. Vi tror därför att nettoexporten blir en dominerande kraft bakom uppgången under 2017. I takt med att husmarknaden återhämtar sig och produktionsgapet långsamt sluts tror vi att även investeringarna tar fart. Vår bedömning är att **ekonomin växer i en takt av omkring 2 procent 2017, följt av ytterligare uppgång 2018 när konsumtionen ger ett större bidrag igen.**

Måttlig expansion fortsätter



Källa: Statistics Denmark, SEB

Dessa tillväxttal är optimistiska jämfört med de senaste årens erfarenheter. Ändå väntar vi oss att lönetillväxten ligger kvar på 2 procent per år. Arbetsmarknaden har visat prov på betydande flexibilitet på senare år, med ett tillskott på 10 000 nya jobb per kvartal vilket bara i mindre utsträckning tryckt ned arbetslösheten, som nu pendlar strax över 6 procent. Vi tror att **inflationen accelererar sakta till i snitt 1,4 procent 2018.**

Utsikterna för kapacitetsutnyttjande, arbetslöshet, löner i privat sektor, breda inflationsmått, husmarknad och kredit-tillväxt tyder alla på att ekonomin har gott om utrymme att växa utan obalanser som kräver omedelbara insatser. Finanstilsynens förebyggande åtgärder bidrar till att excesser kan undvikas med litet behov av finanspolitisk åtstramning i år.

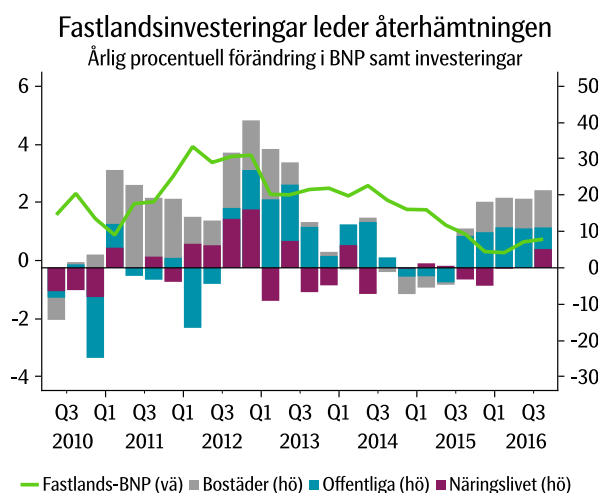
Kronan handlas för närvarande i den starkare änden av det fasta intervallet mot euron. Vi tror att detta fortsätter, med solida överskott i både externa och interna balanser vilket sätter tryck ned på penningmarknadsräntor.

Vår positiva bild av ekonomin speglar att flertalet globala indikatorer pekar mot högre tillväxt. Skulle detta inte infrias kommer vår prognos troligen att visa sig för optimistisk. Å andra sidan väntar vi oss att hushållssparandet förblir högt till följd av Finanstilsynets kreditrestriktioner. En förändring på detta område är således den främsta upptrisken.

Norges Banks policydilemma

- **Oljeinvesteringar förblir en broms, men god efterfrågan för fastlandsekonomin**
- **Uppdrivna bopriser skapar nedsidesrisker**
- **Inflationsfall försenar räntehöjningar**

Den norska ekonomin började återhämta sig från den oljerelaterade svackan under förra vintern och sentimentsindikatorer har skiftat uppåt. Vändningen startade på hemmaplan lett av en uppgång i fastlandsinvesteringar; inhemsk icke-oljerelaterad efterfrågan växte med 2,7 procent i årstakt tredje kvartalet. Ekonomin har klarat nedgången bättre än vad som allmänt befarades, men kommer att visa en lägre tillväxt än normalt under ett par år till. En fortsatt förbättring under fjärde kvartalet 2016 (Nationalräkenskaper kvartal 4 och för helåret 2016 publiceras 9 februari) indikerar ökande aktivitet under 2017. En återhämtning i privat konsumtion i linje med uppgången i reala disponibelinkomster bidrar till en mer underbyggd och bredbaserad återhämtning.



Investeringarna i oljesektorn har ännu inte bottnat ur och nedgången i år väntas bli något större än vad vi prognostiserade i *Nordic Outlook* november. Det negativa bidraget från oljeinvesteringar väntas fortfarande avta gradvis, men de dämpade investeringsutsikterna i denna sektor håller tillbaka återhämtningen i oljerelaterad industri och export. Utsikterna präglas därmed fortfarande av starka och motstridiga krafter. **Vi sänker vår prognos för tillväxten i fastlands-BNP något till 1,6 procent 2017 och 2,0 procent 2018** (2016 0,8 procent). Total BNP ökar med 1,1 procent 2017 (1,3 procent i novemberprognosen) och 1,7 procent 2018.

Den finanspolitiska expansionen fortsätter, om än i måttligare takt. Regeringens budget för 2017 implicerar att impulsen till fastlandsekonomin sjunker från 0,8 procent av BNP i fjol till 0,4 procent i år. Valet i september blir troligen jämnt mellan den nuvarande höger-minoritetsregeringen och oppositionen. De breda konturerna för finanspolitiken lär likväl inte ändras.

Oljesektorns investeringar förblir ett sänke

Investeringarna i oljesektorn har fallit brant på senare år. Att döma av Statistisk sentralbyrå, SSB:s, senaste oljeinvesteringsenkät är någon omedelbar vändning inte att vänta. Operatörerna på den norska kontinentalsockeln prognostiserar investeringarna under 2017 till NOK 146 miljarder nominellt, motsvarande en 13-procentig nedgång från förväntad nivå för 2016. Eftersom den generella prispressen i sektorn nu är på väg att slå igenom på bred front speglar nedgången troligen i högre grad nominella utgiftsnedskärningar snarare än neddragningar av aktiviteten. Vi har justerat ned vår prognos för investeringarna i oljesektorn till ett fall på 9,5 procent (tidigare -6,5 procent). Vi lämnar 2018-prognosen på en 3-procentig uppgång oförändrad eftersom förbättrad projektekonomi och låga reserversättningsnivåer i slutänden resulterar i beslut om ökade investeringar under kommande år.

Svagheten i oljesektorns underleverantörsled har bidragit till en stadig nedgång i tillverkningsindustrin under de senaste åtta kvartalen. Uppgången i olika enkätbaserade indikatorer i början av förra året har således satt små spår i faktiska data. Trots viss förbättring indikerar den senaste barometerundersökningen fortsatt dämpad aktivitet i tillverkningsindustrin. Icke-oljerelaterade sektorer borde däremot återhämta sig ytterligare, att döma av både ordergång och produktionsplaner som nu närmar sig mer normala nivåer.

Traditionell varuexport har varit en besvikelse, vilket speglar att en stor del av dessa leveranser indirekt är kopplade till oljesektorn. Den cykliska vändning som nu får fäste hos Norges handelspartners talar för förnyad exporttillväxt, men starkare krone kommer att dämpa kraften i uppgången. Eftersom icke-oljeimporten också borde börja hämta sig tror vi att nettoexporten ger ett ganska neutralt bidrag till fastlands-BNP.

Fastlandsekonomin driver uppgången

Den starka återhämtningen för investeringarna i fastlandsekonomin har varit avgörande för uppgången i inhemsk, icke-oljerelaterad, efterfråga. Investeringarna i bostäder steg med hela 10,2 procent i årstakt under kvartal tre i fjol och snabb ökning i bostadspriser och nybyggnationer tyder på fortsatt uppgång. Vi väntar oss en stark tillväxt i sådana investeringar i år, även om årstakten blir något lägre än 2016.

Det övriga näringslivets investeringar bottnade ur i höstas efter ha utvecklats svagt på senare år. Lågt kapacitetsutnyttjande i industrin gör att en stark återhämtning inte är sannolik, men dessa investeringar bör inte längre bidra negativt till tillväxten.

Privat konsumtion tappade fart under de första tre kvartalen i fjol, på grund av en svag efterfrågan på varor. Detta åtföljdes av långsammare ökning i disponibelinkomsterna. Flera faktorer talar för en bättre utveckling för konsumtionen under 2017. En kombination av stigande reallöner, bättre sysselsättnings-tillväxt och expansiv finanspolitik ökar hushållens inkomster. Medan den kraftiga boprisuppgången har bidragit till att lyfta konsumentförtroendet har den ännu inte haft något genomslag på hushållens köpbeteende. Återhämtningen i varukonsumtion åtföljs dock troligen av viss dämpning på tjänstesidan, om än från en hög nivå. Vi **väntar oss att privat konsumtion växer med 2,0 procent 2017 och 2,5 procent 2018**; oförändrat jämfört med prognosen i november.

Arbetslösheten har passerat toppen

Uppgången i den registrerade arbetslösheten var överraskande måttlig i fjol, med tanke på tidigare ökning i antalet varsel. Vi tror att merparten av neddragningarna i oljesektorn ligger bakom oss och bedömer att registrerad arbetslöshet har passerat toppen. Arbetslösheten enligt Arbetskraftsundersökningarna (AKU) stabiliserades i höstas, drivet av en minskning i arbetskraften. Sysselsättningen föll 0,1 procent i genomsnitt under 2017, svagaste sedan 2009. Inte överraskande var jobbtillväxten lägst i tillverkningsindustrin men motverkades delvis av ökad sysselsättning i offentlig sektor. Förbättringen på arbetsmarknaden väntas gå trögt, givet att ekonomin växer under den långsiktiga trenden. Eftersom arbetskraften växer i samma takt som nya jobb skapas, kommer nedgången i AKU-arbetslösheten att ske väldigt gradvist. **AKU-arbetslösheten uppgår i genomsnitt till 4,7 procent 2017 och 4,6 procent 2018.**

Stort utbud dämpar boprisuppgången

Priserna på befintliga bostäder accelererade under hela 2016 och ökningen i årstakt låg i december på 12,8 procent. I Oslo var priserna upp mer än 20 procent. Medan bopriserna verkar något uppblåsta i förhållande till den historiska trenden, finns det fundamentala förklaringar så som rekordlåga räntor och årtal av stadiga underskott på bostäder. Låga räntor förblir stödjande, men efter det senaste årets starka ökning i nybyggnationer börjar färdigställandet av nya bostäder komma ikapp och överstiga bildandet av nya hushåll. Det finns redan tecken på att prisuppgången är på väg att plana ut. Förbättrad balans mellan utbud och efterfrågan bör så småningom lägga ett tak på bostadspriserna. **På nationell basis väntar vi oss positiva ökningstal under 2017 följt av stabilisering 2018.**

Den snabba boprisuppgången gör det lätt att dela Norges Banks bedömning att *”den snabba ökningen i bostadspriser och i hushållens skulder har ökat risken för ett kraftigt efterfrågefall längre fram”*. Norska hushåll har historiskt haft en stor andel av sina besparingar i bostäder, vilket gör att privat konsumtion är sårbar för mera omfattande boprisfall. Även om detta inte är vårt huvudscenario kan man inte bortse

från risken för ett 2013-liknande förlopp där farhågor för större prisrekorraktion drev upp utbudet av bostäder till försäljning. Detta ledde till att priserna tillfälligt började sjunka trots att efterfrågan förblev stabil. Husmarknaden och den **stigande skuldsättningen bland hushållen framstår nu som en nedåtrisk för ekonomin.**

Som en reaktion på stigande hushållsskulder introducerade regeringen i slutet av förra året nya bolåneregler som börjar gälla 2017 (se temartikeln sid 36). Det nya skuldtaket, motsvarande fem gånger bruttointkomsten, försvarar för förstagångsköpare att ta sig in på marknaden. Därutöver begränsar kraven på en 40-procentig kontantinsats på andra hem i Oslo de spekulativa köpen i huvudstaden. Eftersom reglerna bara omfattar nya lån räknar vi inte med några omedelbara effekter. Över tiden kommer de dock hjälpa till att bromsa prisuppgången.

Inflationen faller nu snabbt

Efter att ha legat långt över målet på 2,5 procent under större delen av 2016 föll inflationen exklusive energi och skatter (KPI-ATE) snabbt i slutet av året och var tillbaka vid målet i december. De senaste årens höga inflationstakt kan mestadels hänföras till tidigare valutaförsvagning, som lett till att inflationen på importvaror tidvis legat över 4 procent. Importprisinflationen mattades av i höstas, men låg i december kvar över 3 procent. Att kronen i början av 2016 åter börjat stärkas talar för en fortsatt gradvis dämpning av importprisinflationen. Vi väntar oss att årstakten faller till noll mot slutet av året.

Det inhemska inflationstrycket har varit betydligt mer dämpat och prisökningarna långsammare än normalt. Lönetillväxten har saktat av på senare år och även om en viss acceleration är trolig kommer inhemsk inflation att förbli låg. Vi väntar oss att **KPI-ATE-inflationen faller till 2 procent under de kommande sex månaderna och vidare ner till 1,5 procent i slutet av året**. Under 2018 väntar vi oss en gradvis acceleration, drivet av avtagande nedåtryck från importpriser. Total- KPI ökar snabbare än KPI-ATE i år på grund av stigande energipriser.

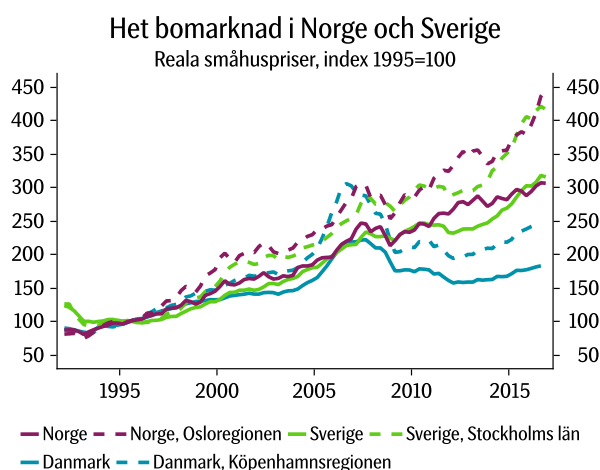
Norges Banks balansakt

Den viktigaste styrräntan bottnade i mars då Norges Bank sänkte till 0,50 procent. Bankens räntebana har fortfarande en nedåt-bias, men förhöjda risker från husmarknaden och hushållens skulder är ett starkt argument mot fler sänkningar. Behovet av ytterligare stimulans kommer därtill att avta med en ökad aktivitet i ekonomin. Tyngpunkten förskjuts därmed till frågan om tidpunkten för en mer neutral politik och för starten på räntehöjningar. Ett sådant politikskifte kommer dock att bli ifrågasatt givet snabbt fallande inflationstryck. Vår nedjusterade KPI-ATE-prognos ligger under Norges Banks under merparten av 2017 och 2018. Vi väntar oss att Norges Bank gradvis skiftar fokus från tillväxt tillbaka till inflationen. Till skillnad från andra centralbanker, som redan grävt djupt i sina verktygslådor, kommer Norges Bank därmed inte ha någon brådska med att reversera politiken. Vi väntar oss nu att **Norges Bank låter räntan ligga still fram tills en första höjning december 2018** (se *”Internationell översikt”* för implikationerna för NOK och norska statsobligationer).

Norskt skuldkvotstak – lärdomar för Sverige?

- **Liknande prisuppgång Sverige vs Norge samt Stockholm vs Oslo de senaste 20 åren**
- **Skuldkvotstak och regional regel-differentiering i Norge**
- **Större trögheter för införande av makro-tillsynsåtgärder i Sverige**

Kraftigt stigande bostadspriser i Sverige och Norge innebär risker för finansiell och makroekonomisk stabilitet. Tittar man över en 20-årsperiod har prisutvecklingen i Sverige och Norge i stort sett gått hand i hand. Även utvecklingen i huvudstadsregionerna Stockholm/Oslo liknar varandra. Länderna har dock hittills hanterat frågan på ganska olika sätt. **I Sverige vädjar såväl Finansinspektionen som Riksbank ömsesidigt till varandra att genomföra åtgärder** som kan bromsa utvecklingen, men båda känner sig i hög grad själva förhindrade att agera. **I Norge har däremot ett antal nya regler införts. Dessa har delvis en regional inriktning** genom att försöka hantera på de särskilt snabbt stigande priserna i Oslo. Det senaste tillskottet är ett skuldkvotstak samt regler vid köp av fler än en bostad.



I Danmark är situationen lite annorlunda. Efter en kraftig nedgång i bostadspriserna i samband med finanskrisen har marknaden återhämtat sig påtagligt, framförallt i Köpenhamnsregionen, där lägenhetspriserna nu ligger över den föregående toppen. För att undvika en ny bubbla har myndigheterna infört nya restriktioner för kreditgivning till hushåll och bostadsmarknad. **I nuläget ter sig dessa så kraftfulla att de kan hämma den allmänna ekonomiska utvecklingen, i synnerhet om de kombineras med en stram finanspolitik.**

Norge: Amorteringskrav, skuldkvotstak och hårdare regler i Oslo

För att komma tillrätta med hushållens ökade skuldsättning och minska hushållens sårbarhet har den norska regeringen infört nya och hårdare regler vid nytulning till bostäder från och med den 1 januari 2017. Reglerna är tillfälliga och gäller mellan den 1 januari 2017 till och med den 30 juni 2018. De nya reglerna ställer tydliga krav på bankernas utlåning samtidigt som bankerna får en viss flexibilitet att göra undantag från kraven och själva avgöra vad som är god utlåning. Detta för att kunna ge möjlighet för bland annat unga att komma in på bostadsmarknaden. Eftersom bostadpriserna stigit mest i Oslo kommun och för att by-to-let är mycket vanligt i Osloregionen har man infört specialregler. Även dessa regler är utformade så att de ger bankerna en viss flexibilitet vid sin utlåning.

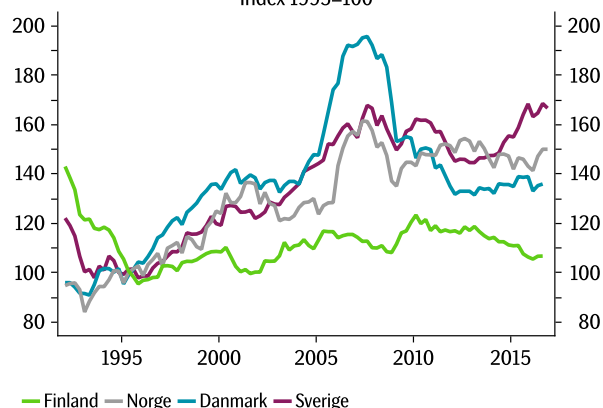
För hela landet gäller:

- Skuldkvotstak på 5 gånger bruttoinkomsten
- Amorteringskrav ner till 60 procent. Amorteringskravet är minst 2,5 % per år eller kostnaden för ett 30 årigt annuitetslån om det är lägre.
- Bankernas flexibilitet till att ge nya lån utöver kraven är kvar på 10 procent.

Speciellt för Oslo kommun (utöver ovan):

- Krav på 40 procent kontantinsats vid köp av sekundär bostad i Oslo (15 procent i övriga landet).
- Bankernas flexibilitet att ge nya lån utöver kraven sänks till 8 procent från 10 procent per kvartal, eller max tio miljoner kronor för ett enskilt lån.

Stabilisering av bopriser relativt inkomster i Norge



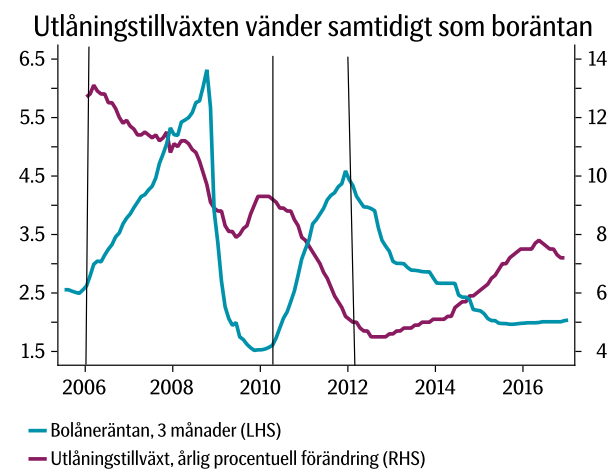
Danmark: Skärpta regler i Köpenhamn

Undersökningar bland banker och bolåneinstitut visar på en tydlig skärpning av lånevillkoren för hushåll sedan slutet av 2015. Detta har sammanfallit med en dämpning av kreditefterfrågan, trots skarp konkurrens bland långivarna. Tillsynsmyndigheten (*Finanstilsynen*) utfärdade i januari 2016 särskilda

anvisningar för regioner med höga och snabbt stigande priser, för närvarande Köpenhamn med omnejd samt Århus, kopplade till skuldkvoter. Det innebär bl a att hushåll med höga lån i förhållande till inkomsten (kvoter mellan 4 och 5) ska kunna klara ett boprisfall på 10 procent och hushåll med skuldkvot över 5 ska ha en positiv nettoförmögenhet även med prisfall på 25 procent. I likhet med i Norge har banker viss flexibilitet att göra undantag från reglerna. Det gäller t ex hushåll med hög jobbsäkerhet samt lån till fast ränta som amorteras liksom unga i utbildning med goda utsikter till anställning efter examen. Danmark tillämpar ett lånetak på 80 procent av värdet på bostaden för bostadslån, samt krav på 5 procents kontantinsats. *Finanstillsynen* har därtill regler för sammansättningen av lånestockarna hos enskilda boinstitut, vad gäller t ex belåningsgrader och andelen fasta respektive rörliga räntor.

Fortsatta obalanser på svensk bomarknad

Efter att nya amorteringskrav införts i Sverige i juni 2016 har uppgången i hushållens upplåning fallit från knappt 8 till drygt 7 procent (december). Den starka ökningen av bostadsbyggandet, som till nästan 50 procent utgörs av egna hem och bostadsrätter, talar för fortsatt hög efterfrågan på nya lån de närmaste åren. Detta illustrerar hur svårt det är att få bukt med utlåningen i den situation som svensk bostadsmarknad nu befinner sig i. Samspelet med Riksbankens räntepolitik är också viktig när man utvärderar effekter och behov av hårdare makrotillsynsregleringar. Som grafen nedan visar är **sambandet mellan styrränta och utlåning varit relativt starkt** det senaste decenniet. Mellan slutet av 2009 och början av 2011 tredubblades t ex hushållens korta bolåneränta från 1,5 till 4,5 procent, vilket resulterade i att utlåningstillväxten saktade in från ca 9 till knappt 5 procent samtidigt som huspriserna planade ut. Stigande skuldsättning talar snarast för att räntekänsligheten ökat, men **de mindre räntehöjningar** vi förutser under 2017 och 2018 **kommer knappast dämpa utlåningen i speciellt hög grad**. Detta talar för att behoven av åtgärder inom makrotillsynen kommer att bestå.



Större politiska låsningar än i Norge

Trots att behoven av åtgärder inom makrotillsynen är minst lika stora som i de nordiska grannländerna är det betydligt trögare att få dem på plats i Sverige. Det kan finnas flera

förklaringar till detta. Sverige har sedan 2010 haft svaga regeringar. Eftersom **bostadspolitiken traditionellt präglats av stora ideologiska låsningar** har det i denna miljö varit extra svårt att nå breda blocköverskridande uppgörelser. Samarbetsklimatet mellan olika svenska myndigheter kan också bidra till låsningar. Sedan Finansinspektionen tilldelades huvudansvaret för verktygen inom makrotillsynen. Riksbanken gradvis lagt allt större vikt vid att uppfylla inflationsmålet och närmast demonstrativt avlagt sig ansvar för excesser avseende bostadspriser och hushållsupplåning. Samtidigt har utvecklingen visat att **Finansinspektionen legala möjligheter att agera inom makrotillsynen varit begränsade** och man behöver nu riksdagsbeslut för säkerställa att man verkligen kan använda potentiella verktyg.

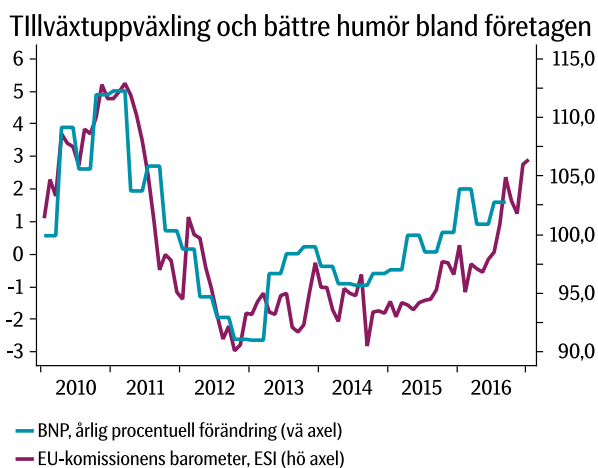
Den svenska debatten verkar också i högre grad betona avigsidorna med lånerestriktioner. Det kan t ex gälla regler som försvårar för unga att köpa en bostad och därmed etablera sig på bostadsmarknaden. Istället har det varit lättare att behålla regleringar som minskar möjligheten till bostadsköp med spekulativa syften. Trots detta börjar dock spekulationsinslagen i nybyggnationen av bostadsrätter bli så stora att de blivit en ny faktor att räkna med när man diskuterar bubblerisker. Att den snabba befolkningsökningen bidragit till en betydligt större bostadsbrist i Sverige än i andra nordiska länder har också haft betydelse för den politiska trögheten. I denna miljö skapas en underliggande ambivalens eftersom det inte är så lätt **att utforma restriktionerna så att de verkligen stramar åt kreditgivningen utan äventyra en välbehövlig uppgång i bostadsbyggandet**.

Den konkreta fråga som nu är mest aktuell gäller ett skuldkvotstak. Finansinspektionen räknar med att lagstiftning som gör det möjligt att införa ett utlåningstak kommer att finnas på plats under 2018, vilket vi tror också kommer att ske. I Sverige har diskussionen främst varit inriktad på att det ska formuleras i termer av disponibel inkomst istället för bruttoinkomst. I praktiken kan man hävda att ett sådant skuldkvotstak redan existerar eftersom de flesta svenska banker redan har någon form av detta i sin kreditgivning. Att formalisera undantagen i regelverk som i Norge skulle dock kunna bidra till att mildra vissa oönskade bieffekter som t ex svårigheter för unga att komma in på bomarknaden. När det gäller åtgärder att bromsa hushållens skuldsättning som direkt ligger under riksdag och regering, t ex minskande ränteavdrag, är det inte sannolikt att några nya beslut kommer att tas före valet 2018. Sammanfattningsvis pekar alltså det mesta på att hushållens skuldsättning fortsätter att öka och **vår bedömning är att bopriserna stiger med ytterligare 5 till 10 procent under 2017**.

Bredbaserad uppväxling

- **Förbättrade framtidsutsikter**
- **Industriproduktionen ökar åter**
- **Stigande inflation pressar hushållen**

Den finska ekonomin har (äntligen) växlat upp och lämnat stagnationen bakom sig. **Utsikterna ser klart bättre ut än tidigare** men återhämtningen når ändå bara knappt genomsnittet i eurozonen. I linje med resten av eurozonen har sentimentet förbättrats den senaste tiden. Industriproduktionen ökade 2016 för första gången på flera år och orderläget har förbättrats. Hushållen är en viktig tillväxtmotor och förtroendet har tydligt växlat upp. Bestående hög arbetslöshet i kombination med stram finanspolitik samt och stigande inflation håller dock tillbaka realinkomstökningarna och därmed också potentialen för en uppgång i konsumtionen. Sammantaget revideras **BNP prognosen upp till 1,5 respektive 1,6 procent 2017 och 2018**.



Källa: Eurostat, EU-kommissionen

Indikatorförbättringarna är bredbaserade, men tydligast inom industrin som gått knackigt under flera år. Industrieförtroendet och orderläget ligger enligt EU-kommissionens barometer DG ECFIN på högsta nivån sedan mitten av 2011. **Industriproduktionen ökar nu för första gången på flera år** och en ytterligare uppväxling väntas, bl a beroende på en något förbättrad konjunktur i eurozonen. Exporten går visserligen fortsatt svagt, men importen går än svagare. Förbättrad konkurrenskraft gynnar exporten även om effekten långsamt slår in. Minskade lager har den senaste tiden hållit tillbaka tillväxten, vilket kan vara en bidragande orsak till den svaga importen. Framöver kan de nedbantade lagren indikera

en potential för snabbare produktionsökningar än väntat nu när företag och hushåll ser mer positivt på framtiden.

Investeringarna har växlat upp, men drivs framför allt av **ökade bostadsbyggande**. Bostadspriser har fallit svagt under flera år och nyproduktionen har varit låg. Nu när priserna börjat öka igen och hushållens framtidsstro förbättrats resulterar en underliggande brist i ökat byggande, framför allt i större städer. Antalet byggnadstillstånd ökar trendmässigt och pekar på en ytterligare uppgång i början på 2017. På övriga områden är investeringsutsikterna fortsatt svaga. Kapacitetsutnyttjandet ligger fortfarande på en relativt låg nivå och utlåningen till icke-finansiella företag är låg. Ett lågt ränteläge samt att produktionen nu åter ökar talar dock för lite högre investeringar också utanför bostadssektorn. Totalt förutses **investeringarna öka med ca 2 procent per år 2017 och 2018**.

Arbetslösheten har den senaste tiden planat ut på 8,7 procent. Att arbetslösheten legat still några månader är inte oväntat, givet det tidigare snabba fallet och nedgången väntas nu ta ny fart. Sysselsättningen ökar, men nivån ligger fortsatt klart under tidigare toppnivåer. Samtidigt har antalet lediga platser fortsatt att öka, vilket reser vissa frågetecken kring hur matchningen fungerar och i vilken kompetensförsörjning kan klara en strukturell omvandling. **Arbetslösheten fortsätter ner till 8,4 respektive 8,1 procent 2017-2018**, mätt som årsgenomsnitt.

Konsumentförtroendet ligger på högsta nivån sedan februari 2011 vilket är en uppåtrisk för prognosen, men det är främst framtidsstro som har förbättrats och inte nulägesomdömet. Detta återspeglas också i att uppgången i detaljhandelsförsäljning och konsumtionen ännu varit ganska modest. Stigande sysselsättning är en viktig positiv pusselbit men den starka konkurrenskraftspaken mellan arbetsmarknadens parter håller tillbaka löneökningarna. Att inflationen växlar upp från kring noll 2015-2016 till 1,5 respektive 1 procent 2017-2018 begränsar också den reala inkomstökningen. Sparkvoten är låg i nuläget, vilket ökar känsligheten för besvikelser på inkomstsidan och är även en tillbakahållande kraft på konsumtionsutvecklingen. **Hushållens konsumtionsökning ligger kvar på ca 1,5 procent per år 2017-2018**.

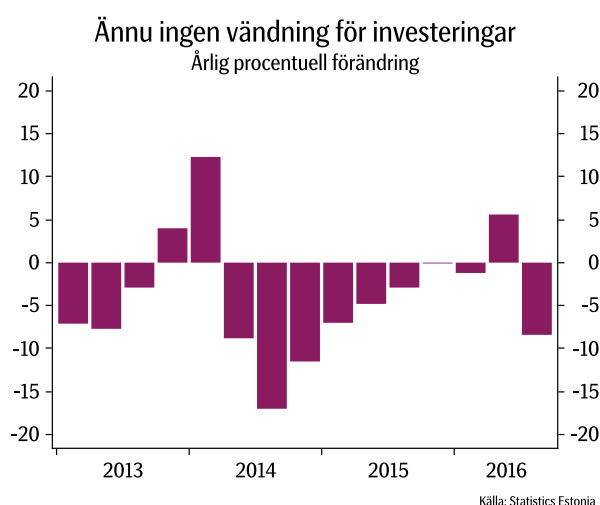
Den offentliga sektorns finanser är fortsatt under press. Underskottet minskar dock långsamt till 2,0 procent av BNP 2018 jämfört med 2,5-3,0 procent de senaste åren. Den offentliga skulden fortsätter att öka till knappt 68 procent av BNP år 2018. Konkurrenskraftspakten innebär åtstramningar för hushållen på kort sikt som dock mildras av skattesänkningar 2017. På sikt ger pakten positiva effekter på ekonomin genom förbättrad lägre produktionskostnader vilket stöttar exporten.

Försiktigt optimistiska tillväxtutsikter

- **Investeringsdriven tillväxt väntas**
- **Fortsatt stram arbetsmarknad**

Tillväxten lyckades inte heller förra året nå upp till förväntningarna och vår bedömning är att **BNP-tillväxten stannade vid måttliga 1,3 procent 2016**. Aktiviteten i ekonomin väntas dock accelerera framöver drivet av ökande investeringar och export och **BNP-tillväxten** väntas tillta till **2,2 procent 2017** och **3,1 procent 2018**.

Den svaga tillväxten är en följd av ekonomins struktur. Även om **investeringar som andel av BNP har fallit** de flesta kvartal sedan 2013 ligger nivån ändå på tredje plats bland EU-länderna. Stigande import av kapitalvaror och **kraftigt ökande utlåningen till företag** i början på 2016 skapade förhoppningar om att investeringarna bottnat ur. Andra kvartalet steg investeringarna med 5,6 procent men föll 8,4 procent tredje kvartalet. **Utsikterna för kommande två år ser dock goda ut**. Offentliga investeringar väntas stiga både 2017 och 2018. Efterfrågan på bostäder är fortsatt hög. Den största osäkerhetsfaktorn är den väntade återhämtningen för företagens investeringar. Kapacitetsutnyttjandet ligger dock på den högsta nivån sedan 2007, samtidigt som företagsutlåningen stiger och det finns potential för investeringarna att skjuta fart. Vår prognos är att **investeringarna ökar med 3,8 procent 2017 och 4,5 procent 2018**.



Exporten stärktes rejält 2016. De första tre kvartalen ökade exporten av varor och tjänster med 3,8 procent i reala termer. Ökningen har dock inte varit bredbaserad. Exportökningen drevs till största delen av en återhämtning för elektronik och

skifferolja, vilket är hänförligt till ett litet antal stora företag. Andra sektorer tappade fart jämfört med 2015 och exporttillväxten bromsade in i träförädlingssektorn och fallit till negativa tal i metallindustrin. Tack vare något mer optimistiska importprognoser för Estlands viktigaste handelspartners **bedöms exporttillväxten hamna kring 4 procent kommande två år**.

Den största utmaningen är alltså arbetsmarknaden. Trots att försäljningsintäkterna för icke-finansiella företag ökade med måttliga 1,7 procent de första tre kvartalen 2016 accelererade den genomsnittliga löneökningstakten till 7,6 procent. Ersättningen till anställda närmar sig 50 procent av BNP, vilket är klart högre än i t ex Sverige, Lettland och Litauen. **Diskrepansen mellan försäljningsökning och löneökning** har pågått en tid och väntas få konsekvenser. **Anpassningen kan ha inletts tredje kvartalet** då arbetslösheten steg till 7,5 procent från 6,5 procent andra kvartalet och 5,2 procent tredje kvartalet 2015. Samtidigt har antalet lediga jobb ökat. Tredje kvartalet var andelen lediga jobb 2 procent, den högsta nivån sedan 2008. En viss lindring för den strama arbetsmarknaden är en demografisk vändning där **befolkningen de senaste två åren ökat genom nettoinvandring**. Samtidigt görs ansträngningar för att få personer med nedsatt arbetsförmåga i sysselsättning. På kort sikt kan detta få arbetslösheten att stiga då det är brist på lämpliga jobb. **Prognosen är att arbetslösheten når 8 procent 2018**. Då arbetslösheten ligger kvar under den naturliga nivån väntas nominella löner fortsätta öka snabbt 2017. Ökningen för reala inkomster blir mer måttlig då höjningen av punktskatter bidrar till att driva upp **inflationen till 2,8 procent 2017 och 2,7 procent 2018**.

Den **nya regeringen** som tillträdde för mer än två månader sedan har **fokuserat på ökad inkomstjämlighet** och förbereder en mer expansiv finanspolitik för att få fart på tillväxten. En av de största reformerna blir en höjning av tröskeln för inkomstskatt. I nuläget beskattas inkomster över 180 euro med en plattskatt på 20 procent. 2018 höjs tröskeln till 500 euro för inkomster under 1200 euro varefter den skattebefriade miniminivån gradvis minskar. Detta kommer att **få betydande effekter på realinkomster och privat konsumtion**; den senare väntas öka med 4 procent 2018. Lägre beskattning av låginkomsttagare har under lång tid varit ett råd från internationella institutioner medan behovet att öka inhemsk efterfrågan genom ökade offentliga investeringar fortfarande är omtvistat.

Ljusnande utsikter trots stora strukturproblem

- **EU bidrag, konsumtion and export lyfter BNP tillväxten 2017**
- **Fokus riktas nu mot skattereformer**

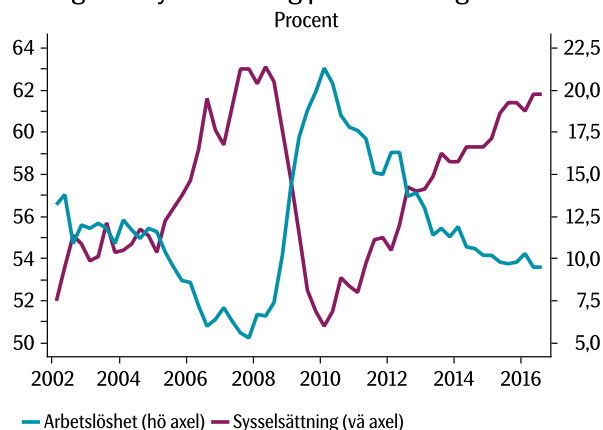
Lettland står inför en rad utmaningar. Tillväxten 2016 hämmades bl a av försenade utbetalningar av EU:s struktur-bidrag. Dröjsmålet ledde till ett 20-procentigt fall i byggproduktionen, vilket dämpade den totala BNP-tillväxten med 1,1 procentenheter. Recessionen i Ryssland hade också negativa effekter och en allmän osäkerhet hämmade aktivitetens nivå via främst via minskad investeringsvilja. De negativa impulserna från Ryssland klingar nu gradvis av och tillgängliga data pekar på ökande aktivitet under fjärde kvartalet 2016. Detaljhandel, industriproduktion och export såg en markant återhämtning i november; en trend som ser ut att fortsätta 2017. Vi förväntar oss därför att **BNP-tillväxten ökar till 3,5 procent 2017 och 2018 från 1,6 procent 2016**.

De kommande två åren väntas större utbetalningar från EU:s regionala stödfonder ge en positiv impuls för investeringar och privat konsumtion. Återhämtningen i byggsektorn får ytterligare stöd av ett flertal stora privata projekt nu startar. En fortsatt stabilisering av förtroendet i företagssektorn pekar på att **industriproduktionen kan öka med 4,5 procent 2017**. Takten är visserligen något svagare än 2016, men ändå tillräcklig för att stimulera investeringar som stärker ekonomin på längre sikt. Exportsektorn kämpar i viss motvind med att hantera svagheter som låg diversifiering och en långsam återhämtning på viktiga exportmarknader. Lite ljusare utsikter i Europa och Ryssland leder dock till något större exportvolym i år.

Investeringsaktiviteten är fortsatt i hög grad beroende av EU-fonder och det är tveksamt om ambitionerna att få igång en självgående investeringscykel kommer att lyckas. Därmed är också utsikterna för investeringsvilja och tillväxt osäkra när EU-bidragen sannolikt minskar efter 2020. **En reformering av skattesystemet blir de närmaste åren viktigt för att kunna förbättra näringsklimat** och i förlängningen också skapa en hållbar statsfinansiell utveckling. Regeringen har satt som mål att lyfta skatteintäkterna till 32 procent av BNP 2020, från dagens nivå på ca 30 procent. Planen är ambitiös och för att nå målet **krävs åtgärder för att minska den svarta ekonomin och reducera skattesmitning**. För att allmänheten ska acceptera förslagen krävs troligen stöd av en bred politisk koalition som garanterar att reformerna blir varaktiga och inte beroende av regeringsbyten. I nuläget är utsikterna inte så goda för att man ska nå ett genombrott på detta område.

Inflationen 2016 stannade som årsgenomsnitt på 0,1 procent, men i slutet av året skedde en snabb uppgång och i december ökade priserna med 2,2 procent i årstakt. Vi förväntar oss att inflationen stiger ytterligare under de kommande månaderna och når en tillfällig topp på 3,0 procent, vilket skulle vara den högsta nivån på flera år. Högre energi- och matpriser, speciellt för mjölk och mjölkprodukter, spelar stor roll för inflationsuppgången. Denna prístrend riskerar dock att fördröja konsolideringen av den viktiga mejerisektorn och hämma dess konkurrenskraft. Tjänstesektorn uppvisar också ökande pristryck och kommer att bidra till att **KPI ökar med 2,1 procent 2017 och med 1,8 procent 2018 enligt vår prognos**.

Stigande sysselsättning pekar mot högre tillväxt



Källa: Statistics Latvia

Arbetslösheten visar en nedåtgående trend och föll till 9,5 procent tredje kvartalet 2016, vilket kan jämföras med 9,8 procent i slutet av 2015 och med hela 21,3 procent 2010. Nivån sjunker troligen ytterligare i takt med expansionen i byggsektorn. En del av förbättringen är cyklisk men den beror också på i grunden negativa trender som emigration till Västeuropa samt en snabbt åldrande befolkning. Sysselsättningsgraden överstiger nu EU-snittet och närmar sig rekordnivåerna före krisen 2008–2009. **Relativt låg mobilitet på arbetsmarknaden och avsaknad av relevant utbildning begränsar tillväxtpotentialen framöver** och bidrar till att hålla uppe arbetslösheten på en relativt hög nivå. Vår prognos innebär en nivå på 8,6 procent 2017 och 7,7 procent 2018.

Lönerna ökade med 2,2 procent i årstakt i det tredje kvartalet 2016, vilket var långsammare än de 5,3 procent som uppmättes under första kvartalet. Fallet beror till viss del på en förändring i metodologin. Arbetsgivare kommer att hålla tillbaka kostnaderna framöver och trots efterhand ökande tryck från fackföreningar **kommer löneökningarna begränsas till 4,0–4,5 procent i 2017 och 2018**.

Brist på kvalificerad arbetskraft håller tillbaka tillväxten

- **Försiktig tillväxtacceleration**
- **Investeringar och export största drivkrafterna**
- **Inflationen tar fart**

BNP-tillväxten i Litauen växlade upp något 2016 jämfört med de 1,8 procent som noterades 2015, men takten ligger lägre än vad som skulle vara möjligt. **Vi väntar oss en acceleration i år och nästa år till 2,5 respektive 3,0 procent.** Prognosen baseras på en återhämtning av offentliga investeringar och något starkare varuexport. Dock kommer tillväxten i privat konsumtion att sakta in efter förra årets kraftiga uppgång.

Genomsnittliga löner ökade kraftigt 2016, vilket drevs av lägre arbetslöshet, brist på kvalificerad arbetskraft och två höjningar av minimilönen. I år är dock inga fler höjningar av minimilönen planerade och **uppgången i genomsnittlig bruttolön kommer att landa på runt 6 procent per år 2017 och 2018.** Nettolöner kommer att öka snabbare i år än bruttolön i och med att grundavdraget ökar från 200 till 310 euro per månad.

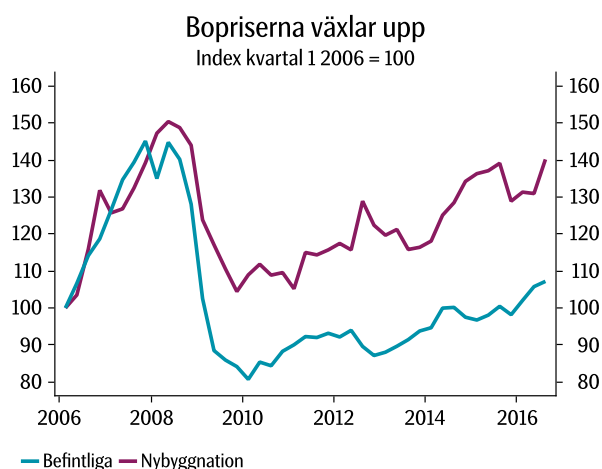
Arbetsmarknaden blir allt hetare och företagen möter större och större problem att hitta kvalificerad arbetskraft. Negativ demografi innebär att arbetskraften kommer att minska framöver. Arbetskraftsdeltagandet för 20-64 åringar låg på höga 82 procent tredje kvartalet 2016, vilket är nära nivåerna i de skandinaviska länderna. Därtill kommer att utbildningssystemet inte förmår förbereda tillräckligt med människor för de krav som ställs på arbetsmarknaden. Vi ser att den nya regeringen förbereder en förändring av utbildningssystemet, men detta kommer att ta tid. **Arbetslösheten väntas falla till 7,5 procent 2017 och 7,2 procent 2018.**

Inflationen kommer att accelerera snabbare än vi tidigare väntat oss och **genomsnittliga inflationen ökar från 0,7 procent 2016 till 2,5 respektive 2,4 procent 2017 och 2018.** Förra året steg priserna med 0,7 procent. En viktig komponent i inflationsuppgången är att parlamentet har beslutat att höja punktskatterna för alkohol kraftigt, vilket kommer att öka priserna för öl och vin med ca 15 procent från och med 1 mars 2017. Till det kommer att baseffekter och ökade arbetskraftskostnader bidrar till den klart högre inflationen i år.

Exporten av varor i löpande priser föll 2016 på grund av priser men volymmässigt steg exporten med ca 1 procent. Det är värt att notera att möbelexporten åter visade den kraftigaste uppgången förra året. Sammantaget speglar uppgången i sentimentsindikatorer den senaste tiden ett visst förbättrat

humör bland företag i tillverkningsindustrin. Kapacitetsutnyttjandet klättrade till rekordnivå sista kvartalet 2016. Osäkerhet kopplad främst till **geopolitiska faktorer gör dock att företag är försiktiga kring långsiktiga investeringar.** Även om företagen väntas öka sina investeringar 2017 är nivån ändå så låg att Litauen halkar efter andra öst- och central-europeiska länder. Trots det är vi optimistiska när det gäller varuexport 2017 med en prognos på 6-procentig värdeökning drivet av såväl högre priser som volymer.

Bostadspriserna ökar i Litauen. I huvudstaden Vilnius **ökade priserna med ca 7 procent 2016** och antalet transaktioner var rekordhøgt. Dock har inte priserna ännu nått förkrisnivån. Marknaden för nya bostäder drivs av växande underliggande bostadsbehov, men en tredjedel av köpen utgörs av spekulativa placeringar drivet av historiskt låga räntor och ökad efterfrågan på hyresbostäder. Men i motsats till före krisen finansieras köp av bostäder för uthyrning av sparade och inte av kreditexpansion.



2016 var ett bra år för offentliga finanser p g a högre än väntad tillväxt i skattebaser som löner och stora utdelningar från det statliga energibolaget. Totala **budgetinkomster blev 3,2 procent högre** än Finansdepartementets prognos och 2016 slutade med ett marginellt underskott. Vår prognos är att budgetunderskottet ökar i år till 0,5 procent av BNP i och med att utgifterna för pensioner och försvar stiger.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

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

USA

Årlig procentuell förändring

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

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr EUR	2015	2016	2017	2018
BNP	10 456	2,0	1,8	1,8	1,9
Privat konsumtion	5 744	1,8	1,8	1,7	1,8
Offentlig konsumtion	2 164	1,4	1,7	1,3	1,0
Bruttoinvesteringar		3,2	3,5	3,5	3,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,2	0,0	0,0	0,0
Export	4 833	6,5	2,5	3,8	4,4
Import	4 358	6,4	3,3	4,3	4,7
Arbetslöshet (%)		10,9	10,0	9,6	9,1
KPI		0,0	0,2	1,6	1,0
Hushållens sparkvot (%)		6,0	6,2	6,3	6,2

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

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

Inflation

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

Arbetslöshet (%)

Storbritannien	5,4	4,9	4,9	5,2
Japan	3,4	3,1	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
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	1,4	1,3	2,2	3,1
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	0,8	2,8	2,7
Lettland	0,2	0,1	2,1	1,8
Litauen	-0,7	0,7	2,5	2,4

FINANSIELLA PROGNOSE

		01-feb	jun-17	dec-17	jun-18	dec-18
Officiella räntor						
USA	Fed funds	0,75	1,00	1,25	1,50	2,00
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refiränta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Reporänta	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligationsräntor						
USA	10 år	2,45	2,65	2,85	3,00	3,20
Japan	10 år	0,08	0,10	0,10	0,10	0,10
Tyskland	10 år	0,48	0,60	0,75	1,00	1,25
Storbritannien	10 år	1,41	1,70	1,95	2,10	2,25
Växelkurser						
USD/JPY		113	117	120	122	124
EUR/USD		1,08	1,06	1,03	1,05	1,08
EUR/JPY		122	124	124	128	134
GBP/USD		1,26	1,20	1,18	1,24	1,30
EUR/GBP		0,86	0,88	0,87	0,85	0,83

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr SEK	2015	2016	2017	2018
BNP	4181	4,1	3,5	3,1	2,4
BNP, dagkorrigerat		3,9	3,2	3,4	2,5
Privat konsumtion	1884	2,7	2,5	2,7	2,5
Offentlig konsumtion	1086	2,5	3,6	2,5	0,7
Bruttoinvesteringar	989	7,2	8,0	7,7	4,7
Lagerinvesteringar	23	0,3	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1906	5,6	3,7	4,6	3,0
Import	1708	5,5	5,7	6,7	3,5
Arbetslöshet (%)		7,4	6,9	6,3	6,1
Sysselsättning		1,4	1,5	1,8	1,3
Industriproduktion		3,3	2,6	3,7	2,5
KPI		0,0	1,0	1,7	1,6
KPIF		0,9	1,4	1,8	1,6
Timlöneökningar		2,5	2,4	2,7	3,1
Hushållens sparkvot (%)		16,3	16,2	16,4	15,4
Real disponibel inkomst		2,4	2,7	2,6	1,7
Bytesbalans, % av BNP		4,7	4,3	4,0	3,7
Statligt lånebehov, mdr SEK		33	-85	-25	-20
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,2	0,5	0,3	0,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,9	40,7	38,7	36,8

FINANSIELLA PROGNOSE	01-feb	jun-17	dec-17	jun-18	dec-18
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,25	0,00	0,25
3-månaders ränta, STIBOR	-0,56	-0,50	-0,30	0,05	0,45
10-års ränta	0,73	0,85	1,25	1,60	1,95
10-års räntedifferens mot Tyskland	25	25	50	60	70
USD/SEK	8,74	8,77	8,69	8,38	8,15
EUR/SEK	9,45	9,3	8,95	8,8	8,8
KIX	112,2	110,5	107,1	105,2	104,9

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr NOK	2015	2016	2017	2018
BNP	3191	1,6	0,5	1,1	1,7
BNP (Fastlandet)	2561	1,1	0,8	1,6	2,0
Privat konsumtion	1311	2,1	1,7	2,0	2,5
Offentlig konsumtion	706	2,1	2,2	1,9	1,7
Bruttoinvesteringar	711	-3,8	0,1	0,6	2,7
Lagerinvesteringar		0,2	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1266	3,7	-1,5	0,8	1,4
Import	956	1,6	0,9	2,0	3,0
Arbetslöshet (%)		4,4	4,8	4,7	4,6
KPI		2,2	3,5	2,1	1,7
KPI-JAE		2,7	3,1	1,9	1,6
Årslöneökningar		2,8	2,5	2,9	3,1

FINANSIELLA PROGNOSE

	01-feb	jun-17	dec-17	jun-18	dec-18
Folioränta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
10-års ränta	1,71	1,70	1,80	1,90	2,15
10-års räntedifferens mot Tyskland	124	110	105	90	90
USD/NOK	8,23	8,25	8,25	8,05	7,78
EUR/NOK	8,89	8,75	8,50	8,45	8,40

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr DKK	2015	2016	2017	2018
BNP	2027	1,6	1,0	1,8	2,2
Privat konsumtion	962	2,0	1,8	1,1	2,0
Offentlig konsumtion	521	0,6	1,1	0,6	0,8
Bruttoinvesteringar	390	2,5	3,7	3,0	3,4
Lagerinvesteringar		-0,3	-0,5	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1120	1,8	0,4	3,1	3,0
Import	970	1,3	1,1	2,5	2,7
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,2	6,4	6,1	5,8
KPI, harmoniserat		0,2	0,0	0,9	1,4
Timlöneökningar		1,5	1,7	1,8	1,9
Bytesbalans, % av BNP		7,0	6,0	6,0	6,0
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

	01-feb	jun-17	dec-17	jun-18	dec-18
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
10-års ränta	0,64	0,75	0,90	1,15	1,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	16	15	15	15	15
USD/DKK	6,88	7,02	7,22	7,09	6,89
EUR/DKK	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2015, mdr EUR	2015	2016	2017	2018
BNP	211	0,2	1,4	1,5	1,6
Privat konsumtion	116	1,5	1,5	1,4	1,4
Offentlig konsumtion	51	0,4	-0,2	0,0	0,0
Bruttoinvesteringar	43	0,7	1,6	2,0	2,2
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,0	-0,2	0,1	0,0
Export	77	-0,2	-0,3	1,8	3,0
Import	78	1,9	-1,5	1,3	2,0
Arbetslöshet (%)		9,3	8,8	8,4	8,1
KPI, harmoniserat		0,0	0,4	1,5	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	-2,3	-2,0
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 31 december 2016 uppgick koncernens balansomslutning till 2 621 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 781 miljarder kronor. Koncernen har cirka 15 300 medarbetare. Läs mer om SEB på www.sebgroup.com/sv.

Med kapital, kunskap och erfarenhet skapar vi värden åt våra kunder – ett arbete där vi har stor nytta av vår analysverksamhet.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten SEB Research & Strategy. Utifrån konjunkturläget, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt.

En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige.