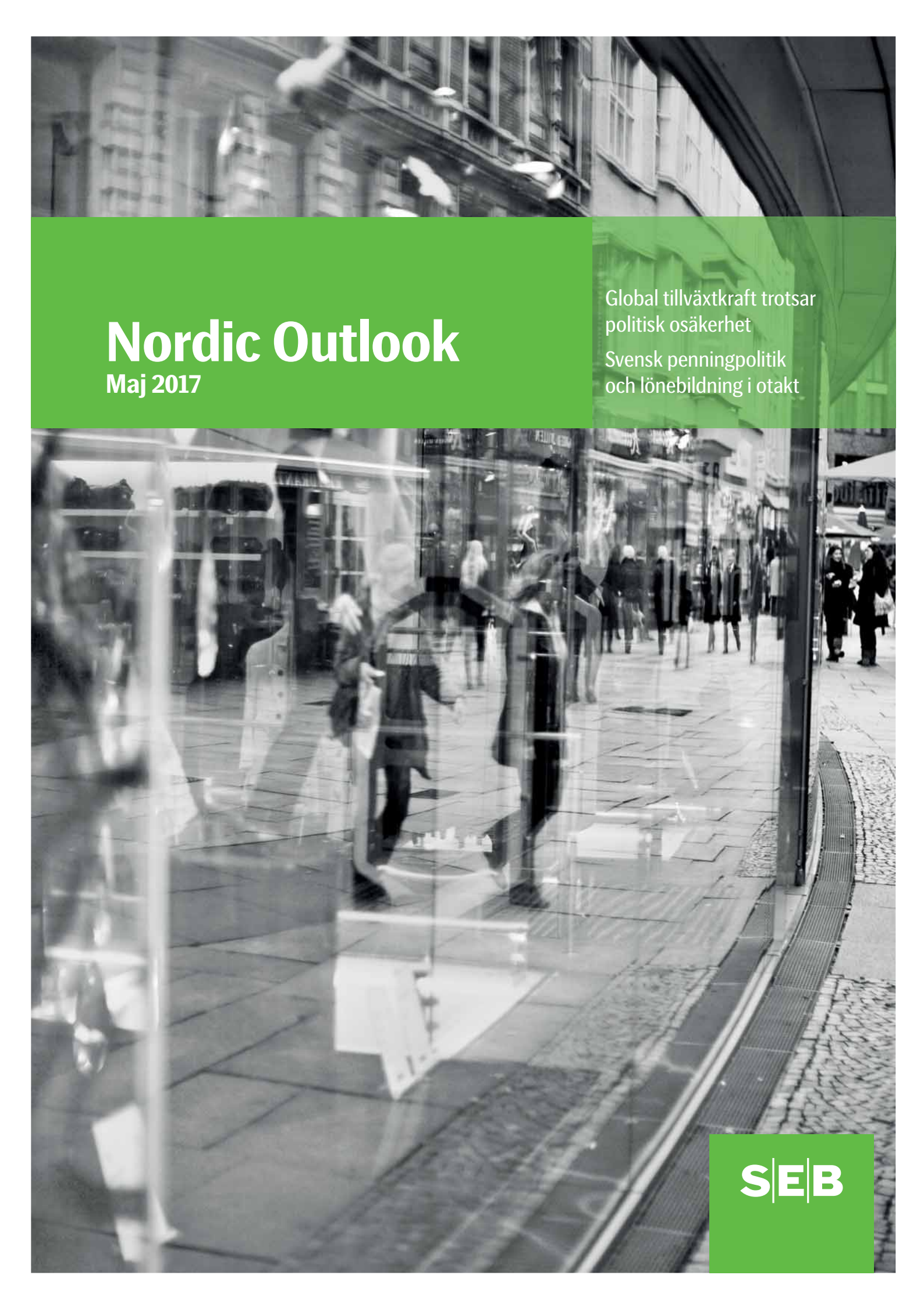




Nordic Outlook

Maj 2017

Global tillväxtkraft trotsar
politisk osäkerhet

Svensk penningpolitik
och lönebildning i otakt

SEB

Internationell översikt	5
USA	13
Japan	16
BRIC	17
Eurozonen	20
Tema: Stora provningar för Macron och Frankrike	23
Tema: Vart är EU på väg?	24
Storbritannien	25
Tema: Brexit – vägen till skilsmässa	26
Sverige	27
Tema: Lönebildning och penningpolitik i otakt	31
Danmark	33
Norge	34
Finland	36
Litauen	37
Lettland	38
Estland	39
Nyckeldata	40

Fördjupningsrutor

Kan återhämtningen gå ur tiden av hög ålder?	8
Tyska valet: Jämnt lopp men fördel Merkel	21

Denna rapport publicerades den 9 maj 2017.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 3 maj 2017.

Robert Bergqvist
Chefekonom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Eurozonen, Finland
+46 8 506 23118

Erica Blomgren
SEB Oslo
Norge
+ 47 2282 7277

Mattias Bruér
+46 70 983 85 06

Ann Enshagen Lavebrink
+ 46 8 763 80 77

Richard Falkenhäll
Storbritannien
+46 8 506 23133

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Per Hammarlund
Emerging markets, 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
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

Sean Yokota
SEB Singapore
Kina
+65 6505 0583

SEB Research & Strategy, SE-106 40 Stockholm

Sencyklisk BNP-acceleration ger rekordlång återhämtning

- **Stigande global optimism på bred front**
- **Passiv Trumpadministration på gott och ont**
- **Lättnad efter val men EU-samarbete i fara**
- **Styrkebesked från EM-länder i bättre balans**
- **Långa räntor långsamt upp i spåren av Fed**
- **Högre vinster ger sencyklisk börsuppgång**
- **Hög tillväxt och låg inflation ger svåra policydilemman i Sverige**

Den globala konjunkturen fortsätter att förbättras. Ekonomins aktörer signalerar stark framtidstro samtidigt som första kvartalets företagsrapporter i huvudsak överraskat positivt. Hård-data på makrosidan har också förbättrats, om än inte i den utsträckning indikatorerna antyder. Tillväxtbesvikelsen för första kvartalet i USA utgör ett viktigt undantag från den positiva bilden. Flera underliggande faktorer förklarar den starkare världskonjunkturen. Kapacitetsutnyttjandet i industrin har till exempel kommit upp på nivåer som driver fram nyinvesteringar i bredare skala. Därtill har tillväxtekonomierna genomgått anpassningsprocesser som förbättrat balanssituationen, samtidigt som stigande råvarupriser inneburit en lättnad för tidigare hårt pressade producentländer.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB *Köpkraftskorrigerat (Purchasing power parities)

Den senaste tidens utveckling har således gett stöd för vår ganska optimistiska konjunkturbild, framför allt när det gäller tillväxtekonomier och Västeuropa. I närområdet har vi fått

styrkebesked från såväl de nordiska, i synnerhet den svenska, som de baltiska ekonomierna. För världsekonomin som helhet tror vi nu att **BNP-tillväxten växlar upp från 3,2 procent 2016 till 3,7 respektive 3,8 procent 2017 och 2018**. Att vi redan tidigare låg över konsensus bidrar till att justeringen stannar vid 0,1 procentenheter för båda åren. Det svaga första kvartalet har också lett till en nedjustering av helårsprognosen för USA, även om vi tror att svackan var tillfällig. **Stämmingsläget i den kinesiska ekonomin har visserligen svängt om rejält i positiv riktning**, men vi tror att detta snarast leder till att myndigheterna så småningom lägger om den ekonomiska politiken i stramare riktning bl a för att dämpa uppbyggnaden av obalanser. I Storbritannien har det svaga pundet bidragit till att hålla uppe ekonomin i högre grad än vi räknat med. Men även om toryregeringen och Theresa May kan stärka sin ställning efter parlamentsvalet i juni verkar vi gå mot en ganska **hård Brexit som förmörkar utsikterna på sikt**.

I förra *Nordic Outlook* pekade vi på att den tilltagande optimismen berodde på underliggande faktorer och inte så mycket på förhoppningar om förändringar i den ekonomiska politiken. Detta har bekräftats allt tydligare och vi har skruvat ned förväntningarna ytterligare när det gäller finanspolitiska stimulanser i USA. Men samspelet mellan ekonomi och politik har många bottnar och ur andra aspekter har den politiska utvecklingen varit gynnsam. **Trump-administrationen har tvingats att bli mer pragmatisk** på flera punkter och därtill visat sig vara mindre dogmatisk än befarat. Vår tro att de politiska valen inte skulle resultera i ytterligare framgångar för EU-fientliga krafter har bekräftats i Nederländerna och Frankrike och inget pekar på att det tyska valet i september ska ändra den bilden.

Det innebär inte att man kan avskriva alla politiska hot. Konfliktnivån har höjts på flera geopolitiska områden samtidigt som det fortfarande är osäkert i vilken mån Trumps **protektionistiska retorik i valrörelsen kommer omsättas i praktisk politik**. Emmanuel Macron är en ganska oerfaren fransk president och beroende av hur den parlamentariska situationen gestaltar sig efter valet i juni. Italien framstår alltmer som ett nyckelland i eurozonen, vilket gör den politiska utvecklingen extra viktig. Samtidigt står nu hela EU-samarbetet inför svåra problem och avgörande vägval. Mot bakgrund av detta innehåller denna *Nordic Outlook* tre temaartiklar som behandlar Macrons förutsättningar efter presidentvalet, Brexit-processen framöver samt EU:s framtida vägval.

Förra årets utveckling visade dock att såväl realekonomi som finansiella marknader ofta är ganska okänsliga för politiska skeenden. När nedåtrisker kopplade till politisk osäkerhet ska vägas mot potential för positiva konjunkturöverskningar landar vi i slutsatsen att riskbilden för global tillväxt har en viss

uppsidebias. Under de närmaste åren lär frågan om i vilken konjunkturfas vi egentligen befinner oss stå i fokus för finansiella marknader. Fortsatt låga pris- och löneökningar ser ut att ge centralbankerna manöverutrymme att kunna normalisera penningpolitiken i mycket gradvis takt. Fed får i huvudsak fortsätta att gå ensamma fram med räntehöjningar ytterligare något år. Visserligen tror vi att ECB snart höjer inlåningsräntan något, men i övrigt dröjer det till en bit in i 2018 innan centralbanker i t ex Sverige och Norge följer efter. Därmed räknar vi med att **uppgången för långräntor fram till slutet av 2018 stannar vid 70-80 punkter**. I en sådan miljö tror vi också att **goda och förbättrade utsikter för bolagsvinsterna gör att börserna kan stiga ytterligare**.

Att återhämtningen nu pågått i åtta år, och vi närmar oss ett längdrekord under efterkrigstiden, manar dock till eftertanke. Kombinationen av alltmer ansträngt resursläge, stum pris- och lönerespons samt hotande finansiella obalanser i form av stigande tillgångspriser och skulder, sätter myror i huvudet på såväl prognosmakare som beslutsfattare. Förutsättningarna kan snabbt förändras och då riskerar policyresponsen att komma i ett så sent skede att den kan förvärra situationen.

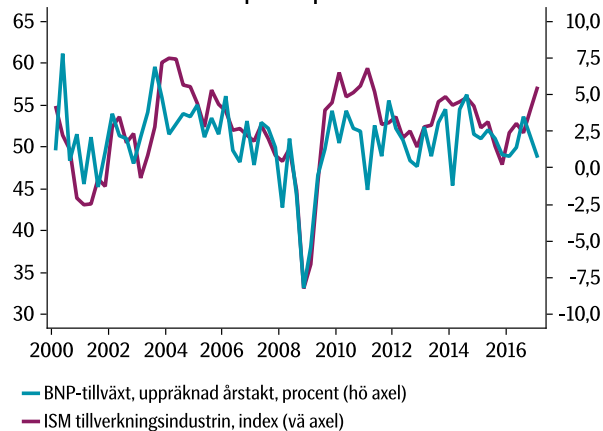
USA-acceleration efter tillfällig svacka

BNP-tillväxten första kvartalet blev återigen en besvikelse och stannade på 0,7 procent i uppräknad årstakt. I likhet med tidigare år kan såväl tillfälliga effekter, t ex väderförhållanden, eller tekniska problem med säsongjusteringar förklara den oväntade avmattningen. **Vi har justerat ned vår BNP-prognos från 2,5 till 2,3 procent** delvis baserat på erfarenheterna från tidigare år. Avmattningen har då inte visat sig vara startpunkten för en varaktigt svagare trend men har ändå bidragit till ett lägre helårsutfall. Besvikelsen rörde främst den privata konsumtionen och där finns en rad underliggande styrkefaktorer, inte minst en stark arbetsmarknad, som talar för en återhämtning. Sentimentsindikatorer pekar generellt på en starkare BNP-tillväxt, men det är sannolikt att de faller tillbaka en del som en följd av uteblivna ekonomisk-politiska förändringar. I praktiken har inte mycket utträttats under Trumps "första 100 dagar". Administrationens brist på erfarenhet och oväntat hårt motstånd i kongressen har gjort att vi skruvat ned, redan tidigare lågt ställda förväntningar, ytterligare. Stimulanseffekten blir obefintlig i år medan vissa skattesänkningar ger ett bidrag på 0,2 procent av BNP 2018. Detta har i sin tur föranlett en nedjustering av tillväxten även 2018.

Vår BNP-tillväxt ligger dock fortfarande över konsensus och även klart över trendmässig potential. En viktig orsak är en tydlig återhämtning i olje- och gruvsektorerna som en följd av gynnsammare prisbild. Framöver blir utbudet av arbetskraft allt viktigare för BNP-utvecklingen, inte minst mot bakgrund av att den svaga produktivitetstrenden ser ut att fortsätta. Med undantag för en svacka i mars har sysselsättningen fortsatt att öka i god takt och arbetslösheten har fallit tillbaka till 4,4 procent i april. Arbetslösheten ligger nu nära jämvikt men vi bedömer att den kan sjunka ytterligare ned till strax över 4 procent under 2018. Att deltagandegraden på arbetsmarknaden börjat stiga är positivt. Att dagens nivå på 63 procent ligger mer än 4 procentenheter under toppnivån år 2000 tyder på att det fortfarande finns en hel del lediga

resurser i ekonomin. Detta stärker möjligheterna till en mer uthållig tillväxt, bl a genom att minska riskerna för att Fed behöver öka takten i räntehöjningarna på ett sätt som skulle leda till en för industrin ansträngt stark dollar.

USA: Indikatorer pekar på tillväxtacceleration

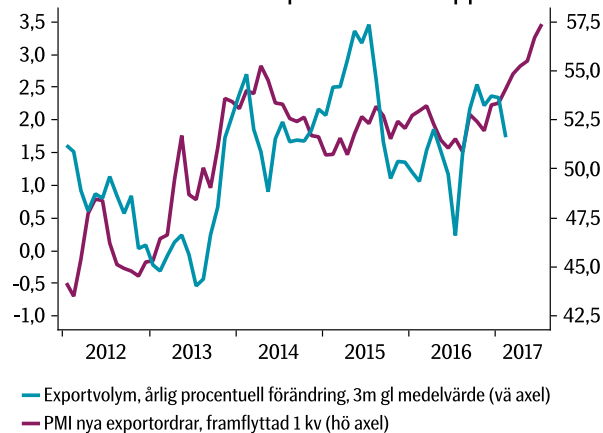


Källa: BEA, ISM

Eurozonen: BNP bekräftar indikatorstyrka

I eurozonen har konjunktursignalerna ganska entydigt fortsatt att förbättras och vi har justerat upp prognosen för **BNP-tillväxten till 2,0 procent både 2017 och 2018**, vilket innebär en upprevidering med ett par tiondelar jämfört med *Nordic Outlook Februari*. Styrketecknen är breda såväl sektorsmässigt som regionalt. Sentimentsindikatorer pekar på en markant uppväxling, vilket indikerar en uppåtrisk i prognosen.

Eurozonen: Exporten växlar upp



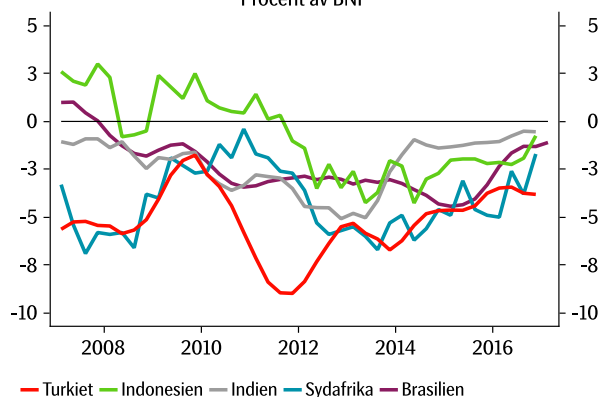
Källa: Eurostat, Markit

De politiska strömningar som manifesterade sig i Brexit- och USA-valen under 2016 har höjt den politiska pulsen också i Eurozonen genom att lyfta viktiga frågor för såväl enskilda länder som för regionens öppenhet och sammanhållning. Den politiska osäkerheten har dock minskat efter att framgångarna för EU-fientliga krafter blev mindre än väntat i de holländska och franska valen. Inget tyder på att det tyska parlamentsvalet i september kommer att ändra på detta när Alternative für Deutschland (AfD) skakas av interna strider. CDU och Angela är fortfarande favoriter till att behålla kanslerposten. **Men det skulle inte vara speciellt dramatiskt om Martin Schulz och Socialdemokraterna (SPD) skulle bli största parti.**

Sannolikt kommer skulle SPD föra en mer expansiv finanspolitik och pressa på för högre löneökningar. En sådan politik skulle stötta återhämtningen i regionen ytterligare samt blidka både extern och intern kritik mot t ex det tyska bytesbalansöverskott. EU-kommissionen försök att forcera fram ett vägval från medlemsländerna (se temaartikel) speglar dock att man ser allvarligt på de långsiktiga framtidsfrågorna för unionen. Flera alternativ finns: **1. Fortsätta som förut – business-as-usual; 2. Enbart den inre marknaden; 3. De som vill ha mer gör mer; 4. Göra mindre men göra det effektivare; 5. Göra mycket mer tillsammans.** I valet mellan dessa alternativ är troligen det enklaste att välja en variant av 4:e alternativet där ytterligare samarbete framöver fokuseras inom mer avgränsade områden som kan få större folkligt stöd.

Bytesbalanserna i EM går mot jämvikt

Procent av BNP



Källa: Central Bank of Brazil, Reserve Bank of South Africa (SARB), Bloomberg, Macrobond, SEB

Tillväxtekonomier visar motståndskraft

Utsikterna för EM-ekonomierna har ljusnat väsentligt på sistone. Trots hot om protektionism ökar världshandeln igen, vilket lyfter ekonomisk aktivitet i de ofta exportberoende ekonomierna. Kinas roll är central och även om optimismen ökat betydligt behåller vi en försiktig tillväxtprognos med en gradvis dämpning av BNP. Detta beror på att myndigheterna troligen utnyttjar styrketecknen till att genomföra penningpolitiska åtstramningar bl a för att kyla av kreditmarknaden. Inbromsningen i **Indiens ekonomi** till följd av förra årets valutareform blev mindre än befarad. Det styrande BJP-partiet har också lyckats få igenom flera viktiga reformer utan att straffas av väljarna i de regionalval som hållits. Vi väntar oss att **tillväxten accelererar gradvis till 8,0 procent 2018**. Sammantaget växlar BNP-tillväxten i EM-regionen upp från 4,4 procent 2016 till knappt 5 procent både 2017 och 2018.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Bytesbalansunderskotten har de senaste åren krympt markant i de mest sårbara EM-ekonomierna. Detta har främst berott på två faktorer: 1) inhemsk efterfrågan i länder som Ryssland, Brasilien och Sydafrika har tagit rejält med stryk; och 2) valutorna har försvagats kraftigt mot USD. **Starkare bytesbalans ökar manöverutrymmet i den ekonomiska politiken och minskar sårbarheten för t ex Fed-höjningar.** Valutorna har också återhämtat sig en del, bl a med hjälp av högre råvarupriser. Ekonomierna har ändå förbättrat sin konkurrenskraft och kan därmed dra nytta av högre global tillväxt. Länder som Ryssland och Brasilien har fortfarande stora strukturella problem men har nu kommit ur sina recessioner.

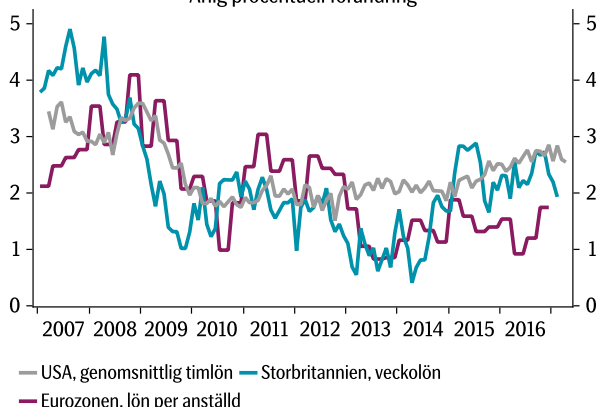
Vår oljeprogos (Brent) ligger kvar på **55 respektive 60 dollar per fat** som årsgenomsnitt 2017 och 2018. **Vi ser dock klara nedåtrisker, framför allt för 2018.** Produktivitetsförbättringar och utbyggnader inom amerikansk skifferoljeutvinning fortsätter. OPEC:s överenskommelse med andra stora producenter (t ex Ryssland) om produktionsbegränsningar har därför inte lett till så stora lagerminskningar som väntat. Därmed är också vårt antagande om ett utbudsunderskott på cirka 0,5 miljoner fat per dag i genomsnitt högst osäkert.

Tvekande inflationsuppgång

Inflationen har generellt stigit det senaste halvåret, främst beroende på baseffekter när tidigare energiprisfall fallit ur 12-månaderstalen. Därtill bidrar nya ökningar i energipriserna till att headline-inflationen nu ligger över kärninflationen för första gången på några år. Stigande inflationsförväntningar i de flesta länder **bekräftas också att vi rört oss en bit bort från nollinflationsmiljön.** Den allra senaste tiden har signalerna dock varit blandade. I mars föll t ex inflationen tillbaka markant både i USA och eurozonen. Inflationsförväntningar avlästa på realobligationsmarknaden har också fallit tillbaka en del efter den kraftiga uppgången efter det amerikanska presidentvalet.

Stabilt låga löneökningar i västvärlden

Årlig procentuell förändring

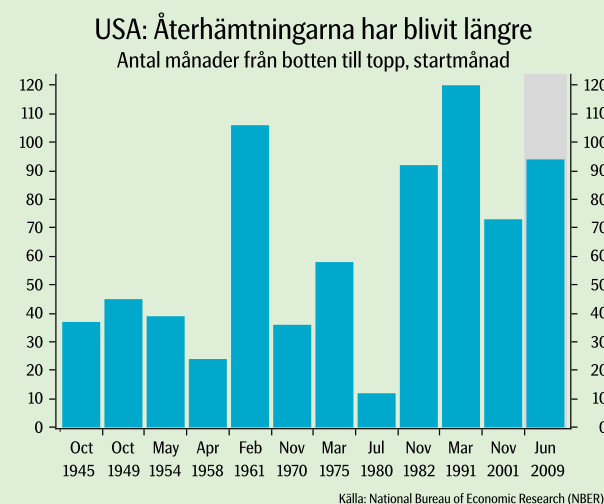


Källa: Macrobond

Denna utveckling visar att även om deflationsrisker ter sig alltmer avlägsna förblir inflationsuppgången sårbar så länge som löneökningstakten ligger kvar på historiskt låga nivåer. Visserligen ser löneuppgången i USA ganska stabil ut och om den fortsätter nås relativt snart nivåer som ger Fed utrymme att fortsätta med gradvisa räntehöjningar.

Kan återhämtningen gå ur tiden av hög ålder?

Oro för att den amerikanska ekonomin åter börjar hacka i ett läge när återhämtningen pågått i åtta år väcker frågan om en ny recession står för dörren. Under efterkrigstiden har vi haft fyra återhämtningar som i längd kan mäta sig med denna och om den fortsätter i enlighet med prognoser skulle rekorden från 1960- och 1990-talen slås under 2019. Mönstret att USA-recessioner sprider sig över världen är så tydligt att analysen kan representera hela industrivärlden.



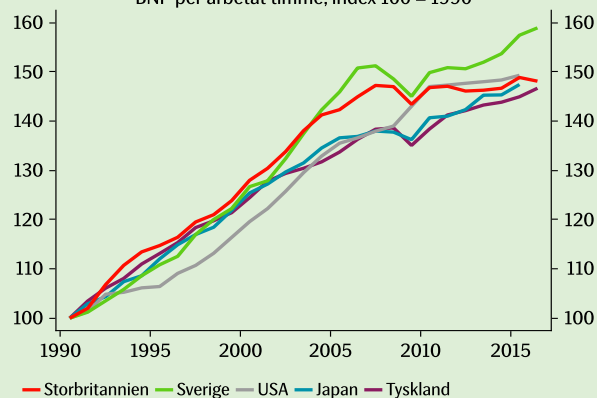
Att återhämtningen ska gå ur tiden enbart av åldersskäl är inte så troligt, **men risken för att faktorer som tidigare utlöst recessioner ska göra sig gällande ökar ju längre tiden går.** Det första kvartseket efter kriget dominerades av lite kortare lager- och investeringcykler medan perioden efter de finansiella avregleringarna i början på 1980-talet präglades av längre återhämtningar som brutits av brustna bubblor efter sektorsvisa excesser. Via balansräkningsanpassningar har sedan spridningseffekterna blivit dramatiska.

Den pågående återhämtningen har särdrag som gör att den kan brytas på ovanligt många sätt. Att tillväxten varit så anemisk och bräcklig reser t ex frågan om konjunkturcykeln helt försvunnit. Det har också lett till att den upprepade gånger har tappat fart, vilket genererat allt starkare ekonomisk-politiska stimulanser. Bräckligheten har också inspirerat till **tesen om att vi är inne i en period med kroniskt svag efterfrågan.** En sådan *sekulär stagnation* skulle kunna bero på att underliggande faktorer har ökat sparbenägenheten i ekonomin samtidigt som investeringsbenägenhet har minskat.

Arbetsmarknaden visar dock en annan bild än BNP. Där har den cykliska trenden med en kontinuerlig nedgången i arbetslöshet i USA varit tydlig. Även i Japan, Tyskland och Storbritannien har arbetslösheten sjunkit till historiskt låga nivåer nära jämvikt. Detta har bidragit till att vi (liksom t ex OECD och IMF) bedömer att produktionsgapen nu är små, vilket innebär att flaskhalsproblem inom en inte alltför avlägsen framtid kan stoppa återhämtningen. **Att anemisk tillväxt har kombinerats med stark arbetsmarknad beror på att produktiviteten försvagats** sedan finanskrisen (se graf). Detta har initierat en policydiskussion om i vilken mån allt lägre styrräntor försvagat omvandlings-

trycket på ett sätt som hämmar effektivitetsförbättringar i ekonomin. En närbesläktad diskussion gäller riskerna för att exceptionella stimulanser åter ska leda till excesser för tillgångspriser och skuldsättning. Brutala anpassningar av balansräkningar som ett resultat av brustna bubblor är en recessionskatalysator som åter kan göra sig gällande.

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

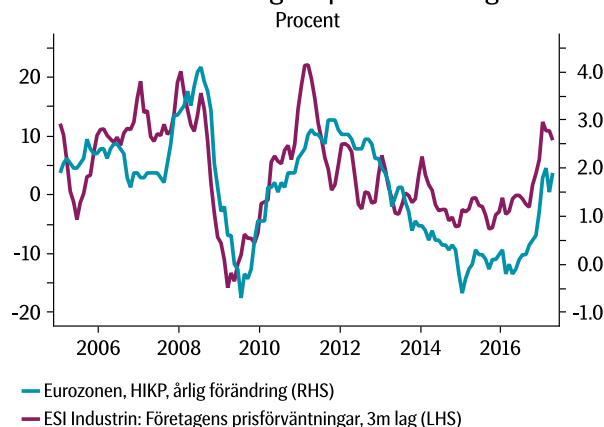


De senaste årens miljö har således gett stort utrymme för olika diagnoser av problembilden. Perspektiven har snabbt skiftat över tid; oron för att krafterna bakom sekulär stagnation var så starka att de inte kunde bemästras ens med extrem penningpolitik dominerade för något år sedan. **Den senaste tidens ökande optimism gör dock hotet att utbudsrestriktioner ska bryta uppgången mer aktuellt.** Hur priser och löner reagerar på högre resursutnyttjande blir då allt viktigare. I nuläget verkar krafterna bakom rådande "lowflation"-miljö ha övertag men de utmanas alltmer av tilltagande flaskhalsproblem och protektionistiska tendenser.

Fed och andra centralbanker tycks nu ha manöverutrymme att sjösätta en normaliseringspolitik som i tid kan neutralisera skadliga överhettningseffekter. Signaleringen tyder också på att de flesta centralbanker uppfattar situationen så. Bubbeltendenserna i den finansiella prissättningen är generellt inte heller så alarmerande. **I en sådan situation är det väl spekulativt att tro på recession som huvudprognos.** Detta blir aktuellt först när vi kan skönja svårlosta policydilemman eller när centralbanker signalerar planer för åtstramning som ter sig alltför tuffa. Den stumma inflationsresponsen vi nu ser kan dock på sikt bli en fälla för centralbankerna. Utan ett någorlunda tydligt Phillipskurvesamband ökar riskerna för att inflationsmålsstyrd räntepolitik blir procyklisk och destabiliserande. Detta gäller särskilt i en situation då koordineringen med finanspolitik och makrotillsyn inte fungerar tillfredställande som t ex fallet är i Sverige i nuläget. Om man gör en snävare jämförelse med de senaste cyklerna avseende resursläge landar man i slutsatsen att **vi nu befinner oss på ungefär samma nivå som 1998 och 2005.** En mekanisk kalkyl talar då för att vi har tre år kvar till nästa recession. Men så enkelt är det förstås inte. Vid de två senaste återhämtningarna brast olika finansiella bubblor innan man riktigt testade hur lågt arbetslösheten kunde nå innan inflationen tog fart.

I Västereuropa är den svaga löneresponsen på starkare arbetsmarknad mer problematisk för centralbankerna. Inte ens i Tyskland, där en rekordstor andel företag rapporterar att brist på arbetskraft begränsar produktionen, ökar lönerna med mer än 2 procent. Detta är inte så mycket högre än eurozonens genomsnitt på 1,5 procent. Framöver räknar vi med en viss uppgång men takten når inte upp till 2 procent ens under 2018. Så modesta löneökningar i närområdet bidrog till att den svenska avtalsrörelsen landade i 3-åriga löneavtal på en så låg nivå som 2,3 procent trots den starka arbetsmarknaden.

HIKP och företagens prisförväntningar



Källa: Macrobond

För eurozonen räknar vi med en fallande inflationstrend ned mot en 1 procent i mitten av 2017 och som årsgenomsnitt faller inflationen **från 1,5 procent i år till 1,1 procent 2018**. I USA dröjer det en bit in i 2018 innan vi ser en ihållande inflationsuppgång när löneökningarna lite tydligare tar fart. Mätt som helårsgenomsnitt väntas KPI-inflationen hamna på **2,1 procent både 2017 och 2018**. Riskerna ligger dock på uppsidan. De breda uppgångar i råvarupriser vi sett den senaste tiden kan få större genomslag i konsumentpriserna än vi räknar med. Hittills har vi sett en påverkan på livsmedelspriser men framöver kan också kärninflationen påverkas, framför allt i Västereuropa. Det är också möjligt att de cykliska inflationskrafterna generellt stärks i lite hög grad. Företagen indikerar ökande möjligheter att få igenom prishöjningar och det brukar manifesteras i högre inflation med viss fördröjning (se graf). Även lönerna kan accelerera lite snabbare än väntat när bristerna ökar i en miljö med mer protektionistiska vindar.

Expansiv politik men förändrade riskbilder

Fortfarande finns goda skäl att föra en expansiv penningpolitik, men det blir allt **svårare att argumentera för dess mer extrema former i form av minus- och nollräntor och stora värdepappersköp**. Visserligen brottas flera centralbanker med utmaningen att nå sina inflationsmål utan stöd av robusta löneökningar. Men **riskbilden har förskjutits**. Deflationsrisken har blivit allt mindre, vilket bl a manifesteras i stigande och/eller stabilare inflationsförväntningar. Samtidigt har riskbilden för tillväxten blivit mer symmetrisk; i vissa fall med övervägande uppåtrisker. Detta är sammantaget bilder som flera centralbanker också bekräftar.

Centralbankers styrräntor

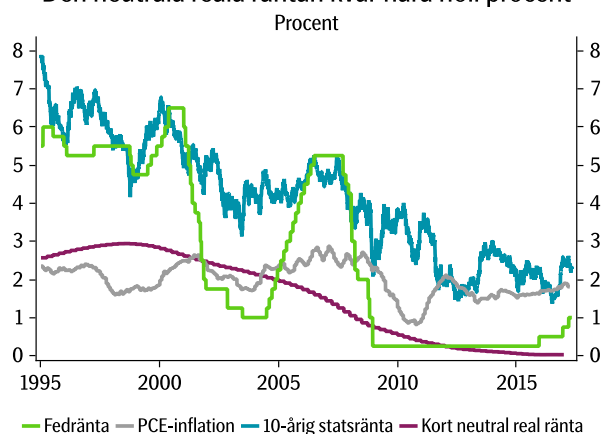
Procent

	Idag	Dec 2017	Dec 2018
Federal Reserve	1,00	1,50	2,25
ECB (inlåningsränta)	-0,40	-0,25	-0,25
Bank of England	0,25	0,25	0,25
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10
PBoC (Kina)	4,35	4,70	4,70
Riksbanken	-0,50	-0,50	0,00
Norges Bank	0,50	0,50	0,75

Källa: Centralbanker och SEB

Men centralbankernas policymiljö förblir komplex och politiken måste treva sig fram. Transformerande teknologier och globalisering befäster "lowflation"-miljön och förändrade förutsättningar för spar- och investeringsmönster pressar ned det neutrala priset på pengar (räntan). Det modifierar och reducerar i sin tur penningpolitikens faktiska expansivitet (se diagram). Att protektionismen hotar att vinna terräng samtidigt som de geopolitiska riskerna ökar är också bakgrundsfaktorer att beakta, även om de som väntat hittills inte satt några större finansiella eller realekonomiska avtryck. Osäkerheten kring USA:s handelspolitik är t ex fortsatt stor även om facit så här långt präglas av stark retorik snarare än konkret politik. Därmed har inte heller förutsättningar för tillväxt och inflation förändrats. Flera centralbanker fortsätter också att ha ett stort **valutafokus för penningpolitiken**.

Den neutrala reala räntan kvar nära noll procent



Källa: Macrobond, SEB

Fed tycks ha överraskats av att **finansiella förhållanden**, d v s aktiekurser, dollar, långränta och kreditspreadar, sammantaget blivit mer expansiva trots räntehöjningar och signaler om att minska storleken på den penningpolitiska portföljen (SOMA). Därtill drar Fed slutsatsen att den **globala ekonomin**, och främst tillväxtekonomierna, uppvisar större motståndskraft mot USA:s förändrade penningpolitik. Det ger Fed **utrymme att fortsätta normalisera politiken**. De **senaste svaghets-tecknen** i USA:s ekonomi väntas få marginell effekt på Feds huvudstrategi att **höja räntan tre plus tre gånger 2017 och 2018 till 2,25 procent och att minska SOMA-portföljen**. Lönetillväxten har visat en uppgående trend i ca två år och inflationen är nu nära målet 2 procent (för konsumtions-

deflatoren, PCE). Risken har nu minskat för att Fed ska ställas inför en procyklisk finanspolitik t ex skattesänkningar och infrastruktursatsningar som framtvingar nya räntehöjningar, men konsekvenserna av detta blir inte så stora eftersom Fed inte tidigare tagit höjd för finanspolitiska förändringar.

ECB höjer inlåningsräntan med 15 punkter

ECB reviderade i mars sin ekonomiska riskbild ytterligare. Efter att i december beslutat att minska de månatliga värdepappersköpen från april 2017 ser ECB nu **deflationsrisken som marginell**. Vi räknar med att ECB i september, i samband med en större prognosöversyn, ger nya policy signaler som bäddar för **höjning av inlåningsräntan med 15 punkter till -0,25 procent**. Några ytterligare räntesteg väntas inte under prognosperioden. Höjningen minskar lönsamhetspressen i banksystemet, inte minst i det tyska, där ca 60 procent av eurosystemetets likviditetsöverskott hamnar. I höst väntas ECB även meddela att de månatliga köpen förlängs sex månader men minskas ytterligare till 40 miljarder euro per månad från och med januari 2018.

Ett besvärande lågt inflationstryck gör att **Bank of Japan** fortsätter med årliga värdepappersköp på ca 90 miljarder yen och med målsättningen att den 10-åriga statsräntan ska ligga nära 0 procent. Styrräntan ligger kvar på -0,10 procent under hela prognosperioden. Politiken bidrar till att pressa yenen. I Storbritannien väntas **Bank of England** ligga kvar med en styrränta på 0,50 procent under hela prognosperioden, men osäkerheten är stor bl a beroende på brexitprocessen.

Olika policyval i Norge och Sverige

Förbättrad global efterfrågan ger draghjälp till de omvärldsberoende nordiska ekonomierna och BNP-prognoserna har justerats upp i mer eller mindre grad i samtliga länder. I **Danmark** lägger kvardröjande effekter från tidigare kreditåtgärder en hämsko på konsumtionen på kort sikt. Ekonomin tar dock ny fart i takt med att inhemska motvindar mojar och utländsk efterfrågan tar fart. BNP växer med 2,0 procent i år och med 2,4 procent 2018. I **Finland** signalerar indikatorer på flerårshögsta en efterlängtat uppväxling i tillväxten. Svaga inkomster i spåren av låga löneökningar och lite högre inflation gör att konsumtionen bromsar trots rekordpositiva hushåll. BNP växer med 1,6 respektive 1,7 procent 2017-2018.

Svensk ekonomi fortsätter att växa snabbt bl a beroende på stort behov av nya bostäder och offentlig service. Därtill växlar nu industriproduktionen upp drivet av ökad omvärldsefterfrågan och i viss mån svag valuta. **Tillväxten blir 3,1 procent i år följt av 2,6 procent 2018**. Snabb jobbtillväxt leder till förnyad nedgång i arbetslösheten, men trots att utbudsrestrktioner alltmer gör sig gällande har löneresponsen förblivit mycket svag. Vår försiktiga löneprognos räcker inte för att KPIF-inflationen ska nå 2-procentsmålet 2018 när tillfälliga effekter från tidigare energipris- och valuta effekter klingar av.

I **Norge** har starka investeringar i fastlandsekonomin bidragit till en vändning och återhämtningen breddas i år när privat konsumtion och traditionell varuexport vänder upp. **Tillväxten i fastlands-BNP accelererar till 1,7 procent i år och 2,0 procent nästa**. Inflationen har fallit snabbt sedan toppen i fjol. Främsta drivkraften har varit lägre varuinflation när effekterna

av tidigare valutaförsvagning avtar. Sjunkande importpriser i kombination med historiskt låga löneökningar gör att **inflationen förblir låg och att nedåtriskerna överväger**.

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

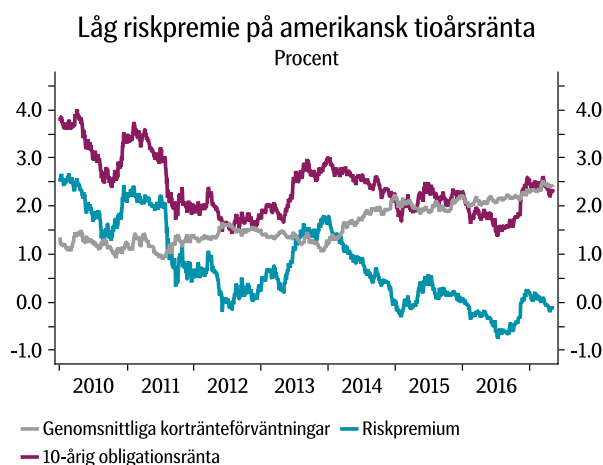
Riksbanken och **Norges Bank** pressas därmed av samma dilemma när låg inflation kombineras med stram arbetsmarknad och stigande huspriser. Båda uttrycker en tydlig vilja att vänta med penningpolitikens normalisering på ett lågt inflationstryck och båda har också stort fokus på valutan och blir därmed beroende av ECB:s politik. En splittrad Riksbank överraskade i april med att förlänga köpen av statsobligationer med sex månader och 15 miljarder. Men med ett resursutnyttjande på historiskt höga nivåer ligger **Riksbankens räntehöjning närmast i tiden**. Vi har senarelagt första **höjningen till april 2018** från tidigare december 2017. I slutet av 2018 ligger reporäntan på 0,00 procent. **Norges Bank höjer räntan först i slutet av 2018 till 0,75 procent**. Att Norges Bank trots snabbt fall i inflationen hållit styrräntan oförändrad bekräftar att banken även fäster vikt vid finansiella obalanser. Detta står i kontrast mot Sverige där Finansinspektionens vädjan om hänsyn till finansiell stabilitet i räntepolitiken inte fått något gehör.

Tillfällig paus i ränteuppgången

Uppgången i långa räntor efter USA-valet har kommit av sig under våren. Trots att Fed levererat två höjningar inom loppet av bara fyra månader handlas 10-åriga räntor i USA idag strax under nivåerna i slutet av november i fjol. Investerare har skruvat ned förväntningarna på finanspolitiska stimulanser i USA, vilket dämpat oron för räntepress uppåt drivet av ökat utbud av obligationer och snabbare Fedhöjningar. I Europa har en jakt på säkra placeringar inför det franska presidentvalet också tidvis lett till press nedåt på tyska långräntor. Därtill har nya data mildrat oron för en mer aggressiv inflationsuppgång.

Den förändrade synen på olika utbuds- och inflationsrisker avspeglar sig i en förnyad nedgång i skattade löptidspremier i både USA och Europa. Diagrammet nedan visar en dekomponering av 10-åriga obligationsräntor i USA i förväntade korta räntor och löptidspremie enligt en modell som tagits fram av Fed. Vi ser få skäl för marknaden att åter börja flirta med deflationsrisker och håller fast vid en prognos om långsamt stigande långräntor drivet av gradvisa Fedhöjningar och en uppgång i riskpremier från dagens låga nivåer. **Feds planer på att gradvis börja minska sin balansräkning mot slutet av året kan leda till uppåtttryck på långa räntor**. Effekten blir dock troligen begränsad – **uppskattningsvis 10-20 räntepunkter per år** – eftersom Fed dels lär sikta mot en större balansomslutning än innan krisen 2007, dels lär ta god tid på sig för att mildra pressen uppåt på långa räntor. Att Fed

kommit längre i sin räntehöjningscykel innebär att räntekurvan, mätt som skillnaden mellan 10-årig obligationsränta och styrränta i USA, **gradvis flackar medan tysk räntekurva fortsätter att branta fram till starten på ECB:s höjningar.**



Källa: Federal Reserve Board

Vår prognos är att 10-åriga räntor i USA stiger till 2,65 och 3,00 procent i slutet av 2017 resp. 2018. Motsvarande tyska obligationer handlas på 0,60 procent och 1,15 i slutet av 2017 och 2018. **Det innebär en uppgång på cirka 70-85 räntepunkter från dagens nivåer; något mer i Tyskland än i USA.** 10-årsspreaden mellan länderna ligger kvar kring 200 räntepunkter i år, i linje med toppnivåerna sedan slutet av 1980-talet. Spreaden sjunker därefter långsamt när ECB i mitten av 2018 avslutar sina obligationsköp och tidpunkten för en höjning av referäntan närmar sig. Jämfört med februari har prognosen för långa räntor reviderats ned med 20 räntepunkter för de amerikanska och med 10-15 punkter för de tyska.

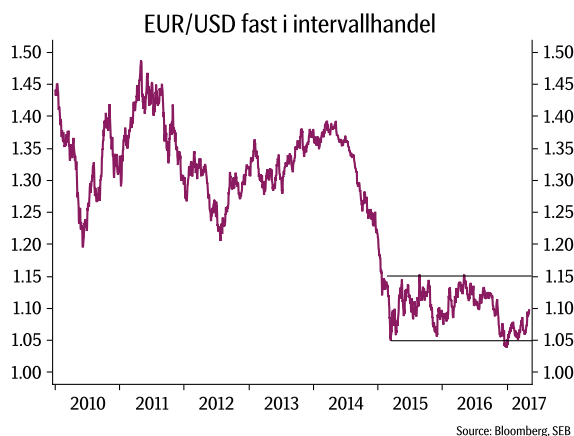
Spreaderna mellan 10-åriga svenska och tysk obligationsräntor har haft en sidledes trend det senaste halvåret. Riksgälden minskade sina obligationsemissioner i februari och ytterligare neddragningar är sannolika i juni, vilket sätter press nedåt på svenska räntor. Samtidigt får Riksbanken allt svårare att hitta säljare i sitt obligationsköpsprogram som fortsätter under andra halvåret. På kort sikt sätter **dessa faktorer press ned på marginalen mot de tyska räntorna.** På lite längre sikt kan förväntningar på svenska styrräntehöjningar ändå väntas bidra till att svenska långräntor stiger mer än de tyska. Den tioåriga svenska räntan väntas **stiga från 0,60 procent idag till 0,80 respektive knappt 1,50 procent i slutet av 2017 och 2018.**

Stigande internationella räntor sätter också press upp på norska obligationsräntor. Eftersom Norges Bank inte lär ändra räntan i år bör räntekurvan branta, om än inte lika mycket som den tyska. Utbudet av långa obligationer kommer att lätta efter den lyckade introduktionen av en ny 10-årsobligation tidigare i år. Därtill väntas inflationen falla tillbaka, vilket gör det osannolikt att marknaderna prisar om förväntningarna på Norges Bank det kommande året. En attraktivt värderad NOK kan locka valutarelaterat intresse för norska statsobligationer, även om en del investerare lär bli lite mer försiktiga efter den senaste tidens NOK-svaghet. **I slutet av 2017 väntar vi oss att 10-årsspreaden mot Tyskland har krympt till 105**

punkter, motsvarande en ränta på 1,65 procent. Spreaden stabiliseras sedan runt 90 punkter i slutet av 2018 när marknaden börjar ställa in sig på försiktiga räntehöjningar från Norges Bank.

Lågräntemiljö ger trendlös valutamarknad

Avsaknaden av varaktiga trender blir alltmer tydlig; många valutor fluktuerar fram och tillbaka inom större intervall. EUR/USD är det viktigaste exemplet där en sidledes rörelse nu pågått i mer än två år, medan pundets ihållande försvagning efter Brexitomröstningen utgör ett undantag. Intervallhandeln kan kopplas till de senaste årens starka växelspel mellan penningpolitik och valutarörelser. En svag valuta har varit önskvärd för att få upp inflationen i den globala "lowflation"-miljön. Centralbanker har då drivit varandra mot allt lägre räntenivåer för att undvika valutaförstärkning. Under 2014-2015 fick Fed känna av följderna av avvikelser från andra centralbanker; den kraftiga appreciering som följde ledde till att man slog av på takten i räntehöjningarna. **Bristen på trender i kombination med små räntedifferenser mellan många valutor gör det svårt att agera i valutamarknaden i syfte att generera avkastning.** Det är nog det främsta skälet till att omsättningen på valutamarknaden visar en vikande trend. Samtidigt finns tecken på märkbart försämrade likviditet i mindre valutor.



Efter det amerikanska presidentvalet fanns utsikter till en förnyad dollarförstärkning, bl a via förväntningar om kraftiga finanspolitiska stimulanser och löften om lägre bolagsskatt i syfte att locka hem företagsvinster. Gradvis har dock förhoppningarna fått skruvas ned samtidigt som förväntningar om aggressiva Fedhöjningar dämpats. I en sådan miljö ökar betydelsen av att dollarn enligt våra skattningar nu är försiktigt övervärderad. Att den EU-fientliga vinden har mojnät i de europeiska valen och att ECB väntas lätta ytterligare lite på gasen i höst talar också till eurons fördel. Sammantaget tror vi att detta leder till att den sidledesrörelse som länge dominerat består och att **EUR/USD fluktuerar runt 1,10 under 2017 för att sedan röra sig uppåt mot 1,14 vid slutet av 2018.**

Politisk osäkerhet i brexitprocessens spår har satt press på pundet som idag är tydligt undervärderat. När nu den formella ansökan om utträde ur EU lämnats in väntar en intensiv förhandlingsperiod om först skilsmässa och därefter om den framtida relationen. En snabb och enkel lösning ter sig avläg-

sen och den politiska osäkerheten lär bestå. Samtidigt syns nu tecken på en ekonomisk avmattnings som troligen kommer att fortsätta. Bestående politisk osäkerhet och svagare tillväxt gör att pundet förblir klart undervärderat. **EUR/GBP når 0,90 mot slutet av 2017 varefter pundet återhämtar sig något under 2018.** Signaler om samförstånd i förhandlingarna, med ökad sannolikhet för mjukare Brexit, skulle dock kunna leda till en rejäl pundförstärkning givet den låga värderingen.

Kronan fortsätter att handla på historiskt svaga nivåer i spåren av Riksbankens exceptionella penningpolitik. Efter april-beskedet är det svårt att se en snar vändning för kronan; i en **valutamarknad präglad av låg volatilitet och jakt på avkastning är minusräntan ett extra stort handikapp.** När vi närmar oss en viss omsvängning från Riksbanken finns flera argument för en hyfsat stor kronförstärkning. Enligt enkäten i vår senaste *Kronsyn* är en mer högaktig Riksbank den enskilt viktigaste faktorn för att marknadsaktörer ska köpa kronor. Sammantaget **räknar vi med att EUR/SEK når ned till 9,30 i slutet av 2017 för att sedan fortsätta ned till 8,95 mot slutet av 2018.** Vid motsvarande tidpunkter tror vi att USD/SEK ligger på 8,45 och 7,85.

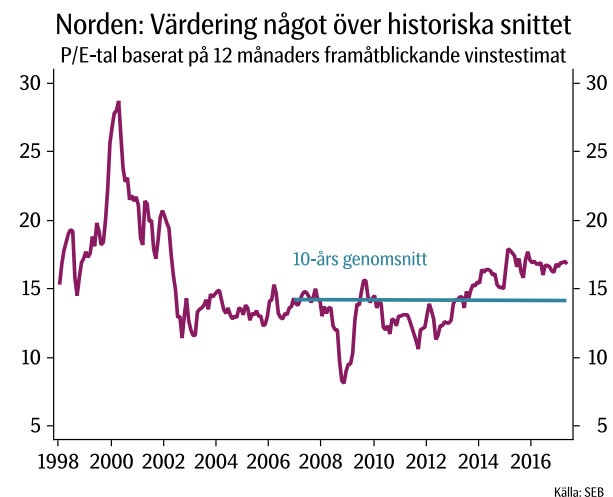
Ett stabilare och högre oljepris bidrog till att den tidigare rejält undervärderade **norska kronen stärktes tydligt under 2016 och början på 2017.** Apprecieringsrörelsen gick dock väl långt och har nu följts av en viss rekyll, även om det fortfarande finns en tydlig koppling mellan kronrörelser och oljepriset. NOK-förstärkningen dämpar nu tydligt inflationen. Att norsk ekonomi fortsätter att repa sig samtidigt som bostadspriserna fortsätter uppåt gör det dock svårt att lätta ytterligare på penningpolitiken. Samtidigt är flödessituationen alltjämt gynnsam för kronen. Det oljekorrigerade underskottet i statsbudgeten uppgår till mer än 250 miljarder kronor i år, vilket skapar stora nettoinflöden till den norska kronan. **Vi räknar med att EUR/NOK faller till 8,80 vid utgången av 2017 och sedan fortsätter ned till 8,50 i slutet på 2018.**

Vinstdriven börsstyrka

Det goda börshumöret från fjolårets avslutning har hållit i sig. Konjunkturstyrka förblir den viktigaste drivkraften för aktiemarknaden och positiva signaler kring företagets resultat uppväger orosmoln som politiska risker och relativt hög värdering. Drygt halvvägs in i rapportsäsongen för första kvartalet har försäljning och vinster överträffat förväntningarna. Därtill har prognoserna för framtida vinster justerats upp; en viktig förändring jämfört med tidigare år. **Amerikanska rapporter för S&P500 visar en sammanlagd försäljningsökning runt 8 procent medan vinsterna stigit med drygt 15 procent.** Energisektorns återhämtning, efter problemen i början på 2016, har stor del i detta men i stort sett alla sektorer visar uppgångar i såväl försäljning som vinster. Tecken på förbättrad "pricing power" bidrar till den positiva bilden. Prishöjningarna i företagsledet är ännu inte så stora, men de senaste årens prispress har definitivt bedarrat och kan väntas vända i sin motsats om tillväxten håller i sig.

Bland orosmolnen finns politisk osäkerhet på bägge sidor Atlanten. Politiska processer får dock sällan effekt på bolagens intjäning på kort och medellång sikt. Att uppgången redan

varat i flera år är heller inget hinder så länge vinstutsikterna är ljusa. **Så länge räntorna förblir låga är det ovanligt att börserna mer varaktigt faller i en fas när vinsterna stiger.** Även om denna uppgång varat länge är den inte unik; under de senaste 60 åren har vi haft tre perioder av börsuppgångar som varit både längre och större, senast under 90-talet. Relativt höga värderingar i kombination med att investerarkollektivet redan har en tydlig övervikt för aktier kan ha en dämpande kurseffekt. Vår bedömning är fortsatt att potentialen i Europa är större än i USA, givet ett mindre utmanande utgångsläge med både lägre vinstmarginaler och lägre värderade vinster. Utsikterna för Emerging Markets, särskilt Asien, och för Norden är också relativt sett goda.



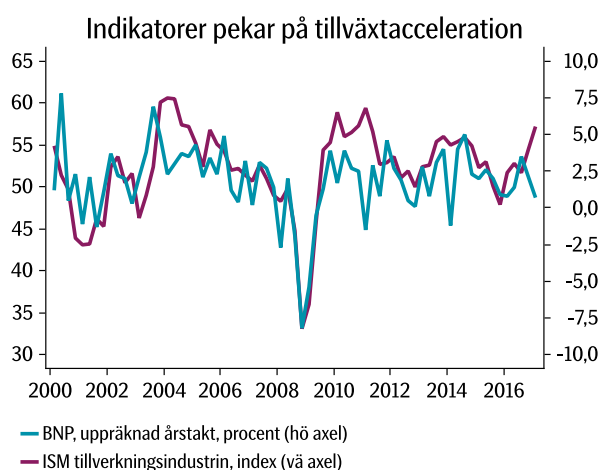
Rapporterna för första kvartalet speglar kraftigt förbättrad konjunktur i de nordiska länderna. I USA överträffade 80 procent av bolagen inom S&P500 marknadens vinstprognoser med 6 procent i genomsnitt. På den nordiska marknaden stannade motsvarande andel på 70 procent, ändå blev vinsterna hela 13 procent bättre än prognos. Samtidigt var försäljningen bara ca 1 procent högre än prognosen. Det visar att **det långvariga arbetet med kostnadsbesparingar och effektiviseringar lett till att en ökad försäljning ger stor utväxling på sista raden i resultaträkningen.** Givet den positiva makroprognosen bör stigande försäljning ge god vinstutveckling även framgent. I fjol backade vinsterna med lite drygt 3 procent. I år räknar vi med 12 procents vinstlyft. Ett bolag, Statoil, bidrar dock med 5 procentenheter till vinstlyftet efter genomförda program för kostnadsbesparingar och ett högre oljepris. För 2018 prognostiseras en bredare vinstökning på 14 procent.

Den nordiska aktiemarknaden värderas nu till P/E-tal på 16,8 baserat på våra vinstprognoser för 12 månader framåt, vilket är något högre än vår bedömning av långsiktig jämviktsvärdering på 16,4. **Givet vår positiva bild av vinstutvecklingen även i ett längre tidsperspektiv finns dock utrymme för börsen att gå upp med ytterligare 5 procent i år och ändå stänga på en långsiktig jämviktsvärdering.** Till detta kommer möjligheterna till en "overshoot" då det inte är ovanligt att börsen "springer före" vinsterna. Mot ett sådant scenario talar dock att det även framöver kommer att finnas många riskfaktorer att bevaka, inte minst mot bakgrund av att den mogna högkonjunkturen ökar sårbarheten mot chocker.

Acceleration efter tillfällig svacka i början på året

- **Brist på erfarenhet ger passiv finanspolitik**
- **Hushållen avvaktar trots stark framtidstro**
- **Stram arbetsmarknad men sen lönerespons**
- **Feds normaliseringskombo: räntehöjningar och reducering av balansräkningen**

De förhoppningar om stora finanspolitiska stimulanser som fanns i början på 2017 har kommit på skam. Trump-administrationen verkar inte kunna leverera speciellt kraftfulla åtgärder i år och sannolikt inte heller 2018. Även i övrigt har inledningen på året bjudit på besvikelser och BNP-tillväxten för första kvartalet stannade på svaga 0,7 procent i uppräknad årstakt; klart lägre än vår bedömning i februari. Besvikelsen rörde främst hushållens konsumtion som bromsade in rejält till 0,3 procent i uppräknad årstakt. Liksom fallet varit vid en rad tillfällen på senare år ser svackan ut att vara orsakad av vädereffekter och väntas därför vara tillfällig. En fortsatt förbättring på arbetsmarknaden samt ljusnande utsikter för investeringarna talar för en fortsatt återhämtning. Det svaga första kvartalet i kombination med att aviserade skattesänkningar uteblir gör ändå att vi justerar ned tillväxtprognosen något jämfört med *Nordic Outlook februari*. **BNP väntas öka med 2,3 procent 2017 och med 2,5 procent 2018.**



Källa: BEA, ISM

Starka sentimentsdata bidrar också till vår optimism för de närmaste kvartalen. Conference Boards indikator för konsumentförtroendet låg i mars på den högsta nivån sedan IT-boomen år 2000. Generellt ligger indikatorerna på nivåer som

signalerar en rejäl acceleration av BNP-tillväxten men den stora divergensen mellan mjuka och hårda data utgör ett osäkerhetsmoment som manar till försiktighet. Det är troligt att indikatorerna faller tillbaka en del den närmaste tiden då förhoppningarna om stimulanser börjar falna.

Fed fortsätter den penningpolitiska normaliseringen. Vårt huvudscenari är att **ytterligare två styrräntehöjningar genomförs under 2017 och följs av tre höjningar under 2018**, vilket innebär en räntenivå på 2,0-2,25 procent vid slutet av prognosperioden. Räntehöjningarna kommer sannolikt att kombineras med en parallell **avveckling av obligations-innehavet**; vi tror att balansräkningen börjar minskas i december 2017. Ett antal andra kombinationer av räntehöjningar och balansräkningsreduceringar är dock tänkbara.

Ingen stimulans från finanspolitiken 2017

Det har med tiden blivit alltmer uppenbart att administrationen har betydande svårigheter att driva igenom sin utlovade politik. Att Trump och stora delar av hans stab saknar politisk erfarenhet försvårar samspelet med kongressen. Dessutom har tillsättandet av ett stort antal poster i administrationen dragit ut på tiden, vilket hämmar effektiviteten ytterligare. I praktiken har inte mycket utträttats under de första 100 dagarna trots ambitionen att visa handlingskraft. Det största misslyckandet gäller ansträngningarna att avskaffa och ersätta Affordable Health Care Act (Obamacare) men det blir också alltmer osannolikt att några mer omfattande skattesänkningar kommer att kunna drivas igenom under 2017.

I *Nordic Outlook februari* gjorde vi bedömningen att tillväxteffekten från finanspolitiken skulle bli liten och begränsas till 0,2 procent av BNP 2017 och 0,3 procent 2018. Det ser nu ut som att även denna försiktiga prognos var för optimistisk och **stimulanseffekten från finanspolitiken blir obefintlig 2017**. Det är dock troligt att vissa skattesänkningar kommer att genomföras under början av 2018. Dessa lär dock bli betydligt mindre omfattande än vad som utlovats och tillväxteffekten stannar troligen på 0,2 procent av BNP.

Oron för amerikansk protektionism har bedarrat något, åtminstone på kort sikt. Administrationen har haft en mjukare hållning gentemot Mexiko och Kina och vi väntar oss inga protektionistiska åtgärder 2017. Beroende på hur väljarnas förtroende för Trump utvecklas finns dock en risk att åtgärder införs under 2018 innan mellanårsvalet.

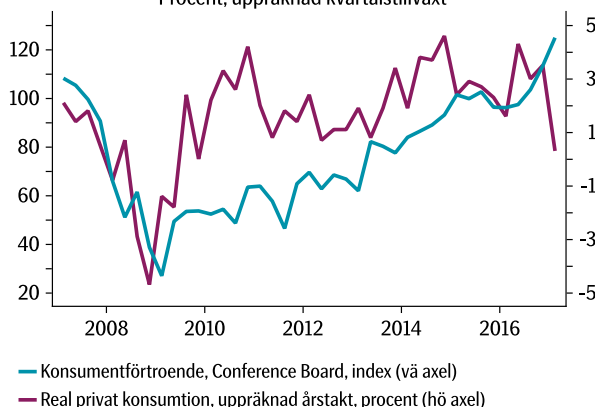
Tillfällig svacka för privat konsumtion

Privat konsumtion bromsade in rejält första kvartalet och ökade med svaga 0,3 procent i uppräknad årstakt. Inbromsningen förklaras dock till stor del av tillfälliga faktorer.

Rekordvarmt väder i januari och februari minskade behovet av uppvärmning vilket är en förklaring till den svaga siffran. Även försenad utbetalning av skatteåterbäring förklarar en del av svagheten. Det finns därför **goda förutsättningar för att konsumtionen ska skjuta fart framöver**. Förutom de högt uppskrivade indikatorerna på konsumentförtroende finns mer konkreta faktorer som talar för en uppväxling. Arbetsmarknaden fortsätter stärkas och löneökningstakten väntas accelerera under året. Även om de utlovade skattesänkningarna uteblir 2017 ökar hushållens förmögenheter genom stigande bostadspriser och börser som nått rekordnivåer. Samtidigt har hushållens skuldsättning minskat rejält de senaste åren och kostnaderna för att finansiera lån är låga.

Privat konsumtion bromsade in första kvartalet

Procent, uppräknad kvartalstillväxt



Källa: BEA

Frågan är dock även fortsättningsvis **om hushållen verkligen kommer att öka sin konsumtion snarare än sitt sparande**. Sparkvoten har fallit något från toppnivåer kring 6 procent under 2016 och **vår bedömning är att sparkvoten långsamt faller även 2017 och 2018** drivet av förbättringen på arbetsmarknaden. Detta möjliggör en **konsumtionsökning på 2,3 respektive 2,4 procent 2017 och 2018**.

Investeringar skjuter fart

Utsikterna för företagsinvesteringar har förbättrats ytterligare de senaste månaderna. ISM-indikatoren har fallit tillbaka från den senaste toppen i februari men ligger ändå på en nivå som historiskt är konsistent med 3 procents BNP-tillväxt.

Investeringarna har också varit en ljuspunkt bland hårddata och **bidrog till att BNP-tillväxten första kvartalet inte mattades än mer** tack vare en ökning på över 9 procent i uppräknad årstakt. Den kraftiga ökningen härrör till stor del från en **tydlig återhämtning i olje- och gruvsektorerna** drivet av råvarupriser på nivåer som klart överstiger fjolårets. Oljeborrningsaktiviteten har ökat rejält och ger skjuts till investeringarna. Vår prognos där olje- och råvarupriser ligger kvar nära dagens nivåer innebär att det finns utsikter för en fortsatt expansion i dessa sektorer.

Samtidigt har produktionen i tillverkningsindustrin utvecklats starkt under flera månader och kapacitetsutnyttjandet fortsätter krypa uppåt. Utnyttjandegraden ligger nu strax över 76 procent och har därmed närmast sig den nivå kring 80

procent då investeringarna normalt tar fart. **Även i byggsektorn ökade investeringarna kraftigt första kvartalet** och det finns goda förutsättningar för en fortsatt stark utveckling. Utbudet av bostäder är begränsat samtidigt som efterfrågan är god tack vare ökande befolkning och ett lågt ränteläge. Då bostadsinvesteringarna som andel av BNP ligger på en historiskt låg nivå väntas en ökning komma under året.

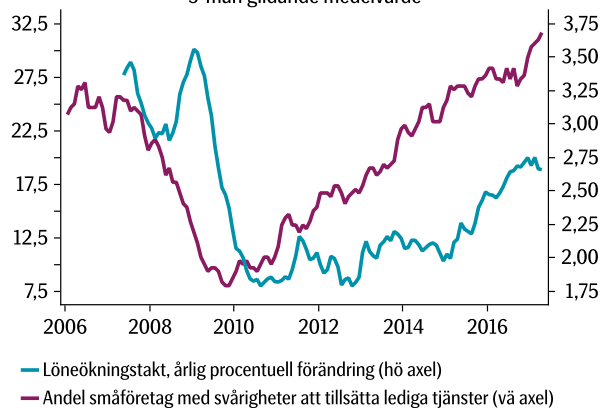
Vår prognos är att **företagens investeringar ökar med 5,0 procent 2017 och med 4,5 procent 2018**, vilket innebär ett avsevärt bidrag till BNP-tillväxten 2017 och 2018. Några orosmoln finns dock. En dollarförstärkning skulle hämma industriproduktionen och eventuella försök från administrationen att stärka sektorn genom protektionism riskerar att få motsatt effekt. En annan risk är att den svaga produktivitetstrenden speglar brist på investeringsmöjligheter.

Allt stramare arbetsmarknad

Arbetsmarknaden fortsätter stärkas. Med undantag för en svacka i mars har sysselsättningen ökat i god takt med en genomsnittlig uppgång på 185 000 under årets fyra första månader. Arbetslösheten har fallit tillbaka och uppgick till 4,4 procent i april. Arbetslösheten väntas fortsätta ned ytterligare innan den planar ut strax över 4 procent under 2018. Deltagandegraden har de senaste månaderna legat kring 63 procent vilket fortfarande är mer än 4 procentenheter under toppnivån från år 2000. Den senaste tidens kombination av fallande arbetslöshet och stabil deltagandegrad är dock ett styrketecken.

Stramare arbetsmarknad väntas driva upp löner

3-mån glidande medelvärde



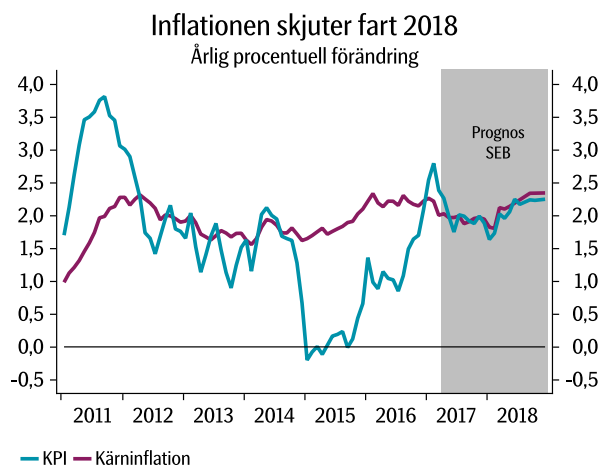
Källa: NFIB

Den starka arbetsmarknaden har hittills inte påverkat lönerna i speciellt hög grad. Under 2016 växade löneökningstakten upp men har de senaste månaderna åter stagnerat och i april låg ökningen på 2,5 procent i årstakt. Delvis beror utplaningen på baseffekter och flera faktorer talar för **att lönerna åter klättrar uppåt under 2017**. En allt större andel företag rapporterar svårigheter att rekrytera personal; inte minst tydligt bland mindre företag (se NFIB-enkäten ovan). Även företagens kompensationsplaner indikerar uppåtpress. Allteftersom arbetsmarknaden stramas åt ytterligare kommer effekterna av den stigande efterfrågan på arbetskraft att skifta från ökande sysselsättning till stigande löner. **Vi håller fast vid**

prognosen att löneökningstakten accelererar under 2017 och i slutet av året ligger kring 3,5 procent.

Inflationen accelererar först 2018

Under förra hösten steg inflationen som en följd av att tidigare energiprisfall försvann ur tolv månaderstalen. Nu har dock trenden brutits och i mars föll inflationstakten till 2,4 procent från 2,8 procent föregående månad. Nedgången förklarades till viss del av väderfaktorer. Även kärninflationen (KPI exklusive mat och energi) har fallit tillbaka och låg i mars på 2,0 procent vilket var den lägsta nivån på 17 månader. I ett bredare perspektiv kvarstår vår bedömning att det kommer att ta ytterligare lite tid innan lönerna åter skjuter fart vilket gör att **en ihållande inflationsuppgång dröjer till början av 2018**. Den uteblivna finanspolitiska stimulansen talar också för att det dröjer innan inflationen accelererar och uppsidesrisken för inflationsprognosen har minskat. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen hamna på 2,1 procent både 2017 och 2018**. Feds huvudmätt, kärninflationen mätt med konsumtionsdeflatoren (kärn-PCE), ligger ännu under målet på 2 procent men väntas accelerera till omkring 1,9 procent vid slutet av 2018. **Helårsprognosen är att kärn-PCE ökar med 1,4 procent 2017 och med 1,7 procent 2018**.



Inflationsförväntningarna enligt Michiganundersökningen ligger nu på 2,5 procent på ett års sikt vilket är något lägre än vid årets början. Inflationsförväntningar, mätt som break-even-inflation, steg snabbt efter presidentvalet men har nu planat ut nära 1,7 procent på fem års sikt. Vår bedömning är att inflationsförväntningarna stiger i långsam takt 2017.

Fednormalisering med dubbla verktyg

Att Feds räntehöjning i mars var väl kommunicerad bidrog till att marknadsturbulens i hög grad kunde undvikas både på hemmaplan och i tillväxtekonomin som normalt är känsliga för åtstramningar av amerikansk penningpolitik. Detta ökar Feds möjligheter att genomföra en gradvis normalisering av styrräntan utan att skapa marknadsvolatilitet och kapitalutflöden från tillväxtekonomin.

Fed har nu tydligt kommunicerat att man **avser att kombinera de kommande räntehöjningarna med en**

reducering av balansräkningen. Med två oberoende verktyg existerar ett flertal potentiellt möjliga kombinationer att fortsätta normaliseringen. Vårt **huvudscenario** är att **styrräntan höjs i juni och i september** och att **reduceringen av balansräkningen inleds i december** i år. Att flera ledamöter flaggat för svårigheter att förutse marknadsreaktionen på avvecklingen av det omfattande obligationsinnehavet indikerar att även detta kommer att ske i en relativt långsam och gradvis takt för att undvika marknadsturbulens. Under **2018 räknar vi med ytterligare tre räntehöjningar**, i linje med Fedledamöternas egna prognoser. Detta innebär en styrräntenivå på 2,00-2,25 procent vid slutet av 2018.

Feds penningpolitiska värdepappersportfölj (SOMA) motsvarar i nuläget omkring 4,2 biljoner dollar. Fed har än så länge inte kommunicerat några mer ingående detaljer kring minskningen av balansräkningen men har deklarerat att den ska genomföras på ett "passivt och förutsägbart" vis. Det är därför **sannolikt att Fed inte kommer att använda reduktionen av balansräkningen som ett policyverktyg** och därför minskar den andel av förfallande statspapper som återinvesteras. Hanteringen av innehavet av bostadsobligationer är mer komplicerat. Fed har kommunicerat att även det innehavet bör avvecklas parallellt med innehavet av statsobligationer. Men löptiden för de bostadsobligationer som ligger i SOMA är betydligt längre och under de kommande tio åren förfaller bara strax över 1 procent av det totala innehavet. Avser man att reducera innehavet i samma takt som statsobligationsinnehavet kan man tvingas till direkta försäljningar av bostadsobligationer.

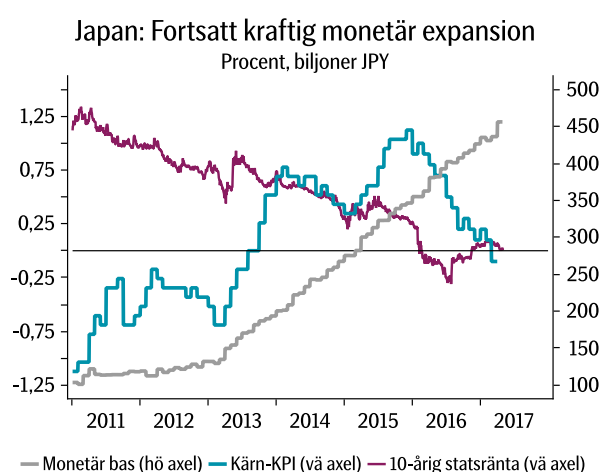
Generellt blir reduktionen av balansräkningen en funktion av den tänkta slutpunkten för storleken. Det finns starka argument för att balansräkningen inte kommer att återgå till storleken innan den finansiella krisen då både ekonomin och valuta i cirkulation är betydligt större nu än då. Ett rimligt antagande är att SOMA-portföljen år 2027 skulle vara omkring 2,4 biljoner dollar. Kombinerat med ett antagande att andelen statsobligationer i portföljen på lång sikt ligger kvar på 60 procent skulle målet vara ett innehav år 2027 på 1,4 biljoner dollar. Baserat på detta **skulle minskningen av Treasurys hamna på omkring 7 miljarder dollar per månad**. Detta kan jämföras med storleken på köpen när balansökningen utökades och huvuddelen av Treasurys köptes i en takt på 45 till 50 miljarder dollar per månad.

När Fed utökade balansräkningen pressade det ned långgräntorna. När balansräkningen nu ska minskas bör effekten bli den omvända. Studier visar att en minskning av innehavet av Treasurys på 7 miljarder dollar per månad genom en ökning av löptiden skulle motsvara ett uppträff på långgräntan på omkring 10 baspunkter vilket ungefär **motsvarar en styrräntehöjning per år**. Vårt huvudscenario med tre styrräntehöjningar under 2018 skulle då även innefatta en normalisering av balansräkningen motsvarande ytterligare en räntehöjning.

Magert utfall trots gynnsamma förutsättningar

- Industrin bidrar till modest BNP-tillväxt
- Hushållen tvekar trots bättre utsikter
- Penningpolitiken fortsatt kraftigt expansiv

Japan uppvisar tecken på ökad tillväxstabilitet. 2016 noterade samtliga fyra kvartal stigande ekonomisk aktivitet. **BNP-tillväxten blev sammantaget 1,0 procent för helåret.** Det är över historiskt genomsnitt på 0,5 procent sedan 1980 och i avsaknad av en politik som långsiktigt kan höja produktionsförmågan bedöms den potentiella tillväxten i dagsläget ligga på 0-0,5 procent. Kortsiktigt förblir dock tillväxtklimatet gynnsamt. Penning- och finanspolitiken är expansiv, yenen är svag, den globala konjunkturen stärks samtidigt som företagen uppvisar höga vinstnivåer och arbetslösheten pressas ned. **Men hushållen tycks fortsätta tvivla** om framtiden och deflationsoron kvarstår. Därtill hämmar strukturella faktorer ekonomins produktionsförmåga. Vi väljer därför att stå fast vid tidigare modesta tillväxtprognos: **BNP ökar i år 0,8 procent** för att sedan stanna vid **0,5 procent 2018.** Den viktigaste drivkraften för tillväxt något över potentiell nivå framöver blir företagen som via både ökad export och ökade investeringar lyfter BNP.



Det är tydligt att den inhemska efterfrågan fortsätter att **hämmas av en uthållig deflationsmiljö, hög offentlig skuld och långsiktiga strukturella problem.** En åldrande befolkning som höjer sparandet bidrar t ex till vår försiktiga konsumtionsprognos. Det hjälper också föga att regering och Bank of Japan (BoJ) försöker uppmuntra till ökat arbetskraftsutbud (fokus på trygghetssystem) och högre löneökningar. Lönstillväxten är fortsatt överraskande svag trots en starkare arbetsmarknad:

arbetslösheten har fallit som väntat och bedöms ligga **kvar under 3 procent under 2017 och 2018.**

Japan noterade **2016 deflation på 0,1 procent.** Även om deflationsrisken minskat **förblir pristrycket svagt.** Visserligen bedöms **produktionsgapet** vara stängt samtidigt som **energi-prisfallet** avstannat och **yenen** försvagats. Därtill ligger **inflationförväntningarna** på ca 1 procent (under inflationsmålet på 2 procent). Men företagens möjlighet att höja priser (pricing power) verkar vara små vilket bidrar till en låg lönstillväxt. Vår prognos är att **KPI-inflationen blir 0,6 procent både 2017 och 2018.** Riskbilden är asymmetrisk med högre sannolikhet för nya bakslag. Eftersom BoJ:s penningpolitiska ramverk anger att *"inflationen varaktig måste överstiga målet 2 procent"* tvingas BoJ behålla nuvarande penningpolitiska strategi.

Det innebär att **styrräntan ligger kvar på -0,10 procent** hela prognosperioden samtidigt som BoJ genomför årliga värdepappersköp på ca 90 biljoner yen (i linje med tidigare). Därtill är målet att **10-årig statsobligationsränta** ska handlas **nära 0 procent.** Det faktum att globala långräntor väntas stiga under prognosperioden bidrar till en mer negativ räntedifferens och medverkar till att försvaga yenen. **I slutet av 2017 och 2018 väntas USD/JPY handlas till 120 respektive 124.**

BoJ äger i dag **över 40 procent av statsobligationsstocken.** Visserligen är centralbankens möjligheter att köpa ytterligare värdepapper i princip – rent tekniskt sett – obegränsade. Men eftersom regelverk kräver att bl a banker och försäkringsbolag håller viss mängd statsskatt finns uppenbara begränsningar för hur stora BOJ:s köp kan bli framöver.

Japans offentliga skuld på i dag 240 procent av BNP är – i frånvaro av en trovärdig strategi för en uthållig statsfinansiell utveckling – en riskfaktor också för världsekonomin. Tillväxt-effekterna från 2016 års tre stora finanspolitiska stimulanspaket har hittills varit förhållandevis svaga trots framtunga åtgärder. Sparandet i offentlig sektor bedöms visa underskott på 3-4 procent av BNP 2017 och 2018. Prognosen är att **den offentliga skulden ökar till drygt 240 procent nästa år.** I takt med att ekonomin stabiliseras ökar trycket från omvärlden på Abe-administrationen att genomföra den uppskjutna moms-höjningen från april 2017 som nu är tänkt att genomföras senast i oktober 2019. Eftersom privat konsumtion fortfarande är svag är dock huvudscenariot att momshöjningen dröjer.

Alla BRIC växer återigen men skillnaderna är stora

- **Kina:** Dämpning när Peking lättar på gasen
- **Indien:** Återhämtning efter valutareformen
- **Ryssland:** Förtroendet i ekonomin stiger
- **Brasilien:** Slutet på tunneln kan skönjas

Kina: Skruvar åt kreditkranen

Kina har inlett 2017 tillväxtmässigt mycket starkt. BNP-tillväxten första kvartalet nådde höga 6,9 procent, d v s något högre än de 6,7 procent som blev facit för helåret 2016 och mitt i myndigheternas målintervall 6,5–7,0 procent för 2016. **Starkare export** p g a ökad global aktivitet är en viktig drivkraft. Därtill gynnas **byggande** och **privat konsumtion** av förmånliga kreditvillkor som pressar upp huspriser och ökar hushållens förmögenheter. Bättre ekonomiska utsikter har också fått Peking att avstå från att låta valutan fortsätta svaghetstrenden från 2016; hittills under 2017 har yuansen rört sig i stort sett sidledes runt 6,90 mot dollarn.

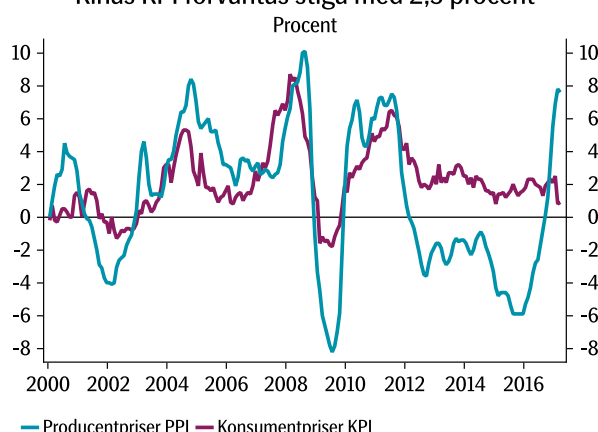
Under resten av prognosperioden väntas en kontrollerad inbromsning. **BNP-tillväxten 2017 blir 6,7 procent**, i linje med det reviderade tillväxtmålet på "runt 6,5 procent" för att därefter sjunka till **6,3 procent 2018**. Regeringens ekonomiska politik har de senaste månaderna lagts om i syfte att dämpa tillväxten. Åtgärder, t ex begränsad utlåning till bostäder vilka till en början syftade till att kyla av bostadsmarknaden främst i storstäder, har nu även börjat få effekt i mindre städer. Därutöver har ökat inflationstryck och Fedhöjningar tvingat centralbanken till att strama åt penningpolitiken.

Riskbilden för BNP-tillväxten är balanserad i år, bl a på grund av att 2017 är ett politiskt viktigt år. I oktober ska Kommunistpartiets högsta ledning ombildas, något som sker vart femte år. President Xi eftersträvar tillväxtmässig stabilitet och begränsad finansiell volatilitet under året för att säkerställa en mjuk politisk stafettväxling. Tecken på en önskad inbromsning skulle leda till en återgång till en mer expansiv penningpolitik.

När den nya politiska ledningen kommit på plats väntas **reformer genomföras som bidrar till att BNP-tillväxten bromsar in till 6,3 procent 2018**. Åtstramning av kreditvillkor för att bromsa skuldtillväxten är t ex trolig samtidigt som Peking väntas genomföra åtgärder som minskar överskottet på produktionskapacitet inom kol-, cement- och basmetallsektorerna. Detta ligger i linje med landets målsättning att klättra i förädlingsvärdeskedjan för tillverkning av varor och tjänster. Exakt hur reformerna utformas presenteras i samband med att Peking offentliggör målet för BNP-tillväxten 2018.

För återstoden av 2017 blir **huvuduppgiften att hantera monetära aggregat** så inflationsriskerna kan dämpas. Producentpriserna visade i mars en uppgång på 7,6 procent i årstakt; den högsta nivån på nästan 10 år. Historiskt har spridningseffekter till konsumentpriser varit tydliga. Högre inflation kan pressa upp räntor och därmed öka bördorna för hushåll och företag av den höga skuldsättningen. Samtidigt ökar risken för konkurser och för en uppgång i andelen osäkra lån, vilket kan destabilisera såväl det finansiella systemet som hela ekonomin.

Kinas KPI förväntas stiga med 2,3 procent



Källa: Macrobond

Vi räknar med att **KPI-inflationen 2017 blir 2,3 procent och 2,5 procent 2018**; en uppgång från 2,0 procent 2016. Därmed hamnar inflationen **under centralbankens mål på 3 procent** bl a tack vare en påbörjad penningpolitisk åtstramning. Reporäntan har redan höjts två gånger med sammanlagt 20 räntepunkter och vi räknar med en **höjning av utlåningsräntan med 35 punkter till 4,70 procent mot slutet av 2017**. För att ytterligare begränsa inflationstrycket förväntas också finanspolitiken vara oförändrad med ett budgetunderskott på ca 3 procent av BNP.

Prognosen är att **yuansen försvagas något mot dollarn till 7,05 i slutet av 2017**. Den försiktiga rörelsen kan ses som en konsekvens av Pekings målsättning att få till stånd en **smidig politisk stafettväxling**. Försvagningen återspeglar det faktum att USA:s tillväxtbild är relativt stark samt Feds fortsatta räntehöjningar. **Kapitalkontrollerna** från slutet av 2016 kvarstår då Peking räds risken för nya destabiliserande utflöden. Först 2018 väntas en lättning i regelverket. **I slutet av nästa år handlas yuansen på 6,80 mot dollarn**, bl a på grund av att dollarn väntas försvagas gentemot andra valutor.

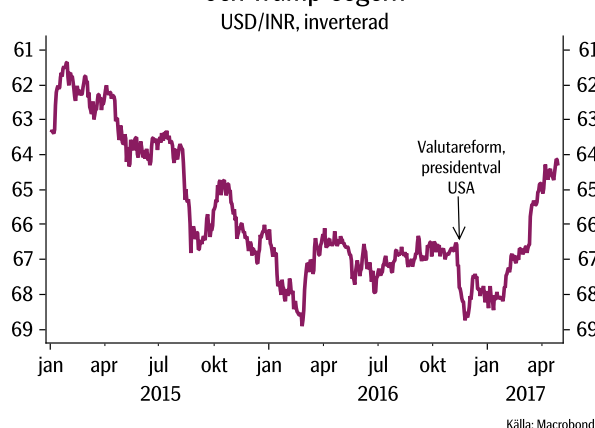
Indien: Reformframgångar för BJP-regeringen

Den **valutareform** som lanserades i november 2016 har **häm-mat tillväxten i mindre grad än befarat** trots bristfällig implementering med en akut kontantbrist som slog mot detaljhandel och andra sektorer. Inbromsningen fjärde kvartalet blev mild och BNP ökade med 7,0 procent i årstakt. Effekterna av valutareformen har nu till största delen klingat av. Inköpschefsindex (PMI) föll kraftigt i december men har återhämtat sig snabbt. Detsamma gäller bilförsäljningen som i brist på detaljhandelsstatistik utgör en viktig konsumtionsindikator.

Annan statistik pekar dock på en svagare utveckling än vad BNP-siffrorna indikerar. Industriproduktionen går trögt och investeringarna hämmas fortfarande av hög skuldsättning hos företag och banker. Åtgärder har nu vidtagits för att komma till rätta med bankernas svaga balansräkningar. Statliga banker får kapitaltillskott och kommersiella banker tvingas avsätta resurser för att täcka den höga andelen dåliga lån. Det kommer dock att dröja innan det får positiva effekter på utlåning och investeringar. Exporten har dock skjutit fart och privat konsumtion väntas öka i god takt framöver. **BNP-tillväxten accelererar något från 7,5 procent 2016 till 7,7 procent respektive 8,0 procent 2017 och 2018.**

Valutareformen drev tillfälligt ned pristrycket genom rabatter och inflationen bromsade in till låga 3,2 procent i december. Inflationen har dock skjutit fart igen och nådde i mars 3,8 procent. Stigande livsmedelspriser och ogynnsamma baseffekter kommer att driva inflationen ytterligare något högre framöver men den låga inflationen i början av året gör ändå att prognosen för 2017 behöver revideras ned. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen hamna på 4,4 procent 2017 och 5,2 procent 2018**. Vår bedömning är att ett stigande inflationstryck gör att centralbanken lämnar **styrräntan oförändrad på 6,25 procent under hela 2017** och därefter höjer till **6,75 procent vid slutet av 2018**.

Rupien återhämtade sig snabbt efter valutareformen och Trump-segern



Förväntningar om att valutareformen skulle skada regeringspartiet BJP i det viktiga **regionalvalet i Uttar Pradesh** kom på skam. **BJP:s starka valresultat** indikerar ett **tydligt stöd för premiärminister Modis reforminriktade politik** och

förstärker BJP:s ställning i överhuset även om man i motsats till situationen i underhuset har långt kvar till egen majoritet.

Modi-regeringens **viktigaste reformframgång** är den **nationella försäljningsskatten** som nu godkännts av överhuset. Planen är att skatten ska implementeras 1 juli men det kommer sannolikt att ta längre tid. Skatten ersätter ett lapptäcke av skatter i delstaterna och **väntas ge positiva tillväxteffekter från och med 2018**. För att nå målet på en BNP-tillväxt kring 8-10 procent kommer det dock att krävas reformer av den politiskt känsliga arbetsmarknaden och lagstiftningen kring landköp. Även om reformförutsättningarna tydligt förbättrats efter BJP:s valframgång väntas Modi gå försiktigt fram och fokusera på mer okontroversiella reformer.

Rupien är en av de EM-valutor som klarat sig bäst sedan Trumps valseger. Starka fundamenta i form av hyfsad tillväxt och minskade underskott i bytesbalans och statsbudget ger **motståndskraft** och rupien har stärkts tydligt mot dollarn sedan årsskiftet. Indien är dessutom en relativt stängd ekonomi och valutan påverkas inte speciellt mycket av oro för ökad protektionism. Försvagningen av rupien blir därför mild 2017 trots Fedhöjningar. **Vid slutet av 2017 och 2018 väntas rupien stå i 69,0 respektive 67,0 mot dollarn.**

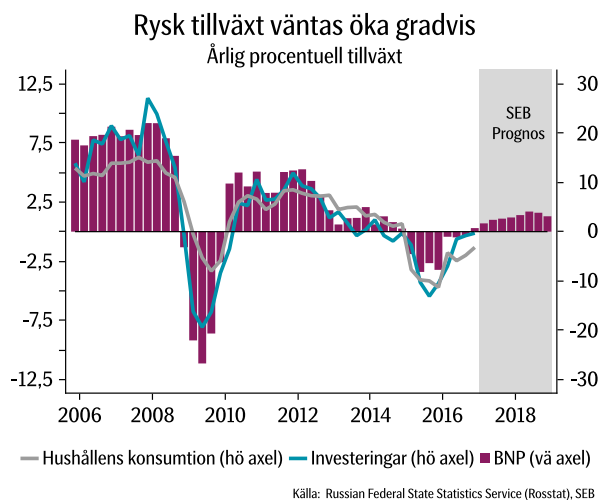
Ryssland: Olja får hjulen att snurra igen

Recessionen som började 2015 är nu över. BNP föll med cirka 0,2 procent 2016 men **helårssiffran döljer en markant förstärkning fjärde kvartalet** då ekonomin växte med 0,3 procent i årstakt. Vändningen är i grund och botten driven av en återhämtning i oljepriset och ökad oljeproduktion men även jordbrukssektorn och industriproduktionen har kommit igång. Försvagningen av rubeln sedan 2014 har gett en extra skjuts till export av både energi och andra varor vilket bidragit till att inköpschefsindex stigit en bra bit över 50-strecket.

Investeringsviljan har dock varit avvaktande vilket **kommer att begränsa BNP tillväxten 2017 till 1,1 procent och 2018 till 1,5 procent**. En ytterligare hämsko kommer från en åtstramning av finanspolitiken. Ekonomin kommer dock få lite vind i seglen av penningpolitiska lättnader. Inflationen har fallit kraftigt till 4,3 procent i mars och vi beräknar att centralbanken kommer att nå fyra-procentmålet redan i mitten av 2017; något som tedde sig omöjligt för bara ett år sedan. **Att bibehålla en så låg inflation kommer dock att bli svårt** på grund av stundande momshöjningar och uppdämda lönekrav. Inflationsförväntningarna är fortsatt höga vilket talar för att räntesänkningar genomförs i försiktig takt från dagens nivå på 9,25 procent. Vår prognos är att **styrräntan ligger på 8,0 procent i slutet av 2017 och på 7,25 procent i slutet på 2018**, medan **inflationen som helårssnitt väntas hamna på 4,3 respektive 4,2 procent 2017 och 2018**.

Det pågår en dragkamp mellan centralbanken och finansdepartementet. För närvarande har centralbanken övertagit tack vare stöd från Kreml för en stram penningpolitik i syfte att få ner inflationsförväntningarna. Hög inflation i kombination med ökad fattigdom är potentiellt politiskt explosivt även i Ryssland. Men höga räntor innebär också en stark rubel, vilket

slår hårt mot ryska statsfinanser då man får färre rubel för varje dollar rysk olja som säljs.



Finansdepartementet siktar på att få ned budgetunderskottet till 1,0 procent av BNP 2019 från förra årets 3,4 procent. Planen är ambitiös och presidentvalet i mars 2018 (vilket Vladimir Putin med all säkerhet vinner) gör det svårt att nå budgetmålen, särskilt om rubeln fortsätter att stärkas. Underskottet sjunker troligen till cirka 3,0 procent av BNP 2017 (i linje med delmålet) och till 2,5 procent 2018 (0,5 procentenheter över målet). **I takt med att inflationsförväntningarna sjunker och trycket på budgeten ökar kommer dock centralbanken att lätta på penningpolitiken och finansdepartementet få ökat inflytande över valutan. Rubeln står nu i 58,3 mot dollar, men väntas försvagas till 62,0 respektive 64,5 i slutet av 2017 och 2018.**

Förhoppningen om ett borttagande av amerikanska och europeiska sanktioner har kommit på skam och **vi förväntar oss inte några lättnader förrän tidigast 2018**. Europa kommer inte att ändra ståndpunkt utan att först förhandla om Minsk II avtalet, vilket inte kommer ske förrän efter det tyska valet i september. Att President Donald Trump skulle rulla tillbaka USA:s sanktioner är också osannolikt mot bakgrund av misstankar om rysk inblandning i valet och ökade geopolitiska spänningar.

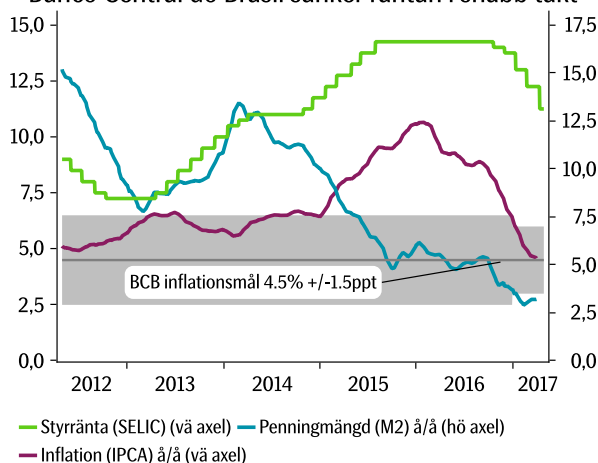
Brasilien: Lyftet kommer långsamt

Återhämtningen i Brasiliens ekonomi har låtit vänta på sig men verkar nu vara på gång. **BNP föll med 3,6 procent 2016**. Exporten steg med 1,7 procent drivet av en svagare valuta, men det var inte tillräckligt för att neutralisera den kraftiga nedgången i framförallt privat konsumtion och investeringar. **Under första kvartalet 2017 har dock trenden brutits**. Centralbankens aktivitetsindex steg med 1,3 procent i februari, den största uppgången sedan 2010, drivet av exporten. Fallet i ekonomin har nått botten, men **hålet är djupt och det kommer ta tid att klättra ur** på grund av svagheter i statsfinanser, infrastruktur och affärsklimat.

Vi bedömer att **BNP stiger med 0,7 procent 2017 och med 2,0 procent 2018**. De viktigaste drivkrafterna kommer vara

export av jordbruksprodukter, som rekylerar uppåt efter förra årets torka, och av järnmalm. Inflationen har fallit från 10,7 procent i årstakt i januari 2016 till 4,6 procent i mars 2017 som ett resultat av förstärkningen av valutan och svag inhemsk efterfrågan. Vi förväntar oss en **inflationstakt på 4,2 procent 2017 och 4,8 procent 2018**, väl i linje med målet på 4,5 procent (+/- 1,5 procentenheter). Centralbanken kommer därmed kunna sänka styrräntan rejält från nuvarande 11,25 procent till 8,25 procent i slutet på 2017 och 7,75 procent 2018. Den lägre räntenivån är viktig för att få igång kreditgivning och investeringar samt för att behålla exportens konkurrenskraft. Den brasilianska **realen lär därför försvagas till 3,40 mot dollarn i slutet av 2017 och 3,60 i slutet av 2018** från nuvarande 3,20.

Banco Central do Brasil sänker räntan i snabb takt



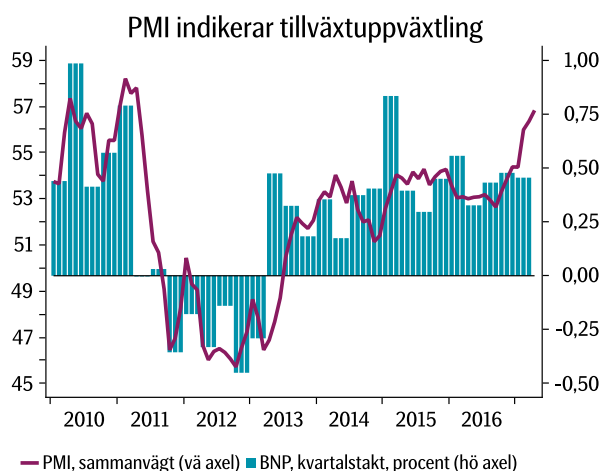
Behovet av att sanera statsfinanserna kommer att hämma tillväxten flera år framåt. **Budgetunderskottet** var 9,7 procent av BNP 2016, och **väntas minska långsamt till runt 8,0 procent 2017 och 7,0 procent 2018**. Lägre räntor på statskulderna och en cyklisk uppgång i ekonomin kommer att hjälpa. Regeringen kommer dock att behöva sänka utgifterna då skattetrycket redan är ett av de högsta bland tillväxtländerna. Men det kommer att ta tid då cirka 80 procent av utgifterna styrs av regler inskrivna i konstitutionen.

Den politiska utvecklingen kommande år är mycket osäker. President Michel Temer administration har stöd i kongressen för genomgripande reformer. De viktigaste är besparingar i pensionssystemet och en liberalisering av arbetsmarknaden. Temer kommer sannolikt kunna sitta kvar som president till valet i oktober 2018 trots att flera ministrar i hans regering kan komma att tvingas avgå efter inblandning i den omfattande korruptionshärvan Lava Jato. Temer kan tvingas avgå om han och Dilma Rousseffs kandidatur i valet 2014 ogiltigförklaras men valdomstolen lär vara ovillig att förvärpa det politiska läget så länge reformerna fortskrider.

BNP växlar upp och bekräftar indikatorstyrkan

- Hushållen avvaktar trots god framtidstro
- Lugnande valutfall under 2017 men osäker EU-framtid på sikt
- Inflationen fortsatt under ECB:s mål...
- ... men tillräckligt hög för att ECB åter ska lätta på gasen i september 2017

Eurozonens tillväxtförutsättningar har tydligt förbättrats. Sysselsättningen och hushållens framtidstro stiger samtidigt som hyfsat högt kapacitetsutnyttjande bidrar till att investeringarna växlar upp. Sentimentsindikatorer pekar på en markant uppväxling, men vissa indikatorer är så starka att de är svåra att tro på fullt ut. Den politiska osäkerheten har minskat efter att framgångarna för EU/EMU-fientliga krafter i Nederländerna och Frankrike blev mindre än väntat. De frågetecken som ändå kvarstår när det gäller EU:s långsiktiga utveckling och förmåga att hantera problem får endast marginellt negativa tillväxteffekter. **BNP väntas öka med 2,0 procent både 2017 och 2018**, vilket innebär att vi fortsatt har en lite ljusare bild än konsensus. Trots låg inflation tror vi att ECB i september 2017 minskar stimulanserna ytterligare.



Källa: Markit, Eurostat

Politisk osäkerhet minskar efter valen

De politiska strömningar som manifesterade sig i Brexit- och USA-valen under 2016 har höjt den politiska pulsen också i Eurozonen genom att lyfta viktiga frågor för såväl enskilda länder som hela regionens öppenhet och sammanhållning. Missnöjet med etablerade partier är i och för sig inget nytt; nya partier har tidigare haft stora framgångar i t ex Grekland och Spanien. Vår bedömning från *NO Februari* att **EU/EMU-**

fientliga partiers inflytande skulle bli begränsat har dock fått stöd av valen i Nederländerna och Frankrike. Vare sig Gert Wilders nationalistiska parti eller Marine Le Pens presidentvals-kampanj nådde hela vägen fram. Det återstår visserligen att se hur kraftfull den relativt oerfarne Emmanuel Macron blir som president (se temaartikel). Han kommer åtminstone att garantera ett EU-vänligt franskt agerande även om det stora stödet för EU-kritiska kandidater fått Macron att ta upp att EU behöver reformeras. Nu återstår valet i Tyskland men i nuläget ter sig inte kampen om kanslerposten mellan Angela Merkel (CDU) och Martin Schulz (SPD) som speciellt avgörande för marknader och tillväxt (se fördjupningsruta). Men även om 2017 års valresultat inte leder till någon större dramatik kvarstår på sikt stora frågetecken avseende EU- och eurosamarbetet i en miljö där polariseringen i viktiga frågor är större än på länge både inom och mellan länder. EU-kommissionens försök att forcera fram ett vägval från medlemsländerna (se temaartikel) höjer temperaturen. Flera alternativ finns men den bekvämare vägen kan i slutänden bli ett flerhastighetseuropa där vissa länder kan få undantag av det slag Storbritannien förhandlade sig fram till innan brexitomröstningen.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

Finanspolitiken blir svagt expansiv

De flesta länderna i regionen tyngs av stora underskott och/eller hög offentlig skuldsättning även om starkare konjunktur och lågt ränteläge underlättar situationen. Utgiftstrycket är stort bl a beroende på åldrande befolkning, flyktingmottagande samt ökade säkerhetspolitiska spänningar. Vi räknar med att finanspolitiken i denna miljö blir svagt expansiv de kommande åren. Att många regeringar pressas av populistiska partiers framgångar bidrar till att Bryssel intar en mjukare attityd när det gäller hur snabbt budgetunderskott ska pressas ned under 3-procentsnivån. Ändå kan det offentliga **underskottet i regionen som helhet sjunka ner mot 1 procent av BNP 2018** samtidigt som den offentliga skulden faller långsamt från dagens nivå på strax under 90 procent av BNP. De största riskerna finns i Italien där en hög andel dåliga lån i banksektorn, låg tillväxt, politisk osäkerhet och en redan hög offentlig skuldsättning utgör en svårhanterlig mix av problem.

Tyska valet: Jämnt lopp men fördel Merkel

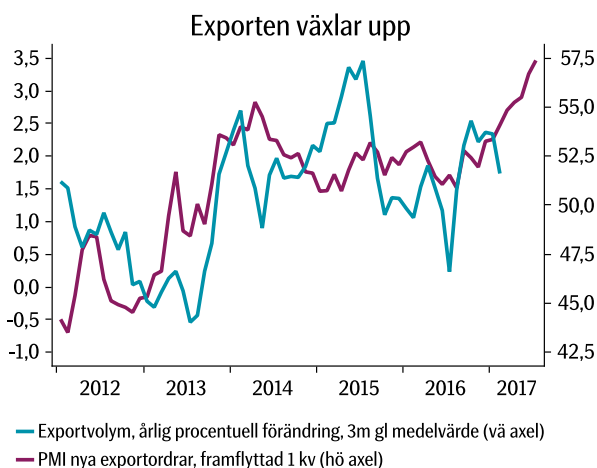
Med Martin Schulz som ny partiledare har de tyska Socialdemokraterna (SPD) ökat sitt väljarstöd. Att Angela Merkel fått en utmanare till posten som förbundskansler har öppnat upp för en rad tänkbara regeringskoalitioner. Det regeringserfarna liberala FDP ser ut att komma tillbaka in i förbundsdagen och utgör där en tänkbar regeringspartner för såväl CDU som SPD. Det invandringskritiska Alternative für Deutschland (AfD) skakas av interna strider mellan en högerextrem och en mer pragmatisk falang. Detta har bidragit till en så stor tillbakagång i opinionen att partiet knappast kommer att få någon reell makt, speciellt så länge andra partier in i det längsta lär undvika samarbete. Att CDU den senaste tiden gjort starka val på delstatsnivå gör att Merkel är fortsatt favorit, men regionvalet i den största delstaten Nordrhein-Westfalen den 14:e maj kommer att ge ytterligare indikationer på styrkeförhållandena.

Ur ett finansmarknadsperspektiv har båda de två stora partierna styrkor och svagheter. Merkel ger fortsatt stabilitet och förutsägbarhet medan Martin Schulz har signalerat att han är beredd att ta tillbaka delar av de viktiga arbetsmarknadsreformer som den tidigare SPD-regeringen under Gerhard Schröder genomförde förra decenniet. Å andra sidan kan ett ledarskifte bli en vitamininjektion för Tyskland och Europa. Schulz är en EU-vän med stor erfarenhet från Bryssel bl a som talman i EU-parlamentet. Sannolikt kommer han att föra en mer expansiv finanspolitik och pressa på för högre löneökningar. Troligen skulle han också etablera en mer pragmatisk och mjukare inställning till hanteringen av problemen i Sydeuropas krisländer, speciellt i jämförelse med CDU:s finansminister Wolfgang Schäuble. En sådan politik skulle ytterligare stimulera återhämtning inom regionen samt blicka både extern och intern kritik mot de nu historiskt höga tyska bytesbalansöverskottet på 8 procent av BNP.

Starka indikatorer ger högre investeringar

Indikatorbilden är för närvarande stark och förebådar en tydlig uppväxling i aktivitetsnivå. Inköpschefsindex (PMI) för regionen ligger på högsta nivån sedan 2011 och uppgången är bredbaserad såväl geografiskt som sektoriellt. De fyra stora länderna (Tyskland, Frankrike, Spanien och Italien) ligger på indikatornivåer i intervallet 54-57. Industri- och tjänstesektorer är ungefär i linje med totalindex medan byggsektorn, trots förbättringar, släpar efter något. Orderläget är gott både på hemmaplan och på exportmarknaderna och företagen börjar också se möjligheter att höja priserna. Att den faktiska industriproduktionen visat en trög utveckling framför allt runt årsskiftet gör dock att man bör tolka indikatorbilden med viss försiktighet. Exportsiffrorna har dock varit starkare och med stöd av indikatorbilden samt förbättrad omvärldskonjunktur räknar vi med att **exporten växlar upp till en ökningstakt runt 4 procent per år 2017-2018**. Uppgången i **industriproduktion stannar dock vid ca 2 procent**.

Trots de senaste årens uppgång ligger investeringsnivån ca 10 procent lägre än 2008. En uppväxling ligger nu i korten när investeringarna gynnas av bättre konjunktur, stigande produktion, låga räntor och ökad efterfrågan på lån. Att företagen är nöjda med sina orderböcker och ser större möjligheter att kunna höja sina priser talar i samma riktning. Bostadsbyggandet gynnas också av stigande priser på andrahandsmarknaden i de flesta länder. Samtidigt finns det faktorer som håller tillbaka utvecklingen; starka indikatorer behöver ytterligare avspeglas i hårddata och det är osäkert i vilken grad företagens expansion verkligen sker inom eurozonen. Dessutom fortsätter problemen i Sydeuropas banksektor att utgöra en hämsko. ECB:s undersökningar tyder visserligen på att företagen i Sydeuropa möter en räntenivå i paritet med regionen som helhet, men en lägre vilja att låna ut hämmar verkningsgraden av ECB:s politik. Sammantaget har vi dock justerat upp prognosen något och förutser att de **totala investeringarna ökar med drygt 4 procent 2017 och 2018**.



Källa: Eurostat, Markit

Hushållen tvekar trots sentimentsuppgång

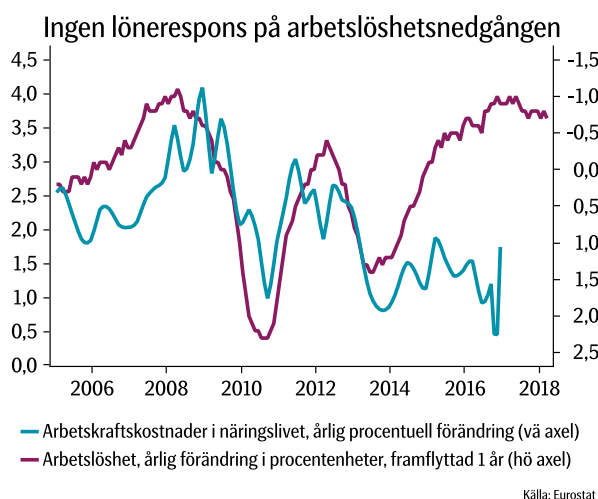
Flera faktorer talar nu för en starkare konsumtionsuppgång; konsumentförtroendet har förbättrats, sysselsättningen ökar, räntorna är låga och den finanspolitiska motvinden har minskat. Ökad försäljning av nya bilar bekräftar bilden av positiv framtidstro, men samtidigt visar den relativt svaga detaljhandeln att hushållen fortsatt agera avvaktande. Låga nominella inkomstökningar gör att även en så måttlig uppgång i inflationen som vi nu sett sätter avtryck i dämpad köpkraft. Sparkvoten har också fallit sedan 2008 i spåren av den ekonomiska återhämtningen, och är nu nere på 6 procent. En så nedpressad nivå gör hushållen extra känsliga för den politiska osäkerhet som fortfarande finns kvar i många länder. Sammantaget förutser vi en uppgång i **konsumtionen med knappt 2 procent per år 2017-2018**.

Starkare arbetsmarknad men svaga löner

Arbetsmarknaden fortsätter att visa styrka. Arbetslösheten var i mars 9,5 procent; den lägsta nivån sedan 2009. Jämfört med toppen 2013 har antalet arbetslösa minskat med 4 miljoner. Utvecklingen är positiv i de flesta länderna även om bilden är splittrad. I Tyskland och Spanien faller arbetslösheten

tydligt medan den står och stampar i Italien och Frankrike. **Företagens anställningsplaner enligt PMI ligger på så höga nivåer** som bara uppnåtts vid ett fåtal tillfällen sedan 2000 och historiskt har sysselsättningen följt denna indikator relativt väl. **Arbetslösheten väntas falla till strax under 9 procent i slutet av 2018**, vilket innebär att nivån fortsatt ligger en bit över jämviktsnivån som vi uppskattar till ca 8 procent.

Trots den allt starkare arbetsmarknaden syns **inga tecken på att löneökningarna växlar upp**. Visserligen anger en rekordstor del av tyska företag (enligt EU:s barometer) att brist på arbetskraft begränsar produktionen, men för regionen som helhet är problemet inte överhängande. Skillnaden i faktisk löneökningstakt är ändå inte så stor; tyska löner ökar med 2 procent i årstakt jämfört med ca 1,5 för regionen som helhet. I Spanien är lönenivån i stort sett konstant. Framöver räknar vi med att löneökningstakten växlar upp något till knappt 2 procent i slutet av 2018.

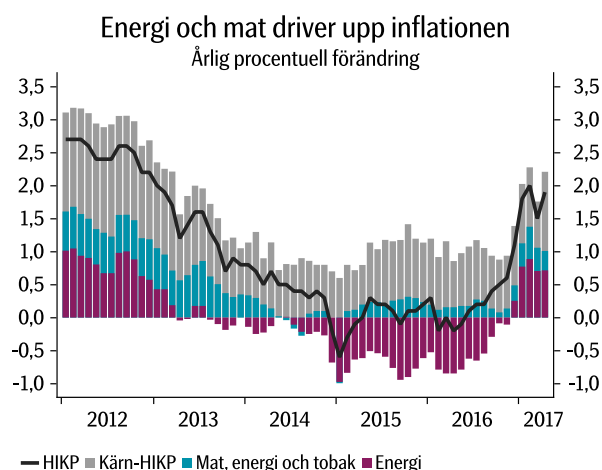


Begränsad inflationsuppgång

Med hjälp av tillfälliga effekter, framför allt energi- och matpriser, pressades inflationen under inledningen av 2017 upp mot 2 procent, bl a noterades i februari den högsta inflationen sedan januari 2013. Toppen har dock nu passerats och vi väntar oss svagt fallande inflation under våren och sommaren och därefter en tydligare nedgång **till ca 1 procent. Detta är också i linje med det underliggande prstryck som i stort rätt de senast 3 åren** i en miljö med låga löneökningar. Det finns i nuläget en del skillnader mellan länder och i mars varierade inflationen mellan 0,6 procent (Nederländerna) och 3,3 procent (Lettland). I 8 av de 19 euroländerna låg inflationen över 2 procent. Den lite högre inflationen har satt vissa spår i högre inflationsförväntningar. I ECB:s undersökning ligger de på några års sikt kring 1,5 procent medan finansmarknadens prissättning indikerar nivåer på 1 till 1,5 procent beroende på tidshorisont. Även om det är en bit från ECB:s mål är deflationsoron klart lägre än tidigare. Vi väntar oss att **inflationen blir 1,5 respektive 1,1 procent 2017-2018**. Kärninflationen hamnar nära 1 procent båda åren.

ECB lättar återigen på gasen i september

Den ultralätta penningpolitiken fortsätter även om **dragkampen mellan duvor och hökar inom ECB lär hårdna framöver**. Flera faktorer talar för att **ECB tar steg för att lättare ytterligare på gasen redan i år**. De ekonomiska utsikterna har successivt förbättrats samtidigt som de politiska riskerna som vissa medlemmar i direktionen lyft fram blir mindre viktiga om valresultaten följer vårt huvudscenario. Inflationen lär visserligen falla tillbaka till nivåer som är obekvämt låga för ECB när de tillfälliga effekterna från energi och matpriser klingar av. Men samtidigt har deflationsrisken minskat och vi väntar oss att såväl HIKP som kärninflation stabiliseras på 1-1,5 procent. Att ECB därtill troligen ytterligare en tid står fast vid sin **högre prognos med HIKP stabilt kring 1,75 procent och med gradvis stigande kärninflation** underlättar argumentationen för en något mindre expansiv penningpolitik. ECB visade också redan i december att man i rådande miljö är beredd att ta små steg bort från den **exceptionella krispolitiken** när man aviserade en neddragning av de månatliga obligationsköpen från 80 till 60 miljarder euro fr o m april 2017. Att Fed fortsätter att höja räntan befäster bilden av att centralbanker generellt börjar ta små steg mot en mindre extrem penningpolitik, vilket på marginalen även påverkar ECB.



Vi väntar oss att ECB nu avvaktar till **mötet i september då man väntas 1) höja depositräntan med 15 räntepunkter till -0,25 procent; 2) minska de månatliga köpen till 40 miljarder euro i månaden fr o m januari 2018; 3) förlänga obligationsköpen** under hela första halvåret 2018. Denna kombination av åtgärder är i linje med Draghis "rekalibrering" vid decembermötet och innebär att direktionen ger med ena handen och tar med den andra. Flera direktionsmedlemmar har dock signalerat att räntan inte ska röras innan obligationsköpen avslutats. Ett alternativ scenario kan därför vara att septembermötet landar i att obligationsköpen dras ner redan med början i oktober 2017 och köpen sedan avslutas under våren 2018 varefter den första höjningen av depositräntan sker.

- **Oprövat "En Marche" testas i parlamentsval**
- **Svag ekonomi tvingar fram kompromisser**

Efter två dramatiska valomgångar står nu **Emmanuel Macron** som vinnare och fransk president. Efter att Socialistpartiet och Republikanerna fallit på egna misstag har nu **fransk politik en osäker period framför sig**. För första gången får därmed 5:e Republiken en president utanför de två stora partierna, vilket speglar spänningar i det franska samhället som Macron nu måste hantera. Macron har i kampanjen framställt sig som en "outsider" trots sin bakgrund från franska elitskolor och som ekonomiminister i Hollandes regering. Hans parti, En Marche (EM), vill se sig som ett progressivt alternativ i den politiska mittfåran med ambitioner att förena både höger och vänster.

En avgörande fråga blir hur stort stöd Macron får och hur han kommer att samverka med parlamentet. **Presidentmakten är stark bara så länge presidentens politik kan få acceptans i parlamentet**. Valprocessen påminner om presidentvalets. Valet hålls i två omgångar i enmansvalkretsar. Om ingen kandidat får majoritet i första valomgången (11 juni) genomförs en andra omgång (18 juni) där de som fått mer än 12,5 procent deltar. Sedan den 5:e Republiken infördes 1958 har president och premiärminister normalt haft samma politiska färg. Att valen genomförs så nära varandra har inneburit att de har präglats av samma politiska vindar. Endast vid tre tillfällen har president och premiärminister kommit från olika läger och erfarenheterna av en sådan samexistens (cohabitation) är ganska nedslående. Det gällde republikanska regeringar 1986-88 och 1993-95 under president Mitterrand samt socialistiska regeringar under president Chirac i början på 2000-talet.

Mandatfördelning i nuvarande parlament

	Antal	Procent
Socialistpartiet	295	51
Republikaner	196	34
Nationella Fronten	2	<1
Övriga: Center-höger	29	5
Center-vänster	15	3
Gröna	18	3
Extremvänster	15	3
Övriga	7	1

Att både **Socialistpartiet och Republikanerna är i djup kris** efter Fillon och Hamons debacle i presidentvalet lär försvaga partiernas position i parlamentet. Men En Marche får troligen **svårare att hävda sig** i parlamentsvalet även om opinionsmätningar visar att de t o m kan få egen majoritet. Rörelsen grundades så sent som i april 2016 och har förutom presidentvalet inte deltagit i något val. De organisatoriska bristerna lär

bli påtagliga och det blir t ex svårt att få fram tillräckligt med kandidater för att nå målet att delta i alla valkretsar.

Om EM ändå lyckas formera en hyfsat stor minoritetsgrupp stärks Macrons ställning. De andra partiernas valresultat spelar också stor roll eftersom **parlamentet kan avsätta regeringen i en misstroendeomröstning**. Nationella Fronten (NF) lär också gå fram i valet. Tidigare har motståndare dragit sig ur andra omgången för att stoppa NF:s kandidater och i nuläget har de bara två platser i underhuset. När nu Le Pen nådde 34 procent i presidentvalets andra omgång ter sig en stor ökning av antalet mandat ofrånkomlig.

Huvudscenariet är att **Macron behöver hantera ett parlament där EM inte når egen majoritet**; samarbete med ett eller flera partier blir då nödvändigt. Det finns en rad scenarier för hur en cohabitation kan komma att se ut. Macrons lär först försöka lansera en premiärminister från EM eller en oberoende kandidat. Om detta inte är möjligt tvingas han troligen utse en premiärminister från det största partiet; sannolikt Republikanerna med tanke på Socialistpartiets än större kollaps i presidentvalet. Macron blir beroende av **hur de etablerade partier hanterar sin frustration** efter svidande valnederlag. **5:e Republiken är i hög grad konstruerad för att två stora partier ska kämpa om makten** och skapa stabila majoriteter. Om de inte förmår anpassa sig till nya förutsättningar **kan fransk politik gå i baklås i ett läge då både ekonomin och EU-samarbetet står inför stora problem**. Att de etablerade partierna samtidigt måste se till att undvika internt sönderfall och hitta strategier som kan stoppa Nationella Frontens långsiktiga uppgång innebär att cohabitation kan bli komplicerat.

Trots allt ska man inte underskatta Macrons möjligheter. Han har medvind och bör till en början ha ett starkt mandat som oberoende som möjliggör samarbete både åt höger och vänster. Att fransk ekonomi har svårt att hänga med i eurozonens återhämtning borde bidra till att flera partier kan enas om åtgärder som förbättrar framtidsstro, jobbskapande och tillväxt. Jämför man **Macrons och Fillons program finns en del likheter** som kan vara en grund för samarbete, bl a offentliga besparingar som kan finansiera skattesänkningar för hushåll och företag samt ökade satsningar på säkerhet och försvar. Båda parter är också överens om att Frankrike ska vara offensiva när det gäller att utveckla EU-samarbetet generellt.

Det gäller dock att **Macron snabbt kan konkretisera sin politik** i betydlig högre grad än vad han hittills mäktat med. Tidigare erfarenheter tyder på att första tiden som president är viktig; både Sarkozys och Hollandes presidentskap visar hur reformkraften snabbt försvagas när popularitetssiffror faller och motstånd formerar sig t ex via strejker. Om Macron mer tydligt rör sig högerut kommer vänstern så småningom att revoltera, men Socialistpartiets djupa kris innebär att de behöver slicka såren en tid efter valet innan de återfår styrkan för att ta den fighten.

Tema: Vart är EU på väg?

- **EU:s framtid omprövas – oklart hur**
- **Flerhastighets-EU 2025 är logiskt men riskerar splittra EU och äventyra eurons stabilitet**
- **Påbörjat förändringsarbete ger även öppning för britter att ompröva brexit**

EU befinner sig vid ett kritiskt, existentiellt vägskäl. Slutsatsen bekräftas i *"Vitbok om Europas framtid"* som presenterades av EU-kommissionen 1 mars 2017. EU utmanas t ex av globalisering, ekonomisk ojämlikhet, populismen, en ny säkerhetspolitisk agenda och transformerande teknologier som påverkar samhällen och arbetsmarknader. "Boken" ska tillsammans med bakgrundsstudier (se nedan) skapa debatt om **EU:s huvudfrågor och möjliga framtidsscenarier**. I september ska kommissionens ordförande Jean-Claude Juncker sammanfatta och presentera slutsatserna om EU:s framtid i EU-parlamentet.

EU 2025: Viktiga tidpunkter under 2017

Apr	Rapport: Europas sociala dimension
Maj	Rapport: Hantering av globaliseringen
Maj	Rapport: Fördjudad ekonomisk och monetär union
Jun	Rapport: Europas framtida försvar
Jun	Rapport: EU:s framtida finanser
Sep	Tal: Junckers "State-of-Union" inför EU-parlamentet
Okt	Beslut: EU-toppmöte ("Social Summit")
Dec	Beslut: EU-toppmöte
Källa: SEB, EU-kommissionen	

Debatten och besluten kan bli avgörande på tre områden:

- I. Hanteringen av anti-etablissemangskrafter i flera EU-länder.
- II: Påverkan på eurosamarbetet och eurons stabilitet.
- III: Brexit och sannolikheten för Storbritannien att stanna i EU.

Fleråriga eurokriser och olika försök att ta steg mot en politisk union med ökad överstatlighet har stött på patrull och bidragit till EU:s anti-etablissemangskrafter. Samtidigt saknar eurosamarbetet fortfarande en nödvändig infrastruktur, t ex gemensam finans-, skatte- och pensionspolitik, för att ge euron långsiktig stabilitet. Om EU-debatten dessutom möjliggör en utveckling av immigrationsfrågan, begreppet fri rörlighet för arbetskraft, mer nationellt bestämmande samt begränsad access till nationella välfärdssystem kan brexitprocessen hamna i ett nytt läge. Det EU som britterna röstade om i juni 2016 kan komma att se annorlunda ut när EU-diskussionerna avslutats.

Tidtabellen är ambitiös. Målet är att EU-27 ska fatta beslut om EU:s framtid **"i god tid före valet till Europaparlamentet i juni 2019"**. Beroende på vägvalet förväntas besluten påkalla fördragsförändringar. Det betyder i sin tur en ny omgång av nationella parlamentsbeslut och i vissa fall folkomröstning. Det

krävs sannolikt **fem år för att förankra besluten** och att kunna sjösätta det **nya EU 2025**.

Vitboken erbjuder fem olika alternativ

EU-kommissionen presenterar fem olika scenarier för hur EU-27 kan se ut 2025. Dessa är:

1. Fortsätta som förut – business-as-usual

EU håller fast vid sin nuvarande kurs och fokuserar på att genomföra och förbättra den nuvarande reformagendan.

2. Enbart den inre marknaden

EU bantas ned och fördjupar vissa centrala delar av den inre marknaden – minskat samarbete inom flera områden.

3. De som vill ha mer gör mer

EU möjliggör för de medlemsländer som så vill att göra mer tillsammans inom specifika områden – ett "flerhastighets-EU".

4. Göra mindre men göra det effektivare

EU satsar på att göra mer och snabbare inom utvalda områden – och göra mindre inom andra områden.

5. Göra mycket mer tillsammans

EU bestämmer sig för att göra mycket mer tillsammans på alla politikområden – federalism och "EU:s förenade stater."

I dagsläget är alternativen 1 och 5 realistiska: EU är i behov av översyn och renovering men att ta steget mot en politisk union ligger fortfarande inte i EU-medborgarnas intresse och skulle föda ytterligare populistiska krafter. Att välja alternativ 2 blir ett bakslag – det finns utrymme för europeiskt samarbete inom flera områden vilket talar för alternativ 4. Dessa nyckelområden kan inkludera t ex gemensam säkerhets-, försvars- och utrikespolitik. **Det är dock oroande att länder som Tyskland, Frankrike, Italien och Spanien redan nu sagt sig vilja driva alternativ 3, dvs flerhastighets-EU.**

På EU-länders stora olikheter är ett flerhastighets-EU tilltalande. Risker är dock att spänningarna ökar inom EU-27. Flera öst-europeiska länder väntas motsätta sig en sådan utveckling. Ett flerhastighets-EU riktar ljuset också mot eurosamarbetets uppenbara svagheter. Trycket risker att öka på att skapa en flerhastighets-euro där några euroländer tar nya steg för att skapa t ex en fiskal union vilket skulle addera ny osäkerhet till euron såsom den ser ut idag.

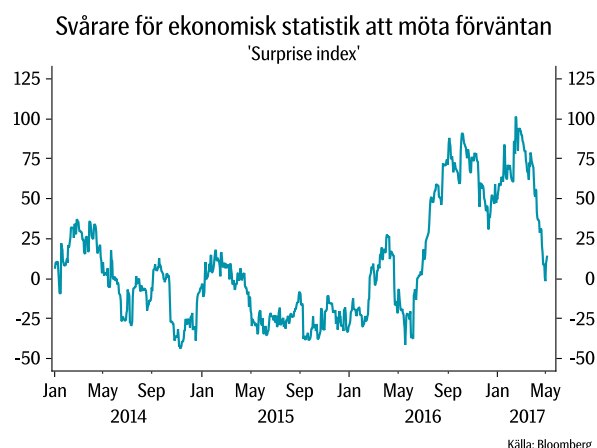
Vitboken om EU:s framtid skapar både möjligheter och hot för unionen, euron och brexitprocessen. Det är en flerårig process som inletts och där målgången är långt ifrån säker. I dagsläget **framstår alternativ 4 som den mest rimliga vägen** framåt för EU-27. Det alternativet borde tilltala de flesta EU-länder – inklusive Storbritannien.

Nyval stärker May och Tories dominans

- **Svagt pund dämpar negativ utträdeseffekt**
- **Konsumtionsmotorn hackar**
- **Oförändrad styrränta de närmaste åren**

Den 28 mars skickade Storbritanniens regering in den officiella ansökan om att lämna EU. Därmed har den tvååriga perioden för förhandlingar om utträde och framtida relation påbörjats. Därtill har premiärminister Theresa May utlyst nyval till parlamentet som hålls den 8 juni. Stödet för den sittande regeringen är stort och oppositionen är sargad. Mycket tyder på att valet kommer att stärka regeringens position i parlamentet. Ett förstärkt mandat för May som premiärminister och för Tory-regeringen kan underlätta kommande förhandlingar med EU.

Hittills har den brittiska ekonomin visat få tecken till den avmattning som befarades efter Brexitbeslutet. En rejäl valuta-försvagning har bidragit till att mildra effekterna. Även inledningen på 2017 har sett stabil ut, men vi räknar med att **den politiska osäkerheten i ökande grad bromsar tillväxten framöver** via svagare investeringar och konsumtion. Under första kvartalet 2017 föll tillväxten till 0,3 procent jämfört med kvartalet innan. Som syns i grafen har det den senaste tiden kommit alltför många tecken i form av data som inte längre når upp till förväntningarna som pekar i den riktningen. **I år dämpas tillväxten något till 1,4 procent och 2018 växer BNP bara med 0,9 procent;** en prognos som ligger något under konsensus. Med så låg tillväxt väntas **arbetslösheten vända uppåt** och stiger till 5,2 procent i slutet av prognosperioden från dagens 4,7 procent.



Tillväxten de närmaste åren kommer i hög grad att påverkas av vilken framtida relation Storbritannien och EU kan enas om. Den brittiska regeringens linje är att landet fullt ut ska

lämna EU, bl a därför att kraven på kontrollerad invandring och fullt inflytande över lagstiftningen är oförenliga med ett "begränsat medlemskap" som t ex ett EES-avtal. Därmed är det uteslutet att brittiska företag kan få obegränsat tillträde till EU:s inre marknad. Regeringen mål är istället att **förhandla fram ett frihandelsavtal som i så hög grad som möjligt kan upprätthålla handeln** med EU. Motparten har dock varit tydlig med att ett partnerskap aldrig kan ge samma förmåner som ett medlemskap. För Storbritannien är det mycket som står på spel då 44 procent av exporten går till EU-länder.

Hushållens konsumtion har de senaste åren varit motorn i ekonomin, men vi befarar nu en avmattning. Lönetillväxten ser ut att bli fortsatt svag och sparandet är nere på historiskt låga nivåer, **vilket begränsar möjligheten till ytterligare minskning**. Samtidigt medför **högre inflation och en framtida försvagning på arbetsmarknaden att hushållens köpkraft urholkas**; i årstakt toppar inflationen på 2,9 procent 2018 och mätt som årsgenomsnitt blir **inflationen 2,5 procent både 2017 och 2018**. En fortsatt svag valuta och stark internationell konjunktur **mildrar dock avmattningen**. Pundförsvagningen har bidragit till att exportindustrins ordergång ser fortsatt stabil ut. Däremot ser vi alltjämt tecken på en avmattning i företagens investeringar. Enligt den senaste statistiken är företagens investeringar oförändrade jämfört med föregående år och investeringsplanerna föll under andra halvåret 2016. EU-utträdet försvårar också en åtstramning av finanspolitiken och regeringen har övergett ambitionen att nå överskott i budgeten i slutet på mandatperioden. Istället genomförs flera offensiva åtgärder; däribland **en sänkning av bolagsskatten till 17 procent år 2020 och nya satsningar på bl a forskning och utveckling samt infrastruktur**.

Den ekonomiska utvecklingen har inte blivit så svag som Bank of England befarade förra sommaren när styrräntan sänktes till rekordlåga 0,25 procent. På marsmötet röstade en ledamot för en höjning av policyräntan och flera andra ledamöter har också antytt en omsvängning. Trots att inflationen väntas stiga över målet de närmaste åren bedöms svagare tillväxt medföra att **centralbanken lämnar styrräntan oförändrad under prognosperioden**. Efter förra årets försvagning är pundet långsiktigt undervärderat. Ändå är utsikterna framöver osäkra och avgörs av utträdesförhandlingarna och ekonomins motståndskraft. **Vi tror att det svaga pundet består ännu en tid** och om förhandlingarna krånglar finns risk för ytterligare försvagning. Givet dess nuvarande värdering bör pundet ändå återhämta sig något mot slutet av prognosperioden. **GBP/USD noteras till 1,30 och EUR/GBP står i 0,88 i slutet av 2018.**

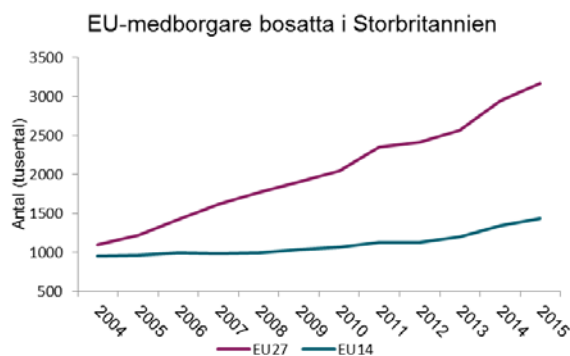
Tema: Brexit – vägen till skilsmässa

- **Utträdesförhandlingar inleds i sommar**
- **Förhandlingarna sker i två faser**
- **Fri rörlighet för individer främsta utmaning**

Den 29 mars lämnade Storbritanniens regering till slut in den formella ansökan om utträde ur EU enligt artikel 50 i fördraget. Därmed började klockan ticka och Storbritanniens medlemskap i EU upphör den 29 mars 2019. Formella förhandlingar kommer dock att dröja till efter det brittiska parlamentsvalet den 8 juni. Däremot har både Storbritannien och EU tagit fram riktlinjer för hur man vill utforma förhandlingarna och grundläggande förhandlingspositioner.

Att uppnå fullständig suveränitet är den grundläggande ambitionen för Storbritannien. Viktiga frågor i detta avseende är att man själv **styr över all brittisk lagstiftning** i framtiden och att man har **rätt att kontrollera invandring**, också från EU-länder. EU:s ambitioner är att Storbritannien ska kvarstå som en nära partner till unionen. Strategin är att utträdet ska förhandlas i ett första steg och först därefter påbörjas förhandlingarna om villkoren för den framtida relationen. Man är dock tydlig med att Storbritannien aldrig som partner kan få samma rättigheter som man hade som medlem; **att plocka russin ur kakan är således uteslutet**.

Villkoren för utträdet måste vara färdiga redan hösten 2017 för att ge tid att förhandla ett avtal för den nya relationen. Då handlar det främst om att enas om en lösning för de ca 3,2 miljoner EU-medborgare som är bosatta i Storbritannien och för de ca 1,2 miljoner briter som är bosatta i andra EU-länder. Inflyttningen till Storbritannien har ökat snabbt de senaste åren och framförallt från Östeuropa.



EU och Storbritannien måste också nå en uppgörelse avseende summan Storbritannien ska betala för de åtaganden man har haft som medlem. Skillnaderna i utgångsbud är stora; EU-sidan

har nämnt en nivå på ca 60-100 mdr euro medan Storbritannien uppskattar beloppet till ca 9 mdr euro.

När det gäller framtida relationer är siktet inställt på att nå fram till ett frihandelsavtal som kan gälla efter det brittiska utträdet. Ett sådant avtal kan dock inte komma på plats så länge Storbritannien kvarstår som medlem. Därför avser man att förhandla fram en avsiktsförklaring på handelsområdet som sedan kan omsättas till ett nytt frihandelsavtal. Även på en rad andra områden som t ex brottsbekämpning och säkerhetspolitik kommer övergångslösningar att behövas innan nya regler definitivt börjar gälla.

Tidspressen kommer att bli stor; två år är en mycket kort tidsperiod i sammanhanget. Frihandelsavtalet mellan EU och Kanada, som började gälla tidigare i år, tog t ex 7 år att förhandla fram. Skulle man misslyckas att nå en uppgörelse i förhandlingarna finns det egentligen bara två alternativ; **antingen godkänner samtliga EU-länder en förlängning av den 2-åriga utträdesperioden eller så lämnar Storbritannien EU utan ett nytt avtal**. Det innebär bl a att handel mellan EU och Storbritannien kan drabbas av tullar, vilket skulle slå hårt mot brittisk ekonomi. Även om det inte framgår av fördraget kan briter troligen stoppa utträdesprocessen om man skulle vilja. Det måste dock ske senast 29 mars 2019 då medlemskapet upphör – med eller utan ett nytt avtal.

Frågan är också hur brexitprocessen påverkas av premiärminister Mays beslut att utlysa nyval till parlamentet den 8 juni. Opinionsundersökningar tyder på att valet kommer att stärka både hennes och den konservativa regeringens position medan Labour kommer att göra ett katastrofalt dåligt val. Nyvalet gör också att nästa val skjuts fram till 2022, 3 år efter utträdet och skapar därigenom politisk stabilitet. Valet lär i viss mån stärka regeringens mandat och det skulle kunna öppna upp för May att vara lite mer tillmötesgående i kommande förhandlingar med EU. Det är dock svårt att tro **att detta får någon större betydelse för hur de slutliga avtalen kommer att se ut**.

De största utmaningarna i förhandlingarna gäller framtida rörlighet för arbetskraft mellan Storbritannien och EU. För att komma vidare måste man först enas om rättigheterna för de EU-medborgare som är bosatta i Storbritannien och där framstår den brittiska regeringen som ovillig till kompromisser. En restriktiv brittisk hållning i frågan blir svårsmält för de fattigare EU-länder i Östeuropa som idag är kraftigt överrepresenterade bland de EU-medborgare som är bosatta i Storbritannien. Detta kan mycket väl fördröja ett kommande handelsavtal till långt efter det att Storbritannien har lämnat EU, vilket för med sig stora risker för ekonomiska skadeverkningar.

Hög tillväxt och låg inflation skapar spänningar

- **Indikatorer på historiska toppnivåer**
- **Bostadsbyggande och offentlig verksamhet driver BNP-tillväxt när hushållen tvekar**
- **Snabb jobbtillväxt men stigande arbetsdeltagande håller uppe arbetslösheten**
- **Inflationen faller tillbaka när tillfälliga drivkrafter klingar av**
- **Riksbanken höjer räntan i april 2018**

Starka sentimentsindikatorer och i ökande grad också bättre hårddata för produktion och arbetsmarknad har gett stöd för vår prognos om en BNP-tillväxt klart över trend och konsensus. Vi står fast vid bedömningen **att BNP växer med 3,1 procent i år men reviderar upp prognosen för 2018 ett snäpp till 2,6 procent**. Behov av bostäder och offentliga tjänster, bl a i flyktkrisens spår, fortsätter att vara viktiga drivkrafter samtidigt som industrikonjunkturen stärkts betydligt.

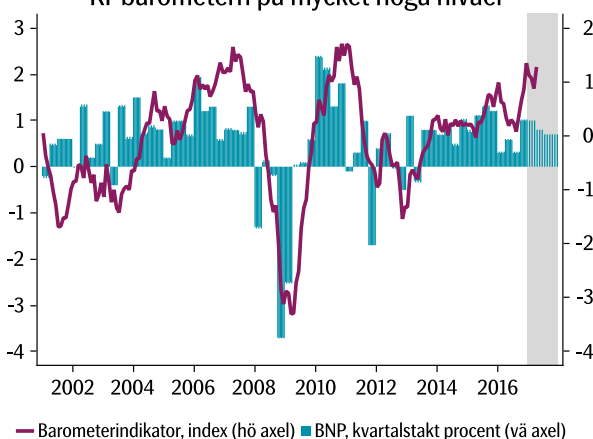
Riskerna för tillväxten ligger snarast på uppsidan bl a beroende på att sentimentsindikatorer signalerar en betydligt starkare tillväxt. Därtill kommer att branschorganisationer i stora sektorer som bygg och privata tjänster vittnar om att en betydligt snabbare expansion vore möjlig sett utifrån efterfrågebilden, men att utbudsrestriktioner främst på arbetskraftssidan lägger hinder i vägen. Motstridiga signaler från arbetsmarknaden gör dock läget svårtolkat ur ett prognosperspektiv. Sysselsättningen stiger snabbt men befolkningstillväxt och ökad förvärvsfrekvens dämpar nedgången i arbetslöshet. Stora matchningsproblem bidrar till att bristtalen redan nu ligger nära historiska toppnivåer och allt tyder på att de fortsätter uppåt.

Samtidigt är löneresponsen på det strama resursläget mycket svag. Avtalsrörelsen ser ut att landa på löneökningar runt 2,3 procent per 2017 till 2019, även om det fortfarande finns viss osäkerhet om effekten av låglönesatsningar. Växande arbetskraftsbrist i många branscher talar för högre löneglidning, men så länge detta inte syns i statistiken väljer vi att göra **försiktiga prognoser med totala löneökningar på 2,7 procent i år och 3,1 procent nästa år**. Lite högre löneökningar tillsammans med högre internationella priser bidrar till en viss uppgång i inflationen 2018. Detta är ändå **inte tillräckligt för att KPIF ska nå 2-procentsmålet 2018** när tillfälliga effekter från tidigare energiprisuppgångar och kronförsvagning klingar av.

Trots allt stramare resursläge, förnyad acceleration av bostadspriser och hushållsskulder och stigande inflationsförväntningar valde Riksbanken vid aprilmötet att öka på den redan exceptionella stimulandosen ytterligare, bl a genom att senarelägga första räntehöjningen till mitten av 2018. Som konsekvens av detta **har vi senarelagt prognosen för första höjning från december 2017 till april 2018**. Argumenten för en mindre expansiv penningpolitik både breddas och förstärks framöver men efter Riksbankens besked om att inflationsmålet till varje pris ska nås går det inte att tro på någon snar omläggning.

Även när det gäller finanspolitiken höjs temperaturen. Snabbt ökande skatteinkomster ger regeringen utrymme att lägga en expansiv budget för valåret 2018. Satsningar på offentlig kärnverksamhet, som ska läggas till ett redan hårt utgiftstryck i främst kommunsektorn, finansieras bara delvis med höjda skatter. Oförmågan att skapa en regering som har stöd av en majoritet i riksdagen **har haft en förlamande effekt på svensk politik ända sedan 2010** och på något sätt tror vi detta kommer att ändras efter valet 2018. Trots internt olika syn på strategi och framtida regeringsbildning tror vi allianspartierna kommer att stoppa några av regeringens skattehöjningar. Med bara ett år kvar till ordinarie val 2018 vill nog alla parter undvika regeringskris och extraval.

KI-barometern på mycket höga nivåer



Källa: Konjunkturinstitutet, SCB, SEB

Industrihumör i nivå med tidigare toppar

Uppgången i svenska sentimentsindikatorer har varit mer dramatisk än i de flesta andra länder. PMI-nivån har de senaste månaderna legat i paritet med toppnivåerna från de senaste 20 åren. Det beror delvis på en relativt svag krona, men bekräftar också det historiska mönstret med en cykliskt känslig svensk exportindustri. Varuexport och industriproduktion har stärkts de senaste 3-4 månaderna men uppgången är, i linje med omvärlden, än så länge blygsam. **Vår exportprognos är**

försiktig i relation till PMI-nivån även om uppjusteringen av ökningstakten till 6 procent i år och 4 procent 2018 innebär den snabbaste expansionen sedan 2011.

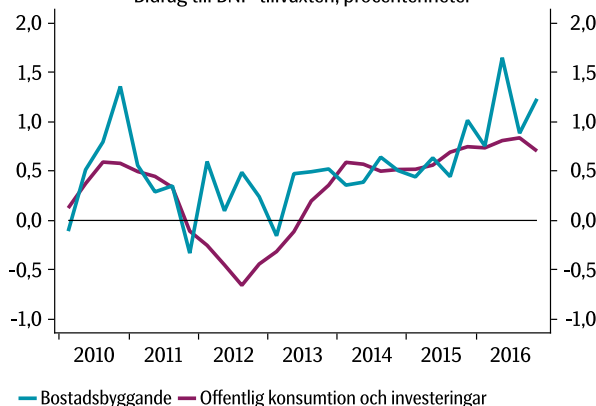
Bostadsbyggande ger fortsatt stimulans

Bostadsinvesteringarna ökade snabbt under hela 2016 och antalet påbörjade lägenheter tyder på att uppgången fortsätter. Bidraget till BNP-tillväxten ser i år ut att bli lika högt som 2016 d v s 0,8 procentenheter. **För 2018 bidrar restriktioner på utbudssidan till en dämpning** även om det är osäkert i hur hög grad utländska aktörer kan hålla uppe expansionen. Prisnivån i nyproduktionen börjar också bli besvärande hög, vilket kommer att ha en dämpande effekt när kreditgivare och byggbolag blir allt mer osäkra på betalningsförmågan hos presumtiva bostadsinnehavare.

I kontrast till företagens enkätsvar mattades **industrins** investeringar andra halvåret 2016. Planerna för i år är försiktiga men erfarenhetsmässigt brukar man snabbt sjösätta investeringar när produktionsplanerna skruvas upp. De **offentliga investeringarna accelererade gradvis** under 2016 och nådde en årlig ökningstakt på nära 15 procent fjärde kvartalet. Kraftigt stigande efterfrågan på offentliga tjänster inom vård, omsorg och skola talar för fortsatt starka ökningar både i år och nästa år. **Totala investeringar ökar i år med 8 procent för att därefter sakta in till 5 procent 2018.**

Bostadsbyggande och offentlig sektor driver tillväxt

Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter



Källa: SCB och SEB

Tvekande återhämtning för konsumtionen

Såväl offentlig som privat konsumtion var oväntat svag under andra halvåret 2016. Som väntat föll statliga utgifter i årstakt när kostnader för det direkta flyktingmottagandet föll tillbaka jämfört med 2015. Uppgången i kommunal konsumtion när flyktingar som får uppehållstillstånd ska förses med utbildning, sjukvård och bostäder har dock blivit mindre än vi räknat med. Detta är lite svårtolkat eftersom sysselsättningen, som borde vara en bra proxy på konsumtionen, har ökat med nästan tre procent. **Troligen kommer effekten på offentlig konsumtion att komma med viss fördröjning** och vi har därför justerat ned prognosen för i år till 2,5 procent, medan prognosen för 2018 istället justerats upp till 1,0 procent.

Även hushållens konsumtion har varit svagare än väntat den senaste tiden, främst beroende på sviktande detaljhandel. KI-

barometern vittnar om att hushållen är osäkra inför framtiden, vilket återspeglas i fortsatt sparandeuppgång. Stigande inkomster och förmögenheter i kombination med allt starkare arbetsmarknad talar ändå för att konsumtionen återhämtar sig något i år och att sparkvoten inte stiger ytterligare. **Vi förutser en ökning på ungefär 2,5 procent både i år och nästa år, vilket innebär en mycket måttlig per capita-utveckling.**

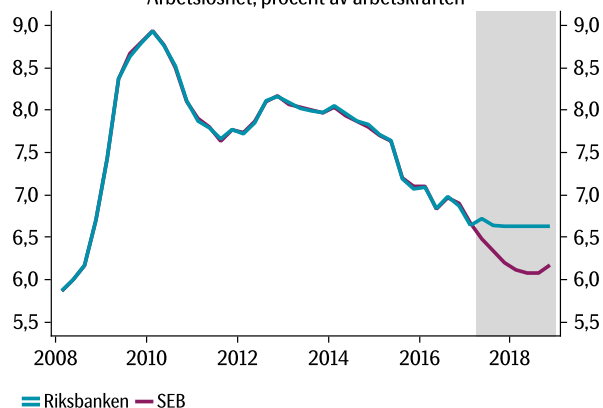
Förnyad uppgång i bostadspriser

Efter en kortvarig avmattning i spår av det amorteringskrav som infördes i juni 2016 har bostadspriserna tagit ny fart samtidigt som utlåningen till hushåll också tycks accelerera. Det mesta tyder på att uppgången förstärks den närmaste tiden. Trots kraftigt ökat byggande kan utbudet fortfarande inte matcha den snabba befolkningsökningen. Den långa perioden med lågt byggande har också skapat ett uppdämt behov av bostäder. Att Riksbanken, trots Finansinspektionens vädjan, **inte ser utrymme att beakta riskerna för excesser på bostadsmarknaden** vid utformningen av penningpolitiken ger också bränsle till utvecklingen. Hushållens nedpressade förväntningar på reporäntan har t ex bidragit till att lyfta SEB:s Boprisindikator till nivåer nära historiska toppar.

Framöver kan Finansinspektionens planer på att i början på nästa år införa ett tak för hushållens skuldsättning i relation till inkomsterna dämpa utvecklingen. Om förslaget kan utformas på ett sätt så att det inte på ett alltför brytande sätt stänger ute låginkomsttagare från bostadsmarknaden är förutsättningarna goda för att det antas av riksdagen. Generellt har dock den svaga minoritetsregeringen **svårt att få stöd i riksdagen för mer omfattande åtgärder som kan stärka den finansiella stabiliteten**. Finansinspektionen kommer därför med stor sannolikhet att fortsätta vädja till Riksbanken att väga in riskerna på bostadsmarknaden i räntebesluten.

Arbetslösheten faller snabbare igen

Arbetslöshet, procent av arbetskraften



— Riksbanken — SEB

Källa: SCB, Riksbanken, SEB

Stark sysselsättning pressar arbetslösheten

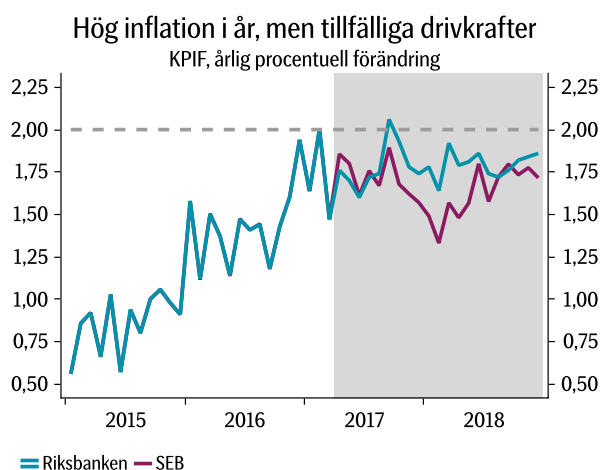
Även indikatorer för arbetsmarknaden visar styrka. Anställningsplanerna i näringslivet, normalt en pålitlig indikator, ligger nära historiska toppnivåer samtidigt som expansionen i offentlig sektor är den starkaste sedan 1970-talet. En stark inledning på året har gjort att vi höjt prognosen för sysselsättning ytterligare ett par tiondelar och **räknar nu med en ökning på över**

2 procent i år. Kortsiktiga indikatorer tyder därtill på att upptriskerna dominerar.

Som väntat har nedgången i arbetslöshet bromsats av ett stigande arbetsutbud i spåren av befolkningsökningen. Men därtill har också förvärvsfrekvensen ökat, vilket är lite förvånande med tanke på att befolkningen ökar i invandrargrupper med lågt genomsnittligt arbetsdeltagande. En förklaring kan vara att de som får uppehållstillstånd i högre utsträckning än tidigare hänvisas till Arbetsförmedlingen för utbildning. I mars föll dock arbetslösheten ordentligt och även om det är för tidigt att dra stora växlar på detta **tror vi att arbetslösheten fortsätter ner i betydligt högre grad än vad Riksbanken förutser** och når nivåer nära 6 procent i början på 2018.

Resursutnyttjande på historiska toppnivåer

Allt fler av de arbetslösa tillhör grupper som enligt Arbetsförmedlingens definition har svag anknytning till arbetsmarknaden (utomeuropeiskt födda och/eller med låg utbildning). **Detta talar för att jämviktsarbetslösheten är hög och dessutom på väg upp**, vilket bekräftas av att företag i allt högre utsträckning anger rekryteringsproblem som viktigaste hinder för expansion. Första kvartalet fortsatte Riksbankens resursindikator att stiga och ligger nu i paritet med topparna de senaste 20 åren, men detta verkar inte ha påverkat avtalsrörelsen som slutade i löneökningar på låga 2,3 procent årligen. Trots anekdotisk information om motsatsen finns heller inga tecken på att arbetskraftsbrister har lett till högre löneglidning. I en temaartikel (se sid 31) analyserar vi mer i detalj hur detta kan tänkas utvecklas framöver och motiven till att vi tror att **de totala löneökningarna stannar vid 2,7 procent i år och 3,1 procent 2018**. Vår prognos är oförändrad jämfört med februari och ökningstalen är låga jämfört med tidigare högkonjunkturer.



Inflationen tillfälligt nära målet

KPIF-inflationen föll tillbaka till 1,5 procent i mars efter att i februari varit åter på 2-procentmålet för första gången sedan 2011. Lägre prisökningar på energi och grönsaker förklarar en del, men ett tillfälligt prisfall på resor gjorde att nedgången blev större än väntat. Inflationstakten väntas öka igen i april och **det närmaste halvåret ser KPIF ut att bara marginellt**

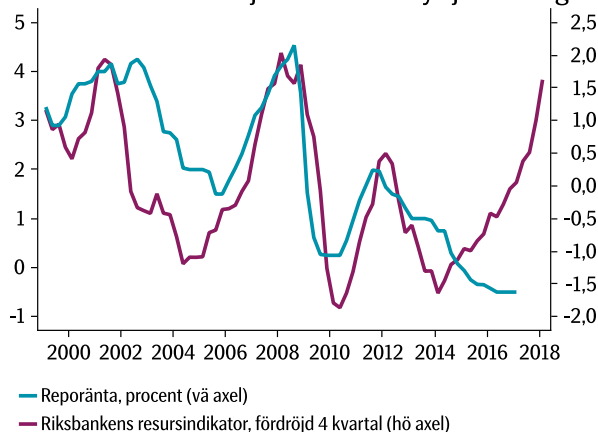
understiga målet. Detta beror dock på förnyade uppgångar i energipriser och effekter, främst på varusidan, av förra årets kronförsvagning. Det mesta talar för att **inflationen faller tillbaka igen mot slutet av 2017 när dessa tillfälliga krafter avtar**. Till en viss del räknar vi med att starkare konjunktur pressar upp löner. Men den löneacceleration vi förutser 2018 är troligen inte tillräcklig för att föra inflationen tillbaka till 2 procent, även riskerna främst på lönesidan ligger på uppsidan.

Räntehöjning dröjer trots stramt resursläge

Trots het ekonomi beslutade Riksbanken vid sitt aprilmöte att senarelägga tidpunkten för en första räntehöjning till mitten av 2018, bl a som en respons på oväntat låga löneavtal. Samtidigt utökade en mycket oenig direktion tillgångsköpen med 15 miljarder under andra halvåret 2017, jämnt fördelat mellan nominella och reala statsobligationer. Å andra sidan minskade man sannolikheten för ytterligare räntesänkningar på kort sikt.

Därmed skärps paradoxerna ytterligare inom den svenska ekonomiska politiken. Allt tydligare utbudsrestriktioner, högre inflationsförväntningar samt en inflation ganska nära målet talar för en viss moderering av den extremt expansiva penningpolitiken. Motiven har stärkts ytterligare genom en förnyad acceleration av bostadspriser och hushållsupplåning, som också bidragit till Finansinspektionens vädjan till Riksbanken att väga in finansiell stabilitet i räntebesluten på samma sätt som t ex redan sker i Norge.

Riksbanken brukar höja när resursutnyttjandet stiger



Det tydliga aprilbeskedet har ändå lett till att **vi senarelagt vår prognos om en första räntehöjning från december 2017 till april 2018**. Vi räknar sedan med ytterligare en höjning till en reporäntenivå på 0 procent i slutet av 2018. Att vi står fast vid en prognos på något tidigare räntehöjning jämfört med Riksbankens bana beror på flera faktorer. Vi tror t ex att Riksbanken kommer att behöva justera upp sina prognoser för tillväxt och sysselsättning och även om det inte är vår huvudprognos har riskbilden för löner och priser 2018 en något större uppsida än tidigare. Att Fed med sina höjningar går först i en omvärldstrend med mindre expansiv inriktning kan också påverka. Återinförande av ett toleransintervall skulle också kunna öppna för större flexibilitet, även om Riksbanken säkert kommer att spela ner betydelsen av en förändring. Även en

förändrad målvariabel till KPIF får marginell effekt. När Riksbanken får tid att begrunda konsekvenserna av avtalsrörelsen är det möjligt att man kommer till slutsatsen att kostnaderna för att avvika från inflationsmålet minskat när parterna slutit så långa och låga avtal baserade på omvärldens löneökningstakt. Slutligen finns ett historiskt mönster av att **Riksbanken faktiskt inlett åtstramningar tidigare än man signalerat 6-12 månader före den första höjningen.**

Spreaderna mellan 10-åriga svenska och tyska obligationsräntor har haft en sidledes trend det senaste halvåret. Riksgälden drog ner på sina obligationsemissioner i februari och ytterligare neddragningar är sannolika i juni, vilket sätter press nedåt på svenska räntor. Samtidigt får Riksbanken allt svårare att hitta säljare i de veckovisa omvända auktionerna som fortsätter under andra halvåret. På kort sikt fortsätter vi tro **på att dessa faktorer pressar ned marginalen mot de tyska räntorna.** På lite längre sikt lär starkare svensk konjunktur till slut ändå skapa förväntningar på svenska styrräntehöjningar och bidra till att svenska långräntor stiger mer än de tyska. Den tioåriga svenska räntan väntas **stiga från 0,60 procent idag till 0,80 resp 1,45 procent i slutet av 2017 och 2018.**

Starkare krona när höjningar närmar sig

Kronan fortsätter att handla på historiskt svaga nivåer i spåren av Riksbankens exceptionella penningpolitik. Efter april-beskedet är det svårt att se en snar vändning för kronan; i en **valutamarknad präglad av låg volatilitet och jakt på avkastning är minusräntan ett extra stort handikapp.**

När vi närmar oss en viss omsvängning från Riksbanken finns flera argument för en hyfsat stor kronförstärkning. Enligt enkäten i vår senaste *Kronsyn* är en mer högaktig Riksbank den enskilt viktigaste faktorn för att marknadsaktörer ska köpa kronor. Enkäten visade också att svenska företag redan börjat positionera sig för detta, men i nivå är exponeringen i utländsk valuta fortfarande hög bland både företag och institutioner. Dessutom har utländska aktörer ännu inte börjat positionera sig för starkare krona. Att regeringen föreslagit att Riksbanken ska betala tillbaka de 250 miljarder som Riksgälden lånat upp (åt Riksbanken) för att förstärka valutareserven kan också få betydelse. Om ett sådant beslut verkligen tas i höst skulle Riksbanksinterventioner på valutamarknaden förhindras eftersom det skulle leda till en växande valutareserv. Även om det har blivit svårare att avgöra när omsvängningen kommer **räknar vi med att EUR/SEK når ned till 9,30 i slutet av 2017 för att sedan fortsätta ned till 8,95 mot slutet av 2018.** Vid motsvarande tidpunkter tror vi att USD/SEK ligger på 8,45 och 7,85.

Valbudgeten går igenom trots allianshot

Statsfinanserna fortsätter att utvecklas starkt när skatteintäkterna gynnas av en expansion av viktiga skattebaser som sysselsättning, hushållens konsumtion och byggande. Regeringen har än en gång tenderat att underskatta skatternas cykliska känslighet och kommer troligen att behöva skriva upp skatteprognoserna ytterligare. I samband med vårbudgeten aviserades satsningar på offentliga kärnverksamheter som bara delvis finansieras med skattehöjningar. I kombination

med ett underliggande tryck på offentlig konsumtion och investeringar **innebär det att finanspolitiken blir tydligt expansiv både 2017 och 2018.** Ändå visar det offentliga saldota stabila överskott de närmaste åren och den offentliga bruttoskulden faller under 40 procent av BNP. Finansministern har i en intervju flaggat för att det kan finnas ett behov av att bibehålla en viss statlig skuldnivå för att säkerställa likviditet och att en fond i så fall kan behöva byggas upp; detta ligger dock tidsmässigt bortom vår prognoshorisont.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2015	2016	2017	2018
Finansiellt sparande	0,3	0,9	0,6	0,6
Lånebehov (mdr)	33	-85	-26	-26
Offentlig bruttoskuld	43,9	41,6	39,7	37,7

Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

Riksdagens budgethantering i höst kommer att bli en sorts upptakt till nästa års valrörelse. Med en stark ekonomi i ryggen har finansministern goda chanser att lyckas med balansakten att **framstå som statsfinansiellt ansvarsfull och samtidigt lägga en offensiv valbudget.** Med vikande opinionssiffror för Alliansen som helhet är man nu överens om att bryta passiviteten men oeniga om formerna för detta. Moderaterna vill lägga en gemensam alliansbudget medan Centern bara vill fälla delar av budgeten. Skillnaden kan te sig teknisk, men botten i olika strategier för regeringsbildningen efter valet 2018. Den förlamande verkan som DÖ-lightmiljön haft på den politiska handlingskraften gör att behovet av en stabil och kraftfull regering är större än på länge. Moderaterna vill redan bana väg för en Alliansregering med någon form av stöd från Sverigedemokraterna medan Centern och Liberalerna vill slippa ta ställning till frågan innan valet. **Så här nära in på ordinarie val vill nog alla parter egentligen undvika en regeringskris.** Vårt huvudscenari är därför att oppositionen stoppar vissa skattehöjningar, men inte i en sådan omfattning att regeringen avgår eller utlyser extraval. Därmed skulle finanspolitiken bli ännu något mer expansiv. På detta sätt kan oppositionen demonstrera hur svag regeringen är samtidigt som statsministern kan beskylla oppositionen för att vara grälsjuk och principlös när man agerar på ett sätt som man tidigare hårt kritiserat Socialdemokraterna för. Vilken av dessa aspekter som är viktigast för väljaropinionen återstår att se.

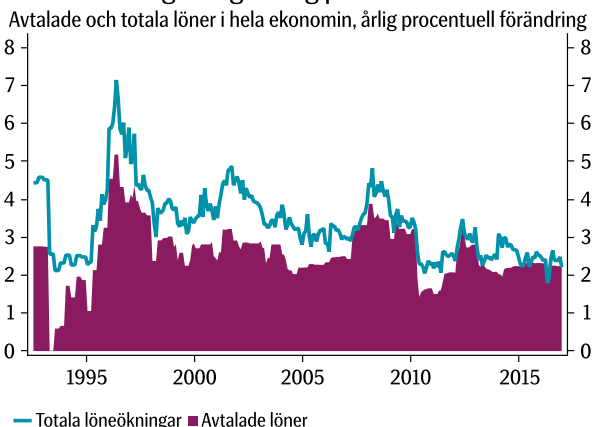
- **Låg löneglidning trots stram arbetsmarknad**
- **4-procentiga löneökningar krävs för att nå inflationsmålet**
- **Både löner och priser "i takt med Europa"?**

Den svenska avtalsrörelsen kommer att landa i både oväntat låga och oväntat långa avtal. Med avtalade löneökningar på 2,3 procent per år 2017 till 2019 ställs Riksbanken inför ytterligare svårigheter att få upp inflationen till målet. Nedan diskuteras förutsättningarna för löne- och inflationsprocesserna i en situation med låga löneökningar i omvärlden men med allt mer påtagliga resursrestriktioner i den inhemska ekonomin.

Låga löneökningar i omvärlden

Trots stigande resursutnyttjande och arbetslöshet nära jämvikt i länder som USA, Japan och Tyskland är löneökningarna ännu låga. En nedväxling av produktivitetstillväxten har bidragit till att minska löneutrymmet efter finanskrisen. Men löneandelen i ekonomin har fallit under en längre period när **produktivitetsvinster genom teknikutveckling och global integration i hög grad gått till ökande vinster**. Än stramare resursläge ger lite högre lönetryck de närmaste åren, framför allt i USA. Men ur ett svenskt konkurrensperspektiv lär förändringen bli marginell. Många EU-länder har ännu gott om lediga resurser, vilket bl a dämpar lönerna i Tyskland trots låg arbetslöshet.

Låg löneglidning på senare år



Källa: Medlingsinstitutet, SEB

Löneuppväxling vid hetare arbetsmarknad?

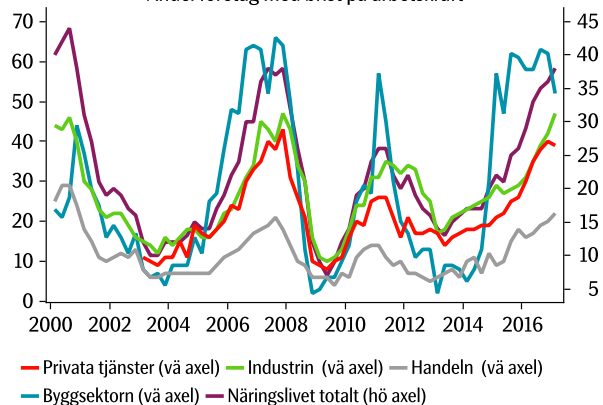
Sverige avviker dock från det mönstret genom att **löneandelen stigit under en lång period**. Detta har bidragit till modesta lönekrav genom att fackmedlemmar vant sig vid att även små nominella lyft kan ge ökad köpkraft; de senaste 20 åren har reallönerna i snitt ökat med nästan 2 procent per år. Försiktigheten hänger också ihop med LO:s ambitioner att samordna

lönekraven, vilket underlättas av låga nivåer som också sektorer med hårt konkurrenstryck kan hantera.

Frågan är nu hur en ännu starkare arbetsmarknad ska påverka lönerna. Tillväxt och sysselsättning visar inga tecken på att mattas. Vår BNP-prognos på 3,1 procent i år är t ex klart över trend och hålls därtill tillbaka av utbudsrestriktioner. Branschorganisationer inom t ex bygg och privata tjänster anger att en **klart högre tillväxt är möjlig om man kan hitta lämplig personal**. Inom offentlig sektor är bristen än mer tydlig och lågt löneläge medför att erfaren personal lämnar yrken inom vård, skola och polisväsende. I en sådan miljö borde arbetsgivare vara benägna att erbjuda högre löner, men på totalnivå syns få sådana tecken; löneökningar utöver avtal har istället varit rekordlåga de senaste åren.

Stigande bristtal på bred front

Andel företag med brist på arbetskraft

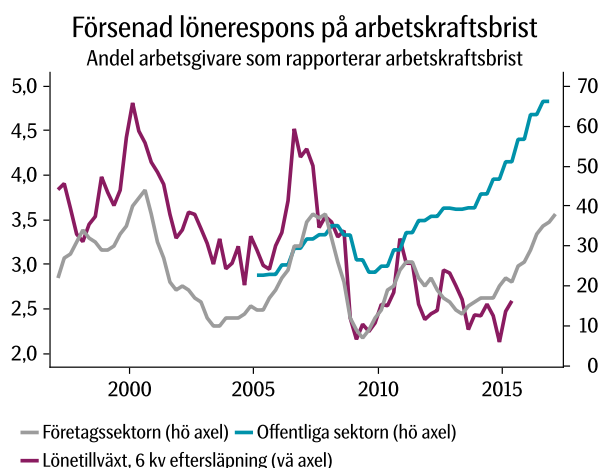


Källa: Konjunkturinstitutet

Budgetrestriktioner håller tillbaka offentliga löneökningar, men brister inom den offentliga kärnverksamheten kan bli så allvarliga att **samhällskontraktet med medborgarna hotas om inte kraftfulla åtgärder vidtas**. I näringslivet är företagens möjligheter att vältra över lönekostnader på priserna på sikt avgörande för betalningsförmågan. En sådan "pricing power" har varit svag under en tid, men nu ser vi tecken på att den ökar i många branscher. Detta är tydligt i byggsektorn men också i delar av industrin och tjänstesektorer som hotell och restaurang. I detaljhandeln består dock en hård prispress, bl a som en följd av ökad pristransparens genom näthandel. Ändå är de sektorsvisa skillnaderna i lönestatiken förvånansvärt små.

Större möjligheter för utländska aktörer att etablera sig i Sverige har försvagat löneresponsen på det strama arbetsmarknadsläget. Den stora immigrationen har generellt satt press nedåt på lönerna, främst i låglöneyrken. Trots hög arbetslöshet och långa etableringstider för nyanlända och utlandsfödda står gruppen för huvuddelen av sysselsättningsökningen. Eftersom utbildningsnivå och produktivitet generellt är relativt låg har detta bidragit till att dämpa de genomsnittliga löneökningarna. Samtidigt finns vissa **tecken på att**

utländska aktörers pris- och lönedämpande effekt på byggmarknaden håller på att avta. Regeringen planerar t ex att stärka kollektivavtalens ställning (borttagande av tidigare regerings sk Lex Laval-dom). Sammantaget innebär omvärldspress och låga löneavtal att **prognosen om löneökningar på 2,7 respektive 3,1 procent för 2017 och 2018 står fast**, trots att arbetsmarknaden utvecklats bättre än väntat.



Källa: NIER, Riksbanken

Låga löneökningar försvårar måluppfyllelse

Tittar man på historiska trender har Riksbanken ingen lätt uppgift med rådande löneökningstakt. Framför allt är det av intresse att se hur inflationsdynamiken förändrats efter finanskrisen. Löneökningarna de senaste 20 åren har i genomsnitt legat i intervallet 3,2-3,5 (beroende på val av mått) medan KPIF (KPI exkl ränteeffekter) under samma period i snitt ökat med 1,5 procent och kärninflationen med 1,2 procent. Detta tyder på att **lönerna behöver öka med minst 4 procent för att vara förenligt med 2 procents inflation**; en något högre nivå än vad KI angett och tydligt högre än de ökningstal vi förutser.

Löner, arbetskostnader och produktivitet

Årlig procentuell förändring

	1997-2016	1997-2007	2012-2016
Löner, avtal	2,4	2,5	2,3
Löner, totalt*	3,2	3,7	2,6
Löner, totalt**	3,5	4,1	2,8
Produktivitet (BNP)	1,7	2,9	1,0
ULC	1,9	1,2	2,1

Källa: SCB, *Medlingsinstitutet **Nationalräkenskaperna

Fullt så avlägset är dock inte inflationsmålet. Att ökningen i produktiviteten mattats den senaste 5-årsperioden minskar löneutrymmet och har lett till att enhetsarbetskostnaden (ULC, Unit Labour Cost) ökat med 2,1 procent per år; högre än snittet för de senaste 20 åren. Det återspeglas i ökande löneandel och Riksbanken har sett ULC-ökningen som **en signal på ett upp-
dämt behov av prishöjningar som kan realiseras vid starkare efterfrågan**. Att företagen i enkätsvar är ganska nöjda med lönsamheten talar dock emot en ULC-driven marginalpress. Att nedväxlingen av svensk produktivitet förstärkts av två kast i IT-sektorn manar också till försiktig tolkning.

Underliggande trender i KPI-korgen kan också belysa frågan. Under åren 1997-2007 steg energipriserna i relativt snabb takt vilket innebar att KPIF kunde nå ett genomsnitt på 1,6 procent trots att kärninflationen bara låg på 1,3 procent. De senaste fem åren har istället energipriserna haft ett negativt bidrag till KPIF, som därmed i snitt legat något under kärninflationen. Framöver kan både energipriser och indirekta skatter ge små positiva bidrag till KPIF, men **kärninflationen måste nog nå upp till ca 1,7-1,8 procent för att KPIF ska nå 2,0 procent**.

Olika KPI-mått och valda undergrupper

Genomsnittlig årlig ökningstakt

	1997-2016	1997-2007	2012-2016
KPIF	1,5	1,6	0,9
Kärn-KPIF	1,2	1,3	1,0
Energi	3,0	5,0	-1,5
Mat	1,6	0,9	1,5
Alkohol och tobak	2,2	1,9	2,6

Källa: SCB

Riksbankens tålamod nära vägs ände?

Att Riksbanken lägger på ytterligare stimulanser som svar på låga löneavtal innebär att man fortsätter sätta sin tillit till att cykliska inflationskrafter ska växa sig så starka att målet ska nås på något års sikt. Det är inte orimligt att så kan bli fallet. Att vår egen KPIF-prognos bara ligger 3-4 tiondelar från målet på lite sikt antyder att marginalerna är små. En tydligare lönerespons när bristtalen fortsätter upp kan inte heller uteslutas. Men har vi rätt i vår analys att omvärldsmiljö och låga avtal ger löneökningar som är för låga för att på sikt vara förenliga med målet **riskerar man att man gång på gång få senarelägga räntehöjningarna**. Frågan är hur länge det kan pågå utan allvarliga följder för trovärdighet och ekonomisk stabilitet.

En fråga är om inte Riksbankens samspel med arbetsmarknadens parter nu behöver ses över. Sedan inflationsmålet infördes i mitten på 1990-talet har vi sett en dragkamp om det är omvärldens löneökningar eller Riksbankens inflationsmål som ska utgöra ankare för avtalen. KI och den akademiska huvudfåran har argumenterat för att inflationsmålet ska gälla, medan t ex Medlingsinstitutet och industrins parter har förespråkat en princip där industrin är löneledande och därtill följer omvärldens utveckling. Den senare ordningen verkar nu dominera, vilket främst motiveras med svensk ekonomisk utlandsberoende samt att man inte kan lita på att växelkursrörelser i efterhand kan rätta till avvikelser från omvärlden. Men om parterna nu i hög grad agerar som om Sverige vore en del av eurosamarbetet vore det logiskt om **Riksbanken i högre grad kunde förlika sig med en inflationstakt i linje med eurozonens**. Åtminstone borde kostnaden för mindre målavvikelser ha minskat när 3-åriga avtal finns på plats och man inte riskerar att kasta grus i avtalsmaskineriet. Att bara gå tillbaka till det synsätt som Riksbanken hade innan om-läggningen sommaren 2014 skulle öka frihetsgraderna. Och med inflationsförväntningar återförda till högre nivåer är det viktigaste argumentet för om-läggningen redan eliminerat.

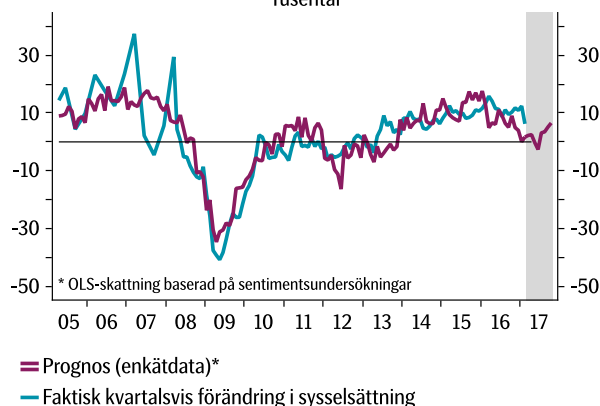
Stramare kreditvillkor slår mot arbetsmarknaden

- **God tillväxt i år trots svagt första halvår**
- **Jobbskapandet dämpas tillfälligt i mer utlandsdriven ekonomi**
- **Kronan förblir stark**

Dansk ekonomi växte med 1,3 procent 2016, något bättre än väntat. Vi väntar oss att uppsvinget fortsätter och prognostiserar **2,0 procents tillväxt i år och 2,4 procent 2018** i takt med att **inhemska motvinder mojar och utländsk efterfrågan tar fart**.

Sedan slutet av 2015 har finanssektorn stramat åt kreditvillkoren för hushåll. Detta har utgjort en betydande men hälsosam dämpande kraft på privat konsumtion, konsumentförtroende, kreditgivning och husmarknad. Fjölårets svaghet kommer troligen att spilla över i **lägre sysselsättningstillväxt under första halvan av 2017** med ett skifte i ekonomin från inhemskt till externt driven tillväxt. Utsikterna för omvärldsefterfrågan ser mycket positiva ut, vilket talar för en bättre utveckling i dansk ekonomi under andra halvåret.

Tillfälligt sysselsättningsbakslag under H1
Tusental



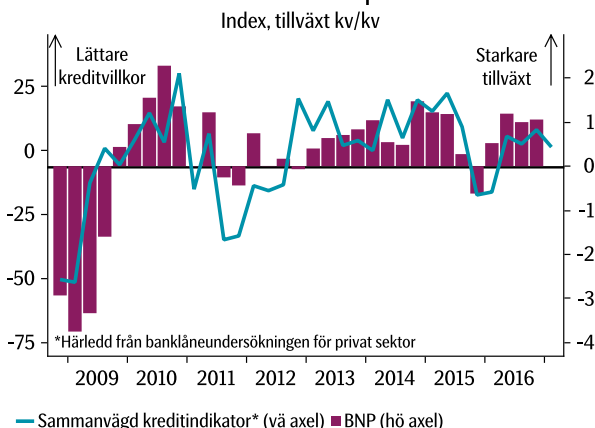
Källa: Statistics Denmark, SEB

Vad gäller första kvartalet utgör utpräglad svaghet i detaljhandeln till följd av ovanligt varmt väder en nedåtrisk för konsumtionen. Allmänt sett skapar långsammare inkomstökningar, stigande inflation och stramare kreditvillkor betydande motvinder för hushållens efterfrågan under 2017. **Privat konsumtion växte med 1,9 procent under 2016 och prognosen för 2017 är 1,5 procent, följt av 2,3 under 2018.**

Med vanliga mått mätt är dansk konkurrenskraft god och utsikterna för Danmarks viktigaste handelspartners har blivit

allt mer gynnsamma. Vi väntar oss därför att **exporten accelererar från en tillväxt på 1,8 procent 2016 till 4,7 procent 2017**. Återhämtningen för exporten i kombination med en svag privat konsumtion tyder på att utrikeshandeln kan ge ett starkt positivt bidrag till BNP i år. Skiftet i tillväxtkrafter framgår tydligt av sentimentsundersökningar för näringslivet. Stämmningsläget i exportdominerade sektorer har förbättrats under de senaste månaderna, medan optimismen inom de mer inhemskt orienterade detaljhandels- och tjänstesektorerna sjunkit.

Strama kreditvillkor dämpar tillväxten



Källa: Statistics Denmark, SEB

Vi ser liten risk för överhettning i ekonomin inom prognosperioden och få varningstecken. Kredittillväxten är dämpad, arbetslösheten hög på 6,5 procent, industrins kapacitetsutnyttjande lågt medan lönerna troligen växer i en svag takt, under 2 procent per år. Dansk inflation väntas vara ungefär i linje med eurozonens. Det negativa bidraget från fallande oljepriser ser ut att vara på väg att mattas och underliggande pristryck tilltar, om än långsamt. Vi väntar oss att **ökningstakten i konsumentpriserna gradvis stiger från 0,0 procent 2016 till 1,4 procent 2018.**

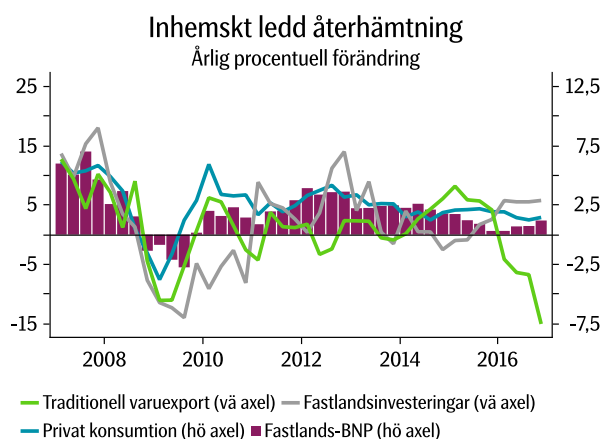
Med små obalanser i inhemsk ekonomi och stark export ligger bytesbalansöverskottet kvar på historiskt höga nivåer, runt 7 procent av BNP. Skillnader i underliggande fundamenta gentemot eurozonen talar för att **kronan förblir under tryck att stärkas**. Apprecieringstrycket kan dock i närtid i någon mån uppvägas av ökad optimism kring eurozonens tillväxutsikter och politik. Detta skulle kunna avspeglats i räntemarknaden där delar av den negativa riskpremien kan komma att prisas bort.

Fremsta risken för prognosen är ändrade omvärldutsikter och starkare än väntad konsumtion och/eller kredittillväxt.

Återhämtningen är på spåret

- Tillväxten i fastlands-BNP tar fart 2017
- Nedåtrisker för inflationen dominerar
- Ingen brådska för Norges Bank att höja

Den norska ekonomin passerade botten i fjol med en tillväxt på bara 0,8 procent i fastlandsekonomin; lägsta sedan finanskrisen. Avmattningen motverkades av stark uppgång i fastlandsekonomin investeringar samt en kraftfull penning- och finanspolitisk respons. Utsikterna framöver är positiva och i stora drag står sig bedömningarna från *Nordic Outlook* februari. Stigande optimism enligt olika sentimentsindikatorer tyder på ett starkt momentum i början av 2017 (BNP för kvartal 1 publiceras 16 maj). Tillväxten får stöd av fortsatt hög investeringsaktivitet i fastlandsekonomin samtidigt som starkare privat konsumtion och en vändning uppåt i traditionell varuexport innebär att återhämtningen breddas. Vår **prognos för fastlands-BNP höjs marginellt till 1,7 procent för 2017** medan **2018-prognosen är oförändrad på 2,0 procent**. Total BNP bör stiga med 1,4 procent under både 2017 och 2018.



Förändrad ekonomisk-politisk mix

Den finanspolitiska regeln, som anger hur stora oljeinkomster som kan spenderas under ett enskilt år, skyddar statsbudgeten från kortsiktiga svängningar i oljepriset och låter därmed de automatiska stabilisatorerna verka, vilket varit en viktig stimulanskraft under den senaste nedgången. Regeln knyter budgetunderskottet exklusive olja till storleken på Statens Pensionsfond Utland (GPFG) genom riktlinjen om att det strukturella underskottet över hela konjunkturcykeln inte får överstiga den förväntade reala avkastningen på fonden, som bedömts till 4 procent. Regeln innebär i sig en expansiv bias men därtill har tillväxten i fonden (och därmed användandet av

oljepengar) varit ännu högre än vad som avsågs när regeln infördes 2001. Regeringen sänkte nyligen antagandet för den reala avkastningen till 3 procent, vilket **minskar det finanspolitiska manöverutrymmet och ger en neutral inriktning på politiken över konjunkturcykeln**. Regeln tillåter fortfarande extraordinära stimulanser i händelse av en allvarlig nedgång i ekonomin. Budgeten för 2017, som lades fram innan regeln hade ändrats, ger ett stimulansbidrag på 0,4 procent av fastlands-BNP, motsvarande 3 procent av fonden (reviderad budget kommer 11 maj). Vi räknar därefter med en neutral finanspolitik under 2018.

Det norska inflationsmålet introducerades parallellt med den finanspoliska regeln 2001. Infasningen av oljeintäkter till fastlandsekonomin bedömdes då komma att leda till ett högre kostnadstryck och försämrad konkurrenskraft. Följaktligen sattes målet på 2,5 procent något högre än i internationell praxis. Eftersom målet kopplats till den finanspolitiska regeln är det **inte orimligt att anta att även inflationsmålet kan komma att revideras ned**. Ett inflationsmål i linje med Norges främsta handelspartners skulle också underlätta omstruktureringen av norsk ekonomi i riktning mot en ökad roll för traditionell export. Finansdepartementet har tillsatt en kommitté med uppdrag att se över Centralbankslagen. Denna ska avge sitt utlåtande senast 30 juni, men större förändringar av målet kommer säkert att annonseras i förväg av regeringen.

Starka investeringar håller upp tillväxten

Det kraftiga fallet i oljesektorns investeringar har tyngt tillväxten sedan 2014, men investeringscykeln är nu på väg att vända. Högre – och mer stabila – oljepriser ger en förbättrad projektekonomi och banar väg för nya investeringsbeslut. Därtill har företagen skrivit upp sina investeringsplaner för 2017. Vi väntar oss nu en **nedgång på 7,0 procent i oljeinvesteringarna 2017 jämfört med -14,7 procent 2016**, medan **prognosen för 2018 ligger kvar på 3,0 procent**.

Vändningen i privata fastlandsinvesteringar har spelat en avgörande roll för den inhemska återhämtningen. Bostadsinvesteringarna ökade med goda 9,9 procent 2016 och stark uppgång i huspriser och påbörjade husbyggen ger stöd för bedömningen om att investeringarna kommer att fortsätta att hålla upp BNP-tillväxten. Bostadsinvesteringarna som andel av BNP är inte alarmerande på dagens 7 procent, men den historiskt höga nivån pekar ändå mot en mer måttlig investeringsaktivitet från 2018. Efter att ha utgjort ett sänke för fastlands-BNP under de senaste tre åren vände näringslivets investeringar upp igen 2016 och årstakten har sedan dess stigit under varje enskilt kvartal med en total uppgång på 2,8 procent från 2015. Återhämtningen har varit bredbaserad över

sektorer. Förbättrad lönsamhet och kraftigt höjda investeringsplaner enligt Konjunkturbarometern tyder på att företagens investeringar ökar ännu snabbare under 2017 och 2018.

Traditionell export en besvikelse

Traditionell varuexport var svag under 2016 och föll med 15 procent fjärde kvartalet. Det är överraskande mot bakgrund av förbättrad konkurrenskraft och lönsamhet. Nedgången är delvis relaterad till utbudsstörningar vilket talar för en återhämtning i början av 2017. Det cykliska uppsving, som är på väg att få fäste bland Norges främsta handelspartners, tyder också på förnyad tillväxt för exporten medan exportorderingen enligt Konjunkturbarometern är tillbaka på mer normala nivåer. Icke-oljeimporten borde också börja återhämta sig vilket innebär att **utrikeshandeln netto ger ett neutralt bidrag till fastlands-BNP under 2017 och 2018.**

Konsumtionen följer realinkomster högre

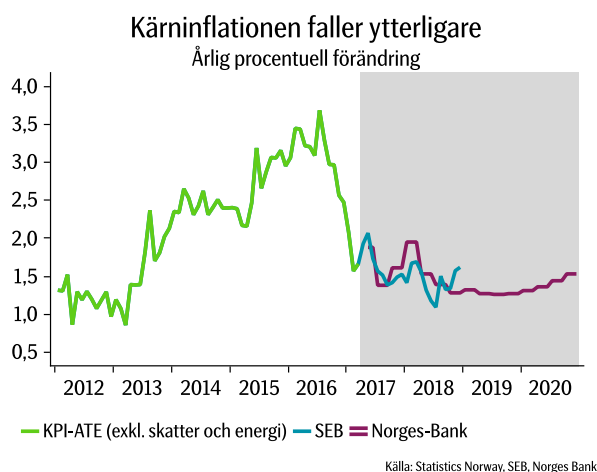
Privat konsumtion har varit svag under det senaste året till följd av stillastående realinkomster. Nominella löneökningar avtog från 2,8 procent 2015 till 1,7 procent i fjol. Nedgången avspeglar sannolikt sammansättningseffekter eftersom neddragningarna i oljesektorn lett till färre personer i välbetalda jobb. Kombinerat med en överraskande hög inflation var reallöneutvecklingen kraftigt negativ under 2016. Hushållens inkomster bör ta sig i år. Förhandlingarna mellan fackförbundet LO och arbetsgivarorganisationen Näringslivets Huvudorganisation NHO vad gäller arbetare i tillverkningsindustrin landade i ett avtal som väntas lyfta lönerna med 2,4 procent i år. Lägre inflation, förbättrad sysselsättningstillväxt och skattesänkningar bidrar framöver till en återhämtning för hushållens reala disponibelinkomster. Därtill ger fortsatt, om än mer måttlig, uppgång i huspriserna stöd för konsumentförtroendet. **Vi väntar oss att privat konsumtion stiger med 2,0 procent 2017 och 2,3 procent 2018.**

Arbetslösheten har passerat toppen

Förhållandena på arbetsmarknaden har förbättrats sedan årsskiftet. Registrerad arbetslöshet har sjunkit något i linje med den vikande trenden för varsel och AKU-arbetslösheten har tagit tillbaka den skarpa uppgången från 2015 och första halvan av 2016. Delar av nedgången speglar ett minskat arbetskraftsdeltagande. Storleken på arbetskraften tenderar att variera med konjunkturcykeln, vilket talar för att nedgången var en försenad reaktion på de senaste årens försämrade tillväxt. När aktiviteten i ekonomin nu åter tar fart väntar vi oss att arbetskraften gradvis normaliseras. Sysselsättningstillväxten enligt AKU visade en liten nedgång under 2016, men höll sig uppe bättre mått enligt nationalräkenskaperna (som inkluderar anställda som inte registreras som bofasta i Norge). Sysselsättningen har varit svagare än vad vi bedömde i *Nordic Outlook* februari, men arbetslösheten har likväl fallit mer än väntat. Förbättrade tillväxtutsikter i fastlandsekonomin väntas öka på jobbtillväxten framöver, i linje med signalerna från Norges Banks regionala nätverksrapport. Vi väntar oss nu en **AKU-arbetslöshet på i genomsnitt 4,3 procent 2017 och 4,2 procent 2018.**

Nedåtrisker för inflationen dominerar

Inflationstakten justerat för energi och skatter (KPI-ATE) började falla snabbt i slutet av förra sommaren och ligger för närvarande två procentenheter under toppen på 3,6 procent i juli ifjol. Delar av nedgången kan förklaras av ett tillfälligt fall i priserna på flygresor, men den främsta drivkraften är lägre varuinflation. Varuinflationen faller när effekterna av tidigare valutaförsvagnig försvinner från tolv månadersjämförelserna. Trots den senaste nedgången stiger priserna på importerade varor fortfarande väsentligt snabbare än det historiska snittet och vi väntar oss att den årliga förändringstakten går ned mot noll i slutet av året. Efter en tillfällig rekyl när flygtaxor normaliseras väntar vi oss att nedåttrenden återtas och att **KPI-ATE vid årets slut ökar i en takt på under 1,5 procent.**



Inhemsk inflation har minskat något under de senaste sex månaderna och historiskt låga löneökningar tyder på att den förblir låg under det kommande året. Trots uppåtpress från högre internationella priser talar det mesta för en dämpad inflation också nästa år och vi väntar oss en **KPI-ATE-inflation på i snitt 1,4 procent 2018**. Nedåtriskerna överväger och är kopplade till ett möjligen ännu snabbare och djupare fall i priserna på importerade varor.

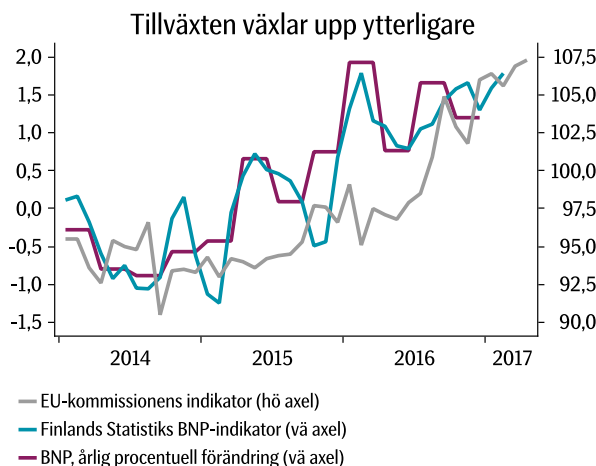
Norges Banks dragkamp

Norges Bank har hållit styrräntan oförändrat på 0,50 procent sedan återhämtningen befästes i början av förra året. Snabbt fallande inflation och markant osäkerhet kring både inflations- och löneutveckling framöver har således inte räckt för att övertyga banken om ytterligare sänkning. Detta skickar en stark signal om att räntesänkningar är långsökta så länge de finansiella obalanserna fortsätter att växa. Därtill är inflationsförväntningarna väl förankrade och den reala ekonomin inne i en återhämtning. Vi upprepar vår tro på att räntan har bottnat. Vår förväntan om att kärninflationen fortsätter att trenda nedåt och ett alltför negativt utbudsgap innebär att Norges Bank inte lär ha någon brådska med att höja räntan och att normaliseringen kommer att ske väldigt gradvis i en historisk jämförelse. Vi prognostiserar en **första höjning i december 2018**. (Se *"Internationell översikt"* vad gäller konsekvenserna för NOK och norska obligationer).

Bredbaserad återhämtning när exporten tar fart

- Indikatorer på flerårshögsta
- Industri och investeringar ger tillväxtkraft
- Hushållen rekordpositiva men konsumtionen växlar ner

Den finska ekonomin överraskade positivt 2016 och läget har ljusnat ytterligare hittills i år. I linje med resten av eurozonen **ligger sentimentsindikatorer nu på högsta nivån på flera år**. Sysselsättningen ökar, investeringarna pekar uppåt när företagens förtroende, produktion och export växlar upp. Samtidigt har investeringskonjunkturen förbättrats, drivet av både bostadsbyggande och företagsinvesteringar. Hushållens humör har förbättrats markant med indikatorer nära historiska toppnivåer, men konsumtionen pressas samtidigt av låga inkomstökningar när inflationen växlat upp. **BNP växer med 1,6 respektive 1,7 procent 2017-2018**, vilket är en något starkare uppgång än vi väntade oss i förra *Nordic Outlook*.



Källa: Finlands Statistik, EU-kommissionen

Indikatorer ligger överlag på flerårshögsta och **signalerar en bredbaserad uppväxling i ekonomisk aktivitet**. Även om utsikterna har förbättrats tror vi dock att uppgången delvis speglar en allmän lättnad efter att perioden av återkommande recessioner är över. Efter fyra år med fallande industriproduktion ökade produktionen svagt 2016. Enligt företagsbarometrar har orderböckerna förbättrats tydligt senaste halvåret, vilket också syns i bättre produktionssiffror och utsikterna för 2017 är goda. Inledningen av 2017 pekar också på en mer tydlig exportuppgång, även om de volatila månadssiffrorna måste tolkas försiktigt. Framför allt tjänsteexporten har växlat upp, men varuexporten väntas följa efter och visa en tydligare uppgång 2017-2018. Konkurrenskraften förbättras sakta bl a

genom överenskommelser mellan fack, arbetsgivare och stat. Dessa innebär att regeringen erbjuder lägre löneskatter som kompensation för låga löneavtal och överflyttning av arbetsgivaravgifter från företag till anställd. Även importen har växlat upp i spåren av högre inhemsk efterfrågan vilket gör att bytesbalansunderskottet ligger kvar på ca 1 procent av BNP, i stort samma nivå som 2016. Sammantaget väntas industriproduktionen öka med 2,5 procent medan **exportuppgången växlar upp till knappt 3,5 procent per år 2017-2018**.

Investeringarna vände upp förra året efter flera svaga år; nivån ligger fortfarande ca 10 procent lägre än före krisen. Bostadsinvesteringar drivs av utbudsunderskott, främst i de större städerna samt av låga räntor. Stigande kapacitetsutnyttjande och ökad orderingång hos företagen bidrar också till ökande investeringar i näringslivet på bredare front framöver. Totalt ökar **investeringarna med 3,0-3,5 procent 2017-2018**, men det finns en upptrisk kopplad till om företagens goda framtidsutsikter infrias i större omfattning än väntat.

Arbetsmarknaden förbättras men arbetslöshetsnedgången har varit långsammare än väntat senaste månaderna. I mars låg arbetslösheten för åttonde månaden i rad (!) på 8,7 procent. Sysselsättningen ökade med ca 0,5 under första kvartalet 2017 jämfört med för ett år sedan. Att nivån endast ligger ca 0,5 procent högre än genomsnittet sedan 2000, indikerar trots allt att mängden lediga resurser på arbetsmarknaden inte är så stor. Framöver förutser vi en långsam **nedgång i arbetslöshet till drygt 8 procent i slutet av 2018**.

Hushållen är på rekordgott humör enligt EU-kommissionens barometer, men konsumtionen växlar trots det ned. Trots ökande sysselsättningen och svagt ökande bostadspriserna begränsas konsumtionsutrymmet av låga löneökningar. Samtidigt har inflationen växlat upp, även om uppgången (till 0,9 procent i mars) inte varit och inte kommer att bli lika stor som genomsnittet för eurozonen. För att upprätthålla konsumtionen har hushållen dragit ned på sitt sparande och sparkvoten har redan fallit från strax under 9 procent första decenniet av 2000-talet till strax över 6 procent förra året. **Hushållens konsumtionsökning stannar därmed på ca 1,5 procent per år 2017-2018**.

Det offentligfinansiella läget är fortsatt pressat men har förbättrats mer än väntat. Besparingar fortsätter att hålla tillbaka efterfrågan men den bättre konjunkturen kommer att minska behovet av ytterligare besparingar. **Underskottet faller mot 1,5 procent av BNP 2018** och skuldkvoten stiger samtidigt svagt.

Ekonomi växlar upp men utflyttningen fortsätter

- **Exporten trycker upp tillväxten**
- **Stigande inflationsförväntningar**
- **Statsbudgeten visar styrka**

Enligt flera indikatorer spiller den goda BNP-tillväxten i slutet av 2016 över på 2017. Det generella sentimentet bland hushåll och företag är dock relativt dämpat och emigrationen fortsätter att tillta samtidigt som inflationen stiger. Trots detta reviderar vi upp **BNP-prognosen för 2017 från 2,5 till 3,2 procent**, framför allt beroende på högre export. Därtill bidrar offentliga utgifter till att stimulera tillväxttakten. Samtidigt reviderar vi ner prognosen för hushållens konsumtion från 5,6 procent till 4,2 procent 2017 och till 4,0 procent 2018. Lägre reallönetillväxt och minskande antal konsumenter verkar dämpande.

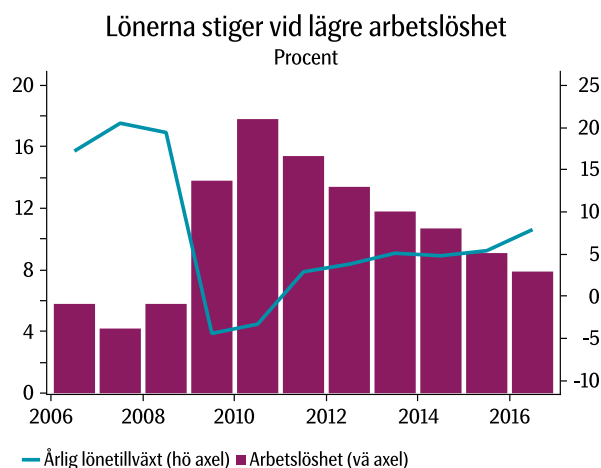
Arbetslösheten fortsätter falla och brist på utbildad arbetskraft är på väg att bli ett stort problem i en del regioner. Accelererande inflation och lönetillväxt indikerar att arbetslöshetsnivån är nära jämvikt. Den förbättrade tillväxten driver ner **arbetslösheten till 7,5 procent 2017 och 7,2 procent 2018**.

Genomsnittliga löner ökade med hela 8,7 procent på årsbasis sista kvartalet 2016. Löneökningar kommer att sakta in något år, men lär hamna över 6 procent. Lönenivån i Litauen är EU:s tredje lägsta och man har halkat efter övriga baltiska länder i de senaste årens uppgång. Den upphämtning vi nu ser är därför naturlig och förväntad. Löneökningarna är högre i det privata näringslivet som genom snabb uppgång i produktivitet kan klara av den bättre än offentlig sektor. Andelen **offentlig anställda är för stor samtidigt som vissa grupper som lärare är underbetalda**. För att lösa detta problem krävs radikala reformer som tidigare regeringar haft mycket svårt för att genomföra.

Vår bedömning är att företagets maskininvesteringar fortsätter att öka drivet av stark exportefterfrågan och låga räntor. Att industribarometrar förbättrats de senaste månaderna ger kortsiktigt stöd för prognosen. Vi väntar oss att **exporten ökar med 3,7 procent 2017**, framför allt inom mat, plaster, stål och elektronik, och 2018 ökar exporten med 5 procent.

Inflationen har under första kvartalet 2017 ökat till drygt 3 procent drivet av högre priser på olja, mat, alkohol och tjänster. Den stora höjningen av punktskatt på alkohol i mars lyfte inflationstakten med nära en procentenhet. Även inflationsförväntningarna har stigit. **Inflationsprognosen**

revideras upp från 2,5 till 3,3 procent i år och från 2,4 till 2,8 procent år 2018.



Källa: Statistics Lithuania

Högre inflation ökar incitamenten att handla billigare varor i södra grannlandet Polen. Där är priserna på mat lägre, trots att genomsnittliga löner ligger på en högre nivå. Lägre moms, mer stöd till jordbruksproducenter och högre konkurrens i detaljhandeln ger Polen konkurrensfördelar. Även om inköp i Polen bara utgör en liten del av den totala litauiska detaljhandeln så är effekten kännbar för inhemska detaljhandelsföretag.

Den offentliga sektorn presenterade för första gången någonsin ett budgetöverskott (0,3 procent av BNP) 2016. Hittills i år har offentliga sektorns inkomster varit 3,4 procent starkare än regeringens prognos. Bättre tillväxt, högre inflation och implementering av ett nytt skatteadministrativt system har alla gett positiva effekter på inkomsterna. Den nya regeringen har ännu inte presenterat sina planer för en skattereform, men den kommer att behöva agera för att inte tappa mark mot Estland och Lettland som ligger närmre att komma i mål med mer ambitiösa reformer. Regeringens budget för 2017 kommer att visa ett mindre underskott, 0,5 procent av BNP, på grund av implementeringen av en ny social modell. Nästa år väntar vi oss att budgeten åter är i balans.

Stark världsekonomi lyfter tillväxtutsikten

- **Skattereform ökar konkurrenskraft och tillväxtpotential**
- **Inflationen stiger mer än i eurozonen**

Trots en viss återhämtning i slutet av året dämpades BNP-tillväxten som årsgenomsnitt från 2,7 procent 2015 till 2,0 procent 2016. Privat och offentlig konsumtion utgjorde motorerna och steg med 3,5 respektive 2,7 procent, medan investeringarna föll med 11,7 procent. Trots stark motvind ökade exporten och bidrog positivt till BNP.

Utsiktarna för den Lettiska ekonomin de kommande åren ser goda ut. Tillväxten i euroområdet är på bättringsvägen och strukturstöd från EU har åter börjat strömma in igen. Detta kommer att leda till en återhämtning i investeringar och byggande därmed ge ekonomin en skjuts på bred front. Vi väntar oss en uppgång i inhemsk konsumtion, en utveckling som redan kan skönjas i detaljhandeln som ökade med 2,5 procent under årets två första månader. Tjänstesektorn kommer också att präglas av gradvis återhämtning framför allt av fastighetssektorn och hotell- och restaurangbranschen. Osäkerheten i transportsektorn kvarstår dock. De största hoten för Lettlands ekonomi härstammar från politiska risker i EU, samt globala geopolitiska spänningar. **Vi förväntar oss att BNP växer med 3,5 procent både 2017 och 2018.**

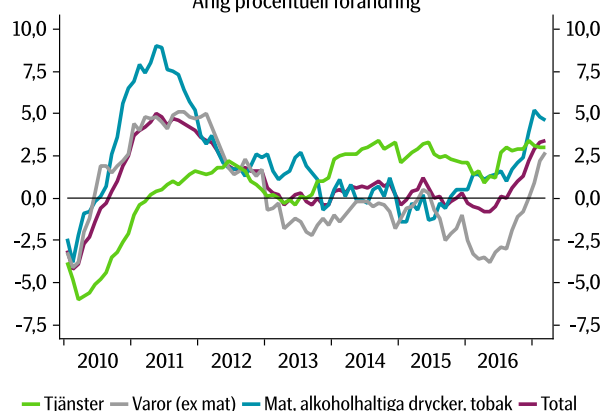
Tillverkningsindustrin utgör en ljuspunkt och ökade med 6,6 procent i årstakt de första två månaderna 2017. Industriproduktionen väntas växa med 5,0 procent som helårsgenomsnitt 2017, driven av såväl ökad export som inhemsk efterfrågan. Ökade investeringar är dock en förutsättning för att kunna upprätthålla en så hög expansionstakt. Exportstatistik kan vara volatil, men den 9,5 procentiga uppgången i årstakt i början på året indikerar en hållbar positiv trend som vi tror kommer lyfta exporten med 6 procent 2017. **En så stark utveckling i den viktiga exportsektorn skapar goda förutsättningar för en återhämtning också av inhemsk konsumtion.**

Lönertillväxten föll till 5,0 procent 2016 från 6,8 procent 2015. Trycket på högre löner är fortsatt mycket starkt, speciellt i offentlig sektor som sedan styr förväntningar också i den privata. Minimilönerna ser ut att höjas, men då produktiviten är fortsatt låg kommer företagen fokusera på att kostnadskontroll och hålla igen löneökningarna till 5,5 procent i år och nästa år. Stagnationen på arbetsmarknaden förra året var väntad. Arbetslösheten föll något till 9,3 procent 2016, men är fortsatt den högsta i Baltikum. Arbetsmarknaden stärks gradvis framöver även om företagen förblir försiktiga i sin rekrytering.

Arbetslösheten på nationell nivå förblir hög, men regionala skillnader är påtagliga. Utflyttningen av arbetskraft kommer att fortgå, speciellt bland yngre och skyndar tillsammans med låga födelsetal på föråldringen av befolkningen. En äldre arbetskraft minskar flexibiliteten på arbetsmarknaden och kan snart bli ett stort hinder för ekonomin. Sammantaget tror vi att **arbetslösheten sjunker till 8,9 resp. 8,2 procent 2017 och 2018.**

Inflationen steg till 3,4 procent i årstakt i mars 2017, vilket är den högsta nivån sedan 2012. De största bidragen kom från livsmedel- och energipriserna, samt boendekostnader. Inflationen ser ut att plana ut de närmsta månaderna, men accelerera igen i hösten främst på grund av att priserna i tjänstesektorn troligen ökar. Den huvudsakliga trenden kommer dock att styras av livsmedels- och energipriser. Sammantaget förväntar oss en **inflationstakt på 3,0 procent i år och 2,0 procent 2018.**

Inflationen har stigit men kommer stabiliseras
Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Latvia

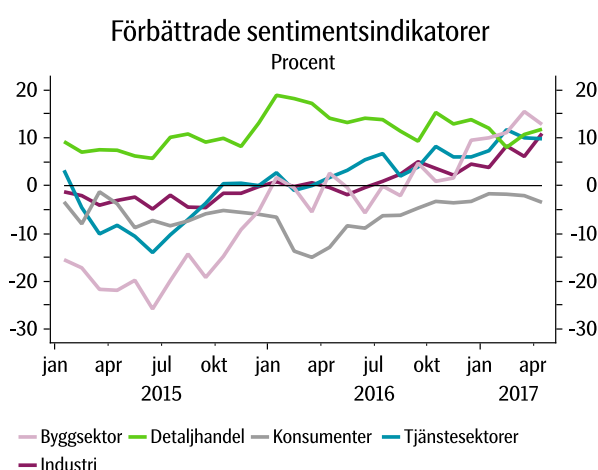
Finansdepartementet har slutligen aviserat en genomgripande reform av skattesystemet, som man planerar sjösätta redan 2018. Syftet är att stärka konkurrenskraften och att lyfta tillväxtpotentialen i ekonomin. De viktigaste initiativen siktar mot att minska skattekillen på arbete och att stimulera investeringar. Ett förslag syftar till att sänka inkomstskatten till 20 från 23 procent. Minimilönen skall höjas till 430 euro per månad. Skatten på kapitalvinster och på aktieutdelningar planeras bli 20 procent, medan skatten på återinvesterad vinst tas bort. Momsen är tänkt att ligga kvar på 21 procent, men då reformerna ser ut att leda till ett intäktsbortfall på cirka 450 miljoner euro är en höjning ändå trolig. EU-kommissionen kommer inte acceptera en så stor avvikelse från budgetmålen som nuvarande förslag innebär. Att höjningar av indirekta skatter är sannolika utgör i sin tur en uppåtrisk för inflationsprognosen 2018.

Kortsiktigt BNP-uppsving men frågetecken på lång sikt

- **Stärkt export driver tillväxten**
- **Mer expansiv finanspolitik väntas**

Efter **sju kvartal i rad med svag tillväxt** ökade BNP med 2,7 procent i årstakt fjärde kvartalet i fjol. Det är exakt två år sedan en så hög tillväxttakt noterades. Tillväxten fick extra skjuts av en kraftig ökning av förädlingsvärdet i IT-sektorn men också från detalj- och grossisthandel. Vi är dock fortsatt försiktiga och håller fast vid vår prognos att **BNP ökar med 2,2 procent 2017 och med 3,1 procent 2018**.

Privat konsumtion har varit en viktig drivkraft för tillväxten de senaste åren men kommer att bromsa in 2017. Även om nominella löner fortfarande ökar snabbt blir den reala löneökningen betydligt långsammare på grund av **accelererande inflation**. HIKP-inflationen ökade med 3,1 procent första kvartalet 2017. Förutom stigande energipriser bidrar även höjda punktskatter samt snabbt stigande matpriser till högre inflation. Vi har reviderat upp **HIKP-prognosen till 3,2 procent 2017**. Eftersom hushållen endast med viss fördröjning anpassar sig till högre inflation väntas privat konsumtion öka med starka 3 procent i år. **Med början nästa år höjs den skattebefriade inkomstnivån rejält** från 180 euro till 500 euro vilket bidrar till att privat konsumtion bedöms skjuta fart ytterligare och öka med 4 procent 2018.



Källa: EU-kommissionen

Företagsförtroendet har stärkts inom tjänster, industri och byggsektor men i detaljhandeln verkar humöret påverkat negativt de senaste månaderna av den stigande inflationen. Hushållen ser dock inte ut att ha påverkats nämnvärt av stigande priser då konsumentförtroendet är fortsatt starkt. Mycket av hushållens optimism kan förklaras av förväntningar

om minskad arbetslöshet. År 2016 var deltagandegraden i åldersgruppen 15-74 år 65,6 procent vilket är den högsta uppmätta nivån. Samtidigt stiger dock arbetslösheten drivet av en ambitiös reform som avser att få personer med nedsatt arbetsförmåga i arbete. Brist på lämpliga jobb gör dock att de flesta hamnar i arbetslöshet. Drivet av reformen **väntas arbetslösheten nå 7,5 procent 2017 och 8,0 procent 2018**.

Investeringarna har fallit sedan 2013 men **väntas återhämta sig rejält i år**. I en liten ekonomi kan enskilda händelser få ett kraftigt genomslag på statistiken. Tack vare köpet av ett stort kryssningsfartyg väntas investeringarna öka med mer än 9 procent 2017. Detta säger dock lite om den underliggande utvecklingen för ekonomin som helhet. Om transportutrustning exkluderas visar importen av kapitalvaror, som fungerar som en proxy för investeringar, ett fall på 10 procent de första två månaderna 2017 mätt i årstakt.

Exporten stärktes rejält i januari och februari och ökade med tvåsiffriga tal. Drivkrafterna är främst en återhämtning i exporten av skifferolja och metallvaror medan försäljningen av trävaror är fortsatt stark. Tack vare goda utsikter för Estlands viktigaste exportmarknader är vår bedömning att exporten ökar med starka 3,8 procent 2017 och med 4,0 procent 2018.

Den nya regeringen som tillträdde i november 2016 ska snabbt **införa nya skatter** för att kompensera för förlorade intäkter till följd av höjningen av den skattebefriade inkomstnivån. Höjda punktskatter och en ny bolagsskatt är viktiga ingredienser i detta. Dessutom tillkommer en minskning av beskattningen av företagens utdelningar för att stimulera utbetalningar. Intäkterna från dessa förändringar blir dock små och budgetunderskottet väntas öka till 0,5 procent av BNP.

Även om ekonomin förbättras på kort sikt är de **långsiktiga utsikterna betydligt svagare**. Nyckelfrågan är vad som ska driva tillväxten. De flesta långsiktiga prognoser pekar på årlig BNP-tillväxt runt 3 procent per år. Detta innebär att det skulle ta mer än en generation att nå upp till de nordiska ekonomiernas nivå. Den blomstrande IT-sektorn har varit den viktigaste drivkraften för BNP de senaste åren men samtidigt rör sig tillverkningsindustrin endast långsamt upp för värdekedjan, då sektorn domineras av traditionella industrier och företag. För att nå snabbare tillväxt krävs att existerande företag blir mer ambitiösa och riskvilliga men även att det tillkommer nya företag med ett högt förädlingsvärde. Samtidigt som regeringen försöker stimulera den kortsiktiga tillväxten är satsningarna mer blygsamma när det gäller områden som skulle kunna främja den långsiktiga tillväxten t ex forskning och utveckling samt högre utbildning.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

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

USA

Årlig procentuell förändring

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

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2015	2016	2017	2018
BNP	10 461	2,0	1,8	2,0	2,0
Privat konsumtion	5 743	1,8	2,0	1,6	1,7
Offentlig konsumtion	2 165	1,3	1,9	1,3	1,0
Bruttoinvesteringar	2 066	3,2	3,7	4,3	4,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)	0	-0,1	-0,1	0,1	0,0
Export	4 832	6,5	2,9	3,7	4,4
Import	4 358	6,5	4,0	4,3	4,7
Arbetslöshet (%)		10,9	10,0	9,3	9,0
KPI		0,0	1,8	1,5	1,1
Hushållens sparkvot (%)		6,0	6,2	6,3	6,2

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

	2015	2016	2017	2018
BNP				
Storbritannien	2,2	1,8	1,4	0,9
Japan	1,2	1,0	0,8	0,5
Tyskland	1,7	1,9	2,0	1,9
Frankrike	1,3	1,2	1,4	1,4
Italien	0,8	0,9	1,0	1,2
Kina	6,9	6,7	6,7	6,3
Indien	7,3	7,5	7,7	8,0
Brasilien	-3,8	-3,6	0,7	2,0
Ryssland	-2,8	-0,2	1,1	1,5
Polen	3,6	2,8	3,2	3,4
Inflation				
Storbritannien	0,1	0,4	2,5	2,5
Japan	0,8	-0,1	0,6	0,6
Tyskland	0,2	0,8	1,9	2,0
Frankrike	0,3	0,8	0,7	0,7
Italien	0,1	-0,1	0,7	0,7
Kina	1,4	2,2	2,3	2,5
Indien	4,9	5,0	4,4	5,2
Brasilien	9,0	8,8	4,2	4,8
Ryssland	15,6	7,1	4,3	4,2
Polen	-0,9	-0,6	2,1	2,2
Unemployment (%)				
Storbritannien	5,4	4,9	4,9	5,2
Japan	3,4	3,1	2,9	2,8
Tyskland	4,6	4,1	4,1	4,2
Frankrike	10,2	10,1	9,6	9,5
Italien	11,9	11,7	12,0	12,0

FINANSIELLA PROGNOSE

Officiella räntor		03-Maj	Sep-17	Dec-17	Jun-18	Dec-18
USA	Fed funds	1,00	1,25	1,50	1,75	2,25
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Storbritannien	Repo rate	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Obligationsräntor						
USA	10 år	2,31	2,50	2,65	2,80	3,00
Japan	10 år	0,02	0,10	0,10	0,10	0,10
Tyskland	10 år	0,33	0,50	0,60	0,85	1,15
Storbritannien	10 år	1,15	1,30	1,40	1,75	2,05
Växelkurser						
USD/JPY		112	118	120	122	124
EUR/USD		1,09	1,10	1,10	1,12	1,14
EUR/JPY		123	130	132	137	141
EUR/GBP		0,85	0,90	0,90	0,89	0,88
GBP/USD		1,29	1,22	1,22	1,26	1,30

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr SEK	2015	2016	2017	2018
BNP	4 181	4,1	3,3	3,1	2,6
BNP, dagkorrigerat		3,9	3,1	3,4	2,7
Privat konsumtion	1 884	2,7	2,2	2,4	2,5
Offentlig konsumtion	1 086	2,5	3,1	2,5	1,0
Bruttoinvesteringar	989	7,0	5,9	7,7	4,7
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)	23	0,3	0,1	0,0	0,0
Export	1 906	5,6	3,4	5,8	3,9
Import	1 708	5,5	3,7	7,6	4,0
Arbetslöshet (%)		7,4	6,9	6,4	6,1
Sysselsättning		1,4	1,5	2,2	1,4
Industriproduktion		3,3	2,7	3,7	3,0
KPI		0,0	1,0	1,6	1,6
KPIF		0,9	1,4	1,7	1,6
Timlöneökningar		2,5	2,4	2,7	3,1
Hushållens sparkvot (%)		16,2	16,5	16,4	15,8
Real disponibel inkomst		2,4	3,0	3,2	2,1
Bytesbalans, % av BNP		4,7	4,7	4,3	3,8
Statligt lånebehov, mdr SEK		33	-85	-26	-26
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,3	0,9	0,6	0,6
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		43,9	41,6	39,7	37,7

FINANSIELLA PROGNOSE

	03-Maj	Sep-17	Dec-17	Jun-18	Dec-18
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	-0,48	-0,50	-0,55	-0,20	-0,05
10-års ränta	0,57	0,65	0,80	1,15	1,45
10-års räntedifferens mot Tyskland	24	15	20	30	30
USD/SEK	8,82	8,59	8,45	8,08	7,85
EUR/SEK	9,62	9,45	9,30	9,05	8,95
KIX	114,0	111,1	109,3	106,2	104,9

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2015	2016	2017	2018
BNP	218	0,3	1,4	1,6	1,7
Privat konsumtion	119	1,5	2,0	1,5	1,5
Offentlig konsumtion	52	0,1	0,5	0,0	0,0
Bruttoinvesteringar	46	1,1	5,2	3,0	3,5
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		-0,3	-0,1	0,1	0,0
Exports	76	2,0	0,5	3,2	3,4
Imports	78	3,1	2,5	3,0	3,1
Arbetslöshet (%)		9,3	8,9	8,6	8,3
KPI, harmoniserat		0,0	0,4	1,5	1,5
Timlöneökningar		1,5	1,5	1,7	1,7
Bytesbalans, % av BNP		-0,6	-1,1	-0,9	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,7	-1,9	-1,7	-1,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		63,7	63,6	63,2	63,0

NORGE

Årlig procentuell förändring

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

FINANSIELLA PROGNOSE

	03-Maj	Sep-17	Dec-17	Jun-18	Dec-18
Folioränta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
10-års ränta	1,57	1,60	1,65	1,75	2,05
10-års räntedifferens mot Tyskland	124	110	105	90	90
USD/NOK	8,62	8,18	8,00	7,68	7,46
EUR/NOK	9,41	9,00	8,80	8,60	8,50

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr DKK	2015	2016	2017	2018
BNP	2 061	1,6	1,3	2,0	2,4
Privat konsumtion	985	2,0	1,9	1,5	2,3
Offentlig konsumtion	526	0,6	-0,1	0,5	0,7
Bruttoinvesteringar	1 094	2,5	5,2	2,6	2,9
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		-0,3	-0,4	-0,1	0,0
Export	1 094	1,8	1,8	4,7	3,6
Import	953	1,3	2,4	3,9	3,2
Arbetslöshet, harmoniserat (%)	6,2	6,5	6,4	6,1	5,8
KPI, harmoniserat	0,2	0,0	1,1	1,4	1,4
Timplöneökningar	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9
Bytesbalans, % av BNP	7,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP	-1,7	-0,6	-1,6	-1,1	-1,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	40,2	40,4	40,8	40,5	40,5

FINANSIELLA PROGNOSE

	03-Maj	Sep-17	Dec-17	Jun-18	Dec-18
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
10-års ränta	0,49	0,65	0,75	1,00	1,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	16	15	15	15	15
USD/DKK	6,82	6,76	6,76	6,64	6,53
EUR/DKK	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44

LITAUEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2015	2016	2017	2018
BNP	39	1,8	2,2	3,2	3,0
Privat konsumtion	25	4,1	5,6	4,2	4,0
Offentlig konsumtion	7	0,9	1,3	1,5	1,3
Bruttoinvesteringar	7	4,7	-0,5	5,0	6,0
Export	29	-0,4	2,9	3,7	5,0
Import	28	6,2	2,6	5,7	6,1
Arbetslöshet (%)		9,1	7,9	7,5	7,2
KPI		-0,7	0,7	3,3	2,8

LETTLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2015	2016	2017	2018
BNP	25	2,7	2,0	3,5	3,5
Privat konsumtion	15	3,7	3,5	3,9	4,2
Offentlig konsumtion	4	3,1	2,7	2,9	2,9
Bruttoinvesteringar	5	-1,8	-11,7	6,8	8,5
Export	15	2,6	2,8	4,5	5,0
Import	14	2,1	4,6	5,1	5,5
Arbetslöshet (%)		9,9	9,6	8,9	8,1
KPI		0,2	0,1	3,0	2,0

ESTLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2015	2016	2017	2018
BNP	21	1,4	1,6	2,2	3,1
Privat konsumtion	11	4,6	4,0	3,0	4,0
Offentlig konsumtion	4	3,4	1,0	2,5	1,8
Bruttoinvesteringar	5	-3,4	-2,8	9,2	-0,2
Export	17	-0,6	3,6	3,8	4,0
Import	16	-1,4	4,9	5,8	2,8
Arbetslöshet (%)		6,2	6,8	7,5	8,0
KPI		0,1	0,8	3,2	2,7

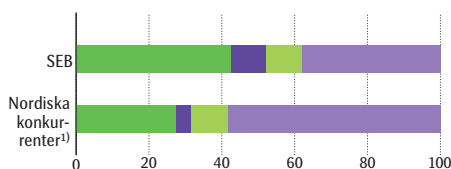
Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter från källor som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara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

Genom att uppfylla krav och förväntningar från kunder, aktieägare, anställda och samhället i stort...

SEB är den ledande företagsbanken i Norden



Andel i procent av totala intäkter 2016	SEB	Nordiska konkurrenter
Stora företag och institutioner	42	27
Livförsäkring (fondförsäkr.)	10	4
Kapitalförvaltning	10	10
Kontorsrörelsen	38	59

1) Fördelning av intäkter för Swedbank, SHB, Nordea, Danske Bank och DNB. Enbart affärsområden (indikativt).

Vad vi gör

SEB tar aktiv del i utvecklingen av de samhällen där banken är verksam, genom att bygga goda kundrelationer. I Sverige och Baltikum erbjuder vi finansiell rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge och Tyskland har vår verksamhet ett starkt fokus på fullserviceerbjudanden till företagskunder och institutioner.

...via vår affärsmodell...



...omfattande tjänster...

- Inom områden som:
- Affärsbankstjänster
 - Investment banking
 - Rådgivning
 - Långsiktigt sparande
 - Livförsäkring
 - Betalningar
 - Finansiering

...och olika kanaler...

219
kontor i Sverige och Baltikum

2,4
transaktioner online per
halkund och vecka

3,0
mobilbankstransaktioner per
halkund och vecka

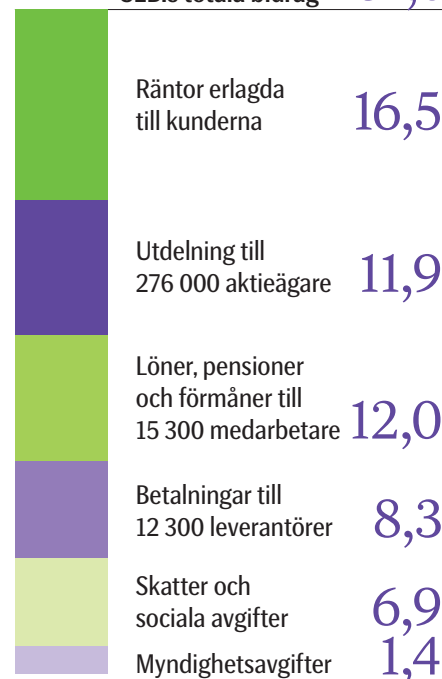
20
internationella kontor

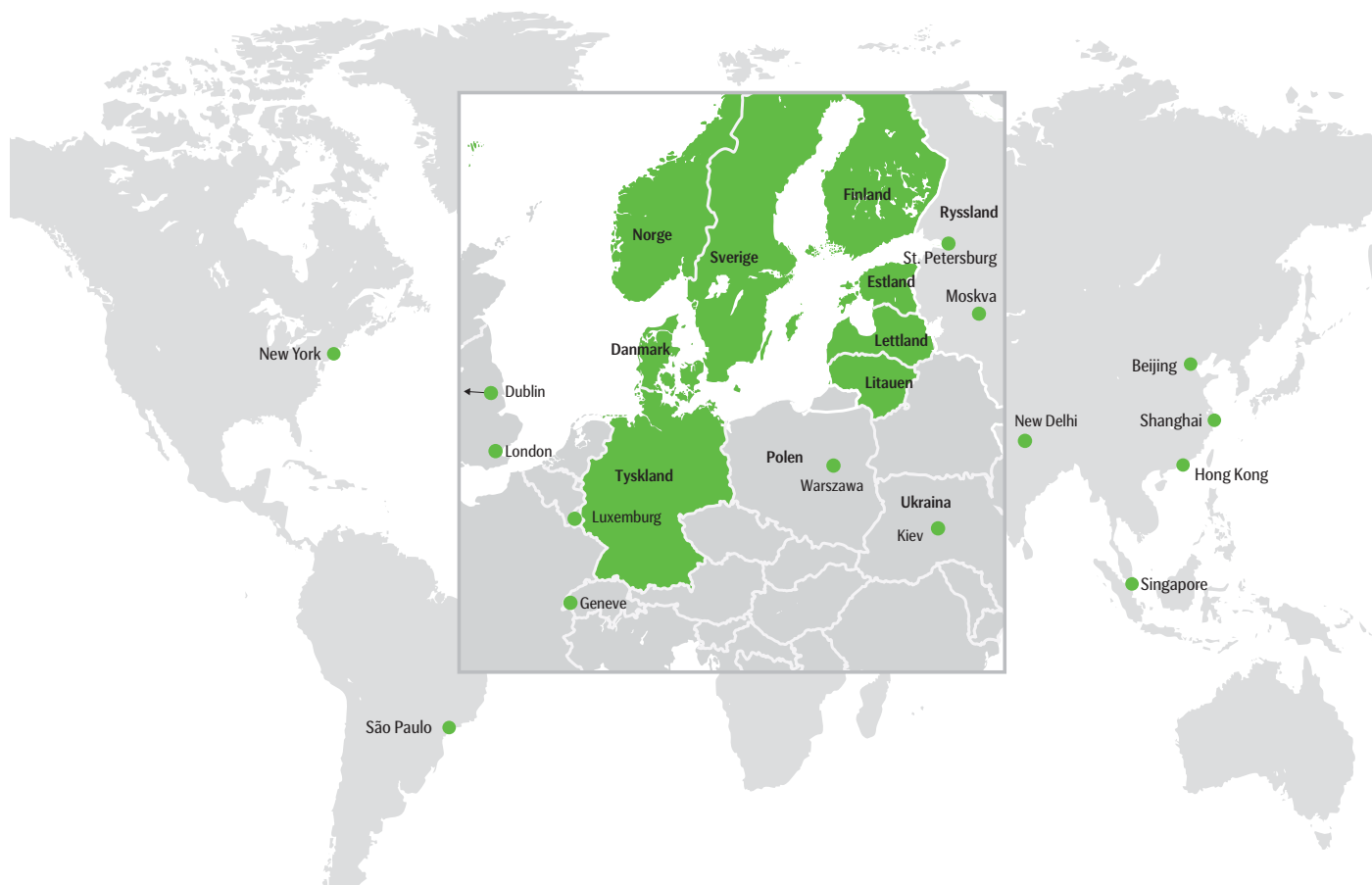
24/7
telefonbankservice

200
kundansvariga för stora företag
och institutioner

...skapar vi värde

SEB:s totala bidrag **57,0** mdr kr





SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 31 mars 2017 uppgick koncernens balansomslutning till 2 927 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 800 miljarder kronor. Koncernen har cirka 15 000 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.