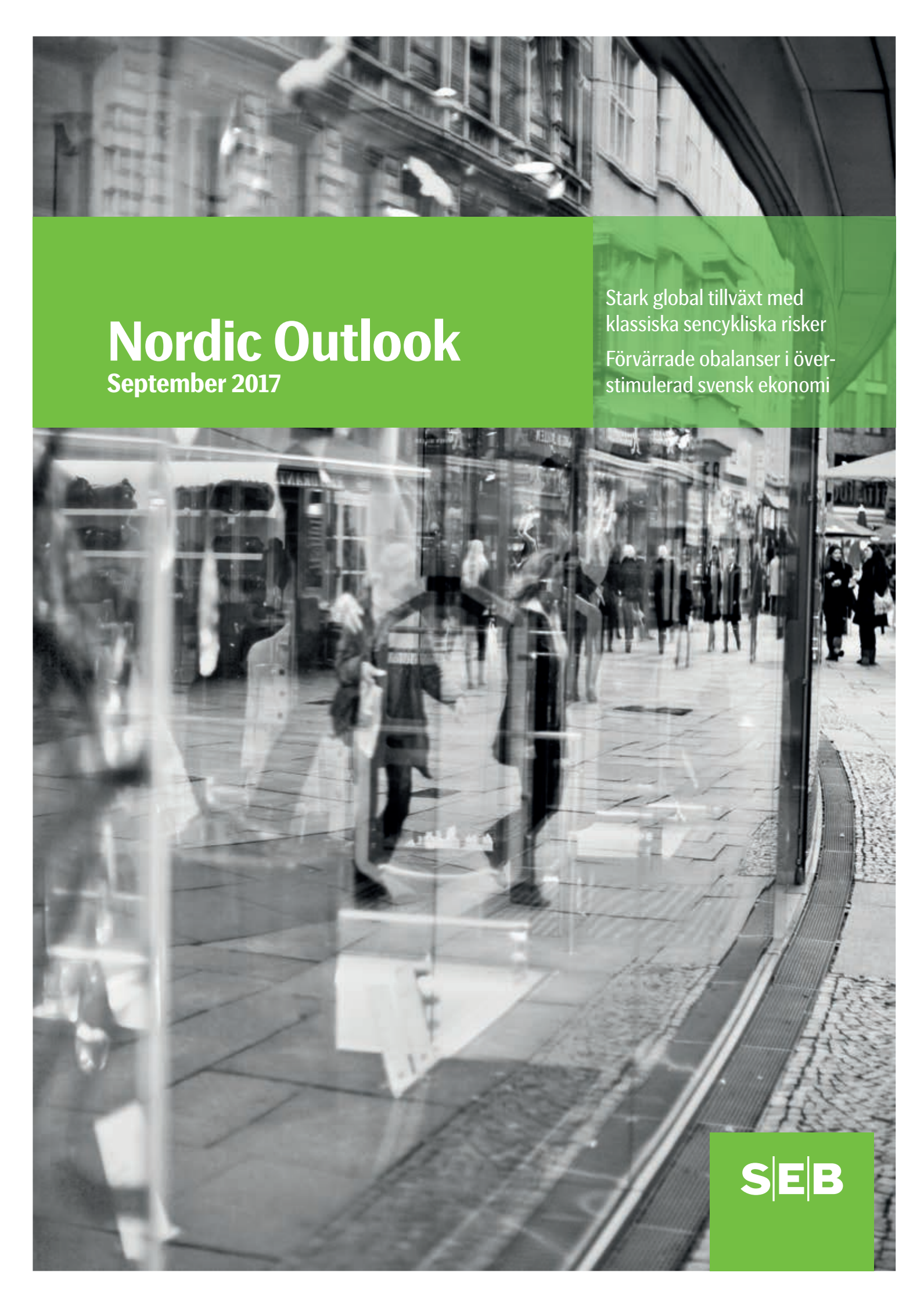


A black and white photograph of a city street, likely in a European city, showing a wide sidewalk, a street with a tram, and buildings in the background. A green overlay covers the top half of the image, containing text. The bottom right corner features a green square with the SEB logo.

Nordic Outlook

September 2017

Stark global tillväxt med
klassiska sencykliska risker

Förvärrade obalanser i över-
stimulerad svensk ekonomi

SEB

Internationell översikt	5
Tema: Skarpt testläge för Phillipskurvan	14
Tema: Sprängfylld "bålskål" – festen fortsätter	16
USA	18
Tema: Världen mår bättre av en svagare dollar	21
Japan	23
BRIC	24
Eurozonen	27
Storbritannien	30
Sverige	31
Tema: Nya mätmetoder underskattar offentlig konsumtion	36
Danmark	38
Norge	39
Tema: Det norska valet	41
Finland	42
Litauen	43
Lettland	44
Estland	45
Nyckeldata	46

Fördjupningsrutor

Fyra typscenarier i en mogen högkonjunktur	8
Snabbt strategibyte av Bank of Canada	11
Osäkerhet om Feds fortsatta laguppställning	20
Näste president 2022: Chen Min'er?	24
Tyska valet: Allt pekar på klar Merkel-seger	28

Denna rapport publicerades den 29 augusti 2017.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 23 augusti 2017.

Robert Bergqvist
Chefekononom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Eurozonen, Finland
+46 8 506 23118

Erica Blomgren
SEB Oslo
Norge
+ 47 2282 7277

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
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

Sean Yokota
SEB Singapore
Kina
+65 6505 0583

Sencykliska tillväxtkrafter står emot politisk osäkerhet

- **Stafettväxling från USA till EM och eurozonen ger stabil BNP-tillväxt 2017-2019**
- **Ultralätt penningpolitik fasas gradvis ut trots låg inflation; Fed höjer till 2,50 procent**
- **Vissa framsteg i eurointegration och stark konjunktur driver EUR/USD mot 1,25 på sikt**
- **Tillväxt och flödande centralbankslikviditet driver börser uppåt trots hög värdering**
- **Svensk ekonomi växlar upp ytterligare, men bristande policykoordinering ökar riskerna**

Den globala konjunkturen har fortsatt att utvecklas positivt den senaste tiden. **Styrkan i sentimentsindikatorer har i allt högre grad bekräftats av hårddata**, framför allt i eurozonen, Kina och Japan. Även den svenska ekonomin imponerar med en stark BNP-rekyl uppåt andra kvartalet. I USA vill dock BNP inte riktigt lyfta, trots att arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Indikatorer som fallit tillbaka och nedskruvade förväntningar på finanspolitiska stimulanser talar för modest utveckling också framöver. Den brittiska ekonomin tampas med osäkerheten inför avgörande Brexitförhandlingar, vilket hittills främst tagit sig uttryck i inflationsdriven inkomstpress i spåren av pundförsvagningen.

Den ekonomiska utvecklingen de närmaste åren kommer att avgöras av en mix av ovanligt dramatiska politiska skeenden å ena sidan och klassiska konjunkturfrågor å den andra. Oklara förutsättningar avseende Storbritanniens relation till EU och Trumpadministrationens lynnighet **innebär en klar förhöjd politisk osäkerhet, framför allt avseende relationerna till omvärlden**. Den senaste tiden har Nordkoreakonflikten varit i fokus, men om Trumps aggressiva utrikesretorik fortsätter kan det snabbt blossa upp nya kriser. I eurozonen har däremot den politiska oron i början på året förbytts i förhoppningar **om att president Macron ska leverera strukturella reformer i Frankrike**. Vi har också sett ökade förhoppningar om att integrationen i eurozonen ska kunna få en nytändning efter Brexit och installationen av europavänlig och federalistiskt inriktad fransk president. Generellt innebär detta att såväl de politiska möjligheterna som riskerna är större än vanligt, men samtidigt visar erfarenheterna att de ekonomiska effekterna på kort- och medellång sikt inte brukar bli så stora.

Det **cykliska perspektivet domineras** av att den globala återhämtningen snart pågått i ett decennium och uppvisar

typiska mognadsdrag. Kapacitetsutnyttjandet har nått nivåer som kräver investeringar på bred front, samtidigt som en stark arbetsmarknad och stigande tillgångspriser skapar optimism hos hushållen. Detta talar för robust global efterfrågan de närmaste åren. Med en arbetslöshet som nu ligger nära, eller till och med under sin jämvikt, i de flesta industriländer kommer istället **ekonomins utbudssida att avgöra återhämtningens varaktighet**. Mot slutet av prognosperioden räknar vi också med att flaskhalsproblem bidrar till en viss BNP-dämpning, inte minst i USA. Samtidigt visar erfarenheter att utbudssidan ofta tenderar att överraska positivt i sena skeden av konjunkturcykeln, vilket talar för en mild avmattning. Att tillväxtekonomierna (EM, Emerging Markets) nu är på väg att växla upp sin ekonomiska expansion bidrar också till att den globala BNP-tillväxten förblir relativt hög under hela prognosperioden. Både i år och 2018 **väntas globala BNP öka med 3,8 procent**; en relativt kraftig acceleration jämfört med 2016. År 2019 sker en marginell dämpning, främst beroende på svagare USA-tillväxt. Totalt sett ligger riskerna på nedsidan.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
USA	1,5	2,2	2,4	2,0
Japan	1,0	1,3	0,8	0,7
Tyskland	1,9	2,1	2,0	1,8
Kina	6,7	6,8	6,4	6,1
Storbritannien	1,8	1,5	1,0	1,2
Eurozonen	1,8	2,1	2,2	2,0
Norden	2,1	2,5	2,3	2,2
Baltikum	2,0	3,5	3,3	3,1
OECD	1,8	2,1	2,1	1,9
EM-ekonomier	4,3	4,9	5,0	5,0
Världen, PPP*	3,1	3,8	3,8	3,7

Källa: OECD, SEB *Köpkraftskorrigerat (Purchasing Power Parities)

Fortsatt låg inflation, med tydliga överraskningar på nedsidan i USA, **ger centralbankerna frihetsgrader att behålla en expansiv politik** för att ge långtidsarbetslösa och andra marginaliserade grupper möjligheter att ta sig tillbaka till arbetslivet. Men **centralbankerna måste också balansera olika hot**; å ena sidan risken för att man underskattar ekonomins räntekänslighet och därmed stramar åt onödigt tidigt. Å andra sidan beakta riskerna med att blåsa upp tillgångspriser ytterligare och i ett senare skede drabbas av obehagliga inflationsöverskningar när ekonomin redan är på väg ned. I huvudsak har centralbankerna den senaste tiden bekräftat en

kursomläggning när **starkare konjunktur och minskande deflationsrisker försvagar motiven för rådande ultralätta penningpolitik**. Men skillnaderna är stora. Vi räknar med att stark arbetsmarknad gör att **Fed återupptar räntehöjningarna i december** och sedan följer upp med höjningar till en nivå på 2,50 procent i slutet av 2019. Redan i oktober 2017 påbörjas en reducering av balansräkningen. ECB tar i höst beslut om att **minska sina månatliga köp** av värdepapper under första halvåret 2018. **Inlåningsräntan höjs från -0,40 procent till -0,25 procent juni 2018 medan refinansräntan höjs i två steg till 0,5 procent under 2019.**

Vi kan också se en intressant **skillnad i agerande hos centralbanker med inflationsmål i mindre ekonomier**. Trots låg inflation höjde den **kanadensiska** centralbanken oväntat styrräntan i juli mot bakgrund av högt resursutnyttjande och risker på bostadsmarknaden. Även i Norge har centralbanken explicit börjat väga in riskerna för skenande tillgångspriser i räntebesluten. **Riksbanken fortsätter däremot att ensidigt fokusera på inflationen**, men vi tror att stark tillväxt och allt allvarigare brister på arbetsmarknaden gör att **den första höjningen ändå kommer i april 2018**; tre till sex månader tidigare än vad som signaleras.

Att centralbankerna på båda sidor Atlanten tar steg tillbaka från den ultralätta penningpolitiken pressar upp långa räntor. Med fortsatt dämpad inflation, låga styrräntor och kvarstående effekter från tidigare tillgångsköp är det dock svårt att se en dramatisk uppgång. De 10-åriga statsräntorna stiger under prognosperioden med 90 punkter både USA och Tyskland. **Därmed hamnar den amerikanska nivån på 3,10 procent och den tyska på 1,30**; således består differensen på en historiskt relativt hög nivå. Dollarn tar igen viss förlorad mark under hösten **men på längre sikt rör sig EUR/USD mot ett nytt intervall på 1,20-1,25**, när eurosamarbetet tar vissa steg framåt samtidigt som återhämtningen ger ECB möjlighet att påbörja höjningar. Politisk oreda i USA och ökad geopolitisk spänning har inte haft någon stor påverkan på riskklimatet och **aktiemarknaderna får stöd av fortsatt stigande vinster**. Att effektiviseringar snarare än stigande försäljning drivit vinsterna samt att värderingen är kvar på historiskt höga nivåer utgör dock nedåtrisker för börsen

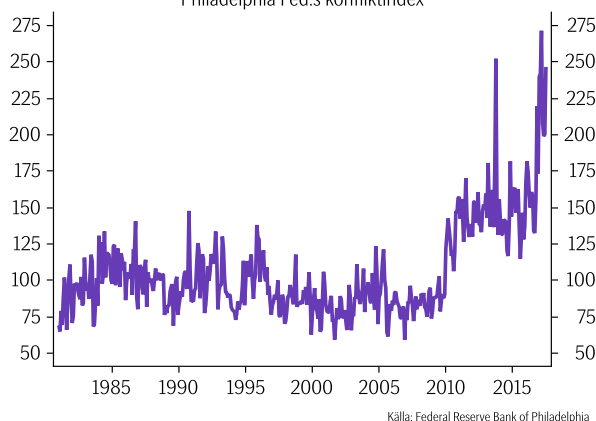
USA: Nedskruvade stimulansförväntningar

BNP-tillväxten i USA har hittills i år varit svagare än väntat, även om andra kvartalet innebar en viss rekyl uppåt. Besvikelsen ligger främst på konsumtionssidan, medan export och investeringar ökade i god takt bl a drivna av en svagare dollar och pånyttfött intresse för oljeinvesteringar. Vi räknar med ytterligare återhämtning under andra halvåret och att **BNP fortsätter växa en bit över trend med 2,2 resp. 2,4 procent 2017 och 2018 för att sedan dämpas till 2,0 procent 2019**. Trots tillväxtbesvikelser har arbetsmarknaden fortsatt att utvecklas starkt. Antalet jobb har hittills i år ökat med i genomsnitt 184 000 per månad vilket pressat ned arbetslösheten till 4,3 procent; lägre än jämviktsnivån. Att förvärvsfrekvensen fortfarande ligger ca 4 procentenheter lägre än toppen år 2000 indikerar att det ändå finns vissa lediga resurser på arbetsmarknaden. Öväntat låga inflationsutfall den senaste tiden

bekräftat också bilden att oroande flaskhalssymptom lyser med sin frånvaro.

Turbulensen kring Trumpadministrationen har fortsatt bl a med nyckfulla utrikespolitiska utspel och återkommande avskedanden av nyckelpersoner. Det påverkar beslutskraften och trots all investerad prestige ser t ex försöken att ersätta "Obamacare" med ett nytt sjukvårdssystem ut att misslyckas. Grafen ovan visar hur **konfliktnivån i amerikansk inrikespolitik ökat på senare år**. Vi har ytterligare skruvat ned förväntningarna på stimulanser, även om vissa skattesänkningar lär genomföras 2018. Behovet av att höja det federala skuldtaket blir ett nytt test i höst. Och även om det till slut lär ske kan striderna i kongressen bli hårda och leda till nya konflikter inom det republikanska partiet. Att administrationens beslutskraft på hemmaplan försvagas skulle kunna kompenseras med protektionistiska åtgärder inom handelspolitiken.

USA: Höjd konfliktnivå i kongressen
Philadelphia Fed:s konfliktindex



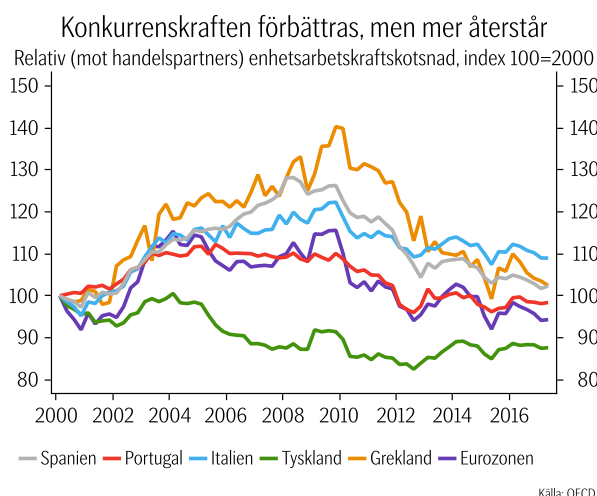
Källa: Federal Reserve Bank of Philadelphia

Eurozonen växlar upp men UK stagnerar

Eurozonens ekonomi har varit det tydligaste utropstecknet i den globala bilden när hårddata bekräftat tidigare starka indikatorsignaler. BNP-tillväxten nådde andra kvartalet 2,2 procent, vilket innebär att regionen växer snabbare än både Storbritannien och USA, speciellt i per capita-termer. Uppgången är bredbaserad; den tyska ekonomin uppvisar fortsatt styrka samtidigt som länderna i Sydeuropa förstärkt sin konkurrenskraft. Att budgetsituationen förbättrats efter tidigare åtstramningar möjliggör nu en svagt expansiv finanspolitik. Vi reviderar upp vår optimistiska syn ytterligare och förutser nu en **BNP-tillväxt på lite över 2 procent både 2017 och 2018 följt av en marginell dämpning till 2,0 procent 2019**.

Allt tyder nu på att **Angela Merkels CDU kommer att fortsätta leda den tyska regeringen** även om en ny form av koalition kan ta vid efter parlamentsvalet i september. Med Macron och Merkel i ledande positioner får euroländerna ett betydligt mer stabilt politiskt landskap jämfört med de farhågor som dominerade i början på supervalåret 2017. Vår bedömning är att Macron kan driva igenom vissa reformer, framför allt på arbetsmarknadsområdet, som kan förbättra den franska ekonomins funktionsätt. Förväntningar ska dock inte ställas för högt, det finns flera exempel på att presidenters reformagenda tappat momentum när populariteten sjunkit och "gatans parla-

ment” börjat göra sig gällande i form av strejker och protester. Nu tillkommer också en osäkerhet om Macrons nya politiska rörelse (LREM) verkligen är tillräckligt mogen för att orka genomföra kontroversiella reformer.



I höst skiftar fokus från nationella val till en intensiv kalender rörande EU:s och EMU:s framtid. EU-kommissionens vitbok från i våras där fem vägval presenterades (se temartikel i *Nordic Outlook Maj 2017*) tvingar länderna att ta ställning till de stora framtidsfrågorna. **Frankrike, och i viss mån Tyskland, väntas driva linjen om ett flerhastighets-europa.** Även om resultaten kanske inte blir så konkreta lär trenden mot ökad makt för eurogruppen intensifieras. Detta kan i förlängningen sätta press på icke-euroländer, som Sverige och Danmark, att gå med i eurosamarbetet för att inte marginaliseras. Att Storbritannien är på väg att lämna EU gör också att icke-eurogruppen mister sin dominerande medlem.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
Kina	6,7	6,8	6,4	6,1
Indien	7,9	7,1	7,8	7,8
Brasilien	-3,6	0,7	2,0	2,2
Ryssland	-0,2	1,9	2,0	1,9
EM-ekonomier, totalt	4,3	4,9	5,0	5,0

Källa: OECD, SEB

Uppväxling i EM-ekonomier efter svacka

De senaste tre åren har tillväxtekonomierna (EM) präglats av en avmattning, men nu accelererar tillväxten igen. Vi väntar oss att BNP-tillväxten i SEB:s **EM-aggregat går från 4,3 procent 2016 till 4,9 procent i år och 5,0 procent 2018 och 2019.** Trenderna ser dock olika ut för de större ekonomierna. **Den kinesiska ekonomin** har överraskat positivt i år men 2018 och 2019 mattas BNP-tillväxten under kontrollerade former. Detta kompenseras dock av att andra BRIC-länder växlar upp. **Indien** når åter en tillväxt strax under 8 procent både 2018 och 2019. Modi-regeringen har lyckats genomföra viktiga skattereformer, men får problem att komma vidare på bl a arbetsmarknadsområdet före valet 2019. **Brasilien och**

Ryssland står inför en cyklisk återhämtning, men på grund av ett stort budgetunderskott och skuldbörda i Brasilien och fortsatt låga oljepriser kombinerat med stillastående reformer i Ryssland blir tillväxttakten medioker runt 2 procent.

En viktig nedåtrisk för EM är kopplad till normaliseringsprocesser från Fed och ECB. Historiskt har åtstramningar påverkat kapitalinflöden till EM-ekonomierna negativt med stigande räntor och fallande börser som följd. Ekonomierna är fortsatt beroende av kapital från USA och Europa, men med den mycket långsamma normaliseringstakt som ligger i korten bör störningarna inte bli så stora. **Riskerna för att geopolitiska spänningar och kriser ska störa EM-ekonomier har ökat den senaste tiden.** Kriserna i Syrien och Ukraina kan t ex leda till uppblossade spänningar mellan Ryssland och Väst-makterna. Gränstvister mellan Kina och Indien är en lite undanskymd konflikt med potential att få ekonomiska konsekvenser för länderna. Det är också svårt att se någon lösning på Nordkoreakonflikten. I avsaknad av förhandlingsvilja från Nordkorea och USA kommer krisen troligen att trappas upp de närmaste åren. Kina och Ryssland lär gradvis ta avstånd från Nordkoreas utveckling av kärnvapen, men det gör regimen än mer beroende av vapnen som försäkring för fortlevnad. Samtidigt visar erfarenheterna, t ex från Kubakrisen 1962 att finansiella marknader har väldigt svårt att prissätta risker av denna typ med katastrofal potential men med mycket låg sannolikhet.

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
Sverige	3,2	3,2	2,8	2,4
Norge	1,1	1,7	1,6	1,9
Danmark	1,7	2,3	2,4	2,4
Finland	1,9	2,5	2,2	2,2

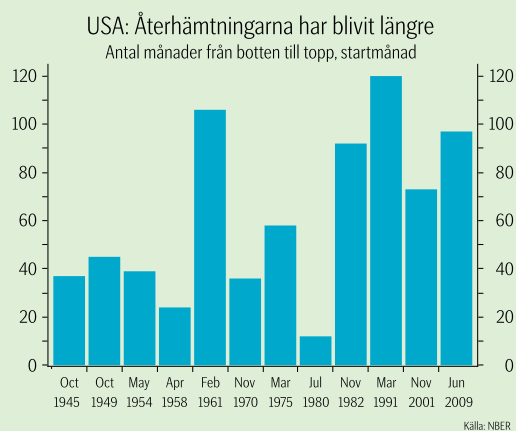
Källa: OECD, SEB

Bred uppgång i de nordiska ekonomierna

Uppsvinget i kontinentaleuropa har bidragit till att tillväxtutsikterna i Norden förbättrats ytterligare. **Finland** gynnas därtill av lite stabilare utsikter i Ryssland. Efter en lång period med återkommande recessioner har vi justerat upp prognosen betydligt och **förutser nu en robust årlig BNP-tillväxt över 2 procent 2017-2019.** I **Danmark** har hushållens konsumtion blivit en allt viktigare motor när tidigare strama förhållanden på kreditmarknaden mjukats upp. God efterfrågan från närområdet mildrar effekterna av starkare valuta, vilket bidrar till att **även den danska ekonomin växer med drygt 2 procent per år; en bit över trendtillväxt. Även i Norge har BNP-tillväxten förstärkts under första halvåret.** Uppgången är bred med generellt positiva framtidsförväntningar. Traditionell export har vänt tydligt uppåt efter nedgången 2016 samtidigt som oljesektorns investeringar återhämtar sig. Framöver kommer en inkomstdriven pånyttfödelse av hushållens konsumtion att kompensera för en avmattning i bostadsinvesteringarna. Totala BNP väntas **öka med 1,7 procent 2017, varefter oljeinvesteringar bidrar till en uppväxling till 1,9 procent 2019.**

Fyra typscenarier i en mogen högkonjunktur

Den amerikanska recessionen efter finanskrisen avslutades i juni 2009 (enligt NBER) vilket innebär att återhämtningen nu pågått i över 8 år. Vår prognos innebär att nytt "längdrekord" kommer att sättas i mitten på 2019. I fördjupningsruta "Kan återhämtningen brytas av åldersskäl?" i förra *Nordic Outlook* diskuterades möjligheterna att förutse ett recessionsutbrott. Slutsatsen var att det är vanskligt så länge de ekonomiska förutsättningarna inte ställer beslutsfattare inför olösliga dilemman eller så länge dessa inte signalerar strategier som man som prognosmakare tolkar som uppenbara policymisstag. De närmaste åren kommer marknadsaktörer och beslutsfattare att ständigt behöva värdera riskerna för att vi ska hamna i sådana situationer. Nedan diskuteras fyra typscenarier som ofta blir aktuella i en mogen högkonjunktur.



1) Policymisstag i ömtålig sekulärstagnationsmiljö

Att återhämtningen under lång tid präglats av en anemisk och bräcklig tillväxt har inspirerat till tesen om att vi är inne i en period med kroniskt svag efterfrågan (*sekulär stagnation*). Det kan bero på att en rad underliggande faktorer har ökat ekonomins sparbenägenhet och samtidigt minskat motiven för investeringar. Trots den senaste tiden uppväxling av global tillväxt är detta fortfarande aktuellt i debatten; i BIS (*Bank of International Settlements*) nyutgivna årsrapport lyfts detta fram som viktig global nedåtrisk. För att krafterna bakom den sekulära stagnationen verkligen ska utlösa en recession krävs att centralbanker, framför allt Fed, **underskattar ekonomins räntekänslighet och genomför alltför aggressiva räntehöjningar**. Geopolitisk osäkerhet, t ex kopplad till Nordkoreakrisen, som kan störa global handel och dämpa investeringar kan också täckas in i denna typ av efterfrågedrivna nedåtrisker.

2) Inflation som ketchup-effekt ger svårt dilemma

Att inflationen hittills lyser med sin frånvaro tyder på att sambandet mellan arbetsmarknadsläge och löne- och prisökningar har brutits eller åtminstone försvagats. **Men man kan ändå inte utesluta att inflationen plötsligt kan ta fart.** Synkroniserat högt resursutnyttjande i världsökonomi i kombination med råvaruprisuppgång och protektionistiska tendenser kan t ex skapa en sådan miljö. Centralbankerna skulle då tvingas höja räntan på ett sätt som bryter konjunkturuppgången och leder till ett rejält fall på börser och andra tillgångspriser.

Visserligen kan man signalera en viss acceptans för en overshooting av inflationsmålen och agera försiktigt. Men med tanke på att vi saknar erfarenhet av dagens exceptionella penningpolitik är det inte osannolikt att stabiliteten i penningvärdet ifrågasätts på ett grundläggande sätt och att inflationsförväntningarna drar iväg i ett sådant scenario. Detta kan i sin tur leda till en betydande långränteuppgång som gör stora tillgångsprisfall ofrånkomliga. Ju mer upptrissade aktie- och bopriser är i utgångsläget desto djupare lär nedgången bli.

3) Utbudssdriven dämpning trots låg inflation

Det dominerande synsättet i nuläget är ändå att de disinflationistiska krafterna är så starka att det stigande resursutnyttjandet i relativt liten utsträckning slår igenom i högre löner och priser de närmaste åren. Det ger centralbankerna möjlighet att behålla en expansiv penningpolitik, men trots det **kan arbetskraftsbrist och andra flaskhalssymptom dämpa den ekonomiska tillväxten**. Att vi nu anser att produktionsgapen i stort sett är stängda talar för en sådan utbudssdriven avmattning. Men BNP-tillväxten kan ändå fortsätta ligga på en hyfsad nivå något över sin trend, vilket är förenligt med ett relativt gott börs klimat.

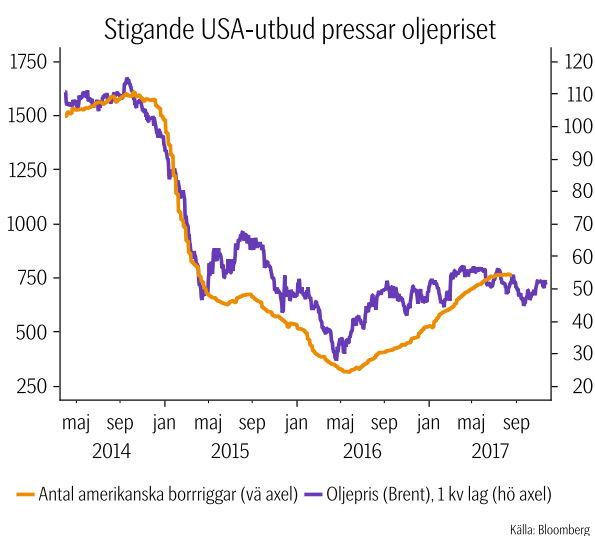
4) Elastisk utbudssida ger uthålligare återhämtning

Ett än mer positivt scenario där ekonomins utbudssida visar sig vara mer elastisk än väntat är tänkbart. Förvärvsfrekvensen kan t ex börja glida uppåt när en långvarig högkonjunktur skapar möjligheter för personer som tidigare stått långt från arbetsmarknaden att hitta tillbaka. Produktivitet kan också få ett lyft i en situation då rekryteringsproblem tvingar företag att mera aktivt jaga effektivitetsvinster. Tekniska landvinningar, som hittills inte påverkat ekonomin i så hög grad, kan också med viss fördröjning få bredare kommersiella genombrott och därmed lyfta produktiviteten. Ett scenario med överraskningar på utbudssidan skulle vara mycket gynnsamt för börsutvecklingen.

Vår huvudprognos ligger klart närmast scenario 3.

Argumenten för att de disinflationistiska krafterna ska fortsätta dominera är starka även om de kan se olika ut i olika länder. De närmaste åren tror vi dock också att **vi får se vissa inslag från scenario 4**. De senaste decenniernas långa återhämtningsperioder präglades just av att utbudssidan överraskade positivt, inte minst i USA. Detta gjorde att prognoser om tydliga avmattningar gång på gång kom på skam och dessa erfarenheter kan vara värda att beakta. Nedåtriskerna i scenario 1 och 2 kan inte heller nonchaleras. Även om vi i nuläget inte ser så stora risker för aggressiva policymisstag eller plötsligt uppdykande inflation **vet vi trots allt ganska lite om hur räntekänsliga ekonomierna verkligen är** i en situation med uppblåsta balansräkningar och höga tillgångspriser. Och även om vi inte tror att en kraftfull inflationsimpuls är nära förstående har vi sett många **exempel på inflation som dyker upp i ett för centralbanker obekvämt sent skede** av den ekonomiska cykeln. Att försöka begränsa riskerna för att hamna i en prekär situation med en inflationsimpuls som kommer i ett skede då BNP-tillväxten är på väg ner och tillgångspriserna är kraftigt uppblåsta förefaller vara en klok centralbanksstrategi.

Starka BNP-siffror för andra kvartalet och än starkare arbetsmarknad **har bekräftat vår vy om en mycket stark svensk tillväxt**. Fortsatt svag valuta ger extra stöd till exporten samtidigt som den inhemska ekonomin främst drivs av bostadsbyggande. Expansiv penning och finanspolitik bidrar också till ökande konsumtion. Hushållen är dock relativt försiktiga samtidigt som den rekordhöga ökningen i offentlig sysselsättning i flyktingkrisens spår inte fullt ut slår igenom i uppmätta konsumtionsvolymerna. Vi räknar med att **BNP växer med 3,2 procent i år för att sedan dämpas till 2,8 respektive 2,4 2018 och 2019**. Samtidigt som tillväxt och arbetsmarknad imponerar ökar riskerna på sikt när svag beslutskraft i det politiska systemet i kombination med dålig koordinering mellan olika politikgrenar bidrar till ökande obalanser.



Stabilt oljepris mellan 50 och 60 dollar/fat

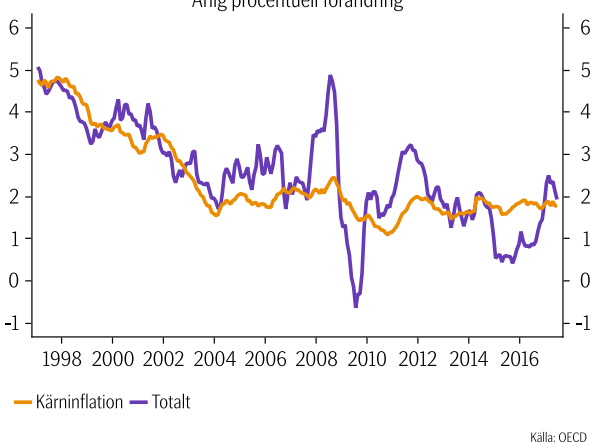
Stigande global efterfrågan och produktionsbegränsningar från "OPEC+" (OPEC samt främst Ryssland) har stabiliserat oljepriset under 2017. Dessa krafter fortsätter att verka även under 2018-19. Avtagande produktion i länder som Kina och Brasilien bidrar också till en bättre balans. Mot detta står ett ökat utbud av skifferolja i USA efter det senaste årets förnyade uppgång i antal aktiva borrhjuggar. Det sätter en gräns för hur mycket oljepriset kan stiga och sammantaget **räknar vi med ett pris på 55 dollar/fat för Brentolja under 2018, ungefär oförändrat jämfört med 2017, följt av försiktig uppgång till 60 dollar under 2019**. Nedåtriskerna dominerar och är kopplade till den snabba utvecklingen av alternativa energislag samt hotet om en kollaps för samarbetet inom OPEC+. Möjliga uppåtrisker är kopplade till kraftig utbudsminskning från Venezuela till följd av oroligheter och bristande investeringar samt till en kollaps av Libyens nyligen återupptagna produktion. En sådan uppgång skulle dock i viss mån dämpas av faktorer som höga oljelager, reservkapacitet i OPEC och den mycket elastiska skifferoljeproduktionen i USA.

Oväntat låga inflationsutfall

Att arbetslösheten i de flesta länder sjunkit till nivåer som är lägre än vad som gällde vid utbrottet av finanskrisen 2007-

2008 har än så länge inte satt några större avtryck i pris- och lönebildningen. Frågan om Phillipskurvens utseende analyseras på flera ställen i denna *Nordic Outlook* men de mer kortsiktiga inflationsrörelserna dominerar av andra krafter. Efter en ganska kraftig råvaruprisdriven uppgång i totala KPI under andra halvåret 2016 har vi nu sett en rekyl nedåt med början i mars. Totala KPI i OECD-området ligger nu mycket nära kärninflationen något under 2-procentsstrecket. Bilden av att vi rört oss bort från nollinflationens miljö och deflationsrisker fortsätter att bekräftas, **men en cyklisk lönedriven inflationsuppgång lyser fortfarande med sin frånvaro**.

OECD: KPI och kärninflation konvergerar nära 2 procent
Årlig procentuell förändring



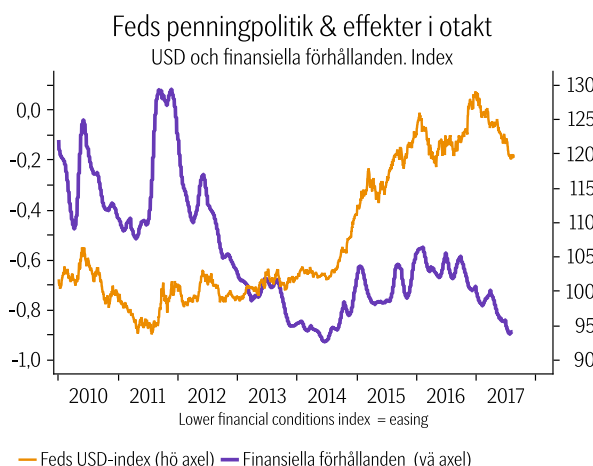
Det är framför allt i USA som inflationen har överraskat på nedsidan och i maj uppnåddes den lägsta nivån på 2 år. Inflationsförväntningar avlästa på realobligationsmarknaden har också fallit tillbaka. Feds huvudmätt, kärninflationen mätt med privat konsumtionsdeflator (kärn PCE), har fallit extra kraftigt och ligger nu på 1,5 procent. Vi tror dock att detta delvis beror på tillfälliga effekter, bl a ett intensivt priskrig på mobiltelefoner, och förutser därför en rekyl uppåt under hösten. Därefter står vi fast vid **prognosen att den allt hetare arbetsmarknaden med arbetslöshetsnivåer något under jämvikt, leder till en gradvis uppgång i löneökningstakten**. Därmed skapas också förutsättningar för en bredare inflationsuppgång.

Även i eurozonen har inflationen fallit tillbaka. HIKP nådde under ett par månader 2 procent men var i juli nere på 1,3 procent. Trots en historiskt låg arbetslöshet i Tyskland ligger löneökningstakten stabilt runt 2,5 procent. I de sydeuropeiska länderna fortsätter processen med att förbättra konkurrenskraften och i t ex Spanien är löneökningarna marginella. Löneökningstakten på årsbasis i eurozonen som helhet lär därför inte nå högre än 2-2½ procent mot slutet av prognosperioden. **Vår bedömning är att detta kommer att leda till en inflationstakt nära 1 procent**, vilket är i linje med nivån på den underliggande inflationen de senaste åren.

"Phillips-kurvan lever...!?"

Flera centralbanker har de senaste månaderna med varierande tydlighet (se tidigare *Nordic Outlook*) bekräftat en penning-

politisk **kursomläggning**. Det beror på att **riskbilden förskjuts främst genom att deflations- och recessionsrisken har minskat**. Det finns **skäl att fortsätta föra en expansiv penningpolitik** (se temaartikel: "Sprängfylld bålskål – festen fortsätter", s 16), men det blir allt svårare att argumentera för dess mer extrema former. Centralbankerna står dock fortfarande inför många svåra avvägningar, bl a beroende på osäkerhet om i vilken mån prognosmodeller kan fånga upp dagens inflationsprocesser. Detta ökar behovet av mer flexibel tolkning av inflationsmålsuppfyllande (se fördjupningsruta). **Phillipskurvens centrala roll** som policyankare diskuteras flitigt; studier gjorda av BIS och IMF, liksom våra egna skattningar, landar i slutsatsen att sambandet mellan arbetslöshet och inflation/lönstillväxt kvarstår – om än försvagat. Det ger centralbanker skäl att försöka normalisera politiken i **försiktiga steg**. Den **reala neutrala korträntan förblir låg** under prognosperioden när strukturella krafter driver upp ekonomins sparbenägenhet, vilket talar för försiktiga höjningar. Centralbanker väntas också vara **känsliga för valutaförstärkningar** som försvårar uppfyllandet av inflationsmålen.



Källa: Federal Reserve Bank of Chicago, Federal Reserve

Fedpolitik med hittills motsatt effekt

Fed kommer att få fortsätta att gå ensam fram med räntehöjningar under en ovanligt lång tidsperiod. Det har hittills inte varit så lätt för Fed att utvärdera effekterna av genomförda räntehöjningar. Penningpolitikens effekter på realekonomin går via påverkan på de **finansiella förhållandena**, d v s avkastningskurvan, kreditspreadar, börsen och valutan. Efter att Fed inledde sin höjningscykel i december 2015 har de **finansiella förhållandena lite paradoxalt istället blivit mer expansiva**. Det beror sannolikt på eftersläpande effekter från tidigare expansiva penningpolitik men också på andra länders fortsatta balansräkningsexpansion. Trots den senaste tidens låga inflationssiffror talar den starka arbetsmarknaden för att Fed kommer fortsätta normaliseringen. I oktober inleds en reducering av den penningpolitiska portfölj på 4 200 miljarder dollar som väntas pågå i ca fyra år. Detta sker till en början i en mycket försiktig takt varefter tempot sedan höjs gradvis. Därtill

höjs räntan återigen i december i år varefter ytterligare tre höjningar genomförs 2018 och därtill en höjning 2019, vilket innebär att vi når en nivå för styrräntan på 2,50 procent i slutet av 2019.

Centralbankers styrräntor

Procent

	I dag	Dec 2017	Dec 2018	Dec 2019
Federal Reserve	1,25	1,50	2,25	2,50
ECB	0,00	0,00	0,00	0,50
Bank of Engl.	0,25	0,25	0,25	0,50
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
PBoC (Kina)	4,35	4,35	4,60	5,10
Riksbanken	-0,50	-0,50	0,00	0,75
Norges Bank	0,50	0,50	0,75	1,25

Källa: Centralbanker och SEB

ECB lättar på gasen trots låg inflation

ECB tar i höst beslut om att **minska sina månatliga köp** av värdepapper under första halvåret 2018. Obligationsköpen avslutas i mitten på 2018 samtidigt som **inlåningsräntan höjs från -0,40 procent till -0,25 procent (juni 2018)**. Under 2019 tar ECB steget och **höjer refinansräntan två gånger till 0,50 procent**. Om euroländerna de närmaste åren lyckas öka eurointegrationen minskar pressen på ECB att hålla en stor värdepappersportfölj. **Bank of Japan** tvingas fortsätta med oförändrade obligationsköp på ca 90 biljoner yen (årstakt) och styrränta på -0,10 procent då Japan misslyckas med att klara inflationsmålet. Den **brittiska centralbanken** håller sin ränta **oförändrad på 0,25 procent** ända fram till mitten av 2019 bl a på grund av stor osäkerhet om Brexit.

Motiven för en normalisering av penningpolitiken i Sverige blir allt starkare men än så länge fortsätter **Riksbanken** att helt fokusera på att säkerställa en varaktig inflationsuppgång. Trots att Riksbanken står inför behov av stora uppjusteringar av prognoserna för BNP och arbetsmarknad, samt i viss utsträckning för inflation, lär omläggningen av den extrema politiken dröja. Vi håller fast vid vår prognos om en **första räntehöjning i april 2018**. Därefter räknar vi med **två räntehöjningar 2018 och tre 2019 så att reporäntan i slutet av 2019 ligger på 0,75 procent**. Stabila utsikter för kärninflationen har bidragit till att Norges Bank nu tagit bort sin lättnadsbias. Men återhållsamma inflationsutsikter på längre sikt samt en tydlig avmattning i bostadspriser ger **Norges bank** utrymme att invänta andra europeiska centralbankers normalisering. Vi tror att **första räntehöjningen dröjer till december 2018** och att styrräntan sedan lyfts till 1,25 procent under 2019.

Snabbt strategibyte av Bank of Canada

Bank of Canadas (BoC) räntehöjning den 12 juli utgjorde ett intressant exempel på hur snabbt en centralbank kan lägga om penningpolitisk strategi. BoC sänkte styrräntan ned till 0,5 procent under 2015 men behöll så sent som i våras en bias för ytterligare låttnader. Men i juni meddelades att ekonomin ser starkare ut samtidigt som en het bostadsmarknad och hushållens stigande skuldsättning var växande orosmoln. **Riskerna för finansiell instabilitet lyftes fram trots rekordlåga inflationsutfall nära 1 procent.** Farorna med obekvämt låg inflation avfärdades samtidigt och centralbankschef Poloz deklarerade att 2015 års räntesänkningar gjort jobbet klart. I samband med räntehöjningen visade prognoserna att produktionsgapet stängs redan i år; en tydlig signal om att fler räntehöjningar i Feds fotspår är att vänta.

Jämförelser mellan Sverige och Kanada kan vara intressanta eftersom det finns många likheter mellan länderna t ex avseende välfärdssystem och exportberoende. Utmaningen att hantera egna likartade inflationsmål i skuggan av dominerande grannar i söder i form av USA och eurozonen/Tyskland är också gemensam. Sedan finanskrisen har återhämtningen varit stark. I båda länderna är resursläget numera ansträngt och bostadspriserna har under en längre period ökat på likartat sätt. På inflationsfronten är skillnaderna större för tillfället; samtidigt som den kanadensiska inflationen har vänt nedåt visar den svenska inflationen en uppåtgående trend och har passerat 2-procentmålet. **Ur ett inhemskt perspektiv borde alltså Riksbanken ha starkare motiv än BoC att lägga om sin strategi.** Å andra sidan kan Riksbankens agerande försvaras med att den stora centralbanksgrannen ECB beter sig på ett helt annat sätt än Fed gör i nuläget. Den stora frågan är dock om Riksbanken har tid att vänta in ECB eller om de inhemska förhållandena hinner bli alltför extrema innan dess.

Ränteuppgången tar ny fart i höst

Långa räntor har under större delen av året rört sig inom ett begränsat intervall i en miljö med tillväxt över trend men fortsatt låg inflation. Rörelserna på senare tid präglas dock av den omsvängning som skett i synen på eurozonen resp. USA vad gäller politisk risk och relativa utsikter för tillväxt och inflation.

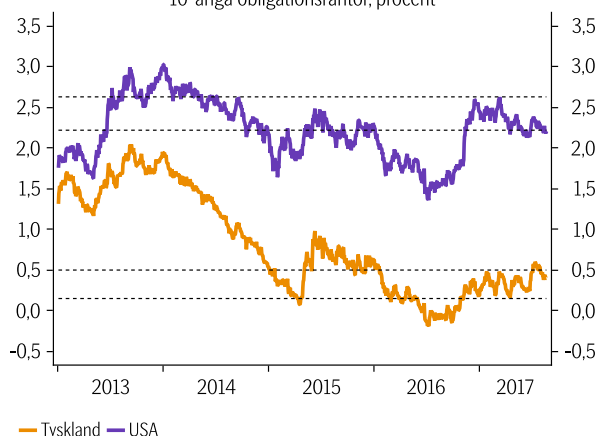
I USA har förnyad nedgång i inflationen lett till att långa räntor fallit tillbaka, trots att Fed levererat räntehöjningar. Nedskrivade förväntningar på finanspolitiska stimulanser, och i viss mån turbulensen i Vita huset, har bidragit till nedåtpressen. Men så länge detta inte bryter uppgången i ekonomin räknar vi med att Fed fortsätter sin gradvisa åtstramning. Feds fokus ligger nu på att börja krympa sin balansräkning, men vår prognos för Fedhöjningar ligger klart över marknaden som bara diskonterar ca två höjningar fram till slutet av 2019. Den alltför försiktiga prissättningen talar för att långa amerikanska räntor drar sig uppåt under hösten när nya höjningar närmar sig. Neddragningen av balansräkningen bidrar också till högre räntor framöver. **Fed-studier tyder på att obligationsköpen tryckt ned 10-åriga räntor med totalt 100-120 punkter fram till och med 2013 och delar av denna effekt kan väntas rever-**

seras under perioden. **I slutet av 2019 ligger 10-åriga USA-räntor enligt vår prognos på 3,10 procent, en uppgång på 90 punkter från i dag.** Räntekurvan, mätt som skillnaden mellan 10-årig ränta och styrränta, flackar ytterligare men förblir positiv under hela prognosperioden.

Robust tillväxt, ett mer stabilt politiskt landskap efter det franska presidentvalet och förändrad signalering från ECB har gjort att **10-åriga tyska räntor under sommaren stigit till de högsta nivåerna på flera år.** Efter den senaste tidens snabba förstärkning av euron har ECB fått ta ett steg tillbaka, men motiven för att ECB gradvis ska minska stimulansdosen under prognosperioden kvarstår. Detta talar för att obligationsräntorna försiktigt drar sig högre från dagens extremt nedpressade nivåer. Räntekurvan (mätt som skillnaden mellan tysk 10 åring och styrränta) är i historisk jämförelse extremt platt, vilket speglar effekterna av ECB:s obligationsköp och tilltagande brist på statspapper att köpa. Minskade emissionsbehov i spåren av förbättrade statsfinanser bidrar till att ytterligare begränsa utbudet av långa statspapper, särskilt de tyska. Obligationsköpen avslutas enligt vår prognos i mitten av nästa år men ECB:s stora balansräkning kommer att fortsätta att sätta tryck nedåt på marknadsräntorna även därefter. **10-åriga tyska räntor stiger till 0,90 i slutet av 2018 och till 1,30 i slutet av 2019;** en uppgång med 90 punkter från dagens nivå. Prognosen innebär att den 10-åriga räntedifferensen mot USA ligger kvar på historiskt höga nivåer, men ned från toppnoteringen nära 240 punkter i slutet av 2016.

Långa USA-räntor har fallit tillbaka

10-åriga obligationsräntor, procent

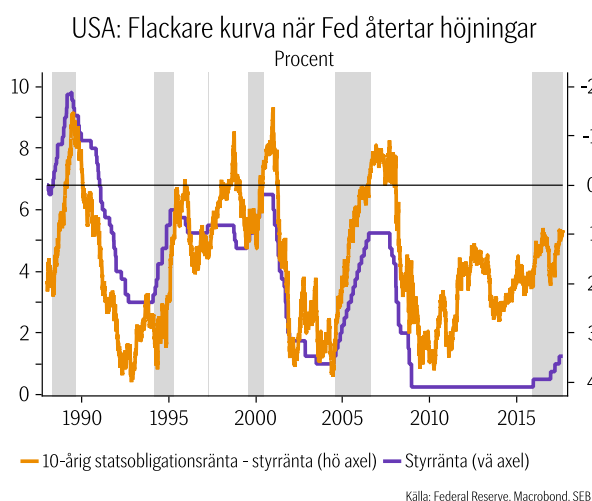


Källa: Bloomberg, SEB

Svenska statsobligationsräntor har förblivit låga och marginalerna mot tyska obligationer har minskat något, trots stark tillväxt och relativt hög inflation. Riksbankens obligationsköp i kombination med nya neddragningar av Riksgäldens emissionsvolym kommer att ytterligare begränsa utbudet av svenska statspapper under hösten, vilket sätter fortsatt press ned på svenska obligationsräntor. Vi tror att spreaden mot Tyskland för 10-åriga statsräntor sjunker till 25 punkter mot slutet av 2017, för att sedan åter dra sig högre när starten på räntehöjningar under våren 2018 närmar sig. I takt med att Riksbanken sluter gapet mot ECB fortsätter räntemarginalerna mot Tyskland att öka till 60 räntepunkter i slutet av 2019.

Räntan på 10-åriga statsobligationer ökar därmed till 1,90 procent 2019 från drygt 0,7 procent idag.

Vår prognos om högre globala långräntor bör ge visst stöd för norska statsobligationer (NGB:s) på relativbasis. Den 10-åriga räntespreaden mot Tyskland brukar krympa när långa räntor stiger. Att norska statsobligationsräntor handlas en bra bit över sina tyska motsvarigheter gör dem också attraktiva för investerare på jakt efter avkastning. Vi väntar oss att **10-års-spreaden mot Tyskland krymper med ca 20 punkter till slutet av 2017** för att sedan **stabiliseras runt 85-90 punkter** när Norges Bank börjar normalisera räntor.



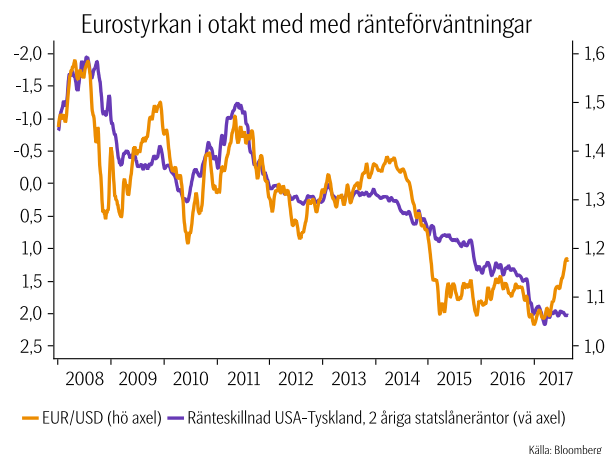
EUR/USD rör sig mot 1,25 på längre sikt

Den betydande uppgången i EUR/USD de senaste 4-5 månaderna till dagens nivåer runt 1,17-1,18 har skett i olika faser. I början på 2017 stod eurozonens låga resursutnyttjande och politiska risker i samband med europeiska val i fokus. I USA hade däremot förhoppningar på "Trumponomics" bidragit till uppskrivade förväntningar på fortsatta Fedhöjningar. Macrons seger i första omgången av det franska presidentvalet i slutet på april **utgjorde en vändpunkt genom att i hög grad eliminera euros politiska riskpremie**. Ganska snart därefter började dessutom ECB att kratta för en mindre expansiv penningpolitik, vilket gjorde att den första fasen dominerades av europositiva förändringar. De senaste månaderna har dollar-negativa faktorer dominerat, trots Feds räntehöjning i juni. Framför allt har låga inflationsutfall bidragit till att marknaden nu bara väntar sig omkring 2 fedhöjningar de närmaste åren, men nedskrivade förhoppningar på finanspolitiska stimulanser har också spelat roll. Däremot har nog den allmänna turbulensen kring Trumpadministrationen haft mindre betydelse, vilket indikeras av att vi inte sett några större förtroendeeffekter på t ex aktie- eller kreditmarknaden.

Generellt tror vi att **carry-temat (köpa högräntevalutor och sälja lågräntevalutor) i viss mån nu är på väg tillbaka** på valutamarknaden i en makromiljö med bra tillväxt, hyfsad riskaptit, låg volatilitet och ett överflöd av likviditet. Det gynnar flera EM-valutor på bekostnad av finansieringsvalutor som EUR och schweizerfranc. **I en sådan miljö är det troligt att också USD kan ta tillbaka förlorad mark mot euron.** Fortfarande

tar fundamenta som centralbanksförväntningar (2-års-spread) och relativ börsutveckling till dollarns fördel och när marknaden återigen börja skruva upp sina förväntningar på Fed i linje med vår prognos, tror vi att EUR/USD rör sig ned mot 1,14 under våren. Att nuvarande eurostyrka primärt härrör från spekulativa flöden innebär också att vinstthemtagningar under hösten gynnar USD.

Men på längre sikt tror vi EUR/USD fortsätter uppåt mot 1,25. Även om vi har ganska lågt ställda förhoppningar på Macrons leverans av strukturreformer är ändå Frankrike, liksom flera sydeuropeiska länder, på väg åt rätt håll. I kombination med den urstarka tyska ekonomin ter sig eurozonens fundamenta relativt sett starka jämfört med USA och Storbritannien. **En trendmässigt lägre inflationstakt talar också för att jämviktscursen för EUR/USD på lite sikt är på väg upp till 1,20.** När ECB mer tydligt signalerar att räntehöjningar börjar närma sig vänder EUR/USD upp och når 1,20 resp. 1,25 vid slutet av 2018 och 2019. Med tanke på eurozonens och framför allt Tysklands starka externbalans tror vi att ECB accepterar en sådan rörelse.



Det brittiska pundet är långsiktigt klart undervärderat men Brexitprocessen gör utvecklingen framöver osäker. **Vi tror att pundet förblir svagt ännu en tid** och om utträdesförhandlingarna hackar rejält är ytterligare försvagning trolig. Givet värderingen bör pundet ändå återhämta sig på lite sikt och vår prognos är **EUR/GBP står i 0,89 i slutet av 2018 och i 0,85 i slutet av 2019.** Mot dollarn blir återhämtningen mer markant och GBP/USD rör sig mot nivån 1,45-1,50 i slutet av 2019.

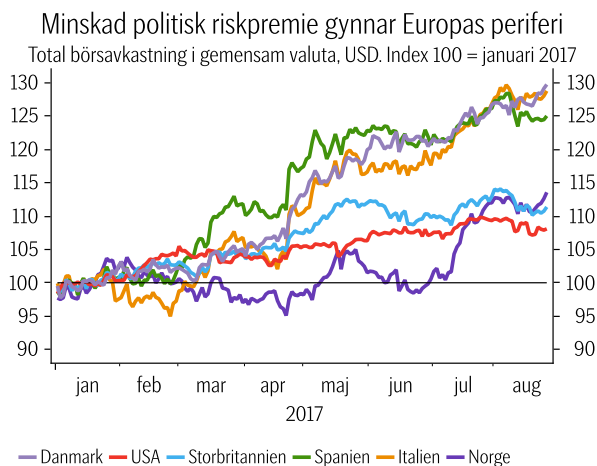
Konjunkturstyrka och högre inflation har bidragit till en viss förstärkning av den svenska kronan, men ännu verkar marknadens aktörer i huvudsak lita på att Riksbanken står fast vid sin ultralätta penningpolitik. Med inflation fortsatt över målet den närmaste tiden i kombination med allt tydligare flaskhalsproblem gör att förväntningar om förändring relativt snart lär få kronan att gå starkare. **EUR/SEK väntas handla kring 9,35 vid slutet av 2017** när marknaden på allvar börjar skruva upp förväntningar på räntehöjningar. Att SEK handelsviktat (KIX-index) apprecierat en hel del, främst beroende på svagheter för dollarn och pundet, bromsar dock potentialen nedåt för EUR/SEK. Vi tror att **EUR/SEK når 9,0 i slutet av 2018** men sedan vänder upp till 9,20 när euron stärks på den globala

scenen. Vår vy med en långsiktigt svagare dollar gör att USD/SEK på sikt drar sig nedåt till så låg nivå som 7,50 i slutet av 2018 för att sjunka ytterligare något 2019.

Trots starka fundamenta har den norska *kronen* försvagats något hittills i år efter fjolårets rekyll uppåt. Vi väntar oss att de starkare konjunkturutsikterna bidrar till en gradvis förstärkning framöver. Men Norges bank avvaktande hållning i kombination med oljepriser på relativt låga nivåer gör att uppgången sker gradvis. **Vi väntar oss att EUR/NOK når 9,15 resp. 8,80 i slutet av 2017 och 2018.**

Stigande vinster ger fortsatt stöd åt börsen

Accelererande tillväxt och centralbanker som erbjuder stora mängder billig likviditet skapar ett fortsatt gynnsamt börs-klimat. I USA har börserna satt nya historiska kursrekord under sommaren. **Minskande politiska riskpremier efter franska presidentvalet och positiva makrodata har gjutit ny optimism på den europeiska aktiemarknaden.** Stora valutarörelser sätter avtryck i index. MSCI World index har avkastat över 10 procent hittills i år, men omräknat till euro i stället för USD, faller avkastningen till ett par procent. Euroförstärkningen har tyngt europeiska index i förhållande till amerikanska men omräknat i gemensam valuta har USA-börser halkat efter hittills i år. Framför allt har börserna i eurozonens periferi dragit nytta av minskade politiska riskpremier.



Bolagsrapporterna lyckades generellt överträffa högt ställda förväntningar under andra kvartalet; mest tydligt i USA. Kursuppgångarna har därmed stöd av en god vinsttillväxt. **Det är främst marginalförbättringar som lyfter resultaten medan försäljningen ökar i blygsam takt.** Vinstmarginalerna i USA ligger nu på rekordhöga 11 procent, medan europeiska bolag har en bit kvar till tidigare toppnivåer. Det faktum att försäljningstillväxten inte riktigt övertygat har ändå gjort att vinstförväntningarna för helåret 2017 skruvats ner något i Europa medan de amerikanska varit stabila. I båda regionerna väntas nu en vinsttillväxt på 11 procent 2017. Detta har tillsammans med geopolitiska spänningar på Koreahalvön och den politiska turbulensen i USA lett till en viss nedgång i börskurserna den allra senaste tiden. Förvärras situationen kan aktiemarknaden få svårt att ignorera dessa orosmoln, åtminstone på kort sikt.

Givet vår robusta tillväxtbild bedömer vi att försäljningsvolymerna har potential att överraska positivt. Stigande vinster i kombination med en mer dämpad kursutveckling har också gjort att värderingen kommit ner något från historiskt höga nivåer. Vi räknar därför med stigande börskurser en tid framöver. **Givet graden av mognad i konjunktur- och börs-cykeln bör värderingen ändå mana till försiktighet** och för de närmaste kvartalen framstår en börsutveckling i nivå med eller strax under vinsttillväxten som rimlig.

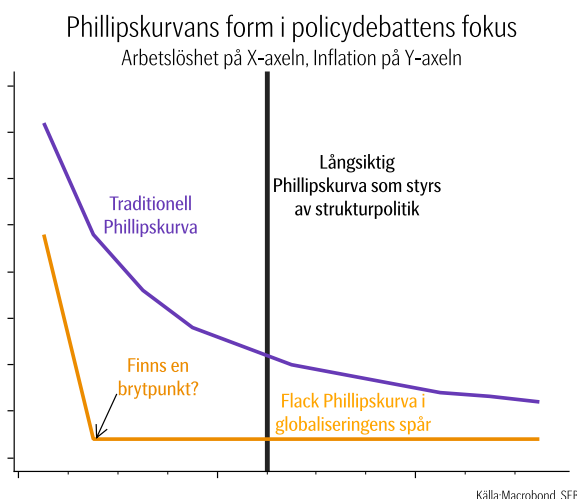
I ett nordiskt perspektiv **har framför allt börserna i Danmark och Finland gått starkt.** Den finska marknaden har gynnats av att ekonomin nu lagt recessionsåren bakom sig och av en viss stabilisering i rysk ekonomi. I Danmark har hälsovård och transport, två sektorer som väger tungt på börsen, återhämtat sig väl under 2017. Shipping och transport är tillsammans med telekom/tech de sektorer i Norden som avkastat bäst hittills i år, medan konsumentvaror och framför allt olja släpat efter.

Värderingen av nordiska aktier är 12 procent högre än det 10-åriga historiska snittet, men det kan förklaras av det mycket låga ränteläget. SEB:s aggregerade vinstestimat för Norden **pekar på att årets nära 10-procentiga vinsttillväxt följs av drygt 14 procent nästa år och omkring 10 procent 2019.** Det ger i kombination med en värdering i linje med långsiktig jämvikt stöd för fortsatt kursuppgång. Enskilda bolag kan dock få stor påverkan på aggregerade vinster. Ett enda bolag, Statoil, står för nästan halva den förväntade vinsttillväxten i år.

Tema: Skarpt testläge för Phillipskurvan

- **Phillipskurvan i ekonomisk-politisk hetluft vid flera tillfällen**
- **Lägre känslighet för stramare arbetsmarknadsläge, framför allt för löner**
- **Svenska Phillipskurvan bröt samman efter finanskrisen**
- **Slutna arbetsmarknadsgap ger skarpt testläge, framför allt i Sverige**

Phillipskurvan har varit ett nyckelkoncept i både teori och praktik sedan den introducerades på 1950-talet. Den visar hur inflationen förändras när arbetslösheten förändras. Logiken är enkel; när arbetsmarknaden stramas åt tvingas företagen betala högre löner för att attrahera arbetskraft, vilket i sin tur leder till högre inflation i ekonomin. Lönstillväxten väntas dessutom tillta på allvar när arbetslösheten är under jämviktsarbetslösheten (NAIRU). Historiskt sett är det också vid den tidpunkten som centralbankerna stramar åt penningpolitiken på allvar för att undvika att en löne-prisspiral får fäste i ekonomin.



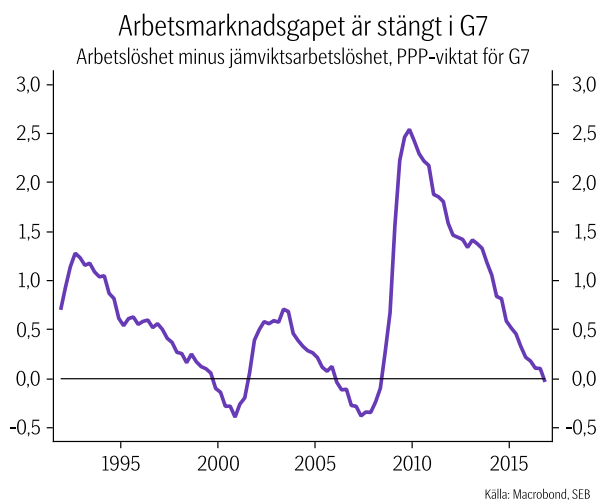
Phillipskurvan i hetluften redan på 70-talet

Phillipskurvan har flera gånger varit i centrum för den ekonomisk-politiska debatten och fått utstå olika former av angrepp. På 1970- och 80-talen gällde frågan om det var möjligt att varaktigt få ned arbetslösheten till priset av högre inflation på det sätt som den traditionella Phillipskurvan antydde. Kritikerna menade att en expansiv och ambitiös finanspolitik bara temporärt kunde pressa ned arbetslösheten. När ekonomins aktörer lärde sig se igenom effekterna steg inflationsförväntningarna på ett sätt som gjorde politiken verkningslös. På längre sikt var Phillipskurvan vertikal vid den

"naturliga" arbetslöshetsnivån som bestämdes av strukturella faktorer och därmed endast kunde påverkas med strukturpolitik. Perioden med såväl hög arbetslöshet som hög inflation ("stagflation") tolkades som ett resultat av en fruktlös kamp att pressa ned arbetslöshet med hjälp av stimulanser och acceptans av högre inflation.

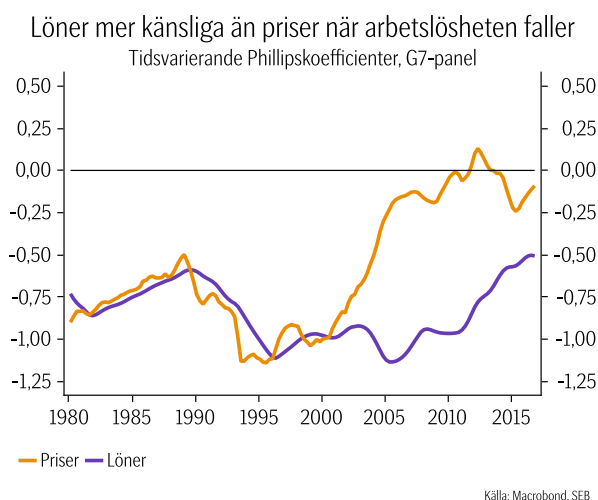
Stängt arbetsmarknadsgap testar samband

Efter att det ekonomisk-politiska ramverket lades om på 1980 och 1990-talen med oberoende centralbanker och inflationsmål har situationen förändrats. Inflationen har gradvis fallit och centralbankerna har generellt varit så framgångsrika att skapa trovärdighet för målen att fluktuationerna i inflationen nästan försvunnit. Detta har återigen rest frågetecken huruvida sambandet mellan arbetslöshet och pris- och lönebildningen har förändrats. Men nu gäller frågan snarast om Phillipskurvan har blivit horisontell och fastnaglad på inflationsmålet. När det vägda genomsnittet nu visar att arbetsmarknadsgapet för G7-länderna som helhet är stängt står vi inför det **verkliga testet huruvida historiska samband fortfarande gäller**.



Våra empiriska skattningar tyder också på att sambandet tydligt försvagats. Sett till en panel av G7-länder har sambandet mellan lediga arbetsmarknadsresurser och inflationen nästan uttraderats de senaste 20 åren. **Sambandet mellan (produktivitetsjusterade) löner och arbetslöshetsgap** har också minskat över samma tidsperiod men **är fortfarande statistiskt signifikant** enligt våra beräkningar. Med andra ord är Phillipskurvesambandet flackare numera. Grafen nedan visar att när arbetslöshetsgapet minskar med 1 procentenhet stiger lönerna (mätt som enhetsarbetskostnader justerat för arbetsproduktivitet) med ungefär 0,5 procentenheter. Runt millennieskiftet var effekten mellan löner och arbetslöshetsgap ungefär dubbelt så stor. Det finnas många förklaringar till detta. Som diskuterats ovan kan centralbankernas ökade trovärdighet ha lett till att inflationsmålen blivit självuppfyllande och klassiska samband satts ur spel. Sekulära deflationistiska

krakter har nog också fått en mer framträdande roll i globaliseringens fotspår – studier visar en **allt högre korrelation mellan globala och ländervisa enhetsarbetskostnader**. Större rörlighet på den globala arbetsmarknaden och ökat utbud av arbetskraft i EM-ekonomier är en förklaring. Teknologiska framsteg, där trenderna mot ökad robotisering och digitalisering är framträdande exempel, kan dessutom ha bidragit till att minska såväl arbetskraftens förhandlingsstyrka som företagens prissättningskraft.

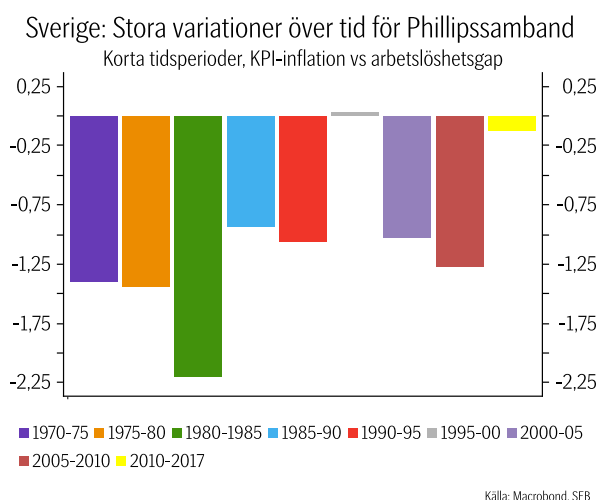


Mot bakgrund av detta är **vår prognos att lönerna kommer att stiga något snabbare inom G7 i takt med att arbetsmarknaden fortsätter att stramas åt**. Eftersom lönerna är en så pass stor del av produktionskostnaderna, framför allt i tjänstesektorn, är det naturligt att tänka sig att stigande löner trots allt kommer att pressa upp inflationen en del vad det lider. **Men det är inte hugget i sten att stigande löner leder till att också priserna ökar snabbare.** Om lönerna kan motiveras av stigande produktivitet behöver inte enhetsarbetskostnaden öka på ett sätt som tvingar företagen till prishöjningar för att behålla lönsamheten. Man kan också tänka sig att konkurrenstrycket är så hårt att företagen får svårt att vältra över kostnadsökningar på priserna. Åtminstone under en tid skulle vi då kunna få en marginalpress med negativa konsekvenser för börskurser.

Försvagat samband också i Sverige

Vi har också tittat närmare på det svenska mönstret. Sett över de senaste 30 åren finner vi faktiskt ett ganska starkt samband mellan inflation och arbetslöshet på svenska data även om det är stor skillnad mellan olika tidsperioder. I samband med att inflationsmålet introducerades i mitten på 1990-talet bröt till exempel sambandet samman under en tid. Detta kan förklaras med att det tog tid för Riksbanken att nå trovärdighet; avtalsrörelsen 1995 resulterade dessutom i höga löneökningar trots att arbetslösheten låg kvar på en hög nivå efter den djupa krisen i början på 1990-talet. När lönebildningen sedan reformerades i slutet av 1990-talet, genom bland annat Industriavtalet och Medlingsinstitutets ökande befogenheter, återupptod sambandet.

Efter 2010 tycks sambandet återigen ha brutits. Det allt stramare resursläget – enligt såväl arbetsmarknadsgap som Riksbankens RU-indikator – har inte lett till någon påtaglig uppväxling av löner och inflation. Det kan finnas flera skäl för detta. Den svenska arbetsmarknaden har blivit öppnare och framför allt har **inflödet av arbetskraft från europeiska länder med högre arbetslöshet och/eller lägre lönenivåer** varit ganska omfattande. Samtidigt har klimatet i avtalsrörelserna förändrats. Under förra decenniet påverkades avtalsnivåerna i viss mån av konjunkturläget, vilket framför allt visade sig i relativt höga lönelöft i 2007 års avtalsrörelse. Men de senaste åren har låga avtal slutits i ganska heta arbetsmarknadslägen. Trots att Riksbanken, åtminstone under en period, värdjat om respekt för inflationsmålets roll som ankare i lönebildningen har parterna fäst allt större vikt vid att följa omvärldens låga löneökningstakt.



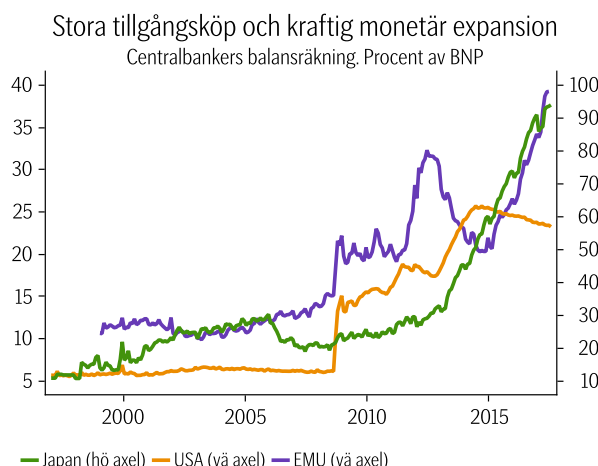
Men även Sverige kommer nu in i ett avgörande testläge i takt med att flaskhalsproblemen växer, framför allt avseende brist på arbetskraft. På den privata sidan gäller detta framför allt bygg- och IT-sektorerna medan den offentliga sektorn har svårt att rekrytera personal på de flesta nyckelområden. Den hårt centraliserade lönebildningen försvårar situationen genom att blockera relativlöneförändringar som skulle kunna öka rörligheten och rekryteringsmöjligheterna till heta branscher. Frågan är nu i vilken grad den heta arbetsmarknaden kommer att leda till högre löneglidning. De flesta prognoser innebär en försiktig uppväxling av löneökningarna, men det är svårt att helt bortse från de strukturförändringar som våra skattningsom en flackare Phillipskurva tydligt påvisar. Även om marginalerna är små när löneökningarna de närmaste åren troligen inte upp till en nivå som är fullt förenligt med Riksbankens inflationsmål på 2 procent.

Tema: Sprängfylld "bålskål" – festen fortsätter

- **Ny färdriktning för sedelpresspolitiken men gigantiskt likviditetsöverskott kvarstår**
- **Penningpolitiken kommer inte att äventyra tillväxten eller tillgångspriser**

Världen badar i pengar. Efter Lehmankollapsen 2008 har centralbankerna använt "sedelpressen" och skapat ett **gigantiskt överskott**¹ på pengar på ca **15 000 miljarder dollar**. Det motsvarar **20 procent av det globala börsvärdet**.

Det finns skäl att föra en **expansiv penningpolitik** men det blir allt svårare att argumentera för dess mer extrema form som minus- och nollräntor och stora värdepappersköp (= sedelpresspolitik). Det beror på att **riskbilden har förskjutits**: deflations- och recessionsrisken har minskat till ett minimum i flera ekonomier och därmed även globalt.



Äntligen penningpolitisk kursomläggning!

Under 2017 har bilden blivit allt tydligare för marknaden att flera centralbanker är på väg att **lägga om penningpolitisk kurs**. Det är en bild som faktiskt började utkristalliseras redan under 2016 (se tidigare utgåvor av *Nordic Outlook*) men den har nu förstärkts. Riksbanken, Norges Bank och ECB har valt att släppa sannolikheten för ny räntesänkning. Bank of England surrar om räntehöjning och Bank of Canada har höjt styrräntan.

Kursomläggningen är **inte** – som många vill tro – **centralt orkestrerad**. Förklaringen är helt enkelt att riskbilden förskjutits för många ekonomier och för världsekonomin samtidigt: i flera stora ekonomier råder i dag full sysselsättning. Tre centralbanker håller dock fortfarande igång sina sedelpressar. Dessa är förutom **Riksbanken** även **ECB** och **Bank of Japan**. Riksban-

¹ Vi har beräknat överskottet som skillnaden mellan den sammanlagda förändringen i globala centralbankers balansräkning genom bl a köp av värdepapper och de bankreserver som växande ekonomier behöver.

ken väntas avsluta sina värdepappersköp i december i år medan ECB fortsätter om än i långsammare takt även under 2018. För Bank of Japan gäller att köpen fortsätter även 2019 då centralbanken har svårt att uthålligt få en inflation över 2 procent.

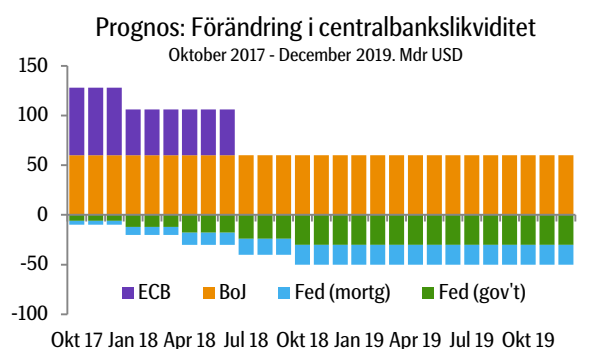
Centralbanker, bålskål och penningpolitik

Liknelsen mellan bålskål och expansiv penningpolitik går tillbaka till ett tal som tidigare Fedordförande **Martin** höll hösten 1955. Budskapet var att det är en centralbanks oftast impopulära uppgift att lyfta bort bålskålen (stimulanspolitik) när festen pågår som bäst. Nuvarande Fedchefen för New York-distriktet, **Dudley**, utvecklade liknelsen i ett tal i mars 2017 där han beskrev dagens amerikanska penningpolitik som "**vi har ännu inte tagit bort bålskålen – vi adderar bara lite mer fruktjuice**".

Nervösa och darrande tillgångsmarknader

Att centralbanker tillför mindre pengar (ECB) eller tömmer systemet på överskott (Fed) har fått börser att darra och långa räntor att tidvis pressas uppåt. Det finns dock **tre goda skäl att försöka ha en nykter syn på det som händer**:

1. Fed minskar sin obligationsportfölj med 10 miljarder dollar per månad oktober-november enligt Feds modell; det motsvarar 0,7 procent av en total portfölj på 4 200 miljarder dollar och 0,2 procent av de senaste årens globala sedelpress. Under samma period tillskjuter Bank of Japan och ECB ny likviditet motsvarande drygt 400 miljarder dollar. **Netto ökar således likviditeten globalt med hela 355 miljarder dollar** under sista kvartalet i år trots att Fed påbörjar sin bantning av balansräkningen i oktober efter beslut vid mötet i september.



2. Det marknaden istället bör ha mer fokus på är dels hur penningpolitiken förändrar finansiella förhållanden, d v s sammanvägd effekt på t ex räntor, valutakurs, börser och kreditspreadar, dels hur realekonomin reagerar. Trots Feds hittills fyra räntehöjningar och signaler om att man under hösten ska minska sin penningpolitiska portfölj är **facit så här långt tvärt emot Feds policyavsikter**: svagare dollar, högre börskurser, låga långräntor och nedpressade kreditspreadar. Det ger i praktiken Fed kraft, argument och möjligheter att fortsätta

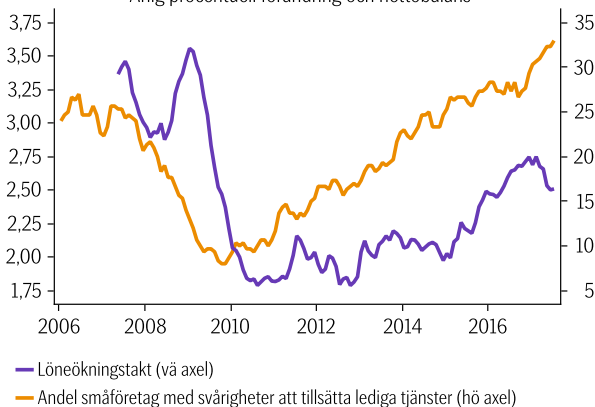
normaliseringspolitiken och därmed skapa utrymme för att t ex kunna sänka räntor vid nästa lågkonjunktur.

3. Även om det är **mycket lång tid kvar** innan en substantiell **nettokrympning** äger rum av globala centralbankers balansräkning – se diagram ovan – behöver inte mängden pengar i systemet minska. Om centralbanker minskar mängden bankreserver minskar även den sk monetära basen. Men banksystemet kan kompensera detta genom att öka in- och utlåning via **multiplikatoreffekt** (in- och utlåning). Det **reducerar likviditetsminskningen** som centralbankerna initierar och även effekten på finansiella förhållanden och tillgångsmarknader.

Komplex miljö förvirrar centralbanker

Ett ökande antal arbetsmarknader runt om i världen antyder **nära eller full sysselsättning**. Ändå visar lönetrycket få tecken på acceleration. Utsikterna för råvaru- och energipriser visar därtill få tecken på prisuppgångar även om det är positivt utifrån ett inflationsperspektiv att ett ökande antal företag nu verkar se större möjligheter att kunna höja priser.

USA: Allt stramare arbetsmarknad - vänteläge för löner
Årlig procentuell förändring och nettobalans



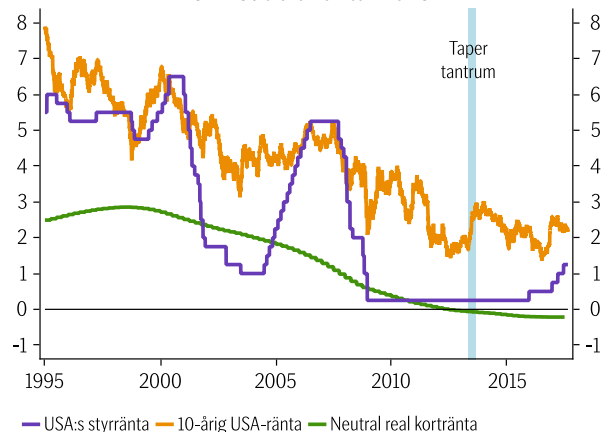
Källa: National Federation of Independent Business, U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS)

Policyutmaning	Kommentar
1 Alltför trubbiga, mekaniska penningpolitiska handlingsregler	T ex Taylorregler och Phillipskurvor ser inte längre ut att fungera som riktmärken för politiken
2 Asymmetrisk risk; svårt att Det penningpolitiska manöverutbäcka om normaliseringen rymmet är kraftigt begränsat vid går alltför fort	eventuella policymisstag
3 Centralbankers politiska oberoende ses över	I flera länder pågår en diskussion om centralbankers mandat och den förda politiken sedan 2008
4 Relationer och samspel med andra ekonomisk-politiska områden	Osäkerhet om finanspolitik och makrotillsynspolitik skapar även osäkerhet om penningpolitiken
5 Feds penningpolitik är i epicentrum för världen och finansmarknaden	Färdriktningen för USA:s politik spelar stor roll för andra centralbankers manöverutrymme

Transformerande teknologier – t ex digitalisering och automatisering – samt globalisering befäster låginflationsmiljön ("low-

flation") och förändrade förutsättningar för spar- och investeringsmönster pressar ned det neutrala priset på pengar/räntan. Det har varit ett återkommande tema i våra *Nordic Outlook*. En policyslutsats av detta pågående fenomen blir att penningpolitikens faktiska expansivitet (se diagram) minskar. Den blir därmed ett släpänkare för centralbankers normaliseringssteg. Flera centralbanker, främst Fed, räknar dock med att det neutrala priset på pengar långsamt ska stiga framöver.

Den neutrala räntan faller



Källa: Macrobond, SEB

En värld i starkt beroendeförhållande

Penningpolitik i flera länder har de senaste åren varit ett **stort experiment på väg mot noll- och minusräntor** och svällande balansräkningar. Och politiken **förblir ett experiment på väg ut** ur den okonventionella politiken. Vår bedömning är att den globala konjunkturåterhämtningen fortsätter. Vårt att ha i minnet är dock att det är **först då penningpolitiken nått ett mer normalt läge och då konjunkturen är självgående** som vi kan sätta en definitiv punkt för den globala recessionen och dess svåra efterverkningar.

Milton Friedmans tankar i ny dager

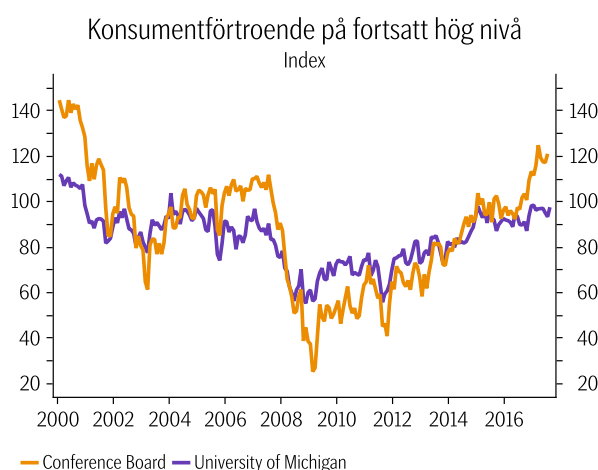
Centralbanker gillar att vara monetarister. De har anammat den kände ekonomen Milton Friedmans tes "att inflation alltid och överallt är ett monetärt fenomen". Det förklarar delvis varför sedelpressen gått glödhett de senaste åren. Men allt fler ekonomer, och centralbanksföreträdare, tycks nu vara beredda att om inte avfärda så åtminstone nyansera tanken på att pengar ger inflation.

Trots alla utmaningar som redovisats ovan förblir huvudscenariot att **världens centralbanker fortsätter med att bromsa och reversera sin extempolitik**. Som vid alla vändpunkter finns risk för ökad osäkerhet och volatilitet. Men det gäller att hålla huvudet kallt och se skogen för alla träd: global penningpolitik förblir kraftigt expansiv under lång tid framöver. Med andra ord: **festen fortsätter – bålskålen står framme fylld med 15 000 miljarder dollar** men nu tillförs små skvättar fruktjuice. Det ska förhoppningsvis minska risken för baksmälla. Det går inte att anklaga penningpolitiken för sämre tillväxt eller fallande börskurser framöver. Om detta inträffar får vi i så fall hitta andra förklaringar till utvecklingen.

Hyfsad tillväxt trots politisk turbulens

- **Ekonomi står emot politisk turbulens men skattesänkningarna uteblir 2017**
- **Återhämtning efter svag inledning**
- **Arbetsmarknaden allt stramare...**
- **...men låg inflation Fed-dilemma**
- **Fed höjer en gång till i år, tre gånger 2018**

Den fortsatta **politiska turbulensen kring Trumpadministrationen påverkar inte ekonomin nämnvärt**. Som väntat accelererade tillväxten andra kvartalet efter det svaga första kvartalet då BNP ökade med 1,2 procent i uppräknad årstakt. Återhämtningen andra kvartalet drevs till stor del av privat konsumtion och tillväxten accelererade till 2,6 procent. Det mesta pekar på att ekonomin fortsätter att växa i hyfsad takt kommande kvartal. De flesta sentimentsindikatorer har fallit tillbaka från vårens toppnivåer men ligger ändå på historiskt höga nivåer. Tillväxtåterhämtningen i kombination med något försvagade indikatorer gör att den tidigare stora divergensen mellan mjuka och hårda data minskat. **BNP väntas öka med 2,2 procent 2017 och med 2,4 procent 2018. 2019** väntas dock en viss inbromsning som en följd av stigande räntor och tilltagande flaskhalssymptom och BNP-tillväxten stannar på **2,0 procent**, något över trend.



Källa: University of Michigan, Conference Board, Macrobond, SEB

Fed fortsätter den penningpolitiska normaliseringen. Vårt huvudscenario är **ytterligare en styrräntehöjning 2017**. Centralbanken väntas dessutom inleda en minskning av balansräkningen och avvecklingen av obligationsinnehavet påbörjas fjärde kvartalet. Under **2018 väntas tre styrränte-**

höjningar. När tillväxten bromsar in **2019** är vår bedömning att Fed nöjer sig med en höjning och därmed når en styrräntenivå på **2,5 procent** i slutet av året.

Politisk turbulens stoppar expansiv politik

Vår syn i *Nordic Outlook Maj* att den finanspolitiska stimulansen skulle bli närmast obefintlig 2017 har fått ytterligare stöd. Trots att Trumpadministrationen offrat betydande politiskt kapital för att försöka ersätta Affordable Care Act (Obamacare) ser man inte ut att lyckas. Administrationen hämmas dessutom fortfarande av brist på politisk erfarenhet, tröghet i tillsättningar av nyckelposter samt de rättsliga turerna kring Rysslands inblandning i presidentvalet. Ett annat orosmoln är att det federala **skuldtaket** snart kommer att behöva höjas. Trots republikansk majoritet i kongressen ser det ut att bli hårda förhandlingar då konservativa republikaner motsätter sig en höjning av skuldtaket i avsaknad av utgiftsnedskärningar. Demokraterna verkar inställda på att utnyttja läget för att försöka få igenom sin egen politik. Även om vi tror skuldtaket i slutänden höjs för konflikten med sig **ytterligare svårigheter för Trump-administrationen att driva igenom sitt politiska program**.

Det är nu mycket osannolikt att några **skattesänkningar** kommer att genomföras under 2017. Det finns därtill stor **risk för att de uteblir även 2018** när mellanårsvalet i början av november rycker närmare. Oförmågan att driva igenom reformer ökar risken för att Trump genomför protektionistiska åtgärder för att visa handlingsförmåga och stärka sin och republikanernas popularitet inför mellanårsvalet. En fingervisning kan komma i samband med USA:s NAFTA-förhandlingar med Kanada och Mexiko som inleddes i mitten av augusti.

Konsumtion ej beroende av skattelättnader

Flera faktorer samverkar och ger stöd till hushållens konsumtion. Den fortsatta förbättringen på arbetsmarknaden gör att allt fler personer kommer i arbete även om löneökningstakten ännu är måttlig. Samtidigt ökar hushållens förmögenheter när börserna nått nya rekordnivåer och huspriserna stiger i god takt. Vi har tidigare bedömt att hushållens sparkvot ska falla under 2017 och 2018. I samband med den årliga revideringen av nationalräkenskaperna reviderades hushållens inkomster ned samtidigt som konsumtionsutgifterna reviderades upp. Detta har resulterat i en **rejäl nedrevidering av sparkvoten**, från strax under 6 procent till 4,9 procent 2016. Den betydligt lägre sparkvoten behöver dock inte få så stor negativ inverkan på hushållens konsumtion. Det minskade sparandet är sannolikt en följd av det låga ränteläget samtidigt som hushållens tillgångar ligger på rekordnivå. Sparkvoten ligger i nuläget strax under 4

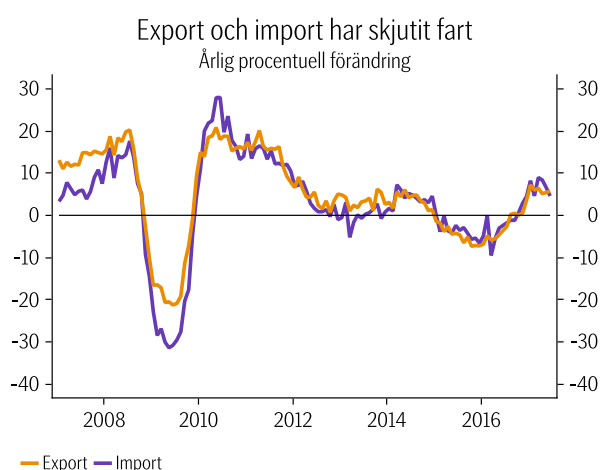
procent och även om utrymmet för ytterligare fall minskat är vår bedömning att sparkvoten bottnar ur kring 3 procent 2018. Sammantaget finns det förutsättningar för att hushållens konsumtion ska tuffa på i god fart framöver även om Trumpadministrationen misslyckas med att driva igenom skattesänkningar. Vår prognos är att **konsumtionen ökar med 2,5 procent 2017 och med 2,7 procent 2018**. Stigande räntor och stagnerande arbetsmarknad gör dock att konsumtionsökningen bromsar in till **2,1 procent 2019**.

Investeringar ger tillväxstöd

Investeringarna var en ljuspunkt under det svaga första kvartalet men bromsade in andra kvartalet drivet av fallande bygginvesteringar. Dessa väntas dock återhämta sig och på lite sikt skapar demografin god efterfrågan på bostäder. Kraftigt ökande aktivitet i olje- och gruvsektorerna gav stöd till investeringarna under första halvåret. Ett lägre oljepris väntas nu dämpa råvaruföretagens investeringar framöver.

Trumps försök att stärka tillverkningsindustrin får inte speciellt stor effekt men industriproduktionen gynnas av svagare dollar och starkare global konjunktur. Att industriproduktionen generellt utvecklats starkt innebär att kapacitetsutnyttjandet har fortsatt att krypa långsamt uppåt, vilket också stimulerar investeringarna. Vår bedömning är att företagens investeringar ökar med **3,8 procent 2017** och med **3,1 procent 2018**.

Dollarförsvagningen och förbättringen för den globala konjunkturen har även gett stöd till **exporten** som **skjutit fart rejält** under 2017. Även importen har återhämtat sig. Exporten väntas fortsätta utvecklas starkt framöver och vår bedömning är att tillväxtbidraget från nettoexporten blir neutralt 2017 efter att ha varit negativt de senaste åren.



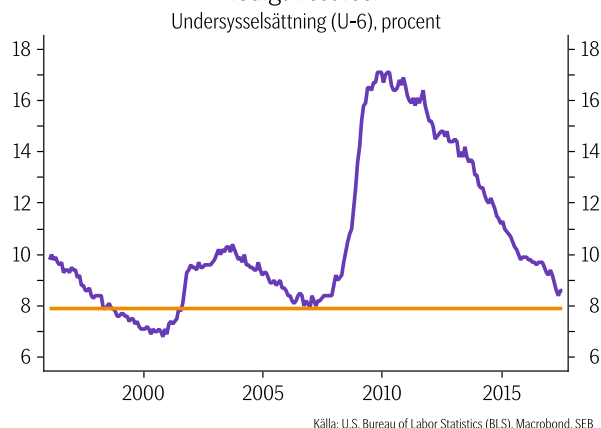
Källa: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Macrobond, SEB

Fler jobb men ingen löneacceleration

Arbetsmarknaden fortsätter stärkas och sysselsättningen ökar i god takt, inte minst mot bakgrund av det redan strama arbetsmarknadsläget. Under 2017 har sysselsättningen ökat med i genomsnitt omkring 184 000 per månad, vilket är klart högre än de 70 000 till 100 000 som uppskattningsvis behövs för att hålla jämna steg med befolkningstillväxten. Arbetslösheten har fallit till en nivå som ligger under de flesta

bedömningar av den långsiktiga jämviktsnivån. I juli var arbetslösheten 4,3 procent jämfört med 4,9 procent ett år tidigare. **Arbetslösheten har fallit snabbare än väntat** och väntas sjunka till 4 procent vid årsskiftet. Nivån väntas därmed sjunka ytterligare under jämviktsarbetslösheten (NAIRU) som Fed uppskattar till 4,6 procent. Indikatorer såsom nya vakanser och frivilliga uppsägningar visar på fortsatt förbättring på arbetsmarknaden och situationen liknar den innan den finansiella krisen. Det bredaste arbetslöshetsmåttet, U-6, har fallit rejält till 8,6 procent men ligger ännu något över bottenivån på 7,9 procent från december 2006 vilket tyder på att det ännu återstår ett visst mått av lediga resurser. Samtidigt har deltagandegraden hållit sig nära 63 procent, vilket är ca 4 procentenheter lägre än toppen år 2000. Detta indikerar en viss potential för deltagandegraden att stiga. Samtidigt talar både demografisk motvind och utslagningsstendenser i den ekonomiska krisens spår för att det knappast är möjligt att nå tillbaka till tidigare toppnivåer. Även om utbudssidan i amerikansk ekonomi överraskat positivt under tidigare långa expansionsfaser, främst på 1990-talet, är vår sammantagna bedömning att **mängden lediga resurser nu är liten**.

Det bredaste arbetslöshetsmåttet indikerar visst mått av lediga resurser



Lönebildningen fortsätter att vara relativt okänslig för den starka arbetsmarknaden. Trots låg arbetslöshet och en ökande andel företag som rapporterar svårigheter att tillsätta lediga tjänster har löneökningstakten inte accelererat nämnvärt sedan 2015. Vi håller dock fast vid vår syn att en fortsatt förstärkning av arbetsmarknaden gradvis kommer att börja **ta sig uttryck i stigande löner när utrymmet för ökande sysselsättning blir allt mindre**. Löneökningstakten väntas gradvis stiga till 3,0 resp 3,5 procent 2018 och 2019.

Tillfälliga faktorer har dämpat inflationen

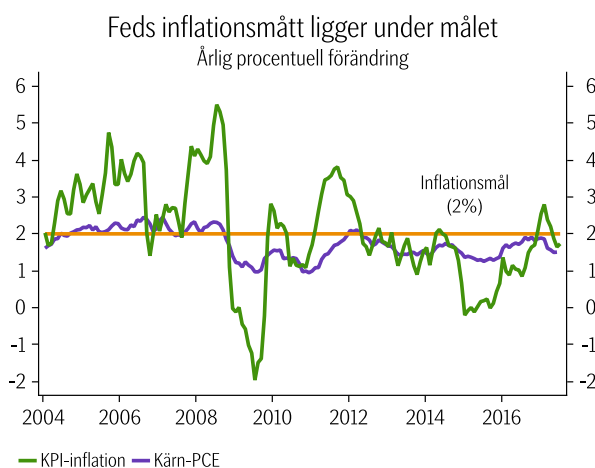
Oväntat svag inflation de senaste månaderna har ökat marknadens tvivel på att Fed kommer att fortsätta höja styrräntan. Efter en acceleration kring årsskiftet har KPI-inflationen åter dämpats de senaste månaderna och var i juli 1,7 procent. Huvudförklaringen är fallande energipriser. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen hamna på 2,0 procent 2017, 1,8 procent 2018 och 2,1 procent 2019**.

Mer bekymmersamt för Fed är dock att **även kärninflationen har fallit tillbaka** och i maj nådde två-årslägst. Tillfälliga faktorer förklarar en relativt stor del av nedgången. Exempelvis har ett intensivt priskrig på mobiltelefoni fått tydligt genomslag. Feds huvudmätt kärn-PCE (kärninflationen mätt med konsumtionsdeflatorn) har en relativt hög vikt för priser på läkemedel och omvårdnad vilket gör att en påtaglig inflationsdämpning på dessa områden fått stort genomslag. Det finns nu en risk för att prisdämpningen ska sprida sig mer allmänt. Vår bedömning är dock fortfarande att stramare resursläge framöver kommer att skapa uppåttryck på både löner och priser. Det kommer dock att dröja till 2018 innan kärninflationen återhämtat sig. **Prognosen är att kärn-PCE ökar med 1,6 procent 2017, med 1,7 procent 2018 och med 1,9 procent 2019.** Fed reviderade i juni ned sin prognos för PCE-inflationen 2017 men lämnade prognosen för 2018 oförändrad.

Inflationsförväntningarna enligt Michiganundersökningen har under 2017 legat relativt stabilt kring 2,5 procent på ett års sikt vilket är något lägre än under 2016. Mätt som break-even inflation har inflationsförväntningarna fallit sedan årets början och låg i juli på 1,6 procent på fem års sikt.

Feds dilemma är den låga inflationen

Feds dubbla mandat avseende inflation och sysselsättning skapar nu både dilemma och flexibilitet. **Fed** har tydligt kommunicerat att man **anser sig ha uppnått sysselsättningsmålet** men de senaste månadernas nedgång för inflationen till en nivå klart under målet har skapat ett dilemma. Även om de flesta Fed-ledamöter uttrycker tillit till Phillips-kurvans samband mellan stramare arbetsmarknad och högre inflation har **osäkerheten avseende inflationens måluppfyllelse ökat**. Vår egen bedömning är dock att även om Phillips-kurvan blivit flackare är den ändå konsistent med en fortsatt åtstramning av amerikansk penningpolitik (se "The US Phillips curve is consistent with the Fed's monetary policy normalisation", *Economic Insights*, 11 juli 2017). Att vissa Fed-ledamöter uttryckt oro för att en stramare arbetsmarknad på sikt ska resultera i kraftigt stigande inflation påverkar också.



Källa: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), Macrobond, SEB

Trots Feds fyra räntehöjningar sedan december 2015 och annonseringen att balansräkningen ska bantas har USA:s finansiella förhållanden i stället blivit mer expansiva. Det minskar risken för att åtstramningen av penningpolitiken inverkar negativt på USA:s tillväxt och ger Fed utrymme att fortsätta höja räntan och banta balansräkningen. **Fed höjer styrräntan en femte gång i december 2017 och fortsätter med tre höjningar 2018 och en höjning 2019 till 2,50 procent.** Det är under den nivå på ca 3 procent som Fed i dag anser representera en neutral penningpolitik. En förklaring till att räntan förblir låg och under 3 procent är att neutral real kortränta av strukturella skäl väntas ligga kvar längre nära noll procent än vad Fed räknar med just nu och även att balansräkningen bantas.

Feds penningpolitiska portfölj (SOMA) uppgår till **4 200 miljarder dollar**. I september väntas Fed ta det formella beslutet att **från oktober i år minska innehavet av stats- och bostadspapper** med 6 respektive 4 miljarder dollar per månad under fjärde kvartalet 2017. Totalbeloppet på 10 miljarder dollar justeras därefter upp kvartalsvis för att nå 50 miljarder dollar per månad. Enligt beräkningar från New York Fed kan hela anpassningsprocessen vara avslutad om ca fyra år, d v s 2021. Målet är **hög förutsägbarhet** och att **inga justeringar** av denna plan görs om inte de ekonomiska och finansiella förutsättningarna ändras radikalt. Även om effekten inte ska överdrivas räknar vi med en viss åtstramande effekt via långa räntor.

Osäkerhet om Feds fortsatta laguppställning

Medlemmar av Federal Reserves **7-mannastyrelse** nomineras av USA:s president och godkänns av kongressens senat. Presidenten nominerar också **ordförande** och **vice ordförande** för styrelsen (ska godkännas av senaten). Feds penningpolitiska kommitté (**FOMC**) utgörs av styrelsen, chefen för New York Fed-distriktet samt fyra chefer (roterande) för något av Feds övriga 11 distrikt. I dag har **Feds styrelse tre vakanser** samtidigt som ordförande **Yellens mandat löper ut 3 februari 2018** och vice ordförande **Fischers avslutas 12 juni 2018**.

Osäkerheten är stor om vilka **personförändringar** som kan väntas. Vita huset har i år både kritiserat och berömt Yellens ordförandeskap. **Kritiken har riktats mot alltför lätt penningpolitik och för många regleringar**. Vita huset har uttryckt viss förkärlek för ökad betydelse för **enkla handlingsregler** (à la Taylor) vid utformningen av penningpolitik. Att presidenten nominerat **Randal Quarles** till styrelsen och att även **Marvin Goodfriend** är en möjlig kandidat, båda **förespråkare av "Taylor"**, bekräftar Vita husets tankar. Fed har de senaste månaderna, i tal och **Penningpolitisk rapport** till kongressen i juli, försökt påvisa bristerna med en Taylorbaserad politik.

Feds politik är redan i en normaliseringsprocess och om politiken lutar sig mer mot **Taylorregeln innebär det snabbare räntehöjningar**, med risker för starkare dollar och fallande börser. Men å andra sidan lär även nya Fedledamöter vara måna om att undvika en **penningpolitik som genererar volatilitet**.

- **Trots Kina- och EMU-försök – USD förblir global reservvaluta**
- **Världen och speciellt EM-ekonomier, mår bra av svagare dollar**
- **Minskat USD-beroende för Stockholmsbörsen, men hög fondexponering driver SEK**

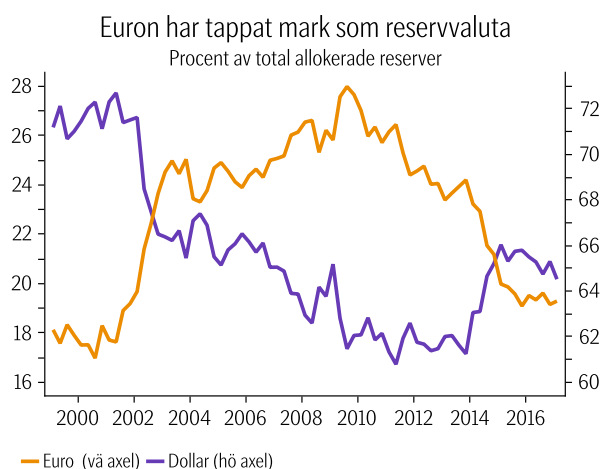
De senaste 4-5 månaderna har USA-dollar försvagats relativt kraftig. Rörelsen har brutit de senaste årens mönster med mycket stabila valutakurser och en EUR/USD som handlades i intervallet 1,05-1,15. Även om en viss rekyl nedåt är trolig i närtid tror vi att EUR/USD på lite sikt fortsätter upp mot 1,25 och att dollar också försvagas mot de flesta andra valutor. Detta bygger i hög grad på det ekonomisk-politiska samarbetet i eurozonen fortsätter att gå i rätt riktning och därmed ökat möjligheterna för ECB att ta försiktiga steg bort från dagens ultralätta penningpolitik. Även om det naturligtvis är många osäkerhetsmoment kopplade till en sådan prognos brukar stora rörelser i dollar få genomgripande globala konsekvenser. I denna temaartikel diskuteras därför några olika frågeställningar kring dollarns ställning i världsekonomin och några aspekter på den svenska ekonomins dollarberoende.

Dollarn alltjämt världens reservvaluta

Dagens globala monetära system skapades när Bretton Woods-systemet föll samman i början på 1970-talet. Systemet byggde på att olika valutor hade en fast växelkurs mot dollar, vars värde i sin tur kopplades till guld. När USA inte längre kunde garantera det fasta inlösenpriset av dollar i guld, bl a beroende på stora budget- och bytesbalansunderskott i Vietnamkrigets spår, föll systemet samman. Men USA:s roll som världens ekonomiska dominant har i huvudsak bestått också under regimen med flytande valutakurser. Det gäller också den dominerande rollen inom världshandeln där t ex råvaror prissätts i dollar. Att USA därtill fortsatt uppvisa mer eller mindre kroniska underskott i bytesbalansen har lett till en betydande "export" av dollar och uppskattningar tyder på att **mer än hälften av alla utestående dollarsedlar nu finns utanför USA** (motsvarande över USD 500 miljarder). Nära 90 länder med drygt **30 procent av global BNP** har en **direkt koppling till dollar**. Dollarns dominans som globalt betalningsmedel manifesteras tydligt i BIS statistik som visar att USD ingår i nästan 9 av 10 valutatransaktioner. Rollen som reservvaluta har också säkrats upp via de amerikanska kapitalmarknadernas dominans med **40 procent av världens skulder är denominerade i dollar**. Allt detta har i sin tur lett till ett **behov att hålla dollarreserver**.

När euron introducerades i slutet på 1990-talet restes frågan i vilken mån den kunde utmana dollar och minska världens

dollarberoende. **Eurons andel som reservvaluta** i förvaltares portföljer steg successivt under 2000-talet från knappt 20 till nära 30 procent. Men hotet om en kollaps under eurokrisen satte effektivt stopp för denna diversifiering och i dagsläget är andelen tillbaka på 20 procent (se graf). Att precisera en optimal nivå för dollarns andel har visat sig svårt. Studier ger olika resultat, men de pekar ändå på att andelen är osunt hög och **allt tyder på att den kommer att förbli långt större än USA:s andel av världsekonomin på 18 procent**.



Källa: IMF, Macrobond, SEB

Nya utmaningar mot dollardominansen kan dock komma. Om trenden mot ökat politisk integration i eurozonen fortsätter är det troligt att eurons andel åter kommer att stiga, inte minst med tanke på att **globala reservförvaltare nu är under-viktade i eurotillgångar**. Detta skulle också ge **flödesmässig medvind för eurokursen** kommande år. På sikt är dock den kinesiska renminbin ett större hot. 2016 anslöts valutan till IMF:s valutakorg SDR (Special Drawing Rights). Det betyder i sig inte speciellt mycket för flödesbilden, men är ett tydligt tecken på Kinas ambitioner att stärka sin roll i världshandeln och på de globala kapitalmarknaderna. **Avregleringarna av Kinas kapitalmarknader går dock trögt**. Myndigheterna tycks prioritera kontroll före flexibilitet och konvertibilitet; nödvändiga krav för att valutan ska kunna nå en ställning som reservvaluta. Vår slutsats är att även om krafter långsiktigt verkar för ett minskat dollarberoende lär det ta minst **10-20 år innan någon valuta på allvar kan hota dollarns dominans**.

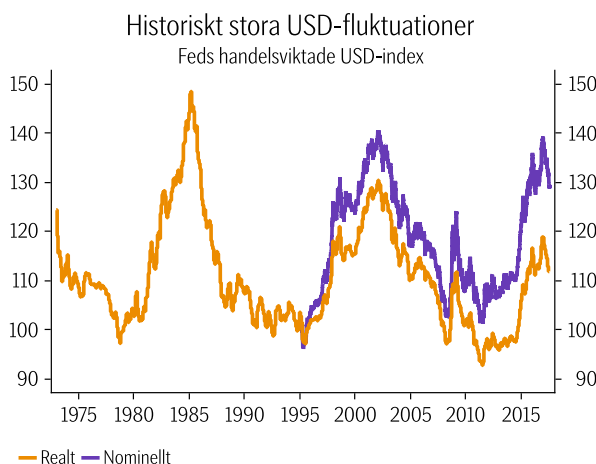
Världen mår bättre med en svag dollar

Dollarns roll som global reservvaluta och globalt betalningsmedel gör att värdet på valutan alltid är ett högtintressant och aktuellt ämne i såväl upp- som nedgång. **Vår jämviktsmodell (SEBEER) tyder på att dollar är svagt övervärderad (ca 4-8 procent)**, vilken även stöds av IMF:s modeller. Historiskt (se graf) har dollar fluktuerat i ett brett intervall och mot de utvecklade valutorna, inklusive euron, har valutan ett förvånansvärt stabilt jämviktsvärde över tid (för EUR/USD runt 1,15-1,20). I dagsläget handlas dessutom de flesta utvecklade län-

ders valutor (G10) relativt nära estimaten för jämviktskurser och historiska genomsnittskurser. När det gäller just **dollarns värde** är vår bedömning att den globala ekonomin som helhet mår **bättre av en svag dollar än av en stark**. Motiven är flera:

1) För många råvaruberoende EM-länder blir inkomst-bortfallet kännbart om råvarupriserna faller, vilket är brukligt när dollarn stärks (råvaror prissätts i USD). IMF-studier har också visat att perioder med stark dollar ger lägre EM-tillväxt.

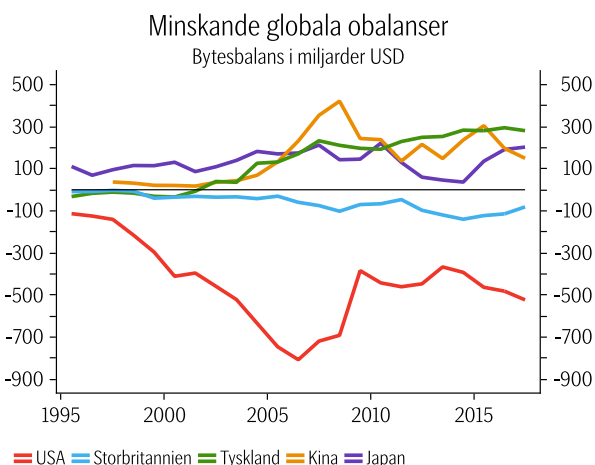
2) Dollarns höga andel av totala globala skulder (40-50 procent) gör att många företag och EM-länder är sårbara om dollarn apprecierar. Skulden för osäkrade lån blir större i lokal valuta och eftersom dollaruppgångar ofta sammanfaller med stigande USA-räntor ökar påfrestningarna från två håll. Enligt BIS uppgick totala dollardenominerade skulder för EM-länder 2015 till nära 4000 miljarder dollar. När **Fed påbörjade sin normaliseringsprocess 2013-2014 strömmade också stora kapitalflöden ut ur EM-länder**. Kinesiska företag hade tidigare utnyttjat möjligheten att ta upp lån till låga USD-räntor i en miljö som också präglats av fallande dollar. När Fed svängde om pressades de till att amortera dollarskulden, vilken enligt BIS uppgick till nära 1200 miljarder dollar. Detta satte i sin tur stor press på bl a den kinesiska centralbanken att intervensera kraftigt för att stabilisera den egna valutan med fallande valutareserv som resultat.



Svagare USD mildrar globala obalanser

Dollarn har länge spelat en central roll i spelet kring de globala obalanserna. Den amerikanska ambitionen att ständigt granska sina handelspartners för att avgöra om de manipulerar sin valuta för att vinna konkurrensfördelar är ett tecken på detta. I början på 2000-talet såg underskotten i den amerikanska bytesbalansen ohållbara ut, men efter finanskrisen har obalanserna minskat tydligt. Spegelbilden av lägre underskott i USA är minskande kinesiska överskott. **Samtidigt har Tyskland seglat upp som det största överskottslandet** framför allt som andel av BNP men också i nominella USD-termer. President Trump har också pekat ut landet som en "valutamani-pulatör". Men när Tyskland nu är en del av eurozonen och inte längre har en egen valuta är överskotten i hög grad ett resultat av **eurokursen på senare år pressats ned av en politisk riskpremie samt ECB:s ansträngningar att hålla samman**

unionen. Visserligen kan en mer expansiv finanspolitik och högre lönetillväxt i Tyskland bidra till att lägre överskott, men det viktigaste är ändå om den ekonomiska och politiska samarbetet i eurozonen kan fördjupas på ett sätt som kan minska eurons riskpremie och ge en starkare valuta. **Vår prognos om att EUR/USD på några års sikt når nivån 1,25** innebär också att såväl det tyska bytesbalansöverskottet och de globala obalanserna minskar på detta sätt.



USD-betydelse för svensk börs överskattad

Dollarns roll för svenska börsen är viktig, men nettoeffekten av en större dollarkursförändring är faktiskt mindre än vad man skulle kunna tro. **Svensk varuexport har stark tonvikt på Europa dit 70 procent av exporten går.** Knappt 10 procent går direkt till USA och även om marknader med USD-pegg inräknas stannar andelen runt 15 procent. Många företag har dock ändå försäljning i USD och kostnader i SEK och den senaste tiden har vi sett att dollarfall och en lägre grad av valutasäkringar har hämmat vinstutsikterna, speciellt inom verkstadsindustrin. Men samtidigt importerar många svenska företag insatsvaror prissatta i USD, t ex råvaror eller insatsvaror i handeln, vilket gör att en dollarnedgång sänker kostnader och därmed gynnar vinsterna. SEB aktieanalytiker beräknar att totaleffekten för Stockholmsbörsens bolag av en 10-procentig dollarförsvagning leder till en minskning av vinsterna med 1,5 procent. Möjligen blir effekten något större än så om hänsyn tas till volymeffekter av valutaförändringar.

Hög USD-exponering i svenskt fondsparande

Sedan 2014 har amerikanska börser haft en bättre utveckling än europeiska index. Att dollarn därtill stärktes åren 2014-2016 innebar att svenska investeringar i dollardenominerade **USA-fonder haft en mycket hög avkastning omräknat till kronor**. Sparandet i USA-fonder ligger på historiska höga nivåer, men nu dominerar rekommendationer att växla USA- till förmån för Europa-exponering. Om en sådan omviktning sker kan valutaflöden komma tillbaka till Sverige eller alternativt växlas till Europa/euron. En större amerikansk börskorrektion/lågkonjunktur skulle troligen öka styrkan i sådan process och därmed uppstår en drivkraft för valutan som gör SEK mindre procyklisk, dvs minskar kronans benägenhet att stärkas i högkonjunktur och försvagas i lågkonjunktur.

Abenomics firar fem år med splittrad framgång

- **Stabilare BNP-tillväxt nära låg trendnivå**
- **Ekonomi med långvarigt deflationsminne**
- **Japans monetära expansion fortsätter på tvärs med resten av centralbanksvärlden**

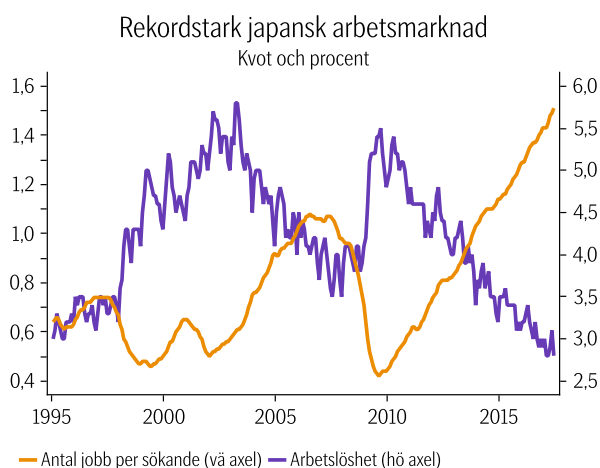
En förbättrad **global konjunktur** det senaste året, inte minst i Asien, **fyra finanspolitiska stödpaket** på 18 månader plus **exceptionell penningpolitik** har åtminstone kortsiktigt förbättrat Japans tillväxt. **I år väntas BNP-tillväxten bli 1,3 procent**, upp från 1,0 procent 2016. Trots att penningpolitiken blir mer expansiv under prognosperioden och yenen försvagas dämpas tillväxten p.g.a. avtagande finanspolitisk effekt, en momshöjning och lägre investeringsnivåer när förberedelserna inför OS i Tokyo 2020 är genomförda. **Nästa år faller BNP-tillväxten till 0,8 procent** och ytterligare något **2019 till 0,7 procent**. Sammantaget ligger tillväxten **nära eller något över potentiell nivå** på 0,5-1,0 procent och över ett historiskt snitt på 0,5 procent sedan 1980.

I slutet av 2017 "firar" **Abenomics femårsjubileum**. Politiken har onekligen varit både extrem och kraftfull men resultatet är blandat. **Deflationsrisken har minskat** men inflationen lyser fortfarande med sin frånvaro. Med en **offentlig skuld på 240 procent av BNP** och **budgetunderskott på ca 3-4 procent av BNP 2017-2019**, en direkt effekt av de många finanspolitiska stimulanspaketen, ökar risken för trovärdighetsproblem. För närvarande håller Bank of Japan (BoJ) över 40 procent av statsobligationsstocken. Inflationsutsikterna innebär att detta innehav ökar ytterligare under prognosperioden när BoJ fortsätter stimulera.

Japans utmaningar framöver blir att bredda tillväxten och göra ekonomin mindre beroende av exceptionell ekonomisk-politisk stimulans och export. Därtill behöver Japan även åtgärder som mildrar den demografiska motvinden och ökar arbetskraftsutbudet. Några steg har tagits men betydligt mer behövs för att höja landets BNP-tillväxt. Det handlar t.ex. om ökad rörlighet på arbetsmarknaden genom översyn av arbetslagstiftningen, förbättrade trygghetssystem som ger bl.a. kvinnor förutsättningar att öka arbetskraftsdeltagandet samt olika utbildningsinsatser.

Arbetslösheten ligger i dag något under 3 procent; den lägsta nivån sedan 1990-talet. Prognosen är att arbetslösheten **faller ytterligare ett par tiondelar fram till i slutet av 2019**. Men trots ökande bristtal, historiskt höga vinstnivåer i företagen och BoJ:s försök att höja inflationsförväntningarna genom balansräkningsexpansion förblir lönetillväxten besväran-

de låg utifrån ett inflationsmålsperspektiv. Under 2017 har inflationsförväntningarna legat nästan oförändrade på lite drygt 1 procent.



Källa: Japanese Statistics Bureau, Japanese Ministry of Health, Labour & Welfare, Macrobond, SEB

Inflationen fortsätter erbjuda besvikelser. Även om deflationsrisken minskat förblir pristrycket svagt. Visserligen är produktionsgapet stängt och energiprisfallet har avstannat samtidigt som yenen är svag. Men företagens vilja att höja priser saknas fortfarande och lönekraven från arbetstagarna är måttliga. **Vår prognos är att KPI-inflationen 2017 och 2018 blir 0,4 och 0,5**, d.v.s. klart under målet 2 procent och långtifrån BoJ:s ambition att även "uthålligt överskrida målet". En förväntad momshöjning från 8 till 10 procent hösten 2019 ger totalt en **KPI-inflation 2019 på 1,2 procent**. Det är tydligt att den inhemska efterfrågan fortsätter att hämmas av en uthållig deflationsmiljö under många år som påverkar framtidstron, hög offentlig skuld och långsiktigt strukturella problem.

Vår prognos att BoJ fram till 2019 misslyckas med att lyfta inflationen över målet 2 procent innebär att centralbanken tvingas fortsätta köpa värdepapper för **ca 90 biljoner yen per år för att uppfylla ambitionen att hålla 10-årig statsränta "nära nollprocent"**. Därtill väntas styrräntan ligga kvar på -0,1 procent under prognosperioden. När andra centralbanker avslutar sina QE-program och därtill minskar de enorma penningpolitiska portföljerna ökar indirekt effektiviteten för de japanska policyåtgärderna samtidigt som livbolagens avkastningsmöjligheter förbättras. Det faktum att globala långräntor stiger under prognosperioden bidrar till en mer negativ räntedifferens och medverkar till att försvaga yenen. Vår prognos är att **USD/JPY i slutet av 2017 handlas till 115. I slutet av 2018 och 2019 ligger USD/JPY på 122 respektive 120**.

BRIC alltjämt motorn i världsekonomin

- **Kina: Delvis kreditstyrd tillväxtinbromsning**
- **Indien: Svag BNP mer i linje med övrig data**
- **Ryssland: Lågt oljepris ger måttlig tillväxt**
- **Brasilien: Reformer trots politisk storm**

Kina: Stabil ekonomi underlättar ledarskifte

Kinas ekonomi visar muskler. Första halvåret i år accelererade tillväxttakten och ligger för närvarande ett par tiondelar **över regeringens BNP-mål på ca 6,5 procent**. Kraften kommer från två håll. Dels har en starkare global konjunktur stimulerat exporten som i juli uppvisade en årlig ökningstakt på 10 procent både till Europa och USA. Det kan jämföras med ett exportfall under samma period förra året. Dels har lättnader i kreditförhållanden stimulerat såväl bolåneaktivitet som bopriser vilket i sin tur medverkat till ökat byggande och en positiv förmögenhetseffekt för hushållen. Den ekonomiska utvecklingen har också stärkt den kinesiska valutan.



Vår prognos är att Kinas ekonomi framöver bromsar in på ett kontrollerat sätt och **i år blir BNP-tillväxten 6,8 procent för att sedan dämpas till 6,4 resp. 6,1 procent 2018 och 2019**. Regeringens politik är nu inriktad på att bromsa tillväxten. En starkare exportkonjunktur ger Peking manöverutrymme att få till stånd en mer kontrollerad inhemsk utveckling som inte drivs av en ökad skuldsättning. Kinas skuldökning ses av president Xi som potentiellt hot mot den politiska stabiliteten. En skuldedragningskampanj har inte påbörjats men skuldtillväxten har minskat vilket nu väntas dämpa den inhemsk ekonomiska utvecklingen.

Politiska skeenden påverkar den ekonomiska utvecklingen in i 2018; sjumannaedningen för Kommunistpartiet kan komma att förändras någon gång i oktober-november för att långsiktigt förbereda ett presidentskifte 2022. Inför detta skifte vill Xi ha en lugn, positiv och kontrollerad ekonomisk utveckling.

Näste president 2022: Chen Min'er?

President Xis mandat löper ut 2022. Vårt huvudscenari är att han avgår. Den **mest troliga kandidaten** att ersätta Xi är **Chen Min'er** som med Xis hjälp flyttat fram sina positioner. Chen är en ung politiker, född 1960, som väntas "skugga" Xi de närmaste fem åren för att kunna bli Kinas president 2022-2032. Det är för tidigt att uttala sig om vilken politik Chen ska föra men mycket talar för att den får stora likheter med Xis politik. Om Chen i höst inte får plats i Kommunistpartiets högsta ledning ökar sannolikheten att Xi sitter kvar som president även bortom 2022.

Trots hög tillväxt har inflationen varit låg, bl a på grund av lägre livsmedelspriser som en följd av gynnsamma väderförhållanden. Vi räknar med att **KPI-inflationen faller till 1,8 procent 2017 från 2,0 procent 2016. Nästa år och 2019 studsar inflationen åter upp till 2,5 respektive 2,8 procent**. Inflationen ligger således något **under det informella inflationsmålet på 3 procent**. Centralbanken väntas genomföra en försiktig höjning av utlåningsräntan; **i år ligger räntan kvar på 4,35 procent för att höjas till 4,60 procent andra halvåret 2018 och sedan nå 5,10 procent i slutet av 2019**. Regeringens åtgärder för att bromsa kreditstillväxten möjliggör denna långsamma höjningscykel. Statsfinansiellt väntas ett budgetunderskott på 3-4 procent av BNP, vilket innebär en oförändrad policyinriktning.

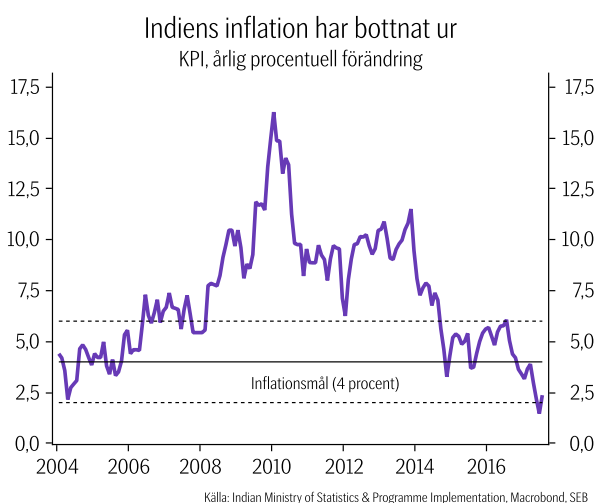
Den kinesiska yuansen väntas bli långsamt starkare. Vår prognos är att **USD/CNY i slutet av 2017, 2018 och 2019 ligger på 6,70, 6,50 respektive 6,40**. Valutapolitiken är inriktad på att försöka hålla yuansen stabil med tendens till viss appreciering och därigenom öka omvärlden intresse för Kinas aktie- och obligationsmarknader. En viss valutaförstärkning kommer inte heller nämnvärt påverka exporten till USA eller Europa när den underliggande efterfrågan ökar.

En risk för Kina är att global inflation smittar av sig på den inhemska pris- och ränteutvecklingen. Kina behöver minska den totala skuldsättningen på 250 procent av BNP. Stigande räntor i rådande skuldläge skulle bli en stor utmaning för kinesiska låntagare och öka antalet konkurser.

Indien: Låg inflation väntas accelerera BNP-tillväxten blev oväntat svag första kvartalet och hamnade på 6,1 procent i årstakt; en tydlig inbromsning

jämfört med fjärde kvartalet då BNP ökade med 7,0 procent. Den valutareform som lanserades i november slog hårt mot både detaljhandel och andra sektorer men effekterna har nu klingat av. Den **oväntat låga tillväxten gör att diskrepansen mellan BNP och övrig statistik som pekar på en betydligt svagare utveckling minskat**. Inköpschefsindex har hämtat sig efter nedgången i sviterna av valutareformen men ligger fortfarande på en relativt låg nivå. Industriproduktionen har i likhet med export och import bromsat in och även bilförsäljningen går trögt. Även om en återhämtning väntas efter årets svaga inledning behöver BNP-prognosen revideras ned. BNP väntas öka med **7,1 procent 2017. År 2018 och 2019 väntas tillväxten hamna på 7,8 procent**.

Inflationen har bromsat in rejält under 2017 och har legat klart under inflationsmålet på 4 procent. Nedgången har drivits av fallande livsmedels- och bränslepriser. Det mesta pekar nu på att inflationen bottnat ur och i juli accelererade inflationstakten till 2,4 procent. Livsmedelspriserna börjar vända uppåt och kapacitetsutnyttjandet ligger på en relativt hög nivå. De senaste låga utfallen gör dock att även inflationsprognosen behöver revideras ned. Mått som helårsgenomsnitt väntas **inflationen hamna på 3,4 procent 2017 och kring 4,5 procent 2018 och 2019**.



Den låga inflationen har satt press på centralbanken och vid det penningpolitiska mötet i **augusti sänktes styrräntan med 25 baspunkter till 6,0 procent**. Protokollet indikerade dock att utrymmet för ytterligare sänkningar är litet. Vår prognos är att **styrräntan lämnas oförändrad till slutet av 2018** då centralbanken åter börjar höja. Styrräntan väntas ligga på **6,25 procent vid slutet av 2018** och på **6,50 procent vid slutet av 2019**. **Rupien** har apprecierat under 2017 tack vare starka fundamenta samt kapitalinflöden till aktie- och obligationsmarknader. Vår prognos är att **USD/INR i slutet av 2017, 2018 och 2019 ligger på 64,5, 62,0 respektive 60,0**.

Centralbanken fortsätter ansträngningarna att städa upp i banksektorn där problem med **dåliga lån** hämmar kreditgivning vilket slår mot företagets investeringar. De statliga bankerna har fått kapitaltillskott och insolvensprocesser ska inledas mot de företag som står för en stor andel av bankernas

dåliga lån. Åtgärderna kommer att stärka bankernas balansräkningar men det dröjer innan det får effekt på utlåningen.

Premiärminister **Modi** besökte i juni president **Trump** för att söka utökat samarbete, men det är troligt att detta i första hand kommer att handla om militära frågor. Trump vill att Indien ska stödja USA i kampen mot IS samt vara en motvikt mot Kina medan Modi hoppas på amerikanskt stöd för sin hårdare linje mot Pakistan. Positionerna är mer låsta på det ekonomiska området. Inget av länderna har visat något större intresse för att försöka driva fram ett frihandelsavtal.

Den **nationella försäljningsskatten** infördes 1 juli och är Modi-regeringens **viktigaste reform**. Skatten ersätter ett stort antal lokala skatter i delstaterna, vilket skapar en sammanhållen marknad. Problem med implementeringen samt kompromisser gör dock att de positiva tillväxteffekterna dröjer till 2018 och riskerar att bli mindre än i tidigare bedömningar. På de andra stora reformområdena, arbetsmarknaden och lagstiftningen kring landköp, väntas regeringen förbli passiv. Fokus väntas ligga på mindre och okontroversiella reformer till parlamentsvalet 2019.

Ryssland: Reformbrist håller tillbaka BNP

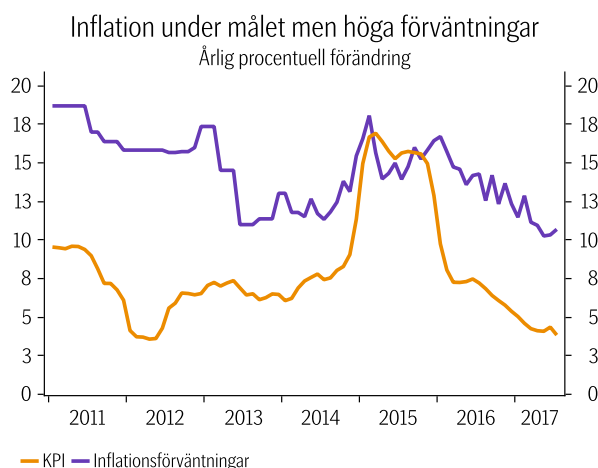
Efter att ha minskat med 2,8 procent 2015 och 0,2 procent 2016 så växer rysk ekonomi igen, om än i maklig takt. BNP expanderade med 1,5 procent i årstakt under det första halvåret 2017. Tillväxten drevs främst av privat konsumtion som gynnats av vikande inflation och lägre räntor samt fallande arbetslöshet. En viss ökning av utlåningen till hushållen är ett tydligt tecken på en gradvis stigande optimism. Investeringarna gav också ett visst bidrag till expansionen, även om företagen fortfarande är försiktiga med att låna. Nettoexporten har till skillnad från 2016 bidragit negativt till tillväxten då importen ökat snabbare än exporten i år.

Överenskommelsen om begränsningar i oljeproduktionen, med OPEC och Ryssland som huvudaktörer, har haft begränsad effekt på **oljepriset** och vi har justerat ned vår prognos och förutser nu en genomsnittlig nivå på **53 resp 55 USD per fat för 2017 och 2018** och därefter en uppgång till **60 USD för 2019**. Den måttliga prisuppgången kommer att hålla ner rysk BNP-tillväxt under den nivå runt 3 till 4 procent som myndigheterna siktar mot. Industriproduktionen nådde i maj sin högsta ökningstakt på över fem år men för att behålla detta tempo krävs arbetsmarknadsreformer, privatiseringar och en förstärkning av det juridiska systemet. President Vladimir Putin kommer sannolikt att presentera ett ekonomiskt reformprogram efter att han vunnit presidentvalet den 18 mars 2018. Förslagen kommer ta inspiration från hans ekonomiska rådgivare och före detta finansminister Alexei Kudrin men implementeringen kommer att vara långsam och förmodligen otillräcklig. Vi tror därför att **BNP-tillväxten stannar vid 1,9 procent 2017 och runt 2,0 procent 2018 och 2019**.

Budgetunderskottet ser i år ut att hamna **strax under 3 procent av BNP** tack vare en förhållandevis återhållsam utgiftspolitik och något högre oljepriser än förväntat i budgeten. **Kreml håller fast vid linjen att minimera ökningen av statsskulden** och kommer att kunna begränsa

budgetunderskottet till runt 2 procent 2018 och till cirka 1,5 procent 2019 med hjälp av den försiktiga återhämtningen.

Redan i juli föll inflationen under centralbankens (CBR) mål på 4,0 procent vid slutet av 2017. Det ger utrymme för sänkningar från den nuvarande styrräntenivån på 9,0 procent. CBR har dock visat sig ta en starkt ekonomisk ortodox ståndpunkt och vill även få ner inflationsförväntningar och budgetunderskott innan man lägger om den strama penningpolitiken. Vi förväntar oss att **styrräntan sänks** med 25 punkter i september och december till en nivå på 8,5 procent och att **inflationen håller sig på beskedliga 4,3 procent 2017 och 4,1 procent 2018**.



Källa: Central Bank of Russia, Rosstat, Macrobond, SEB

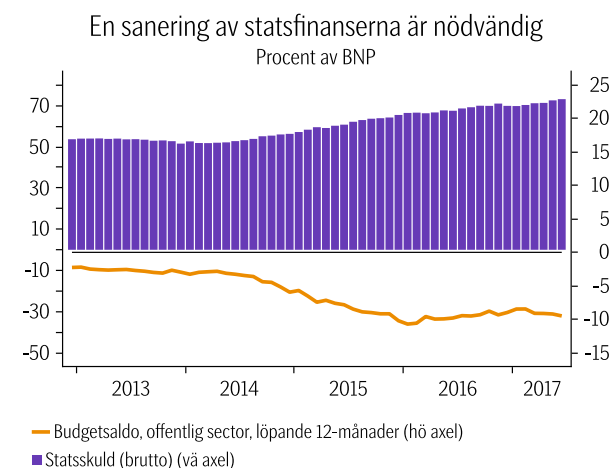
Rubelns korrelation med oljepriset bröts i början av 2017 men återkom i mitten på året. Vi förväntar oss att **rubeln försvagas något** till 62,0 per USD i slutet på 2017 och sedan falla ytterligare något till 64,0 2018 och till 64,5 2019 som en följd av lägre räntedifferens och en något högre inflation än i omvärlden. För tillfället finns det **inga tecken på att varken USA eller EU kommer lätta på sanktionerna mot Ryssland före 2019** men sanktionernas effekter på rysk ekonomi kommer i vilket fall vara förhållandvis små.

Brasilien: Svag ekonomi i politisk storm

BNP växte första kvartalet 2017 med 4,3 procent i uppräknad årstakt. Att **ekonomin kommit ur den djupaste recessionen i modern tid har dock inte skapat någon större optimism**. Tillväxten drevs uteslutande av en positiv utveckling i nettohandeln då exporten, framför allt till Kina, expanderade snabbare än importen. Såväl hushållen som staten fortsätter att skära ner på sin konsumtion. Investeringsnivån har därtill sjunkit trendmässigt sedan 2013. BNP-siffrorna för andra kvartalet har ännu inte publicerats men **månadsdata pekar mot en tillväxtavmattning**. Ekonomin kommer fortsätta att växa men hög belåning bland hushållen, en hög och stigande statsskuld runt 73 procent av BNP och en korruptionsskandal i det statliga oljebolaget Petrobras — landets största enskilda källa för investeringar — betyder att takten kommer vara långsam.

Vi förväntar oss att **BNP stiger med 0,7 procent i år** och med fortsatt svaga **2,0 resp 2,2 procent 2018 och 2019**. Exporten, framför allt av jordbruksprodukter, järnmalm och maskindelar, fortsätter att vara motorn i ekonomin. Som ett resultat av svag inhemsk efterfrågan och en förstärkning av valutan föll inflationen till 2,7 procent i årstakt i juli; den lägsta nivån sedan 1999 och en bra bit under inflationsmålet på 4,5 procent. I juni annonserade centralbanken att man sänker inflationsmålet till 4,25 procent 2019 och 4,0 procent följande år. Vi ser ett uppdämt **behov av att justera priser och löner uppåt** när ekonomin sakta vänder och centralbanken lättar på penningpolitiken. **Inflationen bör därmed hamna på 3,5 procent i år** för att sedan vända gradvis uppåt till **4,0 procent 2018 och 4,3 procent 2019**. Styrräntan, Selic, kommer att sänkas i snabb takt från nuvarande nivå på 9,25 procent till 7,25 procent i år och till rekordlåga 7,0 procent 2018.

Den **brasilianska realen** har stärkts med mer än 30 procent sedan bottennoteringen september 2015. Takten har dock stannat av i år och en ytterligare förstärkning är inte att vänta. Exportsektorn är beroende av att valutan inte stärks. **Penningpolitiska lättnader och dämpad tillväxt kommer att försvaga realen** från nuvarande 3,15 mot dollarn till 3,30 i slutet av året och till **3,50 resp 3,60 2018 och 2019**.



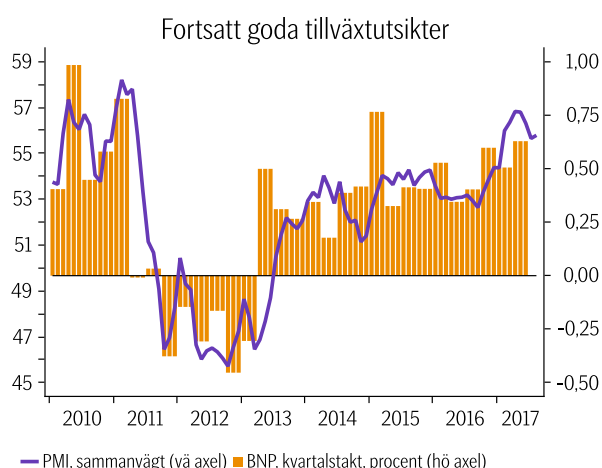
Källa: Central Bank of Brazil, SEB

Det finns inget utrymme att stimulera tillväxten med en expansiv budgetpolitik. **Budgetunderskottet låg i juni på 9,5 procent av BNP** på rullande årsbasis. På grund av oväntat låg tillväxt har administrationen sett sig tvungen att revidera budgetmålen för 2017 och 2018. För att alltjämt hindra en skenande statsskuld kommer man förlita sig till utgiftsnedskärningar och tillfälliga inkomster, som tex försäljning av oljelicenser, då skattetrycket redan är högt. **Genomgripande reformer är på gång**. Förändringar av pensionssystemet har blivit försenad av korruptionsanklagelser riktade mot president Michel Temer men ser ut att genomföras senare i år eller tidigt 2018. Man har också aviserat en reform av det mycket komplicerade skattesystemet. Tiden håller dock på att rinna ut då det sannolikt blir svårare att besluta om impopulära reformer efter valen i oktober 2018.

Indikatorstyrkan bekräftas av BNP-uppväxling

- **Bredbaserad expansion med hushållens humör nära toppnivå**
- **Arbetslösheten faller men svag lönerespons bidrar till inflation under ECB:s mål**
- **ECB aviserar minskade obligationsköp i september**

BNP-tillväxten har växlat upp och nådde andra kvartalet 2,2 procent, vilket är den högsta takten sedan 2011. Hårddata har således bekräftat tidigare indikatorsignaler om en starkare och mer bredbaserad **återhämtning**. Stigande sysselsättning har lyft hushållens förtroende till toppnivåer, stigande kapacitetsutnyttjande leder till ökade investeringar och en god omvärldskonjunktur ökar exporten. Hittills i år har regionen vuxit snabbare än både Storbritannien och USA, speciellt i per capitatermer. Vi reviderar upp vår "över konsensus" prognos för **BNP-tillväxten ytterligare till 2,1 procent 2017 och 2,2 procent 2018. Även 2019 förutser vi en tillväxt över trend på 2,0 procent**. Den politiska osäkerheten har minskat och efter det tyska valet i september väntar vi oss intensifierade försök att på EU-nivå förstärka regionens samarbete. I september tror vi att ECB aviserar att **obligationsköpen förlängs i 6 månader och att de minskar till 40 miljarder euro i månaden fr o m januari 2018**.



Källa: Markit, Eurostat, Macrobond, SEB

Från valfokus till fördjupat EU-samarbete

Det tyska valet ser ut att mer bli en fråga om **vem Angela Merkels Kristdemokrater (CDU) ska samarbeta med (se ruta) än vem som vinner valet**. Därmed tyder allt på att de många politiska val som hållits under 2017 resulterar i ett

betydligt mer stabilt politiskt landskap jämfört med de farhågor som dominerade i början på året. Efter storsegrar i både president- och parlamentsval ställs nu stora förhoppningarna på att president Macron ska genomföra reformer som förbättrar den franska tillväxtpotentialen. Det finns dock flera exempel på att presidenters reformagenda tappat momentum när populariteten gått ned och "gatans parlament" börjat göra sig gällande i form av strejker och protester. Nu tillkommer också en osäkerhet om huruvida Macrons nya politiska rörelse (LREM) verkligen är tillräckligt mogen för att orka genomföra kontroversiella reformer. Vi är i nuläget försiktigt positiva men avvaktar konkreta beslut om reformer på t ex arbetsmarknaden innan vi uppgraderar vår syn ytterligare.

Fokus skiftar nu från nationella val till EU:s och EMU:s utveckling. Kalendern i höst är full av toppmöten med fokus på vägval och ökad integration. EU-kommissionens Vitbok från i våras där 5 vägval presenterades (se temaartikel i Nordic Outlook Maj 2017) tvingar länderna att mer explicit att ta ställning till vad EU och EMU ska fokusera på framöver. **Tyskland och Frankrike väntas driva linjen om ett flerhastighetseuropa**, vilket å ena sidan ger en möjlighet för länder som vill öka samarbetet att göra så, men kan å andra sidan skapa spänningar. Sannolikt lär den tysk-franska agendan leda till en utveckling med ökad makt för eurogruppen, vilket i förlängningen sätter press på icke-euroländer att gå med i eurosamarbetet för att inte marginaliseras. Att Storbritannien är på väg att lämna EU gör dessutom att icke-eurogruppen tappar sin absolut viktigaste medlem.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
Tyskland	1,9	2,1	2,0	1,8
Frankrike	1,2	1,7	1,8	1,8
Italien	0,9	1,4	1,4	1,4
Spanien	3,2	3,2	3,1	3,0
Eurozonen	1,8	2,1	2,2	2,0

Källa: Eurostat, SEB

Framväxande stimulansutrymme

Genomförda saneringsprogram och successivt förbättrad tillväxt har pressat ner det **offentliga underskottet till lägsta nivån sedan 2007**. Underskottet har sedan bottenivån 2009 krympt från 6,3 till 1,5 procent av BNP. En fortsatt stark konjunktur ger framöver ökade skatteintäkter vilket öppnar upp för en försiktig expansiv finanspolitik 2018 och 2019. Det gäller framför allt i Tyskland där dock det strama resursläget börjar utgöra en restriktion för stimulanser. Ett underliggande

utgiftstryck i regionen drivet av t ex åldrande befolkning och migration samt behov av ökade satsningar på försvar/polis och infrastrukturinvesteringar begränsar dock utrymmet för nya diskretionära satsningar. Det offentliga underskottet kan ändå fortsätta nedåt mot 1 procent av BNP 2019 och bruttoskulden minskar i långsam takt. Flera länder kämpar fortsatt dock med stora underskott och hög skuldnivå och krisårens skulduppbyggnad gör att bl a Grekland, Portugal och Italien är fortsatt sårbara. Framför allt ter sig problembilden i Italien komplex med hög skuldsättning, stor mängd dåliga lån i banksektorn och politisk osäkerhet kopplad till valet 2018 där populistpartier har stort stöd i opinionsundersökningar.

Tyska valet: Allt pekar på klar Merkel-seger

Det som i våras såg ut som ett ovissat val (24:e september 2017) **lutar nu åt en ny framgång för Angela Merkels Kristdemokrater (CDU)**. Socialdemokraterna (SPD) har tappat mark efter initiala framgångar när Martin Schulz tillträdde som ny partiledare. Samtidigt har liberala FDP ökat sitt stöd och väntas återinträda i parlamentet. Även om en fortsatt storkoalition inte kan uteslutas ter sig ett regeringssamarbete mellan CDU/CSU och FDP (liknande koalitionen 2009-2013) som det mest troliga alternativet i nuvarande opinionsläge. Högerpopulistiska AfD har tappat i opinionen efter bl a interna strider. Att en fortsatt storkoalition är ett alternativ minskar dessutom möjligheten för mindre partier att få en vågmästarroll. En osäkerhetsfaktor är att antalet osäkra väljare ligger på högsta nivån på 20 år – ca 45 procent jämfört med en tredjedel vid samma period inför förra valet.

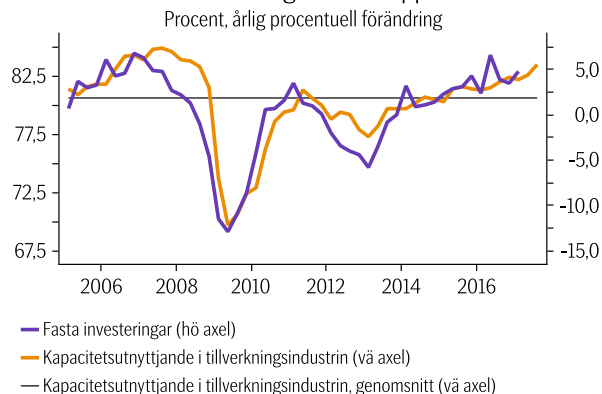
Ett fortsatt styre med Merkel vid rodret innebär kontinuitet för regionens största ekonomi och någon större ekonomisk-politisk kursändring är inte att vänta. Stora tyska överskott möjliggör en mer expansiv finanspolitik i linje med omvärldens krav. Men det strama resursläget och djupt grundad skepsis från tysk sida talar emot en större omläggning. Möjligen kan ökade försvarsutgifter som i betydande utsträckning kan kanaliseras via högre import kan vara en möjlighet att hantera detta dilemma. Om den tysk-franska axeln gör ambitiösa försök att åter öka integrationen inom EU kan FDP skapa en del problem i regeringsställning. Eftersom partiet vill att EMU-länderna ska ta ett större eget ansvar kan man t ex motsätta sig en grekisk skuldnedskrivning.

Fortsatt tillväxt över trend enligt indikatorer

Indikatorer malar fortsatt en ljus bild av regionens utveckling. Den indikatoruppväxling vi sett sedan hösten 2016 har visserligen mattats av men nivåerna är fortsatt höga. EU-kommissionens ESI låg i juli på högsta nivån på nära 10 år och även om PMI backat något ligger indikatorn nära tidigare toppnivåer. **Utvecklingen är relativt synkroniserad** mellan de stora länderna och mellan sektorer. Orderläget är gott, industriproduktionen ökar och kapacitetsutnyttjandet ligger på nivåer som innebär att företagen behöver nyinvestera i högre grad. Till det kommer stigande bostadspriser och låga räntor vilket stimulerar bostadsbyggandet. Den starkare euron ger exportföretagen viss huvudvärk, men ökad omvärldsefterfrågan är en viktigare faktor och företagen ser ökade

möjligheter att höja priserna. **Exporten ökar med 4 procent 2017 och växlar upp till 4,5 procent 2019.** Investeringarna ökar med 4-4,5 procent per år 2017-2019.

Kapacitetsutnyttjandet över historiskt genomsnitt, investeringar växlar upp

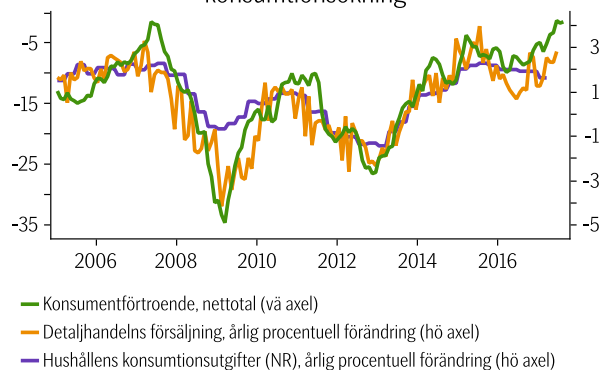


Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Hushållen på mycket gott humör

Hushållens framtidstro har förbättrats i takt med att tillväxt och sysselsättning växlat upp. Konsumentförtroendet ligger på i stort sett samma nivå som vid krisutbrottet 2008, vilket inte är långt från toppnivån de senaste 30 åren. Trots det har konsumtionen varit något svagare än väntat och det är tydligt att hushållen har de senaste årens problem i åtanke. Löneökningarna är dessutom låga och hushållens inkomster utvecklas inte lika starkt som sysselsättningsutvecklingen normalt skulle möjliggöra. Till det kommer att sparkvoten har fallit under flera år och ligger på en historiskt låg nivå. I takt med att inkomsterna förbättras behöver buffertar ånyo byggas upp, vilket ger mindre utrymme för konsumtionsökningar. **Mätt som årsgenomsnitt ökar konsumtionen med ca 2 procent per år 2017-2019.**

Högt konsumentförtroende och fortsatt god konsumtionsökning



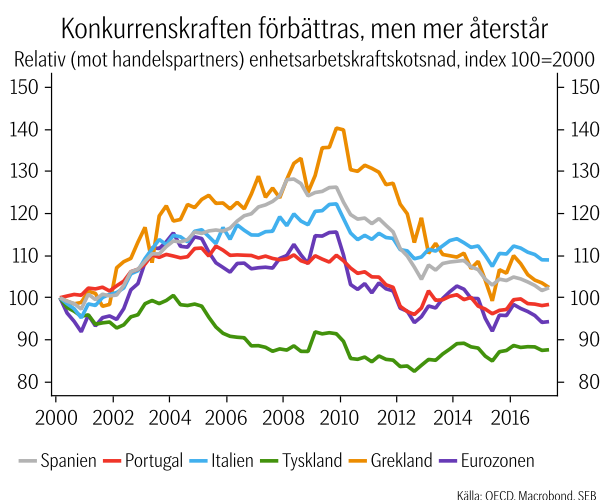
Källa: Eurostat, European Commission (DG ECFIN), Macrobond, SEB

Stark arbetsmarknad, små löneökningar

Den goda tillväxten fortsätter att pressa ner arbetslösheten. **I juni nådde arbetslösheten 9,1 procent; 3 procentenheter lägre än den högsta noteringen** i mitten av 2013. Den **fallande arbetslösheten är till stor del driven av jobb-skapande**. Antalet arbetslösa har fallit från drygt 19 miljoner till knappt 15 miljoner; drygt hälften av uppgången sedan 2008

har därmed reverserats. Samtidigt är arbetskräftsdeltagandet nu högre än innan krisen, vilket bl a beror på den starka tyska arbetsmarknaden. Vi ser även en positiv utveckling i Italien medan deltagandegraden i Frankrike och Spanien fallit. Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden fortsätter. Företagens anställningsplaner indikerar att sysselsättningen ökar med 1-1,5 procent och tillväxten ligger kvar över trend de kommande åren. Mätt som årsgenomsnitt når **arbetslösheten 9,1 procent i år och faller därefter till 8,5 respektive 8,2 procent 2018 och 2019**. Vi bedömer att den strukturella arbetslösheten ligger kring 8 procent vilket innebär att regionen mot slutet av prognoshorisonten fortfarande har en del lediga resurser på arbetsmarknaden.

Som i flera andra länder har kopplingen mellan arbetslöshet och löneökningstakt försvagats. Lönerna i regionen som helhet ökar för närvarande med låga 1,0-1,5 procent. Tyskland drar upp genomsnittet, men trots en historiskt låg arbetslöshet, hög nivå på antal lediga platser samt initialt höga fackliga krav har löneökningarna legat kvar runt 2,5 procent de senaste åren. Spanien håller ner genomsnittet med marginella löneökningar. Detta bidrar till att man i likhet med flera andra sydeuropeiska länder förbättrat sin konkurrenskraft, även om kostnadsläget fortfarande är ansträngt i jämförelse med det tyska. I takt med att arbetsmarknaden blir stramare **väntar vi oss att löneökningarna stiger**, men att genomsnittet för regionen inte når högre än **2,0-2,5 procent 2018-2019**.

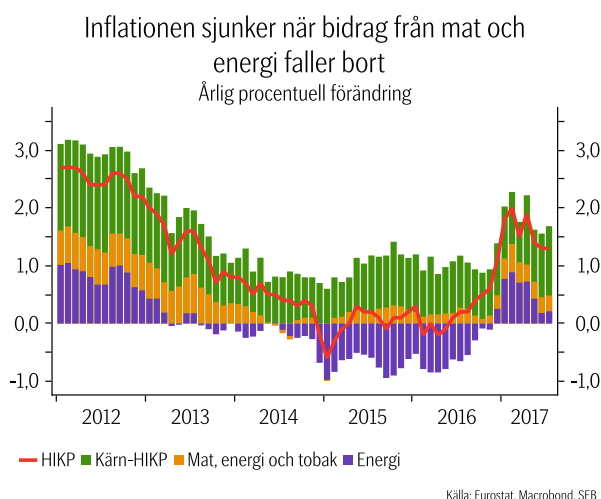


Stigande inflation men målet nås inte

Efter vårens uppgång, när HIKP tillfälligt nådde kring 2 procent ett par månader, har inflationen nu åter fallit tillbaka till 1,3 procent (juli). I takt med **att tillfälliga effekter** (energi och till viss del livsmedel) **fallit bort närmar sig inflationen 1 procent** vid slutet av 2017. Mätt som årsgenomsnitt **faller inflationen till 1,1 procent 2018 och stiger därefter till 1,5 procent 2019**. HIKP-nivån runt 1 procent 2018 är i linje med vad den underliggande inflationen varit de senaste åren. Fortsatt lågt underliggande pristryck, låga internationella prisökningar och svaga löneökningar bidrar till att inflationsuppgången blir begränsad. I ett kortare perspektiv bidrar också eurons appreciering till att inflationsuppgången hålls tillbaka.

ECB fortsätter att minska obligationsköpen

Efter 10 år med krisbekämpning (i augusti 2007 erbjöd ECB de första krisrelaterade lånen till banker) är det en svår process att svänga om. Även om ECB och Draghi vill sända mjuka signaler har tonläget förändrats och det är nu en fråga om hur snabbt omläggningen till en mindre expansiv penningpolitik kommer att ske. Vår prognos är att förändringarna sker gradvis i små steg och att de paketeras för att ge ett så mjukt intryck som möjligt för att tillmötesgå både duvor och hökar samt för att undvika att euro stärks. **Tillväxtuppväxling och goda utsikter krattar manegen för nytt beslut om minskade obligationsköp inom kort**. Samtidigt är inflationsutsikterna fortsatt svaga vilket skapar en dragkamp mellan olika direktionsmedlemmar. Vi väntar oss att **ECB i september annonserar att obligationsköpen minskas till 40 miljarder euro per månad fr o m januari 2018 samtidigt som programmet förlängs med 6 månader**. Senaste ECB-kommentarerna tolkar vi som att risken för att beskedet skjuts till oktobermötet har ökat men vi håller fast vid vår septemberprognos. Under våren 2018 tas ytterligare beslut att minska köpen så att de löper hela första halvåret. Vi tolkar ECB som att de hellre tar nya beslut för att minska köpen istället för att förannonsera "tapering" på det sätt Fed gjorde.



En första räntehöjning dröjer knappt ett år. När obligationsprogrammet i stort är avslutat **vid junimötet 2018 höjs depositöräntan med 15 räntepunkter till -0,25 procent**. Därefter väntas ECB fortsätta att gå långsamt fram. Fortsätter konjunkturen att utvecklas i linje med vår prognos kommer pressen från hökarna att öka. Även om inflationen inte når målet väger den ekonomiska utvecklingen, fallande arbetslöshet och att inflationen stiger mot målet tillräckligt tungt för att direktionen **undre 2019 höjer refi-räntan för första gången sedan 2011**. Första höjningen kommer under slutet av första halvåret och vi väntar oss sedan ytterligare en refi-räntehöjning under hösten/vintern 2019 så att styrräntan når 0,50 procent i slutet av året. Nedbantningen av obligationsportföljen dröjer till efter 2019.

Stora utmaningar i skuggan av EU-utträdet

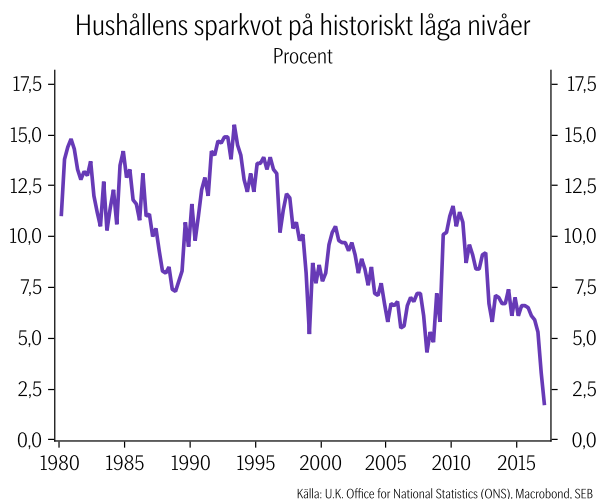
- **Utträdesförhandlingar skapar osäkerhet**
- **Svag lönetillväxt trots låg arbetslöshet**
- **Centralbanken ligger still till 2019**

Den 22 juni inleddes Storbritanniens utträdesförhandlingar med EU och dessa kommer att hållas under en vecka varje månad under överskådlig framtid. I linje med EU:s krav kommer förhandlingarna att ske i två steg där utträdesfrågor såsom medborgerliga rättigheter och Storbritanniens utträdespris klaras av först. Därefter påbörjas förhandlingarna om den framtida relationen med bl a ett frihandelsavtal.

De ekonomiska effekterna av brexitbeslutet har ännu varit relativt små även om BNP-tillväxten mattades påtagligt under första halvåret i år. Hushållens efterfrågan hämmas av stigande inflation i spåren av den kraftiga pundförsvagningen som brexitbeslutet genererat. Generellt är det dock svårt att avgöra i vilken grad avmattningen är en följd av kommande EU-utträde. Hittills syns det inga tecken på att investeringar och arbetsmarknad skulle ha påverkats nämnvärt negativt. Vi räknar dock med att utträdesprocessen successivt leder till mer påtagliga problem som dämpar brittisk tillväxt under prognosperioden. Samtidigt bör ett **fortsatt svagt pund och stark internationell konjunktur mildra den negativa effekten på brittisk tillväxt något**. Vi håller fast vid vår pessimistiska prognos att **tillväxten faller något till 1,5 procent i år medan BNP bara växer med 1,0 procent under 2018. 2019 förutses tillväxten återhämta sig något och nå 1,2 procent**; prognosen ligger marginellt under konsensusprognosen. Men osäkerheten är stor och tillväxten de närmaste åren kommer i hög grad att avgöras av EU-utträdet och den framtida relationen mellan Storbritannien och EU. Misslyckas förhandlingarna och landet lämnar EU utan ett nytt avtal i mars 2019 får vi nog räkna med ännu svagare tillväxt redan 2018.

Arbetsmarknaden är alltså extremt stark och **arbetslösheten på 4,4 procent är den lägsta sedan början av 1970-talet**. Framöver bedöms även arbetsmarknaden påverkas negativt av lägre investeringar. **Arbetslösheten väntas vända uppåt till 5,2 procent** i slutet av prognosperioden. Hushållens konsumtion har varit den absolut viktigaste drivkraften för återhämtning sedan 2013. Utöver EU-utträdet finns det ytterligare skäl att vänta sig en svagare efterfrågan från hushållen framöver. Lönetillväxten är alltså dämpad samtidigt som hushållens sparande har fallit till historiskt låga nivåer. **Att ytterligare minska sparandet framöver är inte långsiktigt hållbart**. Det finns dock vissa indikationer att arbetskraftsinflödet till Storbritannien minskar.

Möjligen skulle det kunna bidra till att lönetrycket ökar på sikt men ännu syns inga sådana tendenser.



Samtidigt gör **hög inflation och låg lönetillväxt att hushållens köpkraft urholkas**; vi bedömer dock att inflationen redan har toppat ur och mätt som årsgenomsnitt blir **inflationen 2,6 respektive 2,2 procent 2017 och 2018 och faller till 1,8 procent 2019**. Bostadsmarknaden är fortsatt stabil med svagt stigande priser, men det finns en del oroande tecken och prisuppgången har mattats successivt sedan slutet på 2015. EU-utträdet har medfört att regeringen har tvingats överge ambitionen att nå överskott i budgeten år 2020. Istället genomförs flera åtgärder som en direkt följd av EU-utträdet; däribland **en sänkning av bolagsskatten till 17 procent år 2020 och nya satsningar på bl a forskning & utveckling och infrastruktur**.

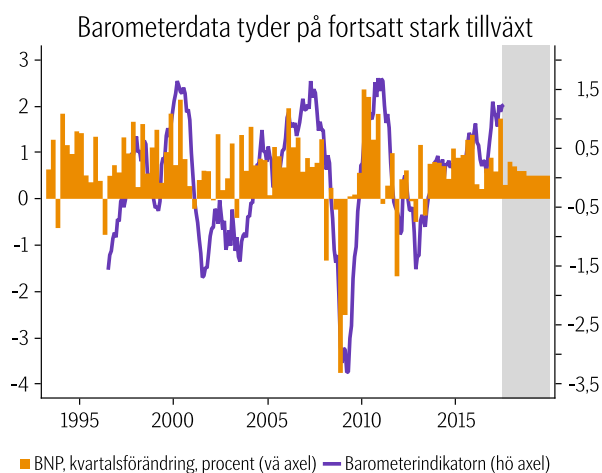
Efter räntesänkning till 0,25 procent sommaren 2016 har centralbanken (BOE) reviderat upp tillväxtutsikterna rejält. På augustimötet valde två av åtta ledamöter att rösta för en höjning till följd av allt stramare förhållanden på den brittiska arbetsmarknaden. Centralbanken uttrycker dock viss oro för hushållens efterfrågan och framtida investeringar och trots inflation över målet de närmaste åren räknar vi med att tillväxtbesvikelser gör att **centralbanken lämnar styrräntan oförändrad fram till mitten av 2019**.

Pundet är långsiktigt undervärderat men utvecklingen framöver är ändå svårbedömd. Rörelseriktningen lär avgöras av hur utträdesförhandlingarna och BNP-tillväxten utvecklas. **Vi befärar dock att pundet förblir svagt ännu en tid** och skulle utträdesförhandlingarna hacka är ytterligare försvagning trolig. Givet värderingen bör pundet ändå återhämta sig mot slutet av prognosperioden. **GBP/USD noteras till 1,47 och EUR/GBP står i 0,85 i slutet av 2019**.

Fortsatt stark tillväxt men ökade risker för överhettning

- **Höga investeringar ger tillväxt över trend**
- **Stark sysselsättning driver ned arbetslöshet**
- **Risk för överhettning men löner släpar efter**
- **Högre inflation men inte riktigt på målet**
- **Riksbanken höjer i april 2018**

Den svaga tillväxten i början av året reverserades mer än väl andra kvartalet när investeringarna åter ökade kraftigt. Även om stora skift i antalet arbetsdagar gör utfallen lite svårtolkade stödjer BNP-siffrorna för första halvåret, liksom starka indikatorer, vår optimistiska tillväxtprognos. Vi räknar med att **BNP växer med 3,2 procent i år**, en upprevidering jämfört med vår över konsensusprognos i förra Nordic Outlook. Tillväxten fortsätter vara högre än den långsiktiga trenden **2018-2019, då BNP bedöms öka med 2,8 respektive 2,4 procent**.



Tillväxten är bredbaserad med en export som gynnas av en svag krona och starkare europeisk konjunktur. Samtidigt stimuleras inhemsk efterfrågan av expansiv finans- och penningpolitik. Bostadsinvesteringar fortsätter att utgöra den viktigaste drivkraften medan konsumtionstillväxten utvecklas lugnare. Hushållen agerar försiktigt samtidigt som nya mätmetoder visar på en stagnation för offentlig konsumtion i fasta priser trots rekordhög sysselsättningsuppgång. Signalerna för arbetsmarknaden är generellt ännu starkare än för BNP-utvecklingen. **Anställningsplanerna i näringslivet har t ex stigit till historiska toppnivåer under sommaren.** Trots en snabb ökning av arbetskraften är nedgången i arbetslöshet nu på väg att accelerera.

Resursutnyttjandet har stigit till historiska toppnivåer men **löneökningarna har hittills bara påverkats marginellt**. Det mycket strama resursläget talar för en **gradvis acceleration i timlönerna till 3,5 procent under 2019**, trots att avtalsrörelsen landade i låga nivåhöjningar på 2,2-2,3 procent per år 2017-2019. **KPIF-inflationen ligger nu för första gången på 7 år över 2-procentmålet** och kommer det närmaste året att etableras på en nivå nära 2 procent. Under andra halvan av 2018 tror vi dock att inflationen sjunker något, bl a beroende på de låga löneavtalen och starkare krona.

Både **finans- och penningpolitik fortsätter vara expansiv** under hela prognosperioden. Vi förutser att stark tillväxt och lite högre inflation bidrar till att Riksbanken inleder försiktiga räntehöjningar i april 2018; något tidigare än vad som signalerades vid julimötet. KPIF-inflation något under målet 2018 och fortsatt expansiv politik från ECB talar för att höjningscykeln blir långsam och i slutet av 2019 är reporäntan fortfarande bara 0,75 procent. Ökande efterfrågan på offentliga tjänster i spåren av de senaste årens stora flyktinginvandring talar för fortsatt offentligt utgiftstryck. En konjunkturrellt driven uppgång av skatteintäkterna ger också regeringen möjligheter att lägga en expansiv valbudget för 2018 med **ökade statsbidrag till kommunerna** som viktigaste ingrediens.

Vår huvudprognos tecknar på sätt och vis en ganska ljus bild av svensk ekonomi. Stigande arbetsutbud möjliggör en längre period av tillväxt över trend samtidigt som det skapar budgetutrymme för nya satsningar. Men samtidigt växer riskerna på sikt när allt större obalanser byggs upp. Även om vissa åtgärder vidtagits för att bromsa uppgången i bopriser och hushållens skuldsättning lyser de stora greppen på det bostadspolitiska området med sin frånvaro. Samtidigt väljer Riksbanken, till skillnad från centralbanker i t ex Norge och Kanada, att inte alls väga in dessa risker i penningpolitiken. **Därmed fortsätter obalanserna på bostadsmarknaden att förvärras.** De treåriga löneavtal som nu gäller dämpar inflationen men leder också till hårt centraliserad lönebildning som **blockerar relativlöneförändringar som skulle kunna underlätta rörligheten på arbetsmarknaden.** Detta kan t ex förvärra rekryteringsproblemen i den offentliga sektorn och i förlängningen hotar en urholkning av kvalitén i viktiga offentliga kärnuppdrag. Bristen på kraftfulla integrationsåtgärder får också allt allvarigare konsekvenser när nyanlända slussas ut på arbetsmarknaden.

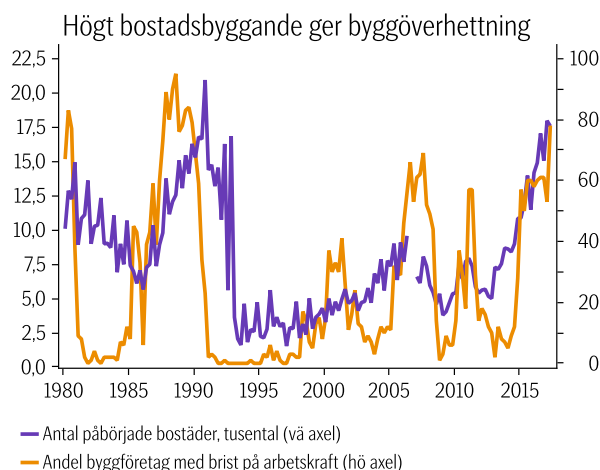
Starkare Europa lyfter industrin

Efter att förtroendeindikatorer för industrin steg kraftigt i slutet av 2016 har de nu **stabiliserats på en hög nivå**. Uppgången återspeglar en förbättrad omvärldskonjunktur, framför

allt i Europa dit drygt 70 procent av den svenska exporten går. Den svagare dollarn har satt press på viktiga svenska exportföretags aktiekurser, men vi tror att effekterna på exportvolymerna blir begränsade. Faktiska data bekräftar också i allt större utsträckning en förbättrad industrikonjunktur och prognosen för varuexporten har justerats upp både i år och nästa år. Övåntat svag tjänsteexport första halvåret gör dock att prognosen för den totala exporttillväxten 2017 i stort är oförändrad. Att tjänsteexporten i Tyskland och övriga Europa visar en fortsatt stabil trend uppåt samt att svaga preliminära utfall tidigare revideras uppåt efter hand talar dock för att svackan är tillfällig. Totalt sett bedöms **exporten öka med 5,3 procent i år och 3,9 procent 2018**. När världskonjunkturen bromsar in något 2019 avtar tillväxten till 3,0 procent.

Bostadsinvesteringarna ökar i rekordfart

Starkare export har än så länge inte medfört någon ökning av industriinvesteringarna. SCB:s enkät från maj visar också att industriföretagens planer är lågt ställda, men erfarenhetsmässigt kan dessa snabbt ändras när efterfrågeläget skiftar. **Industriinvesteringarna väntas nu gradvis växa upp de närmaste 12-18 månaderna**. Att de totala investeringarna, trots industrins tvekan, ökade med 7,7 procent, första halvåret, beror på att **bostadsinvesteringarna ökade med hela 24 procent. Detta motsvarar ett bidrag på 4,9 procentenheter till de totala investeringarna**. Antalet påbörjade lägenheter nådde 18 tusen under första kvartalet 2017 och trots en viss avmattning under andra kvartalet förblir investeringsaktiviteten expansiv under hela året.



Källa: KI, SCB, Macrobond, SEB

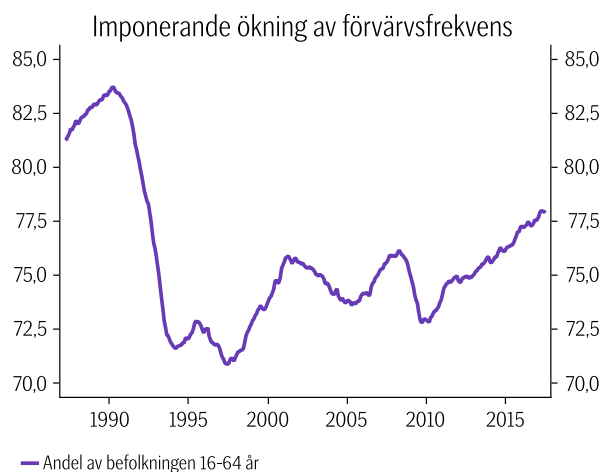
Flaskhalsproblem i byggsektorn börjar bli allt tydligare t ex när det gäller arbetskraftsbrist och stigande byggkostnader. Vår bedömning är dock att fortsatt inflöde av utländsk arbetskraft möjliggör en viss fortsatt expansion av bostadsbyggandet kommande år. I slutet av 2019 beräknas **bostadsbyggandet utgöra nästan 7,5 procent av BNP, vilket är högre än toppnivåerna i Norge och Danmark före finanskrisen**. Den allt högre nivån för bostadsinvesteringarna, i kombination med ökat finansiellt risktagande hos olika aktörer i sektorn, ökar sannolikheten för en djupare konjunkturnedgång längre fram. Att bostadsbyggandet börjar plana ut gör att också ökningstakten för totala investeringar mattas gradvis de

närmaste två åren, trots att industrin och den offentliga sektorn växlar upp sin investeringsaktivitet. Totalt bedöms **investeringarna öka med 7,7 procent i år, 6,5 procent 2018 och 4,7 procent 2019**.

Övåntat svag offentlig konsumtion

Trots starka fundamenta i form av snabb jobbökning, goda reaala inkomster och stigande tillgångspriser fortsätter hushållen att öka konsumtionen i försiktig takt, vilket är i linje med vår nedjusterade prognos från i maj. Vi räknar med en ganska stabil **tillväxt i privat konsumtion med ca 2,5 procent per år 2017-2019**. Detta är relativt högt i ett internationellt perspektiv men inte speciellt imponerande om hänsyn tas till befolkningstillväxten; per capita är ökningstakten faktiskt lägre än genomsnittet de senaste decennierna.

Den offentliga konsumtionen har utvecklats svagare än väntat. Detta beror bl a på att vi har missbedömt effekterna av SCB:s nya mätmetoder för offentlig konsumtion. Man gör nu försök att mäta faktiska volymer på ett sätt som gör att den **offentliga konsumtionen i fasta priser inte längre följer sysselsättningen** (se temartikel). Trots att såväl sysselsättning som offentlig konsumtion i löpande priser växer i den snabbaste takten sedan mitten på 1980-talet har uppgången i konsumtionsvolym varit mycket blygsam och väntas stanna vid 1,6 resp 1,0 procent 2017 och 2018. Den produktivetsnedgång som registrerats är ytterst svårtolkad och avviker från mönstret i övriga Europa. Antalet sysselsatta i sektorn fortsätter dock att öka snabbt de närmaste 12-18 månaderna och kommer att fortsätta driva upp sysselsättning och resursutnyttjande på ett sätt som inte återspeglas i BNP.

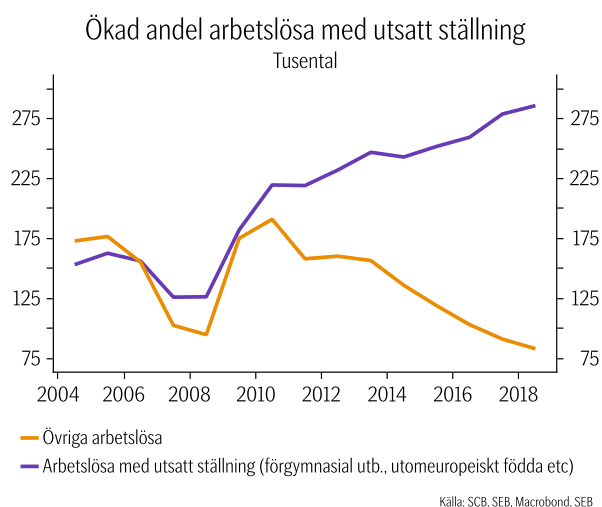


Källa: SCB, Macrobond, SEB

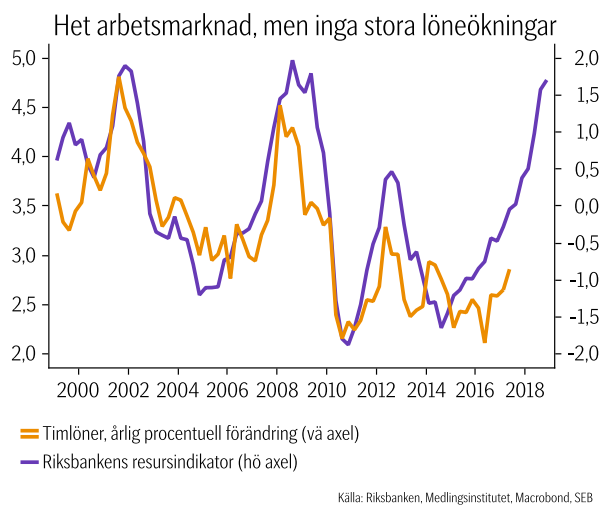
Snabb jobbtillväxt, tydligt arbetslöshetsfall

Den starka BNP-tillväxten bekräftas av arbetsmarknadsindikatorer där t ex **anställningsplanerna i näringslivet**, en pålitlig indikator för de närmaste 3-4 månaderna, **under sommaren stigit till historiska toppnivåer**. Även faktisk sysselsättning visar styrka och vi har justerat upp prognosen och tror nu på en ökning med 2,2 procent i år. Den accelererande sysselsättningen talar för att **arbetslösheten nu börjar falla snabbare**. En snabb uppgång i arbetsutbudet, delvis driven av ökande befolkning, dämpar dock nedgången. Ökningen i arbetsutbud be-

ror också på att deltagandegraden på arbetsmarknaden ökat i oväntat stor omfattning och den ligger nu på 78 procent vilket är den högsta nivån sedan början på 1990-talet. Vår prognos är att arbetslösheten faller ned till 6,0 i början av 2018.



Antalet arbetslösa, enligt Arbetsförmedlingens statistik, har inte fallit i linje med AKU. Detta återspeglar troligen att en ökande andel av de arbetslösa har sämre anknytning till arbetsmarknaden, framför allt personer med låg utbildning och/eller utomeuropeiskt ursprung. På sikt förstärks denna tendens ytterligare när fler nyanlända kommer ut på arbetsmarknaden och vi tror därför att arbetslösheten vänder uppåt mot slutet av prognosperioden. Dessa strukturella problem lär bestå, vilket innebär att jämviktsarbetslösheten stiger upp mot 7 procent. Vi kommer säkert att få se olika politiska satsningar för att minska trösklarna till arbetsmarknaden, men reformerna kommer knappast att bli tillräckligt genomgripande för att kunna förändra bilden i speciellt hög grad.



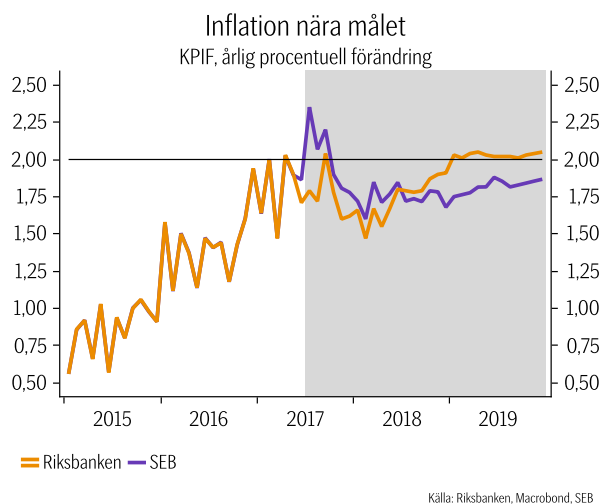
Stram arbetsmarknad men tröga löner

KI:s bristtal och Riksbankens resursindikator har nu stigit till nivåer nära historiska toppar. Givet att sysselsättningen är på väg att accelerera lär **resursindikatorn snart nå en ny rekordnivå**. Frågan är nu liksom i omvärlden i vilken mån detta spiller över på löneökningar. Resursläget i Sverige är generellt mer

ansträngt än i omvärlden men utväxlingen mellan resursutnyttjande och löner/inflation har varit svagt sedan mitten av 1990-talet då inflationsmålet etablerades och lönebildningen reformerades. Framöver hålls lönerna tillbaka av att treåriga löneavtal på strax över två procent per år finns på plats 2017-2019. Att den svenska arbetsmarknaden är relativt öppen gör att arbetskraftsimport, framför allt från EU-länder med svagare arbetsmarknad, också håller tillbaka löneökningarna. Sammantaget håller vi fast vid bedömningen att **lönerna gradvis stiger under de närmaste åren från drygt 2,5 procent i år till 3,5 procent under 2019**.

Inflationen nära målet

Inflationen har överraskat på uppsidan de senaste 3-4 månaderna och i juli nådde KPIF 2,4 procent och översteg därmed målet för första gången sedan 2010. **Drivkrafterna är delvis tillfälliga**, främst i form av höga priser på charterresor som förväntas normaliseras efter sommaren. Tidigare kronförsvagning och högre livsmedelspriser talar dock för att inflationen fortsätter att vara i stort sett i linje med målet under andra halvåret i år. Under 2018 faller dock inflationen tillbaka igen när effekterna av en svagare växelkurs och höga matpriser klingar av. Nedgången motverkas dock av gradvis stigande löneökningar och högre internationella priser. **Inflationen stiger sedan något under 2019, men når trots högkonjunkturen inte riktigt upp till målet**. Prisökningar på tjänster har hittills under 2017 varit högre än väntat trots fortsatt låga löneökningar. Till viss del drivs dessa prisökningar av faktorer som ser ut att vara tillfälliga, som t ex ökande bank- och vårdavgifter. Att lite mer trögrörliga tjänstepriser börjar öka snabbare är dock en uppträsk för inflationen. Nedåtrisker kommer främst från låga internationella priser och en starkare krona.



Långsamt mindre expansiv

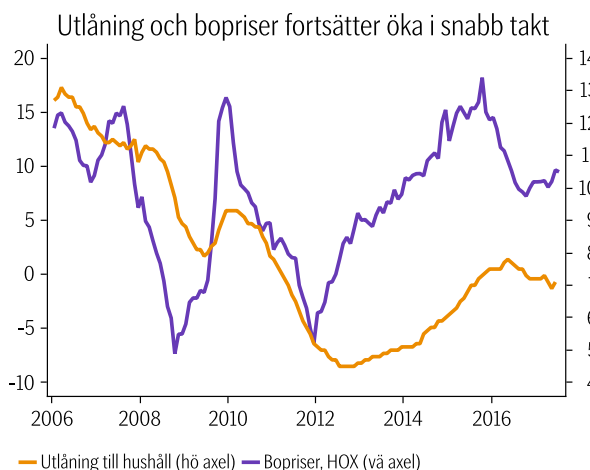
penningpolitik Den ekonomiska utvecklingen stärker allt tydligare motiven för **en omläggning av penningpolitiken**.

Än så länge fortsätter dock Riksbanken att helt fokusera på att säkerställa en varaktig inflationsuppgång och motverka att kronan stärks. Protokollet från direktionens julmöte visade på oväntat stor enighet om att det inte är någon brådskande att lägga om kurs. Trots att Riksbanken står inför behov av stora uppjusteringar av prognoserna för BNP och arbetsmarknad,

samt i viss utsträckning inflation, lär **omläggningen av den extrema politiken dröja**. Vi håller fast vid vår prognos om en **första räntehöjning i april 2018**. Förutom inhemsk styrka talar fortsatta Fedhöjningar och försiktig kursomläggning från ECB för att Riksbanken ska höja lite tidigare än vad som indikeras i nuvarande räntebana. Det låga ränteläget i omvärlden och inflation som inte riktigt lyfter talar för att räntan höjs gradvis. Vi räknar med **två räntehöjningar 2018 och tre höjningar 2019 vilket innebär att reporäntan i slutet av 2019 inte är högre än 0,75 procent**.

Vår bedömning är att Riksbanken i närtid tar beslut om att **införa ett variationsband för inflationsmålet**. Detta kan ses som öppning för att minska fokuseringen på små avvikelser från inflationsmålet. På kort sikt kommer detta dock knappast att påverka utformningen av penningpolitiken. Med all säkerhet kommer Riksbanken att spela ned konsekvenserna och därtill hävda att förändringen kan slå åt båda håll; med ett toleransintervall får man t ex större utrymme att tillåta att inflationsmålet överskrider vilket t o m skulle tala för en än mjukare politik. Förändringar i direktionen i o m att flera mandat går ut den närmaste tiden, bl a riksbankschefens, kan dock initiera en något snabbare och tydligare förändring av penningpolitiken.

Att **penningpolitiken fortsätter vara extremt expansiv i en stark konjunkturuppgång ökar riskerna** för en djupare nedgång på sikt, inte minst genom effekterna på fastighetspriser och utlåning. De amorteringsregler som infördes i juni förra året medförde en tillfällig inbromsning men den stora efterfrågan på bostäder gör att tillväxttakten för både lån till hushållen och bopriser ligger kvar på höga nivåer. Det utökade amorteringskrav, kopplat till inkomstnivån, som troligen införs vid årsskiftet kommer att dämpa utvecklingen. Vi räknar dock med en fortsatt prisökning på bostäder på i storleksordningen 5 procent 2018 innan priserna väntas plana ut 2019.



Källa: Valueguard Sweden AB, Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Sjunkande utbud av statsobligationer

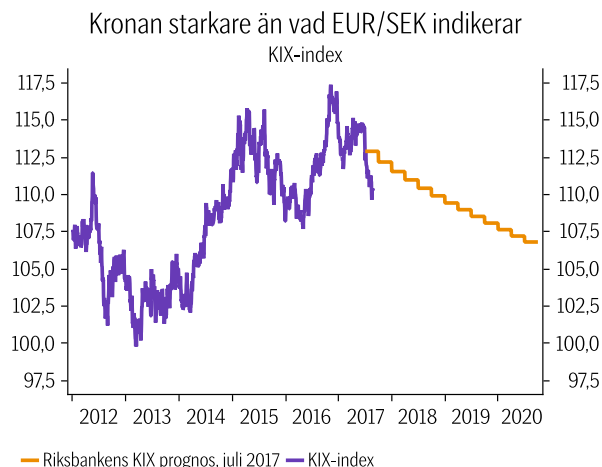
Svenska statsobligationsräntor har förblivit låga och marginalerna mot tyska obligationer har till och med minskat något, trots stark tillväxt och relativt hög inflation. Riksbankens obligationsköp i kombination med starka statsfinanser har gjort att utbudet av statsobligationer minskat betydligt. De senaste månadernas statsfinansiella överraskningar gör att Riksgälden

troligen kommer att behöva justera ned prognosen över emissionsvolymerna betydligt i sin oktoberprognos. Under hösten kommer riksdagen troligen också att fatta beslut om att **minska utlåningen till valutareserven** (se avsnitt om offentliga finanser), vilket i kombination med att Riksbanken på kort sikt behåller en beredskap för ytterligare lätnader, leder till fortsatt nedåtpress på svenska obligationsräntor. Vi tror därför att räntespreaden mot Tyskland sjunker till 25 punkter mot slutet av 2017. En bit in i 2018 börjar förväntningar på räntehöjningar från Riksbanken göra att spreaden återigen stiger. I takt med att Riksbanken sluter gapet mot ECB fortsätter räntemarginalerna mot Tyskland att öka till 60 räntepunkter i slutet av 2019. **Räntan på 10-åriga statsobligationer ökar därmed till 1,90 procent 2019 från 0,70 procent idag.**

Handelsvägd styrka bromsar EUR/SEK-nedgång

Penningpolitiken och förväntningarna på Riksbanken/ECB fortsätter att vara den dominerande styrfaktorn för kronan. Konjunkturstyrka och högre inflation har bidragit till lite starkare krona, men än så länge verkar marknadens aktörer i huvudsak lita på att Riksbanken fortsätter på nuvarande spår. Den negativa kronpositioneringen är också starkt kopplad till penningpolitiken: i dagsläget är inhemska och utländska aktörer präglade av att Riksbanken framgångsrikt verbalintervenerat mot en alltför stark krona.

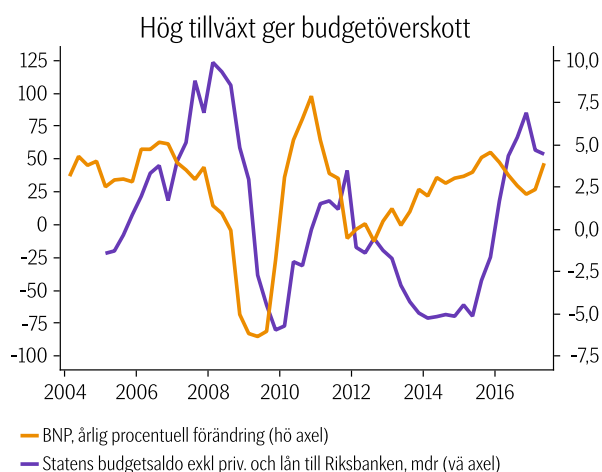
Ofrånkomligen kommer dock förhållandena att ändras när vi närmar oss signaler om att en första höjning kommer. **Vi tror EUR/SEK handlar kring 9,35 vid slutet av 2017**. Att kronan handelsviktat (KIX-index) stärkts en hel del, främst beroende på svagheter för dollarn och pundet, bromsar dock potentialen nedåt för EUR/SEK. Vi tror att **EUR/SEK når 9,0 i slutet av 2018 men sedan vänder upp till 9,20 i slutet av 2019** när euron stärks på den globala scenen. Vår vy med en långsiktigt svagare dollar gör att USD/SEK på sikt drar sig nedåt till så låg nivå som 7,50 i slutet av 2018 för att sjunka ytterligare något 2019. Övriga låga inflationsutfall eller tecken på en abrupt avmattning på bostadsmarknaden är de viktigaste nedåtrisker för kronan.



Källa: Riksbanken, Macrobond, SEB

Tillväxt över trend ger stimulansutrymme

Fortsatt BNP-tillväxt över trend samt expansiv utveckling av viktiga skattebaser som konsumtion, byggande och sysselsättning gör att offentliga finanser uppvisar överskott under hela prognosperioden. **Överskottet faller dock svagt 2018-2019 till strax under 1 procent av BNP** beroende på en expansiv finanspolitik samtliga år. De senaste månaderna har skatteinkomsterna fortsatt att överraska positivt och statens finanser väntas visa överskott i år om än något lägre än 2016. Vi tror att **statens överskott landar kring 30-40 miljarder kronor per år 2017-2019**, vilket framför allt i år tydligt avviker från Riksgäldens bedömning på ett underskott på nära 20 miljarder kronor. **Den offentliga skuldsättningen faller** som andel av BNP och ligger 2019 strax över det mål (skuldankare) på 35 procent av BNP som är en del av det nya finanspolitiska ramverket (som börjar gälla fr o m 2019). Beslut om att Riksbanken ska betala tillbaka de lån som tagits upp i utländsk valuta för att förstärka valutarenserven kommer att minska både lånebehov och skuld med sammanlagt ca 5 procent av BNP. Vi tror dock att en sådan förändring även skulle föranleda en motsvarande nedrevidering av skuldankaret.



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Oväntat höga skatteintäkter ger regeringen möjlighet att lägga en offensiv valbudget i september och **vi räknar med stimulanser på ca 30 miljarder**. Satsningar på offentlig kärnverksamhet dominerar och kommunerna, som får bära en stor börda av senaste årens flyktingströmmar, väntas tillföras ytterligare 20 miljarder de kommande åren. Mer pengar till polis och försvar har också aviserats den senaste tiden. För att undvika en regeringskris har regeringen nu i huvudsak dragit tillbaka de förslag till skattehöjningar (flygskatt, 3:12-regler och begränsad uppskrivning av tröskel för att betala statlig skatt) som oppositionens uttryckt stark missnöje mot och där man hotat med misstroendevotum mot enskilda ministrar. Kvar blev endast en uppmjukad variant av flygskatten. Det innebär att budgeten blir än mer expansiv. **Statsfinansiellt är detta inget problem**, men det är mer tveksamt om detta är lämpligt med tanke på ekonomins cykliska styrka.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2016	2017	2018	2019
Finansiellt sparande	0,9	1,0	0,9	0,8
Lånebehov (mdr)	-85	-35	-30	-40
Offentlig bruttoskuld	41,6	39,5	37,4	35,4

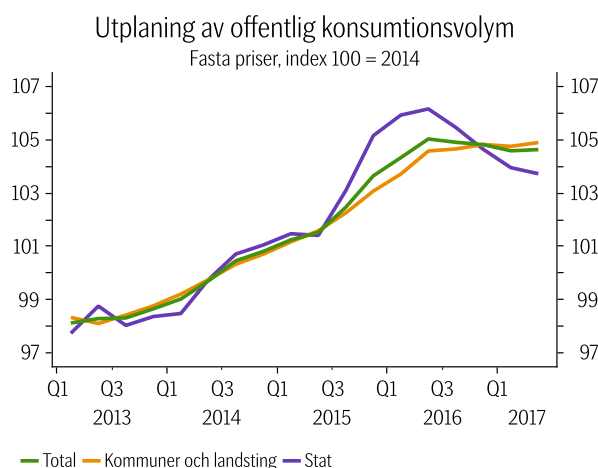
Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

Även om vi tror att en regeringskris kan undvikas har det blivit alltmer uppenbart att positioneringen inför valet 2018 håller på att förlama det politiska beslutsfattandet. Alliansen har ökat bruket av misstroendevotum mot enskilda ministrar så att det inte bara gäller för inkompetens eller formella felaktigheter utan också när man har sakliga invändningar mot politikens innehåll. För att undvika en regeringskris har man dock deklarerat att man inte vill rikta misstroende mot stats- eller finansministern. **En strategi där man själva inte är beredda att ta över regeringsansvaret men samtidigt inte vill tillåta den sittande regeringen att föra sin politik skapar ett kort-siktigt maktvakuum** och kan också försämra framtida samarbetsklimat. Statsministerns och regeringens agerande har dock också vissa destruktiva inslag. Samarbetsinbiterna till blocköverskridande uppgörelser har hittills bara gällt under förutsättning att Stefan Löfven behåller statsministerposten. Genom att aktualisera hotet om extraval som enda lösning **blockerar Socialdemokratin möjligheten att låta talmannen sondera terrängen för en alternativ regeringsbildning** som skulle kunna leda landet fram till valet 2018. De senaste opinionsmätningar tyder på att detta "chicken race" gynnat Socialdemokratin. Men de visar också att inget av de politiska blocken kommer att vara i närheten av egen majoritet efter valet 2018, varför vägen till en mer stabil regeringmakt ter sig därför mycket snårig.

Tema: Nya mätmetoder underskattar volymökningar i offentlig konsumtion

- **Måttlig konsumtionsuppgång trots rekordstark offentlig sysselsättning**
- **Ändrade mätmetoder gör att offentlig produktivitet sjunker trendmässigt**
- **Olika mätmetoder förstör jämförelsen mellan Sverige och övriga EU**
- **BNP, resursåtgång och belastning på kommunala finanser underskattas**

Vi har under en tid lyft fram offentlig konsumtion som en viktig drivkraft till den snabba svenska BNP-tillväxten. Vår syn har varit att den kraftiga statliga konsumtionsuppgången i samband med det omfattande flyktingmottagandet 2015 efter hand **följs av ökade påfrestningar på kommuner och landsting** i takt med att flyktingar som fått uppehållstillstånd flyttas över till kommunala ansvarsområden. Offentlig konsumtion i fasta priser stagnerade dock oväntat helt och hållet första halvåret 2017. Även om en viss återhämtning är trolig andra halvåret justerar vi ned prognosen för 2017 från 2,5 till 1,6 procent. Den statliga konsumtionen har som väntat fallit när Migrationsverket minskat antalet mottagningsplatser, men **konsumtionsuppgången i kommunsektorn har lyst med sin frånvaro**.



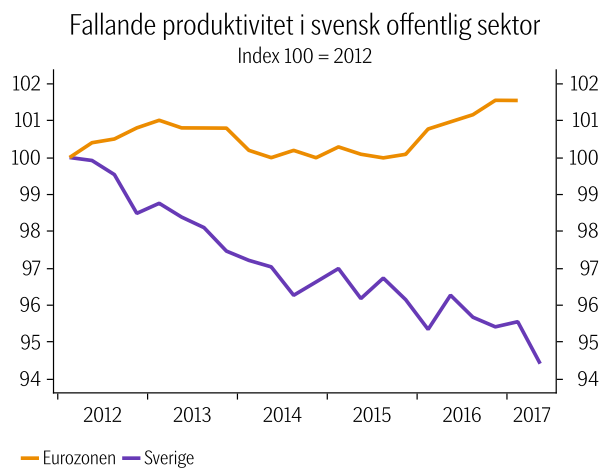
Snabb jobbökning trots svag konsumtion

Samtidigt som **konsumtionen stagnerat har sysselsättningen ökat snabbare än väntat**. Sedan 2015 har offentlig sysselsättning ökat med nästan 2 procent per år, vilket kan jämföras med 0,1 procent i genomsnitt den föregående tioårsperioden (2005-2014). Under **2016 ökade sysselsättningen i kommuner och landsting med 3,5 procent, vilket är den högsta ökningstakten sedan den nuvarande tidserien startade 1980**. Tillväxten i offentlig konsumtion har däremot

stannat vid en genomsnittlig ökning på 1,9 procent sedan 2015, vilket bara är en knapp halv procentenhet högre än genomsnittet 2005-2014. Man kan på olika sätt påvisa det märkliga i denna utveckling. Jämfört med eurozonen uppvisar t ex Sverige en lägre ökningstakt för offentlig konsumtion i fasta priser trots att den offentliga sysselsättningen i Sverige på senare år ökat mer än dubbelt så snabbt som i eurozonen.

Ändrade mätmetoder ger produktivetsfall

Förklaringen till detta tycks ligga i ändrade beräkningskonventioner som implementerades i Sverige för ett antal år sedan. Tidigare beräknades offentlig produktion enbart med utgångspunkt från input i form av antalet arbetade timmar i offentlig sektor, vilket per definition innebär konstant produktivitetsnivå. Nu försöker nationalräkenskaperna (NR) istället beräkna den offentliga konsumtionen utifrån volymuppskattningar av ett antal offentliga tjänster (såsom antalet elever, antalet operationer etc) och därmed har också produktivetsberäkningarna förändrats. Enligt NR har dessa volymmått inte alls ökat i samma takt som antalet anställda och **därmed har produktiviten fallit i en ganska stadig takt**. Övriga EU har inte implementerat detta i lika hög grad och visar därför fortfarande i stort sett konstant produktivitetsnivå (se graf).

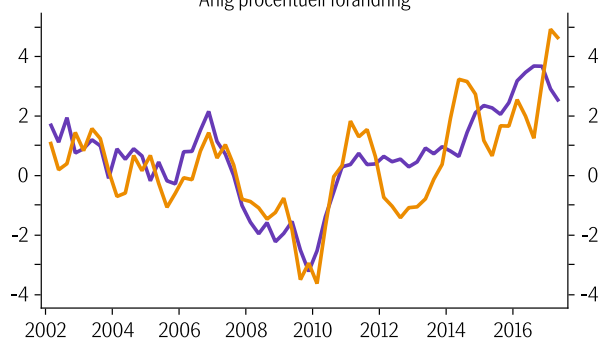


Att mäta pris- och volym på områden där det inte finns marknadspriser är svårt och arbetet med att utveckla metoder pågår ständigt. Att den gamla metoden inte beaktade effektivitetsfrågor var naturligtvis inte helt tillfredställande, men frågan är om inte de nya metoderna får konsekvenser som skapar alltför stora tolkningsproblem. Om man till exempel ökar lärartätheten eller ökar användningen av läromedel som faller i pris, t ex datorer, faller produktiviteten. Därtill kommer problemet med jämförbarhet när många EU-länder avvaktat med att införa de nya metoderna. Effektiviteten i offentlig sektor är viktig att analysera, men NR:s schablonmässiga beräkningar är knappast rätt väg att gå.

BNP och stimulanseffekter underskattas

Vi får acceptera att NR:s beräkningsmetoder leder till en underskattning av offentlig konsumtion och BNP i fasta priser jämfört med tidigare metodik och jämfört med omvärlden. Uppskattningsvis är denna effekt på BNP av storleksordningen 0.2 -0.3 procentenheter i år. När det gäller påfrestningar på de offentliga finanserna och riskerna för akut personalbrist i viktiga offentliga nyckelgrupper är dock sysselsättningen avgörande. Ett ytterligare stöd för detta är att **offentlig konsumtion i löpande priser, liksom sysselsättning, på senare år ökat dubbelt så snabbt i Sverige som i eurozonen**. Utvecklingen av offentlig konsumtion i löpande priser är också en bättre indikator på finanspolitikens totala expansivitet.

Divergerande indikatorer för sysselsatta i kommunerna
Årlig procentuell förändring



— Antalet sysselsatta i kommuner och landsting enligt arbetskraftsundersökningen
— Antalet sysselsatta i kommuner och landsting enligt nationalräkenskaperna

Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

Under första halvåret 2017 ökade sysselsättningen i kommunsektorn (enligt NR) med 2,7 procent och även om en viss utplanning i säsongsrensade termer är att vänta under andra halvåret lär ökningen för helåret bli betydligt högre än vad t ex Sveriges Kommuner och Landsting (SKL), regering och Riksbank förutsett. **Möjligen är den underliggande utvecklingen ännu starkare.** Enligt Arbetskraftundersökningen (AKU), som visserligen är mer volatil, ökade den kommunala sysselsättningen mycket snabbt under andra kvartalet.

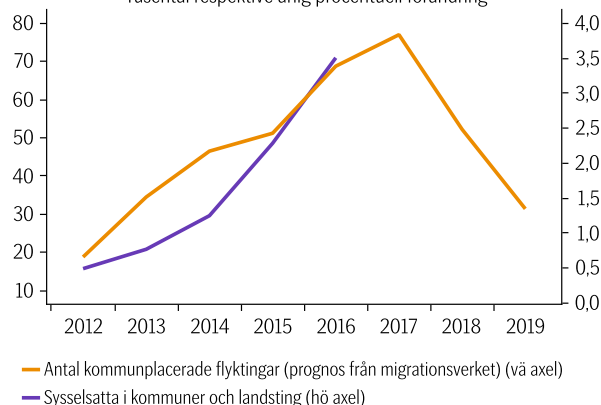
Allt högre bristtal i offentlig sektor

Att antalet flyktingar som får kommunplacering ökar ytterligare i år bidrar till att efterfrågan på kommunal service fortsätter att öka. Sambandet mellan antalet nya kommunplacerade flyktingar och kommunal sysselsättning har varit starkt de senaste åren (se graf) även om det finns andra viktiga drivkrafter. Frågan är nu hur offentlig sektor ska klara de stora behoven av nyrekryteringar. Enligt SCB:s mätningar är **svårigheterna att hitta lämplig personal i offentlig sektor långt högre än de någonsin varit** sedan denna mätning började 2005. Att även den privata sektorns bristtal ligger nära det senaste seklets historiska toppnivåer gör konkurrensen om personal än hårdare. Problemen är akuta i de flesta offentliga kärnverksamheter och gäller t ex poliser, vårdpersonal och lärare.

Rekryteringsproblemen beror på flera faktorer, bl a arbetsmiljöfrågor och svårigheter att bygga ut antalet utbildningsplatser inom nyckelryken. Ur ett makroekonomiskt perspektiv är dock

lönebildningen central. Kommunsektorn slöt redan våren 2016 treåriga avtal där man, med undantag för extra lönesatsningar på undersköterskor, förband sig att följa det märke som övriga arbetsmarknaden i ett senare skede förhandlade fram. Frågan är nu i vilken mån personalbrist kommer att ge upphov till löneglidning. När det gäller t ex lärare kan vi se hur enskilda kommuner försöker förhindra att olika skolor bjuder över varandra vid rekryteringar, men utan generella nivåhöjningar lär kvaliteten i utbildningssystemet urholkas.

Antalet kommunplacerade flyktingar kulminerar först i år
Tusental respektive årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

På sikt kommer kommunsektorns budgetrestriktion att bli avgörande för möjligheterna att rekrytera och därmed förhindra så allvarliga försämringar i offentliga kärnverksamheter att samhällskontraktet hotas. Tidigare kalkyler från SKL tyder på att **kommunalskatten behöver höjas med 2-4 kronor fram till 2020** (1 krona motsvarar ca 20 miljarder i ökade skatteintäkter). Förmodligen är behoven nu ännu större. SKL:s politiska ledning höll länge en ganska låg profil och undvek alarmistiska utspel men i takt med att problemen blivit alltmer tydliga blir kraven på ökade statsbidrag alltmer högljudda. Vi räknar också med att statsbidragen till kommunerna kommer att höjas med 20-30 miljarder de närmaste åren. Men dragkampen om resurstillskott kommer att bli hård. Samtidigt som kommunala nyckelområden som sjukvård, skola och socialtjänst utsätts för stora påfrestningar krävs också resurstillskott till statliga ansvarsområden som t ex polis och försvar.

Arbetskraftsbrist stor utmaning för offentlig sektor
Nettotal



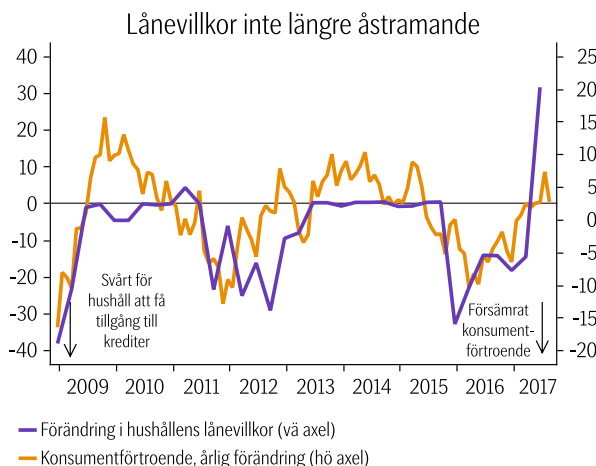
Källa: Swedish National Institute of Economic Research (Konjunkturinstitutet, KI), Macrobond, SEB

Bättre fart i hemmaekonomin när kreditkranar öppnas

- **2017-prognosen höjs till 2,3 procent**
- **Kreditlättnader stimulerar inhemsk efterfrågan**
- **Små tecken på obalansrisker**

Dansk BNP växte enligt preliminär statistik med 0,5 procent under andra kvartalet. Om utfallet står sig hamnar tillväxten för hela första halvåret på i genomsnitt 2,6 procent i årstakt. Inkommande data visar att tillväxten hållit sig uppe väl på både hemmaplan och i omvärlden vilket gör att **vi skriver upp vår prognos för 2017 från 2,0 till 2,3 procent följt av 2,4 procent under 2018 (oförändrat från NO maj) och 2019.**

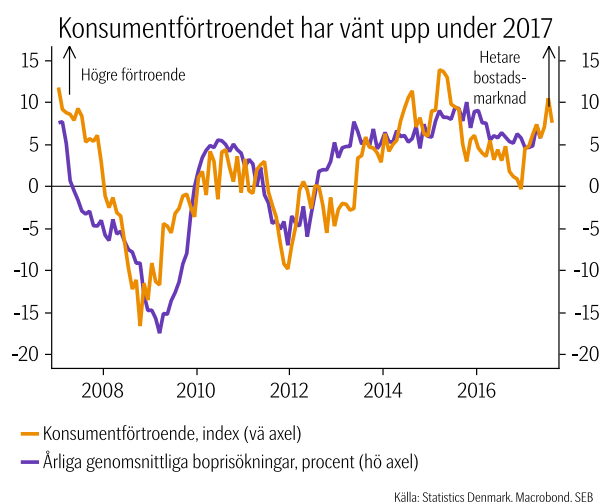
Uppsvinget i ekonomin har pågått sedan 2013. Erfarenheterna från excesserna i mitten av 2000-talet har lett till en betydande skärpning av lånevillkoren sedan 2015. Denna åtstramning har enligt vår bedömning effektivt bromsat privat konsumtion, kredittillväxt och husmarknaden. Bankerna ser nu åter ut att lätta på sina lånevillkor, troligen under påverkan av förnyad acceleration i huspriser samt stark inkomstillväxt. Inhemsk efterfrågan möter därför inte samma motvind.



Vi tror att utlåningen kan komma att spela en allt viktigare roll framöver som stöd för privat konsumtion när antalet nyskapade jobb avtar. På kort sikt förblir kreditlättnaderna dock mycket måttligt i historiskt jämförelse. Sysselsättningstillväxten har varit oväntat stark under det senaste kvartalet – vilket ger stöd åt disponibelinkomsterna – och konsumentförtroendet har svängt tydligt uppåt under 2017. Vi har därför reviderat upp vår prognos för tillväxten i **privat konsumtion från 1,5 till 2,3 procent i år.**

Att kronen har stärkts med 2,4 procent i år dämpar troligen utrikeshandeln något, men stark utlandsefterfrågan gör ändå att exportprognosen är ungefär oförändrad. Under de närmaste åren väntar vi oss att bidraget från nettoexporten avtar medan högre kapacitetsutnyttjande och stigande bopriser banar väg för förbättrad investeringsaktivitet.

Med efterkrismått mätt är den danska ekonomin i strålende form och det offentliga utgiftstrycket dämpas därmed av konjunkturella skäl. Även de underliggande finanserna kan komma att stramas åt under kommande år men i denna fråga är ledande politiker oense och somliga förespråkar i stället skattesänkningar för höginkomsttagare.



Trots femte året i rad med god tillväxt är kapacitetsutnyttjande, löne- och kreditlättnader ännu inte på några alarmerande nivåer. KPI-inflationen rusade från 0,6 till 1,5 procent i juni, men främst drivet av starka uppgångar för charterresor och hotell. Dessa tillfälliga effekter speglar inte underliggande krafter i ekonomin, men inflationen kan ändå väntas förbli hög under ett par månader till. Därefter väntar vi oss en långsam rörelse ned till **strax under 1,5 procent 2019.**

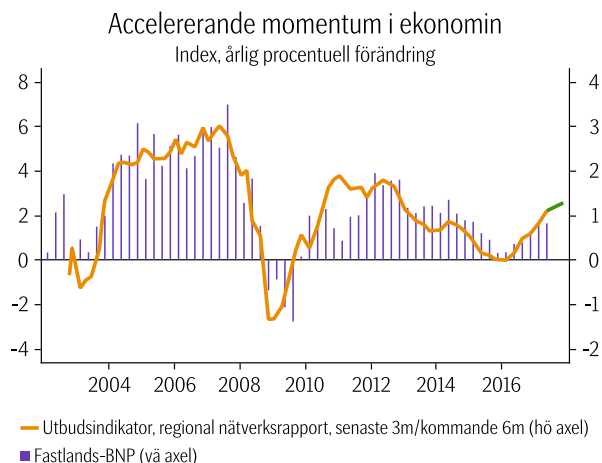
Den danska kronen möter starka strukturella förstärkningskrafter men den senaste återhämtningen i eurozonen har lättat på trycket något. Vi väntar oss att den danska centralbanken fortsätter att nära följa ECB för att bevara peggen mot euron.

Riskbilden är balanserad. Stigande huspriser och hög sparkvot ger utrymme för ännu starkare konsumtion om lånevillkoren lättas ytterligare. Å andra sidan stramar både Fed och ECB åt sin politik under prognosperioden. Just nu befinner sig Danmark i ett bekväm mellanläge.

Återhämtning på bred front

- **Robust återhämtning**
- **Inflationen stabiliseras under målet**
- **Norges Bank höjer i slutet av 2018**

Återhämtningen i ekonomin, som startade i början av förra året, har förstärkts under första halvan av 2017. Fastlands-BNP (exklusive olja och shipping) steg med andra kvartalet med 0,7 procent, vilket innebär en ökning på 1,5 procent första halvåret på årsbasis. Uppsvinget kommer nu med full kraft; sentiments-indikatorer visar en övertygande uppåttrend, traditionell varuexport har kommit tillbaka starkt efter svackan 2016 och investeringarna i oljesektorn har vänt runt. Privat konsumtion har tagit fart med stöd av stigande inkomster vilket motverkar en dämpning av bostadsinvesteringarna och säkrar en god efterfrågan i inhemsk fastlandsekonomi. Vi håller fast vid vår syn i *Nordic Outlook maj* om en acceleration i fastlands-BNP under 2017 och vi har lyft vår **prognos till 2,0 procent 2017 och 2,3 procent 2018 och 2019**. Total-BNP väntas öka med 1,7 procent 2017. Positiva bidrag från oljeinvesteringar lyfter tillväxten till 1,9 procent 2019.



Källa: Statistics Norway, Norges Bank, SEB

Opinionsmätningarna pekar mot ett regeringsskifte till en vänster-mitt-koalition efter valet i september. Vi tror att finanspolitiken kommer att vara i stort sett neutral under kommande år, oavsett utgång i valet, och i enlighet med den finanspolitiska regeln (se temaartikel "Det norska valet" på sid 41).

Oljerelaterade aktiviteter repar sig

Investeringarna i oljesektorn bottenade i slutet av 2016, efter årtal av kostnadsnedskärningar. Aktiviteten i sektorn ökar nu

igen till följd av att break-evennivåer för oljeinvesteringar sänkts och som reaktion på tidigare låga nivåer för ersättningsinvesteringar. Investeringarna i oljerelaterade aktiviteter steg under de första två kvartalen i år och ligger nu på en nivå 0,3 procent över genomsnittet 2016. Den senaste investeringsenkäten i oljeindustrin visar att operatörerna på den norska kontinentalsockeln har höjt sina investeringsplaner för 2017. Även om enkäten fortfarande indikerar en liten nedgång för 2017 och 2018 bör investeringarna i volymtermer vara högre. Vi väntar oss **oförändrade investeringar i år** (tidigare -7,0 procent) och en **uppgång på 2,5 resp. 5,0 procent under 2018 och 2019**.

Återhämtningen i oljesektorn sätter redan positiva avtryck i den övriga ekonomin. Industriproduktionen steg under både första och andra kvartalet och bidrar, för första gången på länge, inte längre negativt till fastlands-BNP. Uppgången ser ut att fortsätta att döma av sentimentsindikatorer, som är tillbaka på normala nivåer, och av den pågående vändningen i den oljetunga investeringsvaruindustrin. Traditionell varuexport har också kommit tillbaka starkt efter en nedgång på 8,2 procent i fjol. Detta speglar delvis tidigare utbudstörningar, men tron på ett trendskifte får stöd av att exportorderomdömena nu är tillbaka på mer normala nivåer, och av en annalkande vändning i övrig maskinindustri (som delvis är kopplad till aktiviteten i oljesektorn). Vi tror att **exporten av traditionella varor stiger med 1,7 procent i år**. Stark inhemsk efterfrågan driver dock upp importen exkl. olja vilket resulterar i ett **litet negativt bidrag från nettoexporten till fastlands-BNP**.

Blandade utsikter för övriga investeringar

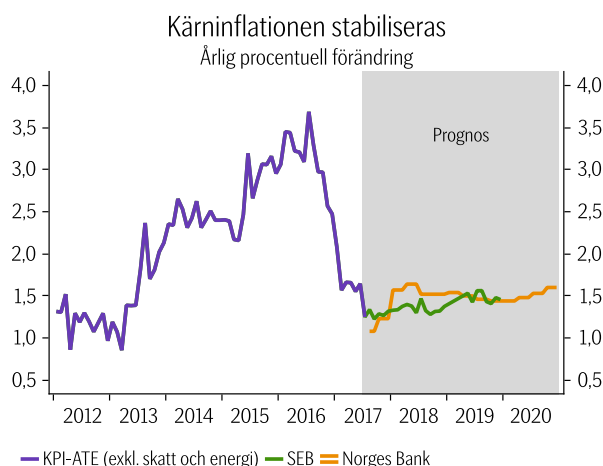
Utsikterna för icke-oljerelaterade investeringar, som varit avgörande för vändningen i fastlandsekonomin, är blandade. Vändningen för näringslivets investeringar kom snabbare än väntat, med en uppgång på 0,3 procent 2016, trots kapacitetsutnyttjande en bra bit under det normala. Investeringarna har varit tröga hittills i år, men Norges Banks låneundersökning visar stigande låneefterfrågan från företagssektorn. Investeringsplanerna har enligt barometerundersökningar skjutit i höjden vilket tyder på att investeringarna tar ny fart framöver. Bostadsbyggandet ökar fortfarande i snabb takt; med hela 11,3 procent hittills i år jämfört med i fjol. Men att bopriserna vänt ner och påbörjade husbyggen börjat dämpas tyder på att växande obalanser nu gör avtryck på husmarknaden och vi tror att vändningen i bostadsinvesteringar ligger närmare i tiden än tidigare antagits. Vi räknar nu med att investeringarna börjar falla 2018.

Trendskifte nedåt för bopriser

Att det har skett ett trendskifte på bomarknaden går inte att ta miste på. Efter att ha ökat med 8,3 procent under 2016 har priserna på befintliga bostäder fallit varje månad sedan april. Den inledande korrektionen kan kopplas till snabb tillströmning av nya bostäder, efter tidigare starka ökningar i antalet nybyggnationer. Skärpta lånevillkor sätter ett tak för tillgången på krediter men försäljningen av befintliga bostäder har varit relativt stabil. Ökade lager av osålda lägenheter, till följd av fortsatt högt utbud, tyder på att priserna fortsätter att röra sig nedåt under kommande månader. Även om bopriserna är uppdrivna enligt flera måttstockar är en priskollaps inte att vänta. Fundamenta i form av förbättrad arbetsmarknad och återhämtning i hushållens inkomster ger stöd och risken för att högre räntor får nämnvärd påverkan på boendekostnads-kalkylerna under 2017 och 2019 är små. En psykologiskt driven utbudsschock är icke desto mindre en nedåtrisk för vår prognos.

Grundläggande stöd för privat konsumtion

Privat konsumtion har återhämtat sig från fjolårets svacka. Detta beror främst på ökad konsumtion av varor, som steg i god fart andra kvartalet i spåren av bättre fundamenta för hushållssektorn. Konsumentförtroendet har stigit oavbrutet sedan botten i början av 2016 och är tillbaka på historiska genomsnittsnivåer; förenliga med trendmässiga ökningstal i konsumtionen. Ökad köpkraft från högre löne- och sysselsättningstillväxt och lägre inflation bör lyfta konsumtionen de kommande åren. **Privat konsumtion väntas växa med 2,4 procent i år och med 2,3 resp. 2,5 procent under 2018 och 2019.** Stark konsumtion ger stöd för vår bild av en bredbaserad uppgång i ekonomin. Starkare hushållsefterfrågan passar väl med bilden av en måttlig förbättring på arbetsmarknaden. Arbetskraftsundersökningarna (AKU) och nationalräkenskaperna visar båda positiv jobbtillväxt under årets första två kvartal med försiktiga tecken på acceleration. Expansiva anställningsplaner i enkätundersökningar och nedåttrend i antal varsel tyder på att förbättringen fortsätter. Givet snabbt växande arbetskraft väntar vi oss en försiktig och gradvis nedgång i AKU-arbetslösheten till i genomsnitt **4,2 procent 2017 och 3,8 procent 2019.**



Källa: Bank of Norway (Norges Bank), Statistics Norway, Macrobond, SEB

Inflationen har bottnat

Efter att i tre års tid legat över eller nära målet har inflationen sedan toppen förra sommaren sjunkit snabbt. Drivkraften bakom den höga inflationen var nästan uteslutande försvagningen av växelkursen mellan 2012 och 2015, vilket pressade upp priserna på importerade varor. Kombinationen av lite svagare *krone* under första halvåret och ovanligt låga jämförelsetal från augusti och framåt tyder på att inflationstakten nu är på väg att stabiliseras. Det är svårt att se vad som skulle kunna utlösa en större uppgång i inflationen. Även om en viss acceleration i lönerna är att vänta när ekonomin stärks, tyder vår prognos på att löneökningarna stannar långt under de historiska snitten under hela perioden. Generellt lågt internationellt pristryck hjälper också till att hålla nere inflationen. Efter den senaste förstärkningen av kronen har inflationsutsikterna för nästa år sänkts ett par tiondelar. Vår **prognos för KPI-ATE-inflationen** (exkl. skatt och energi) ligger nu **aningens under Norges Banks bana för 2017 och 2018.** 2019 kommer något högre lönetillväxt att lyfta kärninflationen till **1,5 procent.**

Räntorna börjar normaliseras 2018

Norges Bank har under mer än ett års tid hållit räntan oförändrad på 0,50 procent. Centralbanken delar vår tro på att en stabilisering av kärninflationen är nära förestående och tog således bort sin lättnadsbias i räntebanan vid det senaste räntebeskedet i juni. I Norges Banks långtidsprognoser ligger kärninflationen dock under målet fram tills 2020, vilket inte tyder på någon brådska att höja. Behovet av högre räntor för att motverka risker på husmarknaden och i hushållens skuldsättning avtar också. Accelererande tillväxt och att resursegapet är på väg att slutas indikerar ändå att behovet av rådande ultralätta penningpolitik är på väg att försvinna. Norges Banks räntebana signalerar en första höjning i slutet av 2019. Men väl förankrade inflationsförväntningar gör att Norges Bank kan tillåta sig att försiktigt börja höja räntan tidigare, i linje med viktiga centralbanker i närområdet. Vi står fast vid prognosen om en **första höjning december 2018** och att den fortsatta normaliseringen blir mycket gradvis i historisk jämförelse. Styrräntan når **1,25 procent i slutet av 2019.**

Återhämtning för NOK och NGB:s

Efter fjolårets rekyl uppåt har kronen utvecklats svagt hittills i år, trots stöd av fundamenta. Vi väntar oss att kronen återkopplar till sina olika positiva drivkrafter. Försiktiga utsikter för Norges Bank och oljepriset tyder ändå på att återhämtningen sker gradvis. **Vi förutser att EUR/NOK når 8,80 resp. 8,60 i slutet av 2018 och 2019.** Vår förväntan om högre globala långräntor bör ge visst stöd för norska statsobligationer (NGB:s) på relativbasis då den 10-åriga räntespreaden mot Tyskland brukar krympa när långa räntor stiger. Att norska statsobligationsräntor handlas en bra bit över sina tyska motsvarigheter gör dem också attraktiva för investerare på jakt efter avkastning. Positiva utsikter för NOK kan också skapa efterfrågan på NGB:s. Vi väntar oss att **10-årsspreaden mot Tyskland krymper till 85 punkter till slutet av 2018** för att sedan **stabiliseras runt 90 punkter** när Norges Bank börjar normalisera räntor.

- **Regeringsskifte mest troliga utfallet**
- **Blockstrukturen fortfarande högst oklar**
- **Ingen större effekt på finanspolitiken**

Norges långa historia av minoritetsregeringar har skapat bred konsensus över blockgränserna kring den ekonomiska politiken. Sedan 1961 är det bara fem regeringar som har haft en majoritet i Stortinget. Därtill visar historien att det är ovanligt för en sittande regering att bli återvald och att koalitionsregeringar är normen.

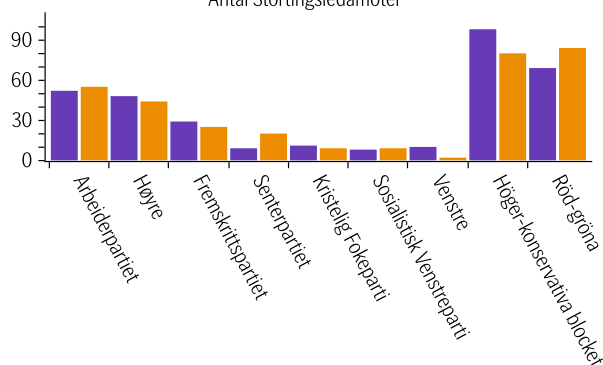
Kompromisser mellan de två blocken har därför varit vanligt förekommande. Dessa inkluderar regler för finanspolitiken och skatter samt pensionsreformer. Skillnaderna mellan partierna handlar främst om utgifter i välfärden kontra skattesänkningar och om privata kontra offentliga utförare av tjänster.

Politisk vänstersväng att vänta

En minoritetsregering bestående av de två högerkonservativa partierna Høyre och Fremskrittspartiet har haft makten sedan valet 2013. För att få majoritet i Stortinget har de sökt stöd av Venstre (V) och Kristelig Folkeparti (Krf).

När nuvarande regering tog makten 2013 gick ekonomin bra med internationella mått mätt, understödd av stark tillväxt och rekordhög oljepriser. Nedgången i oljesektorn och påföljande arbetslöshetsuppgång har dock fått stödet att sjunka. I 2015 års lokalval tappade det höger-konservativa blocket tillsammans 10 procentenheter.

Opinionsmätningar indikerar ledning för de röd-gröna
Antal Stortingsledamöter



■ Valresultat 2013 ■ Senaste opinionsundersökningen

Källa: www.pollofpolls.no (21 aug 2017), SEB

Opinionsundersökningarna inför valet 11 september har pekat i riktning mot en röd-grön regeringskoalition. Deras ledning har främst drivits av ett ökat stöd för Senterpartiet (SP), som har gynnats av ökat fokus på regionalpolitik – ett av partiets mest

prioriterade frågor. Så mest troligt kommer Norge därför att få en mitt-vänsterregering ledd av Arbeiderpartiet (AP), även om opinionsmätningarna skiljer sig mycket.

Osäkerheten är framförallt relaterad till vilka av de små partierna som kommer att stödja en röd-grön regering. Mest sannolika utfallet är att Sosialistisk Venstreparti (SV) gör gemensam sak med Arbeiderpartiet och Senterpartiet, på samma sätt som under perioden 2005 till 2013. SV ser ut att nå över 4-procentsspärren för Stortinget, vilket gör att partiet kvalificerar sig för utjämningsmandat. Dessa mandat fördelas bland partier som saknar tillräckligt med röster i någon enskild valkrets för en plats i Stortinget och kan avgöra om koalitionen behöver söka ytterligare stöd av Miljøpartiet De Grønne (MDG), Rødt (R) eller tom Kristelig Folkeparti som i nuläget stödjer det höger-konservativa blocket.

Troligen små finanspolitiska effekter

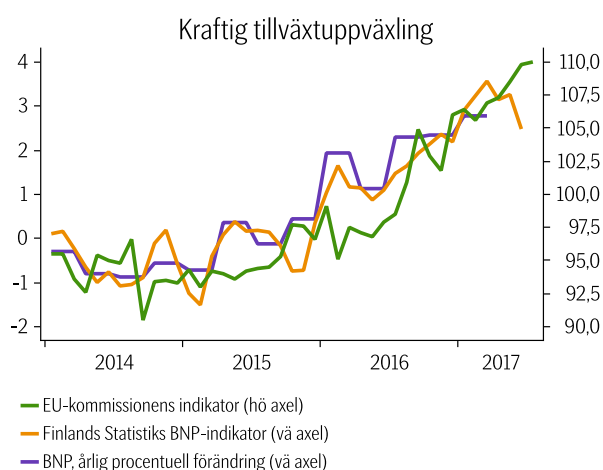
Eftersom blocken är överens om de stora dragen i den ekonomiska politiken tror vi att ett finanspolitiskt skifte vid ett byte av regering får begränsad effekt. Vad som verkligen spelar roll för tillväxten är det finanspolitiska bidraget, mätt som förändringar i det strukturella icke-oljeleraterade budgetsaldot, dvs hur mycket oljepengar som spenderas från det ena året till det andra. Detta tillskott kommer troligen inte att växa givet nuvarande bedömning av storleken på "Oljefonden" (Statens Pensjonsfond Global). Behovet av en expansiv finanspolitik har dessutom minskat sedan det värsta av nedgången i oljesektorn har passerats. Efter att regeringen drog ned den sk finanspolitiska regeln från 4 till 3 procent, vilket sänker taket för hur mycket oljepengar som kan spenderas varje år, har det fiskala svängrummet i budgeten blivit mer begränsat (se *Nordic Outlook*, maj 2017). Det är också ett skäl till varför Arbeiderpartiet har kampanjat för att minska användningen av oljeinkomster och kritiserat regeringen för att vara oförsiktig med landets finanser.

Den viktigaste skiljelinjen i skattepolitiken rör förmögenhetsskatten som Arbeiderpartiet vill höja för att ta tillbaka de sänkningar som gjorts av de höger-konservativa partierna. Eftersom förmögenhetsskatten bara slår mot en liten del av befolkningen väntar vi oss inte att en sådan ökning skulle få någon större påverkan på tillväxten. Vad gäller andra skatter, som bolags- och inkomstskatten, är Arbeiderpartiet och Høyre i stort överens. En kompromiss i dessa frågor grundmurades i samband med den parlamentariska skatteuppgörelsen 2016 på grundval av Scheel-kommissionens arbete. Oavsett valresultat, kommer bolagsskatten att sänkas till 23 procent 2018 och arvsskatten inte att återinföras.

Tillväxten växlar upp rejält efter lång stagnation

- **Indikatorer fortsatt på höga nivåer**
- **Produktion och export växlar upp**
- **Hushållen rekordpositiva trots seg arbetslöshet och svaga löneökningar**

Efter fyra recessioner sedan 2008 har den finska ekonomin nu tydligt bottnat ur och överraskar positivt. **Tillväxten första kvartalet 2017 var bland de högsta i EU** och mycket talar för att konjunkturen fortsätter att stärkas. Indikatorer ligger på starka nivåer med rekordhøgt hushållsförtroende samtidigt som produktion och export växlar upp. Arbetslösheten faller än så länge endast långsamt men BNP-tillväxten kommer att leda till ökat antal anställda framöver. Vi reviderar upp BNP-prognosen relativt kraftigt; **2017 ökar BNP med 2,5 procent även 2018 och 2019 växer ekonomin över trend med en BNP-tillväxt på drygt 2 procent per år**. För första gången på flera år växer den finska ekonomin nu snabbare än eurozonen som helhet och finsk BNP når 2018 samma nivå som 2008.



Källa: Finlands Statistik, Macrobond, SEB

Överlag ligger **indikatorer på flerårshögsta nivåer** och sentimentet är särskilt starkt i tjänstesektorn, men stämningsläget i tillverkningsindustrin och detaljhandeln har successivt förbättrats den senaste tiden. Byggsektorn har halkat efter; sannolikt krävs att återhämtningen kommer lite längre innan sektorn vaknar till liv. Industrins situation har förbättrats med ökande orderingång från såväl export- som hemmamarknaden. Antalet företag som är nöjda med nivån på orderböckerna är för första gången på flera år fler än de som är missnöjda. Även i hårddata syns förbättringen. Produktionen i industrin har växlat upp och ökningstakten väntas stiga ytterligare framöver. Exporten har samtidigt tagit ett tydligt steg upp under året. En bättre

omvärldskonjunktur och god efterfrågan från viktiga exportmarknader som Sverige och Tyskland bidrar positivt. Även om sanktioner håller tillbaka exporten till Ryssland är landets recession över vilket neutraliserar en tidigare negativ efterfrågeeffekt. Konkurrenskraftspakten, en överenskommelse mellan stat, arbetsgivare och fackförbund, ger låga löneökningar som förbättrar företagets kostnadsäge vilket mildrar effekterna av eurons appreciering. Sammantaget **ökar exporten med nära 3,5 procent 2017 och för att sedan stiga något snabbare 2018 och 2019**. Stigande produktion och kapacitetsutnyttjande skapar ett investeringsbehov bland företagen. Även om förra årets rejäla investeringsuppgång inte upprepas ökar investeringarna med 5 procent 2017 och 4 procent per år 2018-2019. Stigande bopriser och utbudsunderskott i framför allt storstäderna gör att bostadsbyggander ökar.

Hushållen är på rekordgott humör enligt EU-kommissionens barometer trots seg arbetslöshet och svaga inkomstökningar. Låga löneökningar och en sparkvot som redan ligger på en nedpressad nivå gör att utrymmet för konsumtion är begränsat. Å andra sidan stimuleras konsumtionen av låga räntor och stigande tillgångspriser stiger. Löneökningarna tilltar också något framöver men inflationen förblir ändå låg och HIKP-ökningen på 1 procent 2017 och 2018 ligger under genomsnittet i eurozonen. En fallande arbetslöshet framöver och fortsatt optimistisk framtidstro gör att **hushållens konsumtion ökar med drygt 2 procent per år 2017-2019**.

Trots starkare BNP-tillväxt har arbetslösheten flera månader legat relativt stabilt strax över 8,5 procent. Samtidigt har antalet lediga platser fortsatt att öka vilket indikerar matchningsproblem på arbetsmarknaden. Å andra sidan föll arbetslösheten 2015 och 2016 oväntat kraftigt med tanke på den modesta tillväxten, vilket indikerar att företagen rekryterade ny personal i en ovanligt tidigt fas av återhämtningen. Fortsatt tillväxt över trend pressar ner **arbetslösheten till 8,3 resp. 8,1 procent 2018 och 2019**.

Konjunkturförbättringen lättar något på det trycket på de offentliga finanserna och **finanspolitiken väntas bli i stort sett neutral de kommande åren**. Budgetunderskottet nådde strax över 1 procent av BNP 2016 och väntas ligga kvar på den nivån hela prognosperioden. Skulle finanserna överraska positivt är det troligt att satsningar genomförs som kompenserar för en del av de besparingar som genomfört de senaste åren. Ambitionen att pressa ned den offentliga skulden under 60 procent av BNP talar dock för en fortsatt försiktig finanspolitik.

Investeringar och export driver återhämtningen

- **Export drivs av global återhämtning**
- **Arbetskraften minskar**
- **Regeringen genomför åtgärder för att minska klyftor**

Litauens ekonomi är för tillfället inne i en positiv trend och BNP ökade med 4 procent första halvan av 2017. Tillväxten drivs främst av ökade investeringar och förbättrad handelsbalans. Givet en fortsatt god utveckling på viktiga exportmarknader **reviderar vi upp tillväxtprognoisen jämfört med Nordic Outlook maj från 3,2 till 3,7 procent i år. Under 2018-2019 växer BNP med 3,2 respektive 3,0 procent.**

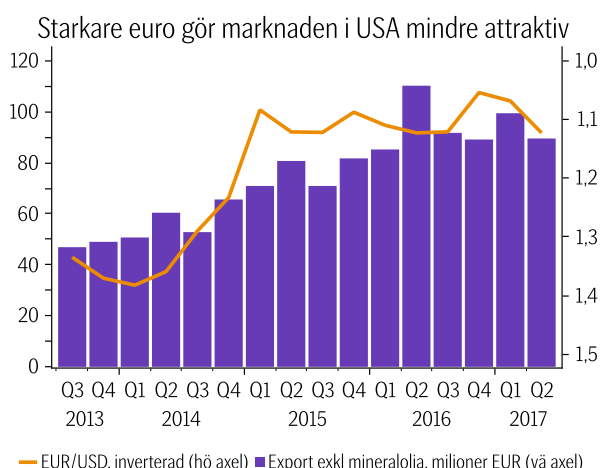
Ökningstakten för hushållens konsumtion har fallit något 2017 efter mycket starka siffror under slutet av förra året. **Konsumentförtroendet ligger dock på en överraskande svag nivå**, vilket står i kontrast till den stigande optimismen i näringslivet. Negativa migrationstrender och stigande inflation håller ner hushållens förväntningar.

Härddata visar samtidigt att hushållens ekonomiska läge förbättras. Arbetslösheten har fallit snabbt och vi väntar oss att den faller till 7,3 procent 2017. Under 2018-2019 minskar den ytterligare till 7,0 respektive 6,8 procent. Bristen på arbetskraft, både utbildad och outbildad, stärker förhandlingspositionen för arbetstagare. Tyvärr besannas nu våra tidigare farhågor och arbetskraften minskar. **Arbetskraften minskade andra kvartalet 2017 med 1,5 procent jämfört med ett år tidigare.** Regeringen kommer att tvingas att genomföra åtgärder för att öka det redan höga arbetskraftsdeltagandet genom att få med fler personer med nedsatt arbetsförmåga och pensionärer i arbetskraften. Det finns dock fortsatt en reserv för privat sektor i och med att offentlig sektor har för många anställda. Behovet av ökad arbetskraftsinvandring kommer ändå att förbli stort.

Löneökningarna accelererade under första halvåret 2017 till ca 9 procent i årstakt, drivet av arbetskraftsbrist och högre minimilöner. Nästa år kommer ökningstakten att mattas av något men hur mycket beror på kommande beslut om ytterligare höjningar av minimilönen. Minimilönen är för närvarande 380 euro per månad men kan komma att ökas till 420-430 euro 2018. **Även om den produktiviteten ökat de senaste månaderna stiger arbetskostnaderna snabbare.**

Den årliga inflationstakten hoppade upp till 4 procent drivet av högre alkoholskatter, borttagandet av nedsatt moms på uppvärmning och ökade tjänstepriser som är starkt korrelerat med löneuppgången. Givet att lönerna fortsätter upp i linje med vår prognos kommer inflationen att ligga kvar över EMU-snittet. **Vi behåller prognosen att inflationen blir 3,3 procent 2017 och att den sedan faller något till 2,8 procent 2018 och 2,5 procent 2019.**

Företagen uppvisade en mycket solid och bredbaserad exporttillväxt första halvan av 2017. **Det är tydligt att företagen framgångsrikt dragit nytta av uppgången för viktiga exportmarknader.** Återexport till Ryssland och Vitryssland växer i takt med att länderna stabiliserats. Det finns tecken på att den svagare US-dollar mot euron minskar potentialen för USA-marknaden men förbättrade utsikter för EU-länderna bör kompensera för minskad export till USA. Även om företagens investeringar för att uppgradera och expandera produktionskapaciteten ökar successivt finns potential ytterligare uppväxling. Företagen, framför allt de stora, har god tillgång till likviditet som i flera fall används till aktieutdelningar istället för investeringar.



Vi tror att regeringen har ambitionen att **behålla en balanserad budget i år och ett överskott på 0,3 procent av BNP nästa år.** Regeringen har föreslagit ett antal förändringar av skattesystemet med fokus på att minska inkomstojämlikhet och att samtidigt stärka landets konkurrenskraft. Förslagen är av teknisk natur och måste godkännas av parlamentet i höst. Förändringarna ska vara budgetneutrala och delvis finansieras genom nedskärningar i offentlig sektor.

Högre BNP-tillväxt ger flaskhalsproblem på sikt

- **Exporten och industrin skjuter fart**
- **Stigande lönetryck**

Tillväxttakten i ekonomin växlar nu upp. **BNP steg med strax över 4 procent i årstakt första halvåret**, vilket är den snabbaste ökningen på 5 år. Andra kvartalet drevs expansionen främst av en stigande produktion i tillverkningsindustrin (8 procent) och byggsektorn (13 procent), medan ökningstakten i tjänstesektorn stannade vid 3 procent.

En rad faktorer talar för att ekonomin kommer ha fortsatt medvind. Accelerationen i global tillväxt ger stöd åt Lettlands industri och export. Strukturbidragen från EU har åter börjat flöda, vilket kommer att stimulera byggande och andra investeringar. Just EU:s bidrag kommer vara en viktig kraftkälla för ekonomin de kommande åren. Förtroendet kommer att stärkas, vilket stimulerar privat konsumtion och efterfrågan på krediter. Nästa år kommer ytterligare stimulans från stundande skattereformen, men konsumtionen ökar ändå i ganska måttlig takt. Den gradvisa uppgången på fastighetsmarknaden och i tjänstesektorn fortsätter medan utsikterna för transport och transithandeln ser dystra ut. **Vi har reviderat upp prognosen för BNP-tillväxten i år till 4,1 procent från 3,5 procent.**

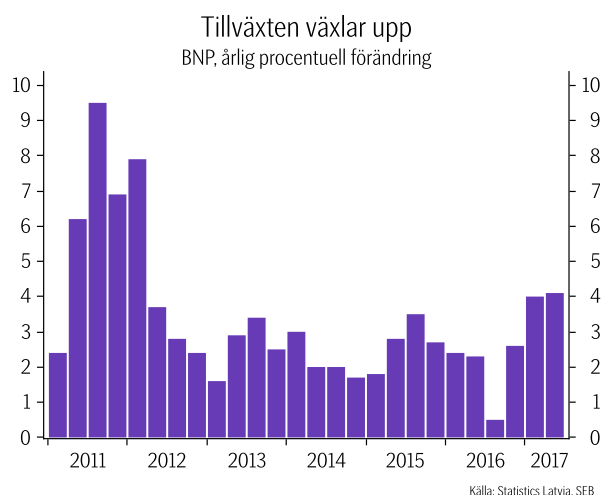
Nästa år förväntar vi oss en tillväxt på **3,7 procent** och **2019** på **3,2 procent**. Brist på arbetskraft och andra flaskhalsar kan skönjas och lär dämpa tillväxttakten främst 2019.

Inflationen föll till 2,6 procent i årstakt i juli efter att ha nått 3,4 procent i mars och april. En viss uppstuds i augusti är trolig, men HICP lär hålla sig under 3 procent resten av året. Livsmedelspriserna väntas generellt förbli stabila även om priserna lär stiga en del för vissa undergrupper. Tjänsteinflationen kommer sannolikt att accelerera. Sammantaget förväntar vi oss att HICP stiger med 3,0 procent i år. **Nästa år** kommer av höjningar av punktskatter att lyfta **inflationen** med en halv procentenhet men vi förutser ändå en dämpning av till **2,7 procent 2018** och vidare ned till **2,3 procent 2019**.

Industriproduktion och export går på högvarv och steg med 9,0 respektive 10,3 procent första halvåret. Industrins expansion ser ut att bibehållas via stark inhemsk och extern efterfrågan. Exporten till Tyskland, Sverige och Ryssland kommer vara drivande medan handeln med Estland och Litauen växer långsammare. Exporten till Storbritannien har stagnerat medan handeln med USA växt starkt och USA-marknaden är nu Lettlands 12:e största. Exporten till Afrika, Asien och Mellanöstern har också fått ett starkt uppsving men det är osäkert, liksom med Ryssland, om trenden är hållbar.

Andra kvartalet föll arbetslösheten till 8,9 procent och minskningen väntas fortsätta under kommande år. Trots det är läget något värre än i Estland och Litauen där arbetslösheten redan minskat till omkring 7 procent. Lettland kan nå den nivån först 2019 och i vissa regioner kommer arbetslösheten att vara fortsatt hög. Tack vare balanserad tillväxt kommer efterfrågan på arbetskraft att vara bredbaserad och skapa tryck uppåt på lönerna. Vid slutet av **2017** väntas **arbetslösheten ha fallit till 8,6 procent** och vid slutet av 2018 och 2019 till 7,4 procent respektive 6,8 procent.

Löneökningstakten accelererade under första kvartalet till 7,2 procent drivet av den makroekonomiska utvecklingen. Lönetrycket är mycket starkt, framförallt i den offentliga sektorn. Produktivitetsförbättringarna är långsamma och kostnaderna åter in i vinsterna vilket gör att företagen måste fokusera på att pressa kostnader. Trots det reviderar vi upp prognosen för lönerna som väntas öka med 6,5 procent i år. Tack vare en höjning av minimilönen nästa år väntas lönerna öka med 7,4 procent 2018 och med 6,3 procent 2019.



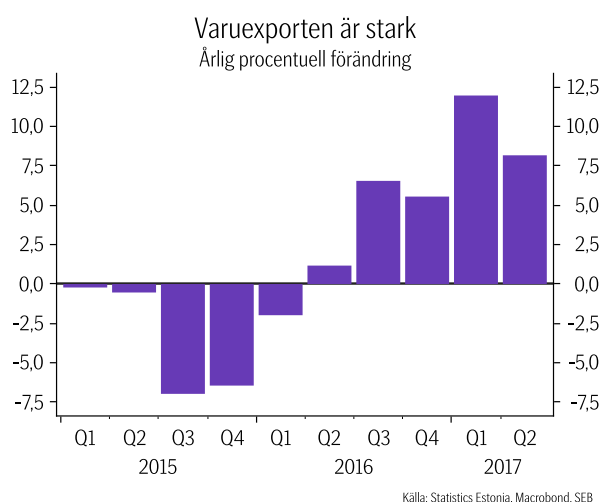
Parlamentet har röstat fram ett paket med skattereformer som kommer att medföra en **rejäl omläggning av skattesystemet 2018**. Huvudmålet är att sänka skattekillen på arbete och stimulera investeringar. Den nuvarande inkomstskatten på 23 procent kommer att ersättas av progressiv beskattning med nivåerna 20/23/31,4 procent. Nivån på socialförsäkringsersättningen höjs med 1 procentenhet till 35,09 procent. Nettoinkomsten bedöms öka för omkring 99 procent av arbetstagarna. Skatten på kapitalvinster och aktieutdelningar kommer att sättas till 20 procent medan beskattningen av återinvesterade vinster tas bort. Det råder i nuläget stor osäkerhet kring skattereformen och det är svårt att bedöma hur framgångsrik den kommer att bli.

Exporttopp lyfter tillväxten

- **Stora BNP-revideringar på grund av ett urstarkt första halvår**
- **Inflationen håller tillbaka privat konsumtion**

Givet den ökande efterfrågan på Estlands viktigaste exportmarknader låg en tillväxtuppgång i korten, men första halvårets BNP-utfall överträffade ändå förväntningarna. Under det första kvartalet ökade BNP med 4,4 procent, den snabbaste noteringen sedan 2012 då ekonomin fortfarande återhämtade sig från den djupa recessionen. Under resten av året kommer starka jämförelsekvartal att hålla BNP-tillväxten och mätt som årsgenomsnitt räknar vi med **3,6 procents BNP-tillväxt 2017**. Tillväxten närmar sig därefter sin **långsiktiga trend** och för 2018 och 2019 räknar vi med **3,2** respektive **3,0** procents tillväxt.

Under det första halvåret har **tillväxten huvudsakligen drivits av stark export**. Exporten av varor och tjänster ökade med närmare 12 procent under det första kvartalet. Den oväntat starka utvecklingen i Finland och Sverige, två av de viktigaste exportmarknaderna, var drivkraft samtidigt som handeln med Tyskland och övriga baltiska länder också blomstrat. Dessutom har starkare företagsinvesteringar stöttat bland annat trä- och metallvaruindustrin. Exportföretagen fortsätter att gynnas av en god utveckling i viktiga handelsländer och exporttillväxten blir 3,8 procent 2018 respektive 4,0 procent 2019.



Efter en långdragen nedgång växte investeringarna med hela 16,5 procent under det första kvartalet. Vissa engångsfaktorer påverkar dock siffrorna varför det är för tidigt att slå fast att vi

står inför en bredbaserad investeringsåterhämtning, speciellt som företagsutlåningen nu bromsar. Å andra sidan ligger kapacitetsutnyttjandet runt 75 procent, vilket är historiskt sett en hög nivå för Estlands industri och tyder på att ytterligare investeringar krävs. Det är bra fart i byggsektorn; utöver bostadsbyggandet växlar investeringarna i andra byggnader och infrastruktur tack vare ökande offentliga satsningar. Sammantaget räknar vi med att investeringarna växer med 10,6 procent i år, bl a beroende på den starka utvecklingen första kvartalet. Baseffekter dämpar sedan investeringstakten till 1,8 procent 2018.

Hushållens konsumtion har varit det viktigaste dragloket i ekonomin de senaste åren. Svag real inkomstökning talade för en avmattning i konsumtionen, men en konsekutiv ökning på 0,6 procent under det första kvartalet var en positiv överraskning. Framöver väntas snabbt växande löner och stark arbetsmarknad ge betydligt högre konsumtionstillväxt och hushållens konsumtion växer med 2,5 procent 2017. Hög inflation håller tillbaka konsumtionen. Under det första halvåret 2017 var inflationen i genomsnitt 3,2 procent; högst i euro zonen. Inflationen väntas ligga kvar på nuvarande nivåer under resten av 2017. Regeringens beslut att **höja olika punktskatter i kombination med den strama arbetsmarknaden håller inflationen tydligt över tvåprocents-målet också 2018-2019**.

Sentimentsindikatorer har huvudsakligen fortsatt att förbättras. Detta gäller inte minst inom byggsektorn där såväl privata som offentliga byggprojekt lyfter företagsförtroendet. Även inom tjänster och tillverkningsindustri är framtidstron stark. I tillverkningsindustrin är dessutom nivåerna de högsta sedan 2011. Trots pågående reformer, i syfte att få tillbaka människor i arbetskraften, har arbetslösheten rört sig sidledes på sistone. På sikt väntas reformerna resultera i en viss uppgång i arbetslösheten även om effekterna blir mindre än vi tidigare trott. I år förutser vi en arbetslöshet på 6,8 procent som sedan stiger till 7,5 respektive 8,0 procent 2018 och 2019. En mycket hög sysselsättning på 67 procent bidrar till snabbt stigande löner; genomsnittslönerna har ökat med närmare 20 procent de senaste 3 åren. Lönerna väntas fortsätta öka med över 5 procent i årstakt under prognosperioden. Högre ekonomisk tillväxt och en återhämtning i företagens lönsamhet innebär att tillväxten framöver blir mer balanserad mellan löner och vinster.

Estland står inför **kommunalval** i oktober. Detta brukar resultera i **högre offentlig konsumtion**. Den administrativa reformen som innebär att antalet kommuner minskas från 213 till 79 efter valet innebär dock att det denna gång är osäkert om så blir fallet.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
BNP OECD	1,8	2,1	2,1	1,9
BNP världen (PPP)	3,1	3,8	3,8	3,7
KPI OECD	1,1	2,0	1,8	1,9
Exportmarknad OECD	2,3	4,1	3,8	3,6
Oiljepris, Brent (USD/fat)	45,2	53,0	55,0	60,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr USD	2016	2017	2018	2019
BNP	18 906	1,5	2,2	2,4	2,0
Privat konsumtion	13 057	2,7	2,5	2,7	2,1
Offentlig konsumtion	3 287	0,8	0,3	0,5	0,4
Bruttoinvesteringar	3 126	0,6	3,8	3,1	2,9
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,4	-0,1	0,0	0,0
Export	2 242	-0,3	4,1	3,7	2,9
Import	2 806	1,3	3,5	3,3	2,8
Arbetslöshet (%)		4,9	4,3	3,9	4,1
KPI		1,3	2,0	1,8	2,1
Hushållens sparkvot (%)		4,9	3,8	3,2	3,3

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	10 464	1,8	2,1	2,2	2,0
Privat konsumtion	5 750	2,1	2,0	2,1	1,9
Offentlig konsumtion	2 164	1,8	1,0	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 070	4,2	4,2	4,3	4,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)	0	-0,2	0,2	0,0	0,0
Export	4 849	3,3	4,1	4,5	4,5
Import	4 374	4,6	5,0	5,0	5,0
Arbetslöshet (%)		10,0	9,1	8,5	8,2
KPI		0,2	1,5	1,1	1,5
Hushållens sparkvot (%)		6,2	6,3	6,2	6,0

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
BNP				
Storbritannien	1,8	1,5	1,0	1,2
Japan	1,0	1,3	0,8	0,7
Tyskland	1,9	2,1	2,0	1,8
Frankrike	1,2	1,7	1,8	1,8
Italien	0,9	1,4	1,4	1,4
Kina	6,7	6,8	6,4	6,1
Indien	7,9	7,1	7,8	7,8
Brasilien	-3,6	0,7	2,0	2,2
Ryssland	-0,2	1,9	2,0	1,9
Polen	2,7	4,0	3,4	3,2
Inflation				
Storbritannien	0,9	2,6	2,1	1,7
Japan	-0,1	0,4	0,5	1,2
Tyskland	1,7	1,7	1,4	1,7
Frankrike	0,8	1,2	1,0	1,4
Italien	-0,1	1,4	1,0	1,4
Kina	2,0	1,8	2,5	2,8
Indien	5,0	3,4	4,5	4,5
Brasilien	8,8	3,5	4,0	4,3
Ryssland	7,1	4,3	4,2	4,5
Polen	-0,6	2,1	2,2	2,5
Arbetslöshet (%)				
Storbritannien	4,9	4,6	4,8	5,2
Japan	3,1	2,8	2,7	2,6
Tyskland	4,1	4,0	4,1	4,1
Frankrike	9,9	9,8	9,5	9,2
Italien	11,7	12,0	11,9	11,7

FINANSIELLA PROGNOSE

Officiella räntor		23-Aug	Dec-17	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
USA	Fed funds	1,25	1,50	1,75	2,25	2,50	2,50
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
Storbritannien	Repo rate	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50
Obligationsräntor							
USA	10 years	2,17	2,50	2,60	2,80	3,00	3,10
Japan	10 years	0,03	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Tyskland	10 years	0,41	0,60	0,70	0,90	1,10	1,30
Storbritannien	10 years	1,10	1,30	1,30	1,50	1,60	1,90
Växelkurser							
USD/JPY		109	115	119	122	121	120
EUR/USD		1,18	1,14	1,15	1,20	1,23	1,25
EUR/JPY		129	131	137	146	148	150
EUR/GBP		0,92	0,93	0,91	0,89	0,87	0,85
GBP/USD		1,28	1,23	1,26	1,35	1,41	1,47

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr SEK	2016	2017	2018	2019
BNP	4 181	3,2	3,2	2,8	2,4
BNP, dagkorrigerat		2,9	3,5	2,9	2,5
Privat konsumtion	1 884	2,4	2,4	2,6	2,2
Offentlig konsumtion	1 086	2,9	1,6	1,0	0,7
Bruttoinvesteringar	989	5,3	7,7	6,5	4,7
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)	23	0,0	0,0	0,0	0,0
Export	1 906	3,5	5,3	3,9	3,0
Import	1 708	3,8	6,3	4,9	3,2
Arbetslöshet (%)		6,9	6,5	6,0	6,1
Sysselsättning		1,5	2,2	1,6	1,0
Industriproduktion		3,3	2,7	3,7	3,0
KPI		1,0	1,8	1,8	2,0
KPIF		1,4	1,9	1,7	1,8
Timlöneökningar		2,4	2,7	3,1	3,5
Hushållens sparkvot (%)		16,1	16,3	16,5	16,7
Real disponibel inkomst		2,5	2,4	2,8	2,5
Bytesbalans, % av BNP		5,1	5,1	4,3	3,8
Statligt lånebehov, mdr SEK		-85	-35	-30	-40
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,9	1,0	0,9	0,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		41,6	39,5	37,4	35,4

FINANSIELLA PROGNOSE

	23-Aug	Dec-17	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,25	0,00	0,25	0,75
3-månaders ränta, STIBOR	-0,44	-0,55	-0,20	-0,02	0,35	0,80
10-års ränta	0,73	0,85	1,20	1,50	1,70	1,90
10-års räntedifferens mot Tyskland	32	25	50	60	60	60
USD/SEK	8,07	8,20	7,91	7,50	7,43	7,36
EUR/SEK	9,54	9,35	9,10	9,00	9,10	9,20
KIX	110,4	108,6	105,7	104,1	105,2	106,4

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	218	1,9	2,5	2,2	2,2
Privat konsumtion	119	1,8	2,3	2,2	2,0
Offentlig konsumtion	52	1,2	0,5	0,0	0,0
Bruttoinvesteringar	46	7,2	5,0	3,8	4,0
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		0,4	0,0	0,0	0,0
Exports	76	1,3	3,3	3,7	4,0
Imports	79	4,4	3,0	3,1	3,3
Arbetslöshet (%)		8,9	8,6	8,3	8,1
KPI, harmoniserat		0,4	0,8	1,0	1,3
Timlöneökningar		1,5	1,5	2,0	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,1	-0,9	-1,0	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,9	-1,7	-1,5	-1,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		63,6	63,2	63,0	62,0

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr NOK	2016	2017	2018	2019
BNP	3 191	1,1	1,7	1,6	1,9
BNP (Fastlandet)	2 561	0,9	2,0	2,3	2,3
Privat konsumtion	1 311	1,6	2,4	2,3	2,5
Offentlig konsumtion	706	2,3	1,8	1,6	1,6
Bruttoinvesteringar	711	0,3	4,0	2,4	2,8
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		0,3	-0,1	0,0	0,0
Export	1 266	-0,5	0,9	1,3	1,5
Import	956	0,8	2,9	2,4	2,5
Arbetslöshet (%)		4,7	4,2	4,0	3,8
KPI		3,6	1,8	1,4	1,6
KPI-JAE		3,0	1,5	1,3	1,5
Årslöneökningar		1,7	2,4	2,8	3,1

FINANSIELLA PROGNOSE	23-Aug	Dec-17	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Folioränta	0,50	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25
10-års ränta	1,57	1,55	1,55	1,75	2,00	2,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	116	95	85	85	90	90
USD/NOK	7,87	8,03	7,83	7,33	7,10	6,88
EUR/NOK	9,30	9,15	9,00	8,80	8,70	8,60

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr DKK	2016	2017	2018	2019
BNP	2 065	1,7	2,3	2,4	2,4
Privat konsumtion	987	2,1	2,3	2,7	3,2
Offentlig konsumtion	525	0,4	1,1	0,8	0,4
Bruttoinvesteringar	414	5,6	1,3	3,8	3,6
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Export	1 102	2,5	4,8	3,8	3,6
Import	963	3,5	3,6	4,1	4,1
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,5	6,0	5,6	5,2
KPI, harmoniserat		0,0	0,9	1,1	1,4
Timlöneökningar		1,7	1,5	1,8	2,1
Bytesbalans, % av BNP		8,1	6,0	6,0	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-1,6	-1,1	-1,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,4	40,8	40,5	40,5

FINANSIELLA PROGNOSE	23-Aug	Dec-17	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,30	0,55
10-års ränta	0,52	0,70	0,80	1,00	1,20	1,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	11	10	10	10	10	10
USD/DKK	6,30	6,53	6,47	6,20	6,07	5,95
EUR/DKK	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44

LITAUEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	39	2,3	3,7	3,2	3,0
Privat konsumtion	25	5,6	4,2	3,9	3,5
Offentlig konsumtion	7	1,6	1,5	1,3	1,3
Bruttoinvesteringar	7	-0,5	8,0	7,0	4,0
Export	29	3,5	6,4	4,9	3,7
Import	28	3,9	7,6	5,8	4,3
Arbetslöshet (%)		7,9	7,3	7,0	6,8
KPI		0,7	3,3	2,8	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,3	0,0	0,3	0,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,2	41,5	36,5	37,5

LETTLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	25	2,0	4,1	3,7	3,2
Privat konsumtion	15	3,5	5,2	5,7	4,1
Offentlig konsumtion	4	2,7	3,4	2,0	1,8
Bruttoinvesteringar	5	-11,7	8,5	9,0	7,5
Export	15	2,8	8,4	6,6	5,5
Import	14	4,6	8,0	8,0	6,0
Arbetslöshet (%)		9,6	8,9	8,1	7,2
KPI		0,1	3,0	2,7	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,0	-0,6	-1,4	-1,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40,1	38,6	37,3	36,5

ESTLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	21	1,6	3,6	3,2	3,0
Privat konsumtion	11	4,3	2,5	4,5	2,8
Offentlig konsumtion	4	1,0	2,5	2,0	2,4
Bruttoinvesteringar	5	-2,8	10,6	1,8	4,2
Export	17	4,0	5,8	3,8	4,0
Import	16	5,3	6,2	4,0	3,7
Arbetslöshet (%)		6,8	6,8	7,5	8,0
KPI		0,8	3,2	2,8	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,3	-0,3	-0,8	-0,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		9,5	10,2	10,6	10,8

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

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

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



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Vi tror starkt på att entreprenöriellt tänkande och innovativa företag behövs för att skapa en bättre värld, och med ett långsiktigt perspektiv stöttar vi våra kunder i både med- och motgång. I Sverige och i de baltiska länderna erbjuder vi ett stort spann av finansiella tjänster och rådgivning. I Danmark, Finland, Norge och Tyskland är vi inriktade på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företag och institutioner. Vår internationella prägel återspeglas i ett 20-tal kontor världen över med cirka 15 000 medarbetare. Den 30 juni 2017 uppgick koncernens balansomslutning till 2 777 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 835 miljarder kronor. 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.