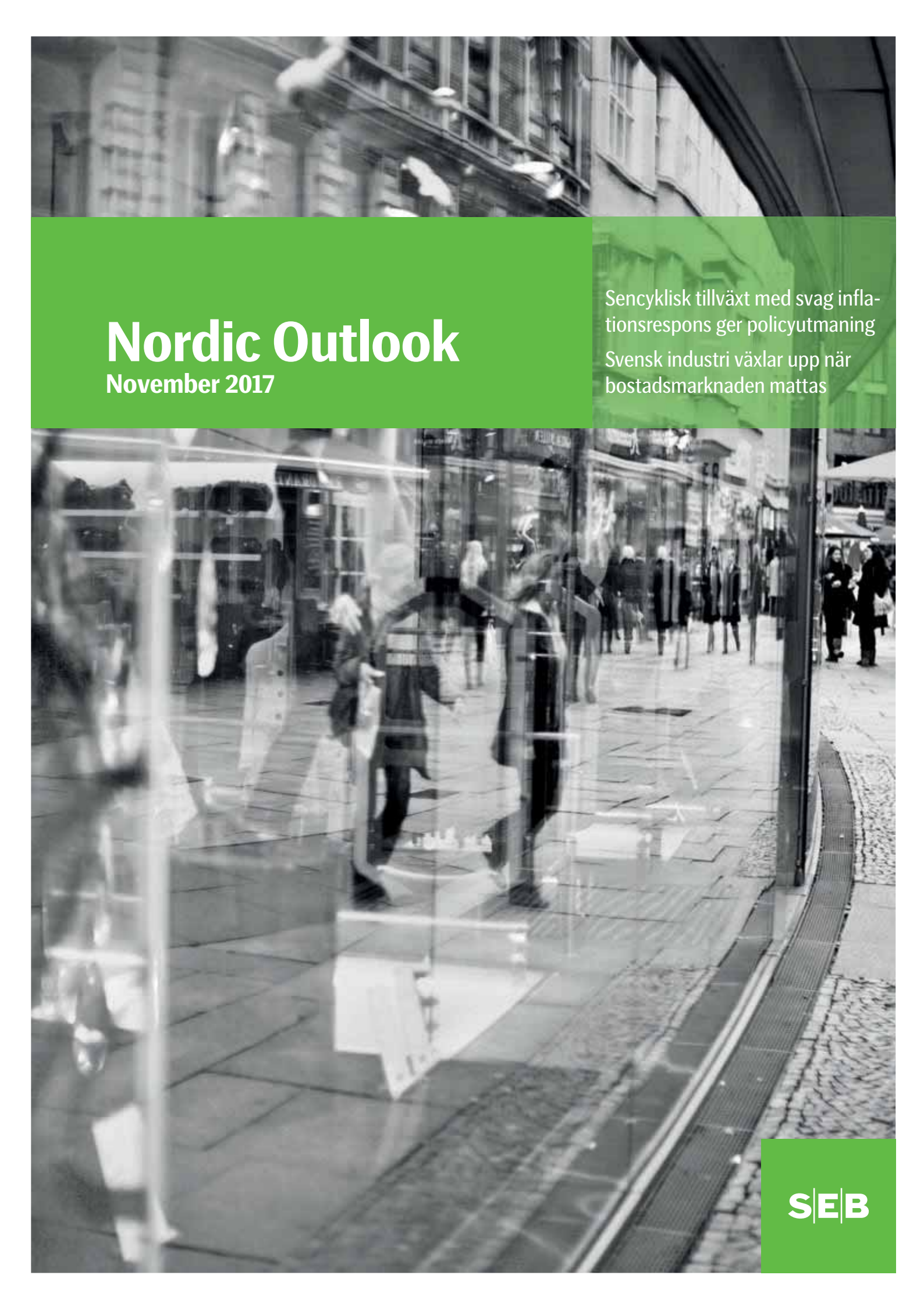




Nordic Outlook

November 2017

Sencyklisk tillväxt med svag inflationsrespons ger policyutmaning

Svensk industri växlar upp när bostadsmarknaden mattas

SEB

Internationell översikt	5
Tema: Inflationsmålspolitik i kris?	13
USA	15
Tema: Avkastningskurvan bästa recessionsindikatorn	18
Japan	19
BRIC	20
Eurozonen	23
Tema: Sverige och den europeiska bankunionen	26
Storbritannien	28
Sverige	29
Tema: Motståndskraft på svensk bostadsmarknad	33
Tema: SEK utan vänner den närmaste tiden	35
Danmark	36
Norge	37
Finland	39
Litauen	40
Lettland	41
Estland	42
Nyckeldata	43

Denna rapport publicerades den 21 november 2017.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 15 november 2017.

Robert Bergqvist
Chefekononom
+ 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
Japan
+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
SEK-artikel
+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

Elizabeth Mathiesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 2855 1747

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

Bidrag till texten har lämnats av David Rostedt och Mikael Holmberg.

Breddad global tillväxt står emot cykliska och politiska hot

- **Sencyklisk tillväxt och svag lönerespons testar ekonomisk-politiska ramverk**
- **Räntenormalisering fördröjs men Phillips-kurvan inte uträknad trots låg inflation**
- **Politisk och ekonomisk medvind i eurozonen driver EUR/USD till 1,25 på sikt**
- **Stigande vinster ger stöd till börser trots ansträngd värdering**
- **Industriexpansion håller uppe svensk BNP men svagare bomarknad ger policydilemma**

Världskonjunktorens positiva trend har fortsatt på bred front under hösten. I **USA** överraskade BNP-tillväxten positivt tredje kvartalet och den japanska ekonomin växer nu i snabbare takt än på länge. I **eurozonen** fortsätter **Tyskland** och **Spanien** att imponera men läget har också förbättrats i Frankrike och Italien. Brexitprocessen hämmar **brittisk ekonomi** märkbart men ändå i lite mindre grad än befarat. Även för tillväxtekonomierna (Emerging Markets, EM) har ljuspunkterna dominerat, bl a fortsatte den **kinesiska ekonomin** att gå på högvarv inför Kommunistpartiets kongress som genomfördes i oktober. **Indien** utgör dock ett viktigt undantag där avmattningen varit kraftigare än väntat. **De nordiska ekonomierna** fortsätter att växa över trend. I **Sverige** fortsätter BNP och sysselsättning att öka snabbt. Tillväxtens sammansättning förändras dock när bostadsbyggandet mattas av samtidigt som export och industriproduktion växlar upp.

Under hela 2017 har vi varit mer optimistiska än konsensusbilden, men ändå kontinuerligt fått göra upprevideringar i små steg. De starka signalerna har gjort att vi återigen **gör försiktiga uppjusteringar av BNP-prognosen för de flesta länder**. På global nivå blir effekten endast någon tiondel per år, men BNP-tillväxt nära 4 procent per år 2017-2019 speglar en gynnsam utveckling i världsekonomin. Generellt ser vi nu en tillväxtdynamik som är ganska typisk för en mogen högkonjunktur. Stark arbetsmarknad och ökande förmögenheter bidrar till optimism i hushållssektorn samtidigt som kapacitetsutnyttjandet når nivåer som driver fram nyinvesteringar i mer omfattande skala. Denna dynamik brukar ha ganska stor kraft även sent i en konjunkturcykel.

Det finns dock både politiska och cykliska risker i prognosbilden. De senaste åren har bjudit på ovanligt mycket politisk dramatik. Brexitbeslutet och Trumps valseger skapade en oro

för stora bakslag för internationellt samarbete, frihandel och öppenhet. Samtidigt har en rad geopolitiska orosmoln ett efter ett dykt upp i form av t ex Ryssland/Ukraina-konflikten, den uppskruvade retoriken kring Nordkoreas relationer med omvärlden och nu senast nya spänningar i Mellanöstern och Saudiarabien. Den katalanska krisen har också riktat fokus mot regional separatism som en form av missnöjesyttringar i Västeuropa. Vissa av de politiska kriserna har haft ett dominerande inflytande på finansiella marknader på mycket kort sikt, men effekterna har snabbt ebbat ut. Man kan inte heller utesluta att vissa politiska skeenden kan förändra förutsättningarna i världsekonomin på ett sätt som kan få långsiktiga konsekvenser. Däremot har de senaste årens utveckling visat att hushåll och företag, i sina konsumtions- och investeringsbeslut, normalt är ganska okänsliga för politisk osäkerhet. Ett mer **osäkert politiskt landskap är därför i sig inget hinder för en positiv konjunkturprognos**.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

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

Med en arbetslöshet som i många länder nu är nere på nivåer som inte nåtts på decennier är **de cykliska nedåtriskerna på lite sikt mer påtagliga än de politiska**. I förra *Nordic Outlook* diskuterades olika typer av recessionsrisker som beslutsfattare hela tiden måste beakta. En slutsats var att de allvarigaste konsekvenserna skulle uppstå om inflationen plötsligt skulle stiga likt en ketchupeffekt och tvinga fram betydande räntehöjningar från centralbankerna. I flera länder, inte minst USA, har också resursutnyttjandet nått så höga nivåer att en viss utbudsdriven dämpning av BNP-tillväxten är trolig 2019. Men i t ex eurozonen och i många EM-ekonomier, som nu är på väg att återhämta sig efter de senaste årens svacka, finns fotsatta expansionsmöjligheter. Vi står därför fast vid prognosen att

utbudsrestriktioner generellt inte stoppar uppgången under vår prognoshorisont.

Inflationen har fortsatt att överraska på nedsidan och vår inflationsanalys tyder på att centralbankerna även framöver kommer att ha ett relativt stort manöverutrymme när det gäller att utforma normaliseringen av penningpolitiken. Det hindrar inte att man kommer att ställas inför **svåra avvägningar när riskerna för att bygga upp finansiella obalanser ställs mot möjligheten att pressa ned arbetslösheten ytterligare** (se temaartikel "Inflationsmål i kris?"). Även om de flesta centralbanker i allt högre grad signalerar att den starka tillväxten gör det naturligt att snart börja lätta på gasen ligger en omläggning ganska långt fram i tiden i de flesta regioner. Vi står fast vid prognosen att Fed efter en decemberhöjning **genomför ytterligare 3 höjningar under 2018 och därtill en 2019** till en styrrentnivå på 2,50 procent i slutet av 2019. Men Fed får gå relativt ensamma fram. Vi tror att Bank of England nu levererar en engångshöjning när man tog tillbaka den sänkning som följde direkt efter Brexitomröstningen, och sedan avvaktar till 2019 innan nästa steg tas. ECB har annonserat en förlängning av tillgångsköpen och räntehöjningar blir inte aktuella förrän 2019. Vi har också **senarelagt den första räntehöjningen i Sverige till september 2018** eftersom Riksbanken signalerat att hög tillväxt, allt hetare arbetsmarknad och inflation nära målet inte motiverar någon snar räntehöjning.

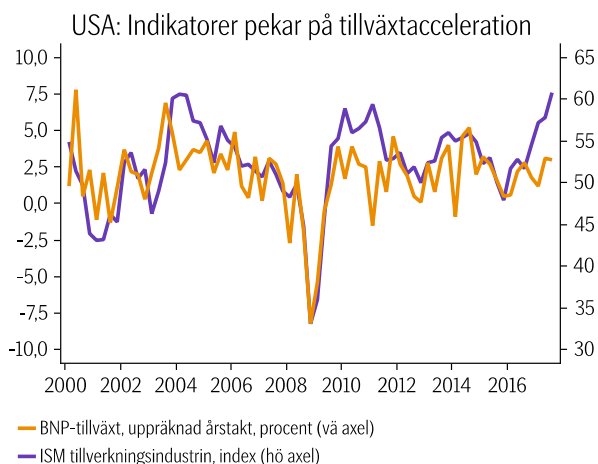
Dämpad inflation har lagt ett lock på globala räntor i år. Framöver väntas en långsam uppgång när Fed levererar höjningar i något snabbare takt än marknaden diskonterar och i ett senare skede när ECB trappar ner obligationsköp och till slut också höjer styrräntor. Uppgången stannar på drygt 50 respektive 70 punkter för 10-åriga statsobligationsräntor till **strax under 2,90 procent i USA och drygt 1,10 procent i Tyskland i slutet av 2019**. Dollarn har visst utrymme att stärkas kortsiktigt men försvagas på längre sikt när andra centralbanker påbörjar en normalisering. Ökad exponering mot euro i globala tillgångsförvaltares valutaportföljer när eurozon-tillväxten tagit fart och politiska riskpremier avtagit gör också att euron vinner mark. **I slutet av 2019 ligger EUR/USD på 1,25**. Ljus makrobild och gynnsamt ränteläge driver börsen uppåt och vi närmar oss nu värderingsmässigt ansträngda nivåer. **Så länge som tillväxten förblir stark kan kursuppgången dock väntas fortsätta i ungefär samma takt som vinsterna.**

USA: Tillväxtrekyl rätar ut frågetecken

Den amerikanska tillväxten har rekylerat uppåt rejält efter en svag inledning på året. Efter ett starkt andra kvartal skapade orkanerna Harvey och Irma materiell förödelse, men också viss osäkerhet kring makrobilden, när sysselsättningen sjönk i september. Men när tredje kvartalet summerades noterades ytterligare en positiv överraskning med en BNP-tillväxt på 3,0 procent i uppräknad årstakt. Trump-administrationen har fortsatta problem med att få igenom sin politik i kongressen. För skattepolitiken är det främst interna republikanska motsättningar som sätter käppar i hjulet när den konservativa delen av partiet motsätter sig ofinansierade lösningar. Vi tror ändå att man till slut **får igenom sänkningar som ger en**

stimulanseffekt motsvarande en kvarts procent av BNP.

Hittills har administrationen inte verkställt de protektionistiska åtgärder som annonserades i valkampanjen. Även om det finns en viss risk för att Trump väljer att lämna de tröga NAFTA-förhandlingarna med Kanada och Mexiko är det troligaste ändå att ett omförhandlat avtal ska kunna nås.



Källa: BEA, ISM

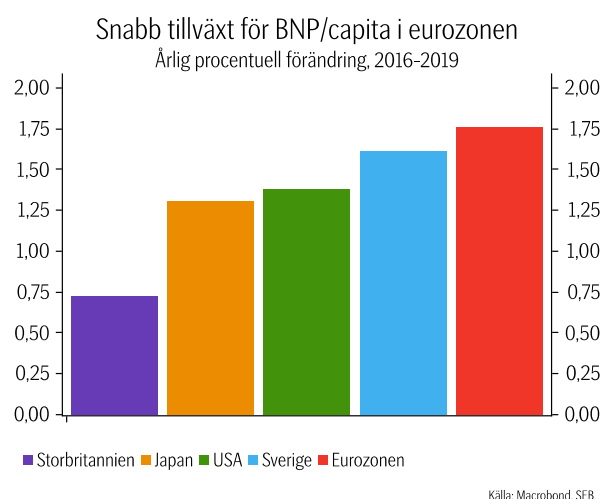
Med flera frågetecken uttrötade på efterfrågesidan blir arbetsmarknadsläget än mer avgörande för tillväxtutsikterna på längre sikt. Arbetslösheten har nu sjunkit till 4,2 procent; den lägsta nivån sedan år 2000, och även andra indikatorer tyder på att företagens problem att rekrytera lämplig arbetskraft har ökat. Bredare arbetsmarknadsmått tyder dock på ett något mindre ansträngt resursläge. Den ofrivilliga deltidarbetslösheten ligger på en hög nivå samtidigt som deltagandegraden på arbetsmarknaden är långt under de nivåer som gällde i början på 2000-talet. Det innebär potential för ett visst ökat arbetsutbud även om såväl demografiska faktorer som sociala utslagningsmekanismer, i spåren av drogmissbruk och långtidsarbetslöshet, talar för att vi inte kommer tillbaka till tidigare toppnivåer. Ljusare konjunktursutikter har bidragit till att vi **reviderat upp BNP-prognosen för 2018 till 2,6 procent** men restriktioner på arbetsmarknaden gör att vi fortfarande tror på en dämpning till 2,0 procent 2019.

EZ: Stark ekonomi skapar politisk eufori?

Eurozonens ekonomi fortsätter att överraska positivt. Tredje kvartalet ökade BNP med 2,5 procent på årsbasis; den **högsta sedan 2011**. Arbetsmarknaden förbättras och trots låga löneökningar är hushållens framtidstro rekordhög. Export och industriproduktion växlar upp, vilket bidrar till stigande kapacitetsutnyttjande och därmed ökad investeringsaktivitet. Vi reviderar upp prognosen för **BNP-tillväxten till 2,3 procent både 2017 och 2018**; även prognosen för 2019 på 2,1 procent innebär en expansion klart över trend. Att eurozonen har en betydligt lägre befolkningstillväxt än t ex USA gör uppgången i BNP per capita än mer imponerande.

Stark ekonomi och en lättnad över att supervalåret 2017 inte ledde till speciellt stora framgångar för EU-fientliga krafter har skapat **förhoppningar om en nytändning när det gäller unionens integration och samarbete**. Att Storbritannien,

efter Brexit, inte längre kan agera bromskloss stärker också förhoppningarna. Initiativen kommer i första hand från Bryssel och Paris; president Macron har t ex lyft fram förslag om en finansminister på EU-nivå, en europeisk valutafond och mer resurser för gemensam krishantering inom regionen. Pågående regeringsförhandlingar i Tyskland bidrar till att ledande politiker ännu inte visat korten. Liberala FDP kan bli en bromskloss med sin skeptiska inställning till överstatlighet och nya potentiella åtaganden för tyska skattebetalare.



Vi ser hyfsade chanser för att en strategi som tydligt ger medlemsländerna valmöjligheter i ett "flerhastighetseuropa" kan nå vissa framgångar eftersom arbetet med att fördjupa **EU- och EMU-samarbetet de närmaste åren kommer att ske i medvind** av en bättre konjunktur och en lättare finanspolitik. Men många spänningar återstår. Trots allt har EU-fientliga och populistiska partier tagit kliv framåt i de nationella parlamenten och skulle EU-etablissemangen agera alltför tondövt kommer säkert motståndet att öka både på gräsrotsnivå runt om i Europa och bland skeptiska medlemsländer. Den senaste tiden har också missnöjet visats sig i form av regional separatism. Detta har tagit sig de mest dramatiska formerna i Katalonien men har också en jordmån i bl a norra Italien, Skottland och Belgien.

Tröga asymmetriska brexitförhandlingar

Osäkerhet avseende framtida relation mellan Storbritannien och EU hämmar brittisk tillväxt. Indikatorerna har dock vänt upp en del den senaste tiden bl a beroende på det svaga pundet och stark omvärldskonjunktur. Bilden är dock splittrad och framtidstron bland inhemska tjänsteföretag har fallit tillbaka. Vi har justerat upp BNP-tillväxten något för 2018 men ser en gradvis inbromsning från 1,5 procent 2017 till 1,1 procent 2019. Trots tillväxt under trend har arbetslösheten hittills fallit och noteras nu på sin lägsta nivå sedan 1975, men vi förutser en viss uppgång framöver. **Vår prognos förutsätter dock att förhandlingslösningar kan nås som säkerställer ett ordnat utträde.**

Hittills har förhandlingarna gått trögt, vilket kan vara en del i förhandlingsspelet och därför ännu inte så oroväckande. Men asymmetrin mellan parterna börjar bli allt tydligare där EU-

sidan värnar de grundläggande principerna inom unionen och vet att tiden är briterernas värsta fiende. Britterna å sin sida är angelägna om att undanröja ekonomisk osäkerhet så snabbt som möjligt, men känner samtidigt trycket från en EU-skeptisk opinion. Påfrestningarna på det politiska systemet tenderar också att växa med ökad splittring inom regering och parlament samt med fallande företroende för premiärminister Teresa May. Någon politisk öppning för att ompröva beslutet och stanna i EU går i nuläget ändå inte att skönja.

Bredbaserad nordisk tillväxt över trend

Den globala tillväxtuppväxlingen gynnar tydligt de nordiska ekonomierna. I **Sverige har högkonjunkturen förstärkts men en försvagning på bomarknaden** dämpar tillväxten, främst genom lägre byggande. Detta kompenseras i viss mån av att export och industriinvesteringar växlar upp bl a beroende på den svaga kronan. BNP ökar med 3,2 procent 2017 och ca 2,5 procent per år 2018-2019. Efter tre svaga år är nu **Norge på rätt väg och tillväxten i fastlands-BNP har klättrat över trend**; 2017-2019 ökar tillväxten från 1,9 till 2,3 procent (total BNP-tillväxt dock under 2,0 procent). Expansiv finans- och penningpolitik och en stark byggkonjunktur har bidragit och när dessa drivkrafter försvagas något stärks istället privat konsumtion och export. **Den största omsvängningen gäller Finland** som lämnat en lång period med svag tillväxt bakom sig. Export och investeringar växlar upp samtidigt som hushållen ser väldigt ljus på framtiden och ekonomin växer med 2,5-3 procent per år 2017-2019; högsta takten på över 5 år. Även **dansk ekonomi förbättras successivt** och BNP ökar med knappt 2,5 procent per år när export och investeringar kompletterar hushållens konsumtion.

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
Sverige	3,3	3,2	2,6	2,4
Norge	1,1	2,0	1,6	1,8
Danmark	2,0	2,3	2,3	2,3
Finland	1,9	2,9	2,5	2,3

Källa: OECD, SEB

EM-ekonomier växlar upp efter svacka

EM-ekonomiernas tillväxttakt har gradvis stärkts sedan 2015 och de positiva signalerna har dominerat även de senaste månaderna. Vi väntar oss att BNP-tillväxten för SEB:s EM-aggregat stiger **från 4,3 procent 2016 till 4,9 procent i år och till 5,1 procent 2018 och 2019**. Tillväxten i Kina har överraskat positivt den senaste tiden och vi har justerat upp bedömningen något, men prognosen om att vi nu står inför en viss avmattning kvarstår. Att ommöbleringen i Kommunistpartiets ledning nu är beslutad ger en ökad politisk stabilitet. President Xi får därmed större möjligheter att öka takten i reformarbetet, vilket bl a innebär större benägenhet att acceptera en kortsiktigt lägre tillväxttakt för att till stånd en växling i drivkrafterna. Hög skuldsättning främst hos företagen,

innebär dock en risk om efterfrågan från omvärlden mattas samtidigt som kreditillgången stramas åt.

Avmattningen i **Indien** har blivit kraftigare än väntat. Valuta-reformen i slutet av 2016 och skattereformen i mitten av 2017 har troligen tillfälligt hämmat den ekonomiska aktiviteten. Vi förväntar oss att tillväxten ökar igen till ca 7,5 till 8 procent 2018 och 2019 trots att reformarbetet ser ut att läggas på is fram till valet 2019. **Brasilien** är på väg ut ur sin djupaste ekonomiska kris i modern tid. BNP-tillväxten blir svagt positiv i år och stiger sedan till drygt 2 procent 2018 och 2019. Men vändningen i ekonomin har också bidragit till försvagad krisinsikt och reformvilja; den viktiga pensionsreformen ser nu ut att gå i stå. Också **Ryssland** har nu lämnat recessionen bakom sig. Återhämtningen av oljepriset bidrar till en BNP-tillväxt runt 2 procent per år 2017 till 2019. Valet i mars 2018 lär knappast leda till någon förändring i det politiska klimatet. Därmed förblir relationerna med EU och USA frostiga.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

EM-ekonomierna står nu för 57 procent av världsekonomin i köpkraftskorrigerade (PPP) termer, vilket gör att de ger ett dominerande bidrag till global BNP-tillväxt. Ändå är beteckningen "världsekonomin motor" lite tveksam, bl a för att det snarast är andelen mätt i nominella termer som är relevant för influenserna på det globala systemet. Denna är betydligt lägre än PPP-andelen. Ännu viktigare är att EM-ekonomierna fortfarande är väldigt sårbara för förändringar i industriländernas, och framför allt USA:s, finansiella klimat. Detta ser vi gång på gång exempel på; EM-avmattningen 2013-2015 skedde i spåren av Feds signal om mindre expansiv QE-politik (tapering) och i närtid har Feds tydliga signalering om en decemberhöjning resulterat i försvagade EM-valutor på bred front.

Negativa effekter av kommande Fed-höjningar utgör därför en nedåtrisk. Huvudprognosen är dock att EM-ekonomierna kommer att klara sig väl så länge åtstramningen sker gradvis och i en miljö av stark global tillväxt.

En mer balanserad oljemarknad

Det kraftiga prisfallet 2014-15 illustrerade tydligt några nya egenskaper hos oljemarknaden. 1) prisaset gav upphov till ett snabbt omvandlingstryck inom industrin och "break-even kostnader" för världens oljeproduktion föll kraftigt. 2) USA seglade samtidigt upp som "marginalproducent" eftersom skifferoljan var lönsam vid en relativt låg prisnivå strax över USD 50/fat och därmed räknade marknaden med att oljepriset implicit hade ett pristak kring denna nivå. **Under 2017 har dock situationen förändrats på flera punkter.** 1) Ryssland,

OPEC m fl har till slut kommit överens om en produktionsbegränsning. 2) Break-even-nivåerna för bla skifferoljan i USA har vänt uppåt, vilket bidragit till att antalet producerande riggare i USA inte ökat trots senaste tidens oljeprisuppgång. 3) Geopolitiska risker och interna politiska strider i Saudiarbien har spätt på den uppgång vi sett under oktober och november.

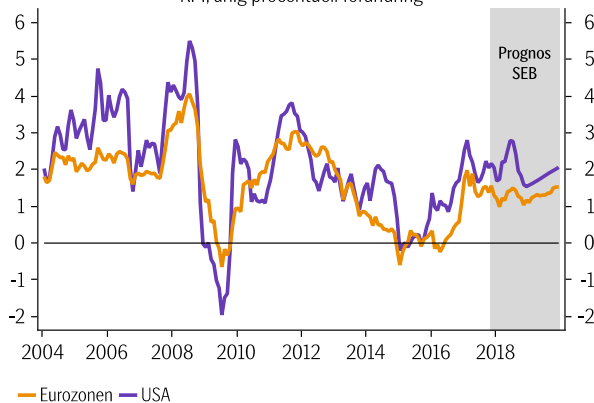
Prisuppgången senaste månaden har dock inte satt avtryck i längre daterade oljeterminer utan dessa handlas istället under spotpriser. Den spekulativa marknaden har dessutom rekordstora positioner sedan Brentoljan stigit med 45 procent från bottennoteringen i juni på strax under 45 USD/fat. Sammantaget ser vi ut att få en mer balanserad oljemarknad där senaste årens överskott successivt elimineras. Oljepriset faller troligen tillbaka något från dagens nivåer men det finns ändå förutsättningar för att det varaktigt kommer att ligga på lite högre nivåer än vi sett på senare år. **Vår prognos är att brentoljan som årsgenomsnitt ligger på 55 resp. 60 USD/fat för 2018 och 2019 med uppsiderisker för båda åren.**

Brist på tydliga inflationssignaler

Inflationen fortsätter att vara dämpad. Impulser från energipriser och andra volatila komponenter har periodvis pressat upp KPI-ökningen till 2 procent, t ex i eurozonen i början på 2017 och i USA och Sverige nu under hösten. Men **ännu tycks inte det underliggande lönetrycket vara högt nog för att inflationen varaktigt ska hålla sig så nära målen.** HIKP i eurozonen har fallit tillbaka till 1,4 procent och kärninflationen har under en längre tid legat stabilt nära 1 procent. I USA vill inte lönerna ta fart trots historiskt låg arbetslöshet. Detta har bidragit till att Feds huvudmål, kärninflationen mätt som konsumtionsdeflator (core PCE), fallit så lågt som till 1,3 procent. Även om måttet nu pressas ned av tillfälliga effekter av ett priskrig på mobiltelefoner kommer nivån att förbli besvärande låg för Fed under ganska lång tid.

Stigande men låg inflation

KPI, årlig procentuell förändring



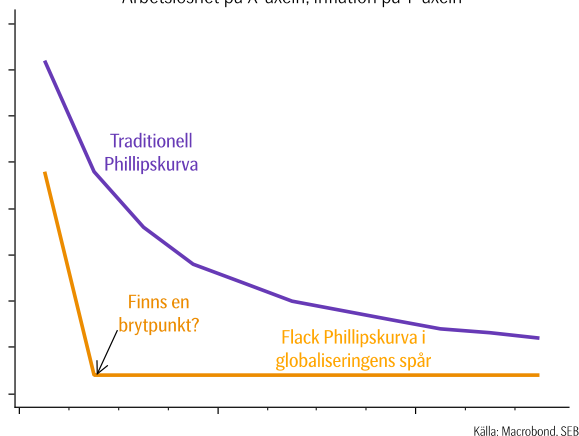
Källa: Eurostat, BLS, SEB

Generellt ger våra inflationsprognoser ungefär samma bild som de gjort på senare tid. Deflationsriskerna har minskat kraftigt och det kortsiktiga inflationsmönstret fortsätter att i ganska hög grad styras av volatila komponenter, framför allt på energisidan. Men trots att arbetslösheten sjunkit till historiskt låga nivåer är inte underliggande pris- och lönetryck tillräckligt högt för att centralbankerna ska känna sig bekväma. **I tema-**

artikel "Kris för inflationsmålpolitiken?" diskuteras några olika konkurrerande synsätt på inflationsprocessen. Dessa kan sammanfattas i olika former av Phillipskurvan, dvs sambandet mellan arbetsmarknad och pris- och löneökningstakt.

Phillipskurvans form i policydebattens fokus

Arbetslöshet på X-axeln, Inflation på Y-axeln



Källa: Macrobond, SEB

En tes är att krafterna från globalisering och en pågående teknikrevolution som gör att jobb förvinns i stor skala är så starka att **inflationen kommer att förbli låg oavsett resursläge** och att centralbankernas försök att få upp inflationen därmed är fruktlösa. Om Phillipskurvan är horisontell på detta sätt kommer den ultralätta penningpolitiken att skapa finansiella obalanser och ineffektiv allokering av finansiella resurser. Men man kan också tänka sig att det finns en **viss kritisk nivå på arbetslösheten där inflationen drar iväg** på ett sätt som kan tvinga centralbanker att abrupt dra i handbromsen, men att vi ännu inte nått detta kritiska "knä" på Phillipskurvan. Vår syn är delvis en kombination av ovanstående. Högre resursutnyttjande kommer förr eller senare att påverka pris- och lönebildning men sambandet har försvagats och effekterna kommer med avsevärd fördröjning. Ökad öppenhet har också bidragit till att de nationella resursgapen blivit mindre betydelsefulla för inflationsprocessen. Enskilda ekonomier, speciellt mindre, **har därför stor hjälp av ett synkroniserat högt resursutnyttjande i omvärlden** när det gäller möjligheterna att få upp inflationen. Att inflationen bestäms av ett växelspel mellan nationella och globala faktorer gör att man inte ska ha alltför stora förhoppningar när det gäller möjligheten att hitta en stabil Phillipskurva där ju inhemsk arbetslöshet ställs mot inflation och löneutveckling.

CB-ramverk ifrågasatt men består ändå

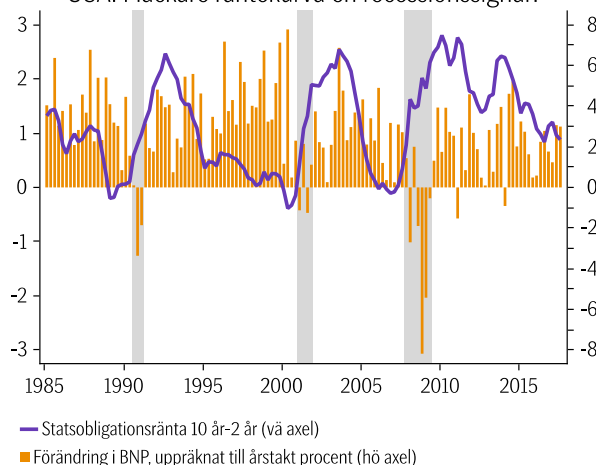
Hur centralbankerna tolkar inflationsdynamiken blir avgörande för penningpolitikens utformning framöver. Utan något samband mellan inflation och resursutnyttjande är det svårt att se att inflationsmålstyrning i längden kan fungera som huvudinstrument för stabiliseringspolitiken. Riskerna för att ständigt blåsa upp finansiella bubblor eller för att ränteförändringar skulle bli procykliska och snarast förstärka konjunktursvängningarna skulle bli för stora. Det har därför funnits en bias för centralbanker att kommunicera att man i grunden tror på någon form av Phillipskurvesamband. I höst har vi också sett flera analyser som försöker förklara den stumma pris- och

löneresponsen på traditionellt sätt. IMF har i sina analyser pekat på svag produktivitetstillväxt som en viktig delförklaring till låga löneökningar. Därtill kan hög andel ofrivilligt deltidssarbetslösa innebära att låg arbetslöshet i t ex USA överdriver graden av stramhet på arbetsmarknaden. En sådan tolkning talar för att centralbanker kan lita på sina traditionella prognosmodeller och att man har möjlighet att gå försiktigt fram vad gäller att dra tillbaka stimulanserna

Men den allra senaste tiden kan man spåra en ökad ödmjukhet och öppenhet inför inflationsdynamiken.

Deklarationer om att man egentligen inte vet så mycket om dagens inflationsprocess och att prognosmetoder kan vara föråldrade har t ex kommit från BIS (Bank of International Settlements) samt cheferna för Fed och Bank of England (Yellen och Carney). Nya drivkrafter för inflationen som globalisering, nya osäkra anställningsformer i "gig-ekonomin" och automatisering uppmärksammas också i analysen hos både IMF och särskilt BIS. Om inflationsprocessen domineras av varaktiga krafter bortom nationella centralbankers kontroll finns det skäl att ifrågasätta dagens inflationsmålsregim. I nuläget kan man dock konstatera att radikala tankar om att överge existerande ramverk har svagt stöd hos centralbanker och andra beslutsfattare. För att en förändring ska ske **behöver vi nog få en ny internationell kris där ett dysfunktionellt ramverk utses som syndabock.**

USA: Flackare räntekurva en recessionssignal?



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

Fedhöjningar fortsätter trots låg inflation

Trots osäkra drivkrafter för inflationen verkar **de flesta centralbanker nu vara inne på att påbörja en försiktig normalisering**, även om tidpunkten varierar kraftigt beroende på var i cykeln länder befinner sig. Trots oväntat låg inflation har Fed under hösten inlett en gradvis bantning av sin balansräkning och därtill tydligt signalerat att årets tredje räntehöjning kommer i december. Fedhöjningarna har hittills inte lett till någon större åtstramning av generella finansiella förhållanden i USA, bl a för att börserna fortsatt upp och kreditspreadarna förblivit låga. Vi tror att detta tillsammans med BNP-tillväxt över trend, än stramare arbetsmarknad och gradvis högre löneökningar bidrar till att Fed levererar ytterligare tre styrehöjningar 2018 och en 2019. **Detta innebär**

en styrräntenivå på 2,50 procent i slutet av 2019, vilket är aningen lägre än Feds egna prognoser.

Att de långa räntorna hittills inte har stigit nämnvärt, som respons på räntehöjningarna är lite tveeggat eftersom en flackare räntekurva, mätt t ex som skillnad mellan 10- och 2-årig statsobligationsränta, historiskt har utgjort tydliga recessionssignaler (se temaartikel). Kurvflackningen kan därför ses som en varningsklocka för Fed. Men ännu har kurvan en positiv lutning och vi tror också långräntorna kommer att stiga när räntemarknaden börjar prisa in lite aggressivare beteende från Fed.

Trots att resursutnyttjandet i eurozonen fortfarande är relativt lågt börjar konjunkturstyrkan skapa en otålighet hos delar av ECB att avveckla de exceptionella stimulanserna. Beslutet i oktober landade i en kompromiss med halverade månatliga obligationsköp till 30 miljarder euro men med förlängd horisont till september 2018. Vår huvudprognos är att köpen verkligen avslutas i september, även om det finns en viss sannolikhet för att de åter bantas och förlängs till december. Därefter väntas ECB:s inlåningsränta höjas till -0,25 procent i mars 2019 varpå refinäntan höjs i juni och december till **0,50 procent i slutet av 2019**. Abes omval innebär fortsatt stöd för **Bank of Japans** politik med obligationsköp på ca 90 biljoner yen (årstakt), målsatt 10-årsränta kring noll samt styrränta på -0,10 procent i strävan mot ett alltiämt avlägset inflationsmål. Den **brittiska centralbanken** tog i november tillbaka sin kris-sänkning efter Brexit, men väntas inte ta några fler steg i närtid. Ett ordnat utträde ur EU följs dock av två höjningar till **1,00 procent andra halvåret 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.	0,50	0,50	0,50	1,00
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	-0,25	0,50
Norges Bank	0,50	0,50	0,75	1,25

Källa: Centralbanker och SEB

Trots tillväxt långt över Riksbankens prognos i början av året och inflation/inflationsförväntningar nära målet fortsätter Riksbanken att avvisa tanken på en normalisering. Vi har senarelagt tidpunkten för den första räntehöjningen till september 2018 och räknar sedan med tre ytterligare höjningar under 2019 tar **reporäntan till 0,50 procent i årets slut**. Obligationsköpen avslutas troligen vid årsskiftet, även om en förlängning i signaleringssyfte inte kan uteslutas. I vilket fall som helst fortsätter Riksbanken att återinvestera utdelningar och förfallande obligationer och behåller därmed en hög andel av den utestående obligationsstocken. Riksbanken kan ställas inför en ny typ av dilemma om **en försvagning på bostadsmarknaden leder till mörkare tillväxtutsikter samtidigt**

som ökad misstro mot svensk ekonomi försvagar kronan och därmed ger en inflationsimpuls. Tidigare erfarenheter visar också att svensk inflation generellt kommer sent i konjunkturcykeln, vilket kan förstärka inflationsimpulsen. Riksbanken har vid tidigare tillfällen, t ex 2008, höjt räntan i miljö med sencyklisk inflation i ett vikande konjunkturläge. Även om detta inte är vårt huvudscenari är det tydligt att den ekonomiska politiken nu står inför nya dilemman, i hög grad som en konsekvens av tidigare försummelser.

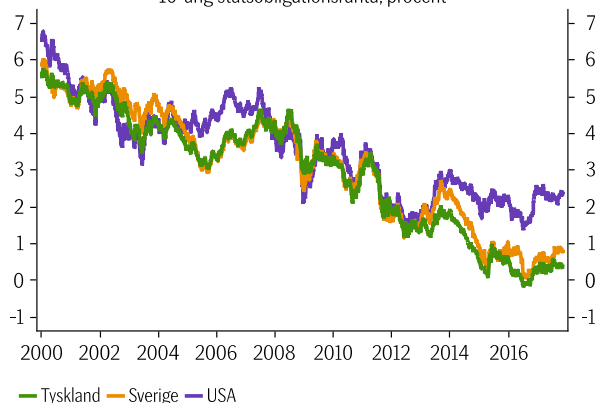
Robust återhämtning i ekonomin men dämpad inflation innebär att **Norges Bank avvaktar med höjning till slutet av 2018 följt av nya steg till 1,25 procent i slutet av 2019**. Svag kronekurs ger ökade frihetsgrad att avvika från andra centralbanker samtidigt som Norges Bank, trots pågående bopris-nedgång, behåller fokus på risker från hushållens skulder.

Ränteuppgången pausad men inte bruten

Fjolårets amerikanska presidentval satte press uppåt på obligationsräntor i både USA och Europa, men under 2017 har långa räntor inte visat någon tydlig trend. Att 10-åriga USA-räntor i dagsläget ligger något under nivåerna i början av året, trots Fedhöjningar, beror bl a på nedställda inflationsförväntningar. I spåren av att inflationen upprepade gånger överraskat på nedsidan har break-eveninflationen avläst på realobligationsmarknaden fallit tillbaka efter en hastig uppgång i slutet av 2016. Nedskruvade förväntningar på Trumpadministrationens reformagenda har troligen också bidragit. Därtill kommer att fortsatt expansiv penningpolitik i andra delar av världen har en dämpande effekt även på amerikanska räntor.

Hur mycket orkar USA-räntan koppla loss från Europa?

10-årig statsobligationsränta, procent



Källa: Macrobond

Kommande räntehöjningar, som bara delvis är diskonterade av marknaden, och gradvis bantning av Feds **balansräkning talar för att långa räntor i USA åter börjar röra sig långsamt uppåt framöver**. I eurozonen växer ekonomin snabbt men så länge en inflationsuppgång ter sig avlägsen och ECB fortsätter att utvidga sin balansräkning är det svårt att se någon tydlig uppåttrend för obligationsräntorna i närtid. Så småningom sätter dock avtrappade obligationsköp och ökade förväntningar på räntehöjningar från ECB viss press uppåt på obligationsräntorna.

Vår prognos innebär att 10-åriga USA-räntor ligger på 2,80 respektive 2,90 i slutet av 2018 och 2019. Avkastningskurvan förblir därmed relativt flack men positiv under hela prognosperioden; i slutet av 2019 är skillnaden mellan 10-årsräntan och styrräntan 40 räntepunkter. **10-åriga tyska räntor stiger till 0,75 i slutet av 2018 och till 1,10 i slutet av 2019;** en uppgång med 70 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. Jämfört med *Nordic Outlook* september har prognoserna i slutet av 2019 reviderats ned med 20 punkter för både USA och Tyskland.

Svenska statsobligationsräntor har stigit svagt under året i spåren av hög tillväxt, stigande inflationsförväntningar och en inflation som åtminstone tillfälligt tagit sig tillbaka över målet. Brist på obligationer på grund av starka statsfinanser och spekulationer om att Riksbanken åter utökar sina obligationsköp kan få räntedifferensen mellan svenska och tyska 10-åringar att krympa och bottna runt 25 punkter under första halvåret 2018. Därefter börjar spreaden gå isär när Riksbankens septemberhökning närmar sig. I slutet av 2019 väntas räntemarginalen ha ökat till 60 punkter. **Räntan på 10-åriga statsobligationer ökar därmed från 0,70 procent idag till 1,70 procent 2019.** Hög räntedifferens mot Tyskland och utsikter till starkare krone gör **norska** statsobligationer attraktiva för investerare på jakt efter avkastning. **10-årsspreaden krymper under nästa år till 80 i slutet av 2018 för att därefter åter gå isär, när Norges Bank inlett sina höjningar.**

Kronförstärkning dröjer ytterligare

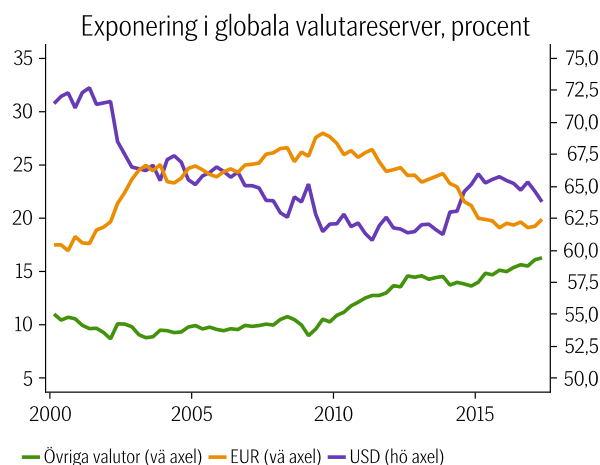
Den globala valutamarknaden saknar just nu ett tydligt gemensamt tema. I avsaknad av varaktiga trender och tydliga felprissättningar varierar drivkrafterna för olika valutor. Penningpolitik har länge dominerat valutarörelserna men centralbankernas magi har tydligt börjat falna. Detta kan bero på att relativt små justeringar av politiken väntas i närtid i en miljö då olika centralbanker kämpar med att få upp inflationen.

Efter en betydande euroförstärkning under våren och sommaren har EUR/USD fallit tillbaka under hösten och närmar sig nu den övre delen av intervallet (1,05-1,15) som i huvudsak gällt sedan början av 2015. Att dollarn skulle förstärkas i takt med att synen på Feds penningpolitik omvärderades har också varit helt i linje med vår prognos i förra *Nordic Outlook*. Det finns ett visst ytterligare utrymme kvar för dollarförstärkning, men på längre sikt är **det dock mer troligt att dollarn återigen försvagas när andra centralbanker påbörjar en normalisering** och skillnaderna i penningpolitik börjar krympa.

USD-exponeringen i centralbankers och andra globala förvaltares valutaportföljer ökade påtagligt mellan 2013 och 2016 (se graf nedan). Motsvarande nedgång i euroexponeringen har pågått ända sedan 2010 och har rimligen varit kopplad till ökad politisk och ekonomisk osäkerhet i eurozonen och frågetecken kring valutasamarbetets framtid. Den senaste tidens utveckling med starkare tillväxt och lugnande valutgångar har dock bidragit till en omvärdering av riskbilden i positiv riktning. Det är därför troligt att euron tar tillbaka förlorad mark och att vi får

se flöden ut från dollarn, speciellt med tanke på USA:s egna politiska problem efter förra årets presidentval. Även om tidpunkten senarelagts fortsätter vi att tro att **EUR/USD på lite sikt rör sig uppåt och når 1,20 i slutet på 2018 och 1,25 i slutet på 2019.**

Det brittiska pundet (GBP) ligger kvar på en historiskt svag nivå till följd av osäkerhet kring Brexit-processen. Pundet fick tillfälligt stöd när centralbanken höjde sin styrränta med 0,25 procentenheter till 0,50 procent i november. Vi ser detta som en engångshökning med avsikten att ta tillbaka sänkningen som genomfördes direkt efter EU-omröstningen då centralbanken befarade en betydligt större negativ effekt för brittisk ekonomi än vad som senare visat sig bli fallet. Förhandlingsresultatet kommer att fortsätta vara den viktigaste drivkraften för pundrörelser. Även om förhandlingarna troligen blir svåra och tidsödande är huvudprognosen att man till slut kommer fram till en lösning som ger ett hyfsat ordnat utträde ur EU. Därför räknar vi att riskpremien för GBP på sikt minskar och att **EUR/GBP rör sig neråt från 0,92 vid kommande årsskifte till 0,88 i slutet av 2018 och till 0,84 i slutet av 2019.**



Källa: International Monetary Fund (IMF), Macrobond, SEB

Under hösten har kronan försvagats när Riksbanken återigen grusat utsikterna för en normalisering av penningpolitiken under första halvan av 2018. Därtill har ökad osäkerhet kring den svenska bostadsmarknaden bidragit till en svagare krona. Att vi har senarelagt Riksbankens första höjning till september 2018 innebär att **vi nu tror på en längre svaghetsperiod med EUR/SEK på 9,70 vid halvårsskiftet 2018.** Först under andra halvan av 2018 förstärks kronan lite mer tydligt men även mot slutet av 2019 tror vi nu på en EUR/SEK-nivå en bit över 9,00. Samtidigt kan man vilseledas av ett ensidigt fokus på kronans utveckling mot euron. Kronan har hittills i år faktiskt stärkts mot de flesta valutor och i synnerhet mot dollarn. Även på längre sikt får kronan svårt att ta ytterligare mark mot euron i en global miljö där eurons ställning stärks. I ett bredare perspektiv är apprecieringen ändå relativt stor. **USD/SEK når så långt ner som till 7,35 samtidigt som KIX når 105,9 mot slutet av 2019.**

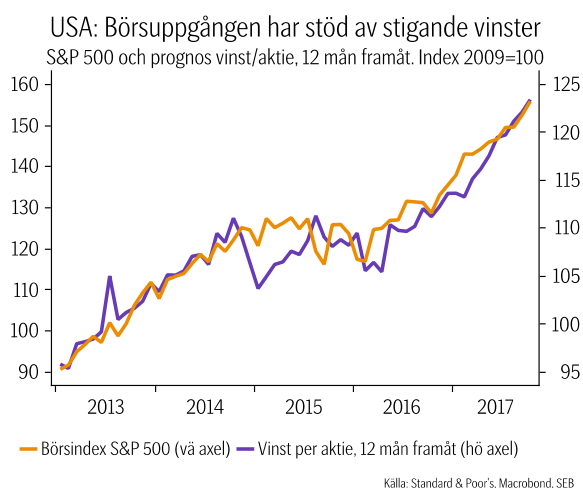
Återhämtningen av oljepriset verkar inte ha räckt för att påtagligt stärka den norska kronen. Trots att norsk ekonomi

repat sig efter avmattningen som följde efter oljeprisfallet 2014-2015 har inflationen det senaste året fallit till nivåer långt under målet. Liksom i Sverige bidrar det till en osäkerhet kring penningpolitiken och möjligheterna att väsentligt avvika från ECB som motverkar en appreciering. Svagheten på den norska bostadsmarknaden bidrar sannolikt också negativt. Att NOK alltjämt är undervärderad och att den norska staten fortsätter att skapa stora nettoinflöden genom att dryga ut budgeten med omfattande oljeintäkter talar dock för en appreciering. Vi räknar därför med **en försiktig nedgång i EUR/NOK till 9,20 i slutet av 2018 och att rörelsen fortsätter ytterligare en bit till 9,00 i slutet på prognosperioden.**

Global tillväxt och låga räntor driver börsen

Globala aktiemarknader har fortsatt att utvecklas starkt under hösten. Den ljusnande makrobilden, tillsammans med ett för börsen gynnsamt räntescenario, har drivit upp kurserna till nivåer där värderingarna framstår som ansträngda. Men så länge som tillväxten förblir stark och driver vinstökningar i bolagen är sannolikheten för större bakslag liten. Det troligaste är istället att **trenden uppåt kan fortsätta men med återkommande andhämtningspauser när optimismen dragit iväg för långt.**

Bolagsrapporterna för tredje kvartalet levde i stort sett upp till förväntningarna. I USA överraskade rapporterna positivt. Historiskt starka marginaler var återigen den viktigaste faktorn men **mest positivt var att resultaten nu även drivs av ökad försäljning**, något som ger hopp om framtida vinster. I Europa bidrog dock en starkare euro till en mer återhållen vinstbild.



Det faktum att årets börsuppgångar ackompanjerats av stigande vinster gör att värderingen i stort rört sig sidledes. Vissa regionala skillnader framträder dock där amerikanska aktier värderas runt sina historiska toppnivåer medan de i Europa och Japan handlas inom det spann som gällt de senaste åren. I EM-ekonomier har värderingarna förvisso dragit sig uppåt en del, men rabatten mot övriga världen är fortfarande relativt stor samtidigt som vinstutsikterna ser attraktiva ut. Givet graden av mognad i konjunkturcykeln räknar vi inte med någon ytterligare uppgång i värderingarna. **Men så länge den positiva tillväxtbilden håller bör börserna i stort sett kunna stiga i takt med vinsterna.** Aggregerade estimat i USA

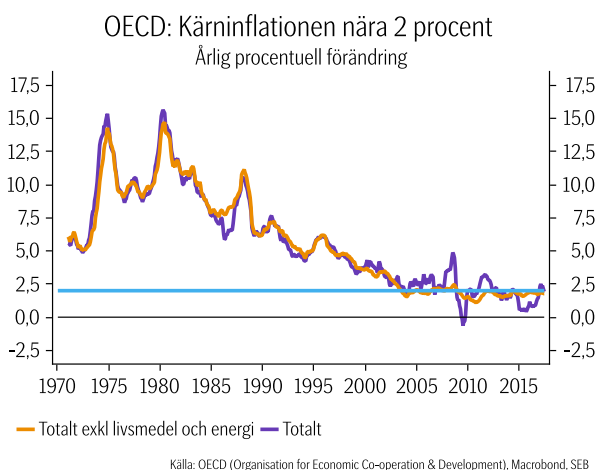
pekar på vinstökningar på drygt 12 procent i år och runt 10 procent för 2018 och 2019 medan de europeiska estimeren ligger någon procentenhet lägre.

Nordiska börser har inte riktigt hållit jämn takt med resten av världen; **uppgången sedan förra Nordic Outlook ligger på 6 procent mot dryga 8 procent för världsindex.** Oslobörsen har utvecklats starkast, med stöd av stigande oljepris, men också den verkstadsorienterade stockholmsbörsen har stigit. Den finska börsen har haft en mer beskedlig utveckling medan Danmark i princip varit oförändrad. Uppgången har varit tämligen bred på sektornivå där endast tre av tio har visat röda siffror. Den sedan tidigare urstarka transportsektorn (inkluderar Shipping) har tappat något liksom Telekom, starkt präglad av Nokia och Ericsson. Sämst har det dock gått för Bygg & Fastighet när hög värdering, baserat på tidigare rekordstora marginaler, nu utmanas av ökad osäkerhet på bostadsmarknadens mera spekulativa segment.

Hittills i år har nordiska aktier haft en totalavkastning, inklusive utdelningar, kring 15 procent. Första halvårets goda vinstutveckling följdes av positiva överraskningar också för årets tredje kvartal. Makroindikatorer och i många fall också bolagskommentarer vittnar om att den positiva utvecklingen har fortsatt in i årets avslutande kvartal. Det är en viktig parameter för vår syn på nordiska aktier framöver. Börsen kan visserligen anses vara högt värderad, men givet globala tillväxtutsikter och det alltjämt låga ränteläget ligger värderingen i linje med en långsiktigt motiverad jämviktsnivå. **Vi väntar oss att vinsttillväxt stiger från drygt 8 procent i år till nära 13 procent 2018 följt av 10 procent 2019.** Med antagande av att marknaden fortsätter att värderas nära långsiktig jämvikt bör nordiska börser totalt kunna avkasta omkring 10 procent på ett års sikt och Stockholmsbörsen isolerat 8 procent. Prognosen är känslig för reviderade vinstprognoser på både upp- och nedsidan.

- Olika tolkningar av inflationsdynamiken ger frihetsgrader för centralbanker
- Globaliserade inflationskrafter skapar suddiga nationella Phillipskurvor
- Avgörande test för inflationsmålsregimen men stora konsekvenser av regimskifte

I de senaste versionerna av Nordic Outlook har vi diskuterat möjligheterna att förutse utbrottet av nästa recession. Analysen av resursläget i olika ekonomier borde vara det viktigaste redskapet men mått som jämviktsarbetslöshet och produktionsgap är osäkra och ganska teoretiska begrepp. Den svaga responsen från priser och löner öppnar upp för olika tolkningar av inflationsdynamiken och därmed behovet av räntehöjningar. I denna temaartikel diskuterar hur detta kan påverka penningpolitiken och därmed också återhämtningens längd.



Lite schematiskt kan man urskilja tre olika synsätt på inflationsprocesserna:

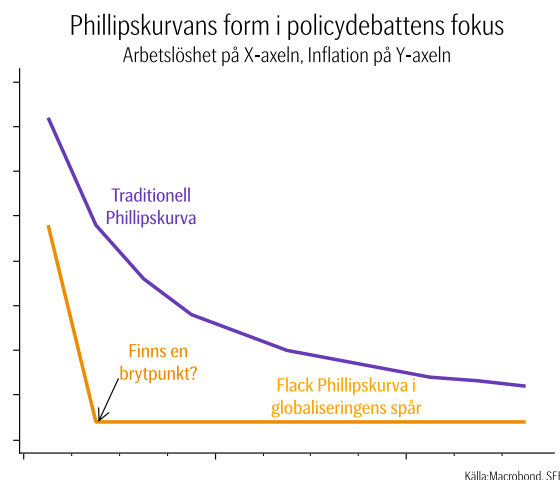
1) Disinflationistiska krafterna är oemotståndligt starka. Globalisering och robotisering gör att pris- och lönehöjningar förblir nedtryckta oavsett konjunkturläge. Ökat globalt arbetsutbud och möjligheter till utflyttning av produktion till låglöneländer försvagar löntagarnas förhandlingsposition även när den lokala arbetsmarknaden är het. Vi står nu inför ett radikalt tekniksprång där automatisering och robotisering i större skala eliminerar arbetstillfällen. Centralbankerna riskerar då att stänga sina pannor blodiga och enbart skapa tillgångsprisinflation när de desperat försöker nå inflationsmålen.

2) Phillipskurvan har ett gäckande knä. Trots att inflationen hittills visat sig oväntat okänslig för resursläget finns det en viss kritisk arbetslöshetsnivå där inflationen drar iväg som en ketchupeffekt. Man kan hävda att detta knä inte varit obser-

verbart de senaste decennierna eftersom brustna bubblor, som en följd av allvarliga obalanser i ekonomin, utlöst recessioner innan vi kommit ned tillräckligt långt i arbetslöshet. Det gäller fastighetsmarknaden runt 1990, IKT-sektorn runt millennieskiftet samt kredit- och bolånemarknaden i samband med Lehmankraschen.

3) Suddig Phillipskurva och fördröjd inflationsrespons.

Det tredje synsättet, delvis en blandning mellan 1) och 2), är att flaskhalsproblem förr eller senare ökar företagens och arbetstagarnas möjligheter att höja priser och löner. Men det är knappast möjligt att med någon större precision avgöra hur Phillipskurvan verkligen ser ut, inte minst mot bakgrund av de små cykliska variationer vi sett i inflationen de senaste decennierna. Inflationsimpulsen tycks därtill ofta komma med betydande eftersläpning. Företagen avvaktar t ex ofta med prishöjningar så länge man kan höja omsättningen med volymökningar. Därtill finns centrala inslag i lönebildningen i många länder där arbetsmarknadens parter kan komma överens om att hålla tillbaka löneökningar under en tid för att främja det egna landets sysselsättning.



Synsätt nr 1) har vunnit terräng i takt med att inflationen gång på gång överraskat på nedsidan och en allt intensivare debatt om att vi nu står inför teknikrevolution där jobb kommer att försvinna i stor skala. Förändrade drivkrafter för inflationen som globalisering, osäkra anställningsformer ("gig-ekonomi") och automatisering lyfts fram av t ex IMF och särskilt BIS. Men eftersom sysselsättningen faktiskt fortsätter att öka snabbare än väntat, och det istället är produktivitetstillväxten som varit oväntat svag, återstår att bevisa varför ett tekniksprång, till skillnad mot tidigare i historien, generellt ska leda till jobbrist. Att inflationen trots allt ligger nära 2 procent i de flesta länder talar också mot att inflationen skulle vara död.

Vi lutar åt att det tredje synsättet är det mest relevanta, framför allt när det gäller analysen av enskilda länder. Att ökad öppenhet lett till att inflationen i högre grad än tidigare be-

stäms av globala förhållanden gör de nationella resursgapen mindre betydelsefulla för inflationsprocessen. Enskilda ekonomier, speciellt mindre, **har därför stor hjälp av ett synkroniserat högt resursutnyttjande i omvärlden** när det gäller möjligheterna att få upp inflationen. **Bidrag från råvaruprissidan tycks också vara viktigt** och dessa drivs ofta av faktorer som är oberoende av den generella konjunkturcykeln t ex teknikutveckling och samarbetsklimatet bland producentländerna (OPEC m fl). Att inflationen bestäms av ett växelspel mellan nationella och globala faktorer samt sektorspecifika krafter gör att man inte ska ha alltför stora förhoppningar när det gäller möjligheten att hitta en stabil Phillipskurva där ju inhemsk arbetslösheten ställs mot inflation och löneutveckling.

Centralbanksbias att tro på Phillipskurvan

Frågan är hur beslutsfattare hanterar den osäkerhet som råder. Utan något samband mellan inflation och resursutnyttjande är det svårt att se att inflationsmålstyrning i längden kan fungera som huvudinstrument för stabiliseringspolitiken. Riskerna för att blåsa upp finansiella bubblor eller för att ränteförändringar skulle bli procykliska och snarast förstärka konjunktursvängningarna skulle bli för stora. Det finns därför en bias för centralbanker att kommunicera att man i grunden tror på någon form av Phillipskurvesamband. Men den senaste tiden **kan man spåra en ökad ödmjukhet och öppenhet inför inflationsdynamiken**. Deklarationer om att man egentligen inte vet så mycket om dagens inflationsprocess och att prognosmetoder kan vara föråldrade har t ex kommit från BIS samt cheferna för Fed och Bank of England (Yellen och Carney).

Det finns två formella möjligheter att motivera räntehöjningar i frånvaro av distinkta inflationsargument. Centralbanker kan **"luta sig mot vinden"** och väga in risker för excesser avseende skuld- och tillgångspriser i räntepolitiken. Centralbanker kan också ges **"dubbla mandat" för inflation och arbetsmarknad**. Då kan risker för skadliga överhettningssymptom på arbetsmarknaden motivera en räntehöjning även om inflationsmålet är hotat. Man bör dock notera att det dubbla mandatet ursprungligen haft motsatt utgångspunkt; att ge centralbanken ökad möjlighet att pressa ned arbetslösheten.

Riksbanken intar en extrem position

Formellt skiljer sig möjligheterna att distansera sig från ett ensidigt fokus på inflationen mellan olika länder, där t ex Fed har det tydligaste dubbla mandatet. Men mer avgörande är hur centralbankerna verkligen värderar risker och möjligheter med att ligga kvar med en ultralätt politik trots relativt högt resursutnyttjande. På minussidan ligger t ex **risker för ökad finansiell instabilitet** till via upplåsta balansräkningar och tillgångspriser. En annan risk är att lågt omvandlingstryck och **ineffektiv kapitalallokering**, när priset på pengar hålls konstlat lågt, ska hämma produktivitetsutvecklingen. På plussidan finns möjligheter att **ta chansen att pressa ned arbetslösheten** så långt som möjligt. På så sätt hoppas man kunna pressa ned den strukturella arbetslösheten, något som normalt är regeringars ansvar, genom att ge personer möjligheter att komma tillbaka till arbetslivet efter lång frånvaro. Att acceptera en viss "overshooting" av inflationsmålen efter lång tid av underskridande är ett sätt att skapa extra utrymme för detta.

Den dominerande linjen bland centralbanker **tycks nu ändå vara att betona risker med att ligga kvar med ultralätt politik** och därför utnyttja tillgängliga motiv för en försiktig normalisering. Man använder då lite olika strategier där några centralbanker fokuserar på "luta sig mot vinden"-argument (t ex i Kanada och Norge) medan andra använder sig av Phillipskurvan och förlängd prognoshorisont för inflationen. Samtidigt är det tydligt att finns en gräns för hur låg inflation centralbanker kan tåla utan att anklagas för att bryta mot sitt mandat eller riskera att framstå som ouppdaterad och inkompetent när det gäller förståelsen för inflationsdynamiken.

Riksbanken har tagit en alltmer avvikande position gentemot huvudfrågan. Trots att Sverige, relativt de flesta andra länder, har en inflation nära målet, ett ansträngt resursutnyttjande samt högt värderade tillgångspriser har man inte visat intresse för att tillvarata möjligheterna att föra en mindre extrem penningpolitik. Man kan spåra olika motiv till detta som varierat i styrka över tid; **1) En ambition att bidra till lägre arbetslöshet** när möjligheter finns **2) En exceptionell rädsla för att inflationsförväntningarna** ska avvika från målet **3) En hårdragen tolkning av ansvarsfördelningen mellan olika politikgrenar** där räntepolitiken helt avsägar sig ansvar för finansiell stabilitet. Att Riksbanken på så sätt testat gränserna för inflationspolitikens rimlighet innebär stora risker på sikt.

Ny kris krävs troligen för regimskifte

Om inflationsmålpolitiken i nuvarande form kommer att överleva beror både på hur den underliggande inflationsprocessen faktiskt ser ut och på hur skickligt centralbankerna förmår manövrera i den osäkra situation som råder. Att centralbankerna, trots, avsaknad av tydligt empiriskt stöd, litat på Phillipskurvan har hittills **gjort inflationsmålpolitiken kunnat överleva i en miljö med så små variationer i den faktiska inflationen**. Frågan är nu om man kan fortsätta den strategin på ett trovärdigt sätt eller om systemet måste reformeras.

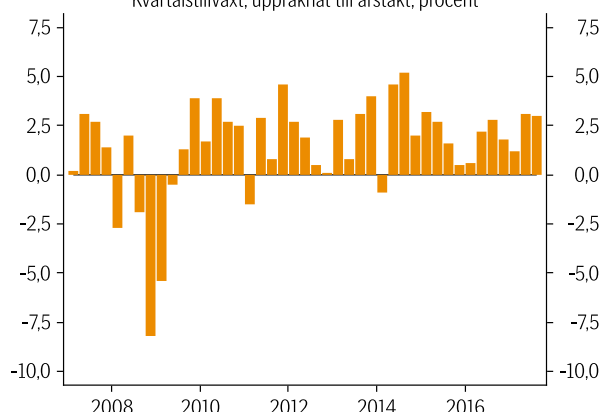
Efter finanskrisen har vi sett en rad förslag och idéer om förändringar. En del har genomförts, som t ex introduceringen av makrotillsynen. IMF-sekretariatets förslag att höja inflationsmålet från 2 till 4 procent som en väg att skapa större manöverutrymme är fortfarande omtvistat och kanske inte heller så relevant i dagens situation. Att det generellt går trögt beror säkert på att det är mycket som står på spel. Att uppdraget stabilisera inflationen (eller egentligen penningvärdet) kan brytas ut och särskiljas från andra mål skapar en möjlighet till bodelning mellan centralbanker och det politiska systemet. Ju otydligare mål desto svårare att behålla en ordning med oberoende centralbanker. Att ta ifrån centralbankerna sitt oberoende skulle dock få ganska stora konsekvenser. Det krävs nog att **inflationsmålpolitiken utses till syndabock för en ny internationell kris innan en genomgripande förändring på allvar ska aktualiseras**. Det har åtminstone krävts vid tidigare stora förändringar på global nivå.

Tillväxt över trend men fortsatt låg inflation

- Överraskande starkt tredje kvartal
- Fortsatt tillväxt över trend
- Skattesänkningar väntas 2018
- Inflationen skjuter fart nästa år
- Nye Fed-chefen Powell fortsätter höja

Andra kvartalet rekylade BNP-tillväxten rejält efter det svaga inledande kvartalet. Under slutet av tredje kvartalet drabbades delar av USA av orkanerna Harvey och Irma som regionalt skapade stor materiell förödelse. Även viss ekonomisk statistik påverkades, bl a sysselsättningssiffrorna för september, men effekterna på den totala ekonomin blev i praktiken små. Tredje kvartalet överraskade positivt och BNP-tillväxten dämpades endast marginellt till 3,0 procent i uppräknad årstakt jämfört med 3,1 procent andra kvartalet. Tillväxten var bredbaserad med positiva bidrag från konsumtion, investeringar och nettoexport. BNP-tillväxten väntas ligga kvar över trend även kommande kvartal. Vår prognos är att **BNP växer med 2,3 procent 2017 och med 2,6 procent 2018**. En mjuk inbromsning väntas **2019** som en följd av stigande räntor och begynnande flaskhalssymptom och tillväxten hamnar på **2,0 procent**.

Tillväxten stod emot orkaneffekter kv. 3
Kvartalstillväxt, uppräknat till årstakt, procent



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

Fed kommer att fortsätta den penningpolitiska normaliseringen. Vi håller fast vid huvudscenariot att Fed **höjer styrrentan i december** och att ytterligare **tre höjningar genomförs under 2018**. Under **2019** nöjer sig Fed med **en räntehöjning** och stannar därmed på 2,5 procent, vilket är

nära den långsiktiga jämviktsnivån. Den bantning av balansräkningen som inleddes i oktober väntas löpa på enligt plan.

Skattesänkningar ger små tillväxteffekter

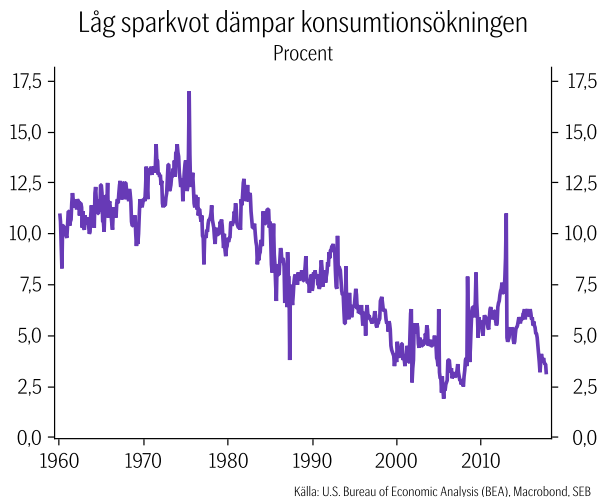
Trumpadministrationen har fortsatt ambitioner att lägga fram skattesänkningsförslag till kongressen under hösten. Problemen har dock varit stora och misslyckandet med att ersätta Affordable Care Act (Obamacare) har förstärkt bilden av att Trump har svårt att få igenom sitt politiska program. Arbetet hämmas av diverse rättsliga turer i sviterna av Rysslands inblandning i presidentvalet, snabba byten av nyckelpersoner i administrationen samt politisk polarisering. Till detta tillkommer splittring inom det Republikanska partiet; de flesta har en positiv grundinställning till skattesänkningar men samtidigt finns ett motstånd att genomföra ofinansierade sänkningar bland konservativa politiker. Detta skapar svårigheter trots att republikanerna inte är beroende av stöd från demokraterna. **Det mest troliga är att ett paket med begränsade skattesänkningar implementeras under första kvartalet 2018.** Där ingår en sänkning av bolagsskatten från 35 till 20 procent samt sänkt inkomstbeskattning. **Tillväxteffekterna bedöms bli begränsade och stanna vid 0,2-0,3 procent för 2018.** Företagen väntas använda resurserna till att höja aktieutdelningarna snarare än till investeringar och sänkningen av inkomstbeskattningen gynnar i första hand de mest förmögna hushållen vilka tenderar att spara en stor andel av disponibelinkomsten.

Vi har tidigare diskuterat riskerna för att Trumps oförmåga att nå framsteg på andra områden ska öka benägenheten för **protektionistiska åtgärder**. Trump har visserligen avstått från att kalla Kina valutamanipulator och från att införa importtullar men pågående **NAFTA-omförhandlingar med Mexiko och Kanada blir det stora testet**. Ambitionen var att slutföra förhandlingarna innan årsskiftet men USA har fört fram flera förslag som Mexiko och Kanada inte kan acceptera. Tidsplanen har därför förlängts och innefattar även första kvartalet 2018. Ju längre förhandlingarna drar ut på tiden desto större risk att Trump tröttnar och inleder en exitprocess för USA. **Även om riskerna ökat är vårt huvudscenario fortfarande att ett omförhandlat avtal ska nås.**

Goda förutsättningar för konsumtionen

Privat konsumtion fortsatte att öka i hyfsad takt tredje kvartalet, även om en viss inbromsning skedde jämfört med föregående mycket expansiva kvartal. Flera faktorer som är typiska för en mogen högkonjunktur fortsätter att ge stöd. **Arbetsmarknaden stärks ytterligare** och bidrar till stigande efterfrågan i takt med att sysselsättningen ökar. Samtidigt när **börserna nya rekordnivåer** och återhämtningen av **bostads-**

priserna fortsätter. Därtill väntas **skattesänkningar** under 2018 ge en extra skjuts och det alltså låga ränteläget pressar ner hushållens lånekostnader. I denna gynnsamma konsumtionsmiljö ligger hushållens förtroendeindikatorer (Conference Board, Michigan) nära rekordhög nivåer.



Sparkvoten reviderades ned rejält i samband med den årliga revideringen av nationalräkenskaperna. De senaste månaderna har **sparkvoten** fallit ytterligare och låg på 3,1 procent i september, den **lägsta nivån sedan 2007**. Även om den låga nivån kan förklaras av kraftigt ökande förmögenheter och lågt ränteläge vilket ökar hushållens konsumtionsbenägenhet utgör den en dämpande faktor som bidrar till relativt måttliga konsumtionsökningar framöver. **Sammantaget är vår prognos att hushållens konsumtion ökar med 2,7 procent 2017 och med 2,9 2018.** Under 2019 bromsar konsumtionsökningen in till **2,1 procent** drivet av en stagnerande arbetsmarknad och stigande räntor.

Hyfsade investeringar framöver

Den allt stramare arbetsmarknaden skapar en positiv grogrund för investeringar. Stigande svårigheter att rekrytera personal skapar i vissa branscher incitament för företagen att i stället öka investeringarna. Samtidigt stiger kapacitetsutnyttjandet långsamt trots god ökningstakt för industriproduktionen och ligger på **77 procent vilket är lägre än de 80 procent där investeringarna vanligtvis skjuter fart**. Investeringarna i olje- och gruvsektorerna ökade kraftigt under första halvåret, men dämpades rejält tredje kvartalet och förväntas förbli relativt svaga i närtid. Bygginvesteringarna har stabiliserats men ökar i långsammare takt än vid årets början. Sammantaget blir investeringsökningarna hyfsade framöver. Vår bedömning är att investeringarna ökar med **3,7 procent 2017 och 3,3 procent 2018. 2019** väntas en ökning med **3,1 procent**. Risker för prognosen finns i form av en starkare dollar och ett misslyckande i NAFTA-förhandlingarna vilket skulle slå mot industriproduktionen.

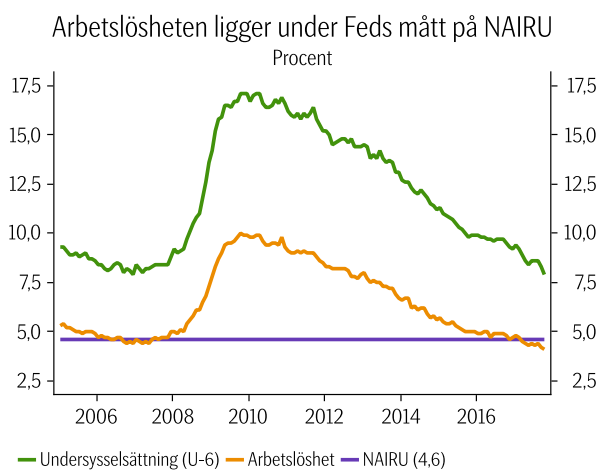
Exporten har skjutit fart under 2017 och nettoexporten gav ett tydligt positivt bidrag till BNP-tillväxten under de tre första kvartalen. Förklaringen är en svagare dollar jämfört med förra året samt förbättringen av den globala konjunkturen. Vår

prognos är att **exporten ökar med strax över 4 procent 2018 och något mindre 2019.**

Arbetsmarknaden allt stramare

Förutom en tillfällig orkandrivna svacka i september har **sysselsättningen fortsatt öka** med god fart. Under 2017 har sysselsättningen stigit med strax över 168 000 per månad, klart över det som behövs för att hålla jämna steg med befolkningsutvecklingen. Därmed har arbetslösheten fortsatt att falla trots att den redan ligger under bedömningar av den långsiktiga jämviktsnivån. I oktober föll arbetslösheten till 4,1 procent vilket är den lägsta nivån sedan år 2000. Vår prognos är att arbetslösheten fortsätter minska och faller under 4 procent i början av 2018.

Även flera andra arbetsmarknadsindikatorer visar att mängden lediga resurser fortsätter minska. Men bilden är inte entydig; det bredaste måttet på arbetslöshet, U-6, ligger till skillnad från den vanliga arbetslösheten ännu något över nivån vid finanskrisens utbrott. Deltagandegraden föll i oktober tillbaka till 62,7 procent, marginellt högre än den senaste botten i november 2016. Detta är klart lägre än toppen på 67,3 procent år 2000. **Deltagandegraden** kan troligen fortsätta upp en bit till men **kommer knappast att komma i närheten av nivån vid millennieskiftet**. Det finns flera förklaringar till detta. Omfattande långtidsarbetslöshet i spåren av Lehman-recessionen har lett till permanent utslagning av arbetskraft. Drogmissbruket, inte minst genom den sk opioidepidemin, har också ökat i en sådan omfattning att det påverkar det totala arbetsutbudet. Den sannolikt viktigaste förklaringen är dock att en stor andel arbetstagare gått i pension relativt tidigt de senaste tio åren. Det finns dock även faktorer som kommer att påverka deltagandegraden positivt framöver. De negativa effekterna av epidemin tycks nu ha kulminerat samtidigt som andelen som deltar i högre utbildning minskar.



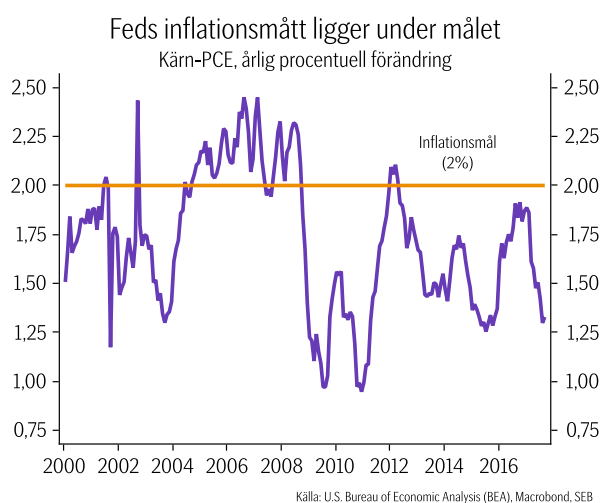
Inflationen skjuter fart 2018

Trots att arbetsmarknaden blivit allt stramare är löneresponsen fortsatt svag. Visserligen accelererade löneökningarna i september men detta drevs till stor del av att ett stort antal lågbetalda jobb i restaurangbranschen tillfälligt slogs ut i

sviterna av orkanerna. I oktober dämpades åter årstakten till låga 2,4 procent. Vi håller dock fast vid vyn att en fortsatt förstärkning av arbetsmarknaden kommer att leda till accelererande löner i takt med att rekryteringsmöjligheterna försvåras. Delar av arbetsmarknaden börjar också visa **tecken på flaskhalsproblem**. Tecknen är tydligast i byggsektorn men syns även inom tillverkningsindustrin och jordbrukssektorn där rekrytering av arbetskraft börjar bli ett problem. Problemen är ännu till största delen hanterbara men väntas tillta över tiden och bidra till en viss dämpning av tillväxttakten 2019.

KPI-inflationen har accelererat något senaste månaderna och låg i oktober på 2,0 procent, till viss del drivet av stigande bensinpriser orsakat av orkanerna. Det kommer dock dröja till 2018 innan KPI-inflationen skjuter fart. Mått som helårs-genomsnitt väntas **inflationen hamna på 2,1 procent 2017 och 2018. 2019 dämpas inflationstakten något till 1,8 procent.**

Feds huvudmätt kärn-PCE (kärninflation mätt med konsumtionsdeflatorn) var i september 1,3 procent; **klart under målet** på 2 procent. Mycket tyder dock på att nedgången är tillfällig, bl a driven av ett priskrig på mobiltelefoner, och vi räknar därför med en accelererande inflationstakt under 2018. Enligt Feds senaste prognos från juni väntas kärn-PCE ligga nära målet på 2 procent vid slutet av 2018. Våra egna helårsprognoser är att **kärn-PCE ökar med 1,5 procent 2017, med 1,7 procent 2018 och med 1,9 procent 2019.**



Inflationsförväntningarna enligt Michiganundersökningen har under 2017 hållit sig relativt stabila kring 2,5 procent på ett års sikt. Mätt som break-even inflation har inflationsförväntningarna på fem års sikt återhämtat sig från botten i början av hösten. Fed har i sin kommunikation uttryckt oro över risken för att vikande inflationsförväntningar ska göra det svårare att nå inflationsmålet. Den senaste utvecklingen pekar dock på att den risken har minskat.

Fed fortsätter strama åt gradvis

Feds dilemma är alltså att tillväxt över trend och en allt stramare arbetsmarknad nu kombineras med inflation klart under målet. Fed har lämnat styrräntan oförändrad sedan

höjningen i juni men en majoritet av ledamöterna har kommunicerat att ytterligare en höjning under 2017 är rimlig. Feds inflationsmätt, kärn-PCE ligger klart under målet men centralbanken väntar sig en acceleration under 2018 och att kärn-PCE vid slutet av året ligger strax under målet på två procent. Detta är tillräckligt för att en majoritet av Fed-ledamöterna ska förespråka fortsatta höjningar. Vår prognos är därför att **Fed höjer styrräntan i december vilket blir den femte höjningen**. Under 2018 räknar vi även fortsättningsvis med **ytterligare tre räntehöjningar. 2019 väntas endast en höjning** vilket innebär en nivå på **2,5 procent vid slutet av vår prognosperiod**. USA:s finansiella förhållanden har under 2017 fortsatt bli mer expansiva, trots Feds räntehöjningar. Detta är i nuläget inget problem då det motverkar negativa tillväxteffekter av räntehöjningarna och skapar möjlighet för Fed att fortsätta åtstramningen av penningpolitiken.

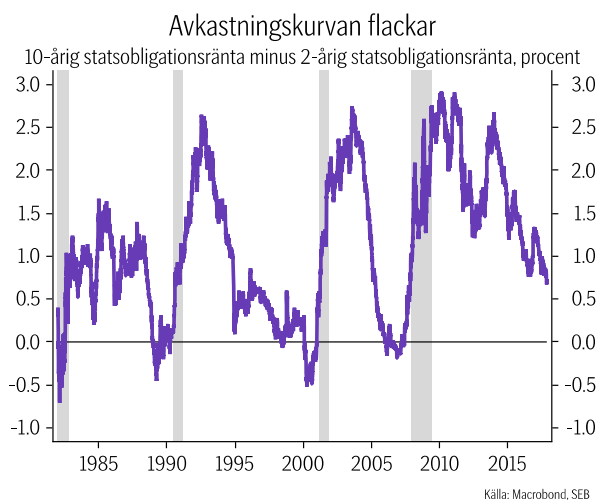
Fed inledde i oktober sin minskning av balansräkningen och efter att noga ha förberett marknaden kunde detta ske utan dramatik. Åtstramningseffekten blir till en början mycket liten och så länge ekonomin eller finansiella marknader inte störs i någon större utsträckning räknar vi med att man följer de planer som presenterades i juni. Under 2018 kan den åtstramande effekten grovt sett motsvara en styrräntehöjning. Återinvesteringarna minskas gradvis enligt förutbestämda maxbelopp (tröskelvärden). De inledande tröskelvärdena är 6 miljarder dollar per månad för statsobligationer och 4 miljarder dollar för bostadsobligationer (MBS). Tröskelvärdena ökas därefter gradvis var tredje månad tills man når maxgränsen på 30 miljarder för statsobligationer och 20 miljarder för bostadsobligationer. Det enda återstående frågetecknet gäller den **långsiktiga storleken på balansräkningen** där Fed inte annonserat något exakt mål. Feds William Dudley angav dock i ett tal i september ett intervall mellan 2400 och 3500 miljarder dollar. Detta pekar på att man till slut hamnar på en nivå klart under dagens på omkring 4 500 miljarder dollar men också betydligt högre än startpunkten på ca knappt 1000 miljarder. Beroende på val av slutnivå lär bantningen vara genomförd någon gång kring 2020-2021.

I början av november nominerade president Trump Jerome **Powell till ny Fed-ordförande**. Powell ersätter därmed Janet Yellens vars mandat som ordförande går ut 3 februari. Powell har varit medlem av Feds 7-mannastyrelse sedan 2012. Vår bedömning är att **Powell stödjer fortsatt gradvisa räntehöjningar**. Hans syn på penningpolitiken liknar Yellens och hans utnämning påverkar därför inte vår syn på Fed i någon större utsträckning. Förutom Powell har även Randal **Quarles** fått en plats i 7-mannastyrelsen. Quarles anses ha en något hökaktig inställning till penningpolitiken. Dessutom bedöms de fyra regionala Fed-ledamöter som röstar 2018 vara hökaktigare än föregångarna. Sammantaget blir därmed **Feds laguppställning något hökaktigare 2018** vilket stödjer vår prognos om fortsatta räntehöjningar.

Tema: Avkastningskurvan bästa recessionsindikatorn

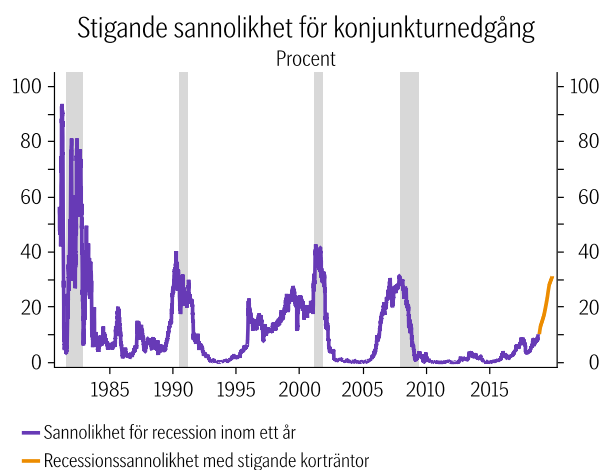
- **Risken för konjunkturnedgång stiger**
- **Inverterar avkastningskurvan 2018?**
- **Artificiellt dopade långräntor räddar läget**

Intresset för att hitta tidiga indikationer på när nästa recession står för dörren ökar ju längre återhämtningen fortsätter. Avkastningskurvan har visat sig vara ett bra instrument för att förutsäga efterkrigstidens amerikanska konjunkturnedgångar. Normalt får man högre ränta på statspapper med längre löptid eftersom risken är större; avkastningskurvan har alltså oftast positiv lutning. Ur konjunktursynpunkt är det kritiska när kurvan flackar och så småningom inverterar, dvs när korta räntor är högre än långa. Sedan 1950-talet har amerikansk ekonomi haft 13 räntehöjningscykler och 10 recessioner. **Samtliga recessioner har föregåtts av att avkastningskurvan inverterat.** Under de tre höjningscykler som recessioner uteblivit har Fed stoppat räntehöjningarna i tid; alltså innan avkastningskurvan inverterat.



Avkastningskurvan, mätt som ränteskillnaden mellan 10-åriga och 2-åriga statsobligationer, har flackat markant i spåren av Feds räntehöjningar. Recessionssignalen är ännu inte kritisk, men utvecklingen börjar se en smula oroväckande ut. **Sannolikheten för en amerikansk recession inom ett år är drygt 10 procent enligt vår modell.** Den siffran låter knappast alltför skräckinjagande men trenden är stigande och noteringen är den högsta som uppmäts i den här återhämtningen. För det andra bör den ses **i relation till de nivåer som tidigare har utlöst recessioner.** Det visar sig att när modellens recessionssannolikhet stiger till 21 procent eller mer har amerikansk ekonomi hamnat i konjunkturnedgång senast 1,5 år senare – **en nivå på 21 procent tycks således vara kritisk.** Fed är också mitt uppe i en höjningscykel där kurvan redan i nuläget är ganska flack. 10-årsräntan ligger på ungefär samma

nivå idag som strax innan Fed började höja räntan i december 2015. Räntor med kortare löptider har samtidigt stigit. Om långräntorna fortsätter att ligga stilla samtidigt som Fed levererar höjningar enligt nuvarande prognoser **kan alltså avkastningskurvan inverteras inom ett år.** Även om detta inte är vårt huvudscenario kan det vara intressant att notera att en utveckling där de planerade räntehöjningarna lyfter tvåårsräntor men inte i tioårsräntor skulle signalera **en amerikansk konjunkturnedgång 2019 eller möjligen 2020** enligt vår modell. Det vanliga mönstret är då att USA-recessionen sprider sig över världen med några kvartals fördröjning.



Det finns dock skäl att **inte tolka avkastningskurvan så bokstavligt i den här konjunkturcykeln.** Även om Fed slutat med tillgångsköpen och dessutom påbörjat en försiktig nedtrappning av balansräkningen är man fortfarande en dominerande spelare på räntemarknaden. Feds egna analyser tyder på att tidigare kvantitativa lättnader tryckt ned långa räntor med ungefär 100 räntepunkter fram till 2016. I dagsläget bedöms räntenivån vara 50-60 punkter lägre än den annars skulle ha varit. Att andra centralbanker fortsätter med tillgångsköp kan också bidra till viss press nedåt på amerikanska långräntor i dagens globala räntemarknad. **Artificiellt låga långräntor kan således göra att vår modell överskattar sannolikheten för recession.**

Situationen påminner lite om läget runt 2005 när Fed-chefen Alan Greenspan startade en diskussion om huruvida de långa räntorna låg på en konstlat eller gåtfullt ("conundrum") låg nivå. Då lyftes främst stora kinesiska köp av amerikanska statspapper, bl a drivna av gigantiska handelsbalanser, fram som förklaring till räntepressen och som argument för att den flacka kurvan inte behövde tolkas som en recessionssignal. **Såväl conundrumdiskussionen som dagens situation visar att det inte är så lätt för centralbanker att tolka innebörden av kurvlutningen.**

Fallande arbetslöshet räcker inte för att lyfta inflationen

- **Stärkt Abe går mot längdrekord som PM**
- **Stark tillväxt med japanska mått mätt**
- **Inflationsmålet fortsätter gäckas BoJ**

Det finns flera skäl för japansk tillväxtoptimism. En kombination av ekonomisk stimulanspolitik och generell handelsuppsving i närområdet **lyfter japansk BNP-tillväxt till 1,5 procent i år**; starkast sedan 2013 och en konkurrenskraftig tillväxt i per capitatermer. Framöver förblir exporten och företagens investeringar – **Tankan visar de högsta förtroendenivåerna** sedan tidigt 1990-tal – viktiga motorer. Tillväxten dämpas något till 1,2 respektive 1,0 procent 2018-2019; dock fortfarande klart över snittet sedan 1990. Att potentiell takt ligger i intervallet 0,5-1,0 procent talar för att **arbetslösheten fortsätter falla till 2,0 procent 2019**; lägst sedan 1990. Urstark arbetsmarknad och lätt penningpolitik bidrar till att **inflationen stiger svagt till 0,9 procent i snitt 2018 och 2019**.

De senaste åren har **ekonomin varit ovanligt stabil** med japanska mått mätt. På kvartalsbasis har BNP stigit sju kvartal i rad, vilket inte skett sedan 2000. Sannolikheten för recession är 20 procent enligt analytikerkollektivet, men vår egen skattning pekar på att sannolikheten endast ligger runt 12 procent sett ett år framåt. Den offentliga skulden på 240 procent av BNP är den högsta siffran som någonsin noterats för ett OECD-land samtidigt som fortsatt stora budgetunderskott ökar sårbarheten på längre sikt, men påverkar inte bedömningen av recessionsrisken på kortare sikt.

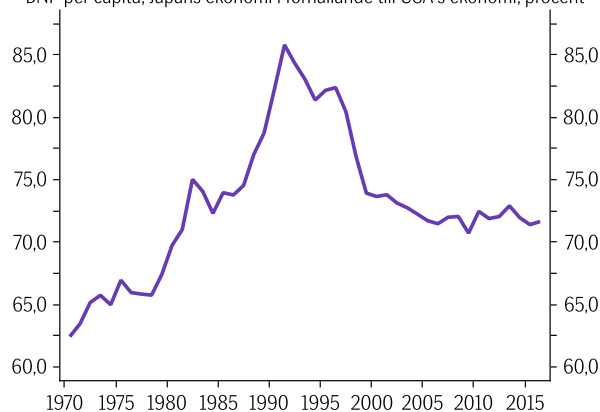
Det japanska parlamentsvalet i oktober innebar att Shinzo Abe nu ser ut att bli den långvarigaste innehavaren av premiärministerposten någonsin. Abes LDP lade tillsammans med koalitionspartnern Komeito beslag på omkring två-tredjedelar av platserna i underhuset. Storsegern sätter avtryck; trots stor global politisk osäkerhet ligger den japanska politiken fast i åtminstone fyra år till med **grönt ljus för fler tillväxt-främjande reformer**. Valresultatet innebär också kontinuitet på Bank of Japan; centralbankschef Kuroda får sannolikt förnyat förtroende när hans mandat löper ut i april 2018.

5-årsfirande Abenomics rullar vidare och även om den hittills inte övertygar får vi förmodligen se ytterligare åtgärder för att öka kvinnors arbetskraftsdeltagande och i viss mån öppna upp för arbetskraftsinvandring. Det spända militära läget i regionen med Nordkoreas satsningar på bl a kärnvapenbestyckade långdistansrobotar gör de pacifistiska formuleringarna i grundlagen alltmer problematiska. Med Trump-

administrationens goda minne kommer Abe sannolikt att ändra konstitutionen och **underlätta militär upprustning**. Därmed blir Japan en viktigare bricka i spelet att **bromsa Kinas strävan att bli regionens allt mer dominerande kraft**.

Den **ultralätta inriktningen av penningpolitiken består**. Vid policymötet i oktober sänkte Bank of Japan sin inflationsprognos i närtid men står fast vid att 2-procentsmålet nås 2019. Trots att arbetslösheten faller och produktionsgapet är stängt är lönetillväxten fortfarande låg. Vår analys visar visserligen att den **japanska Phillipskurvan inte är död**, men sambandet mellan arbetslöshet och löner/priser är för svagt för att vi ska tro att inflationen ska nå målet under prognosperioden. Grundtipset är därför att centralbanken **fortsätter rulla de massiva värdepappersköpen på ca 90 biljoner yen per år** för att försöka hålla 10-årsräntan nära noll procent. Styrräntan spås samtidigt ligga kvar på -0,1 procent prognosperioden ut.

Japan har nästan hållit jämna steg med USA sedan 1999
BNP per capita, Japans ekonomi i förhållande till USA's ekonomi, procent



Källa: OECD, Macrobond, SEB

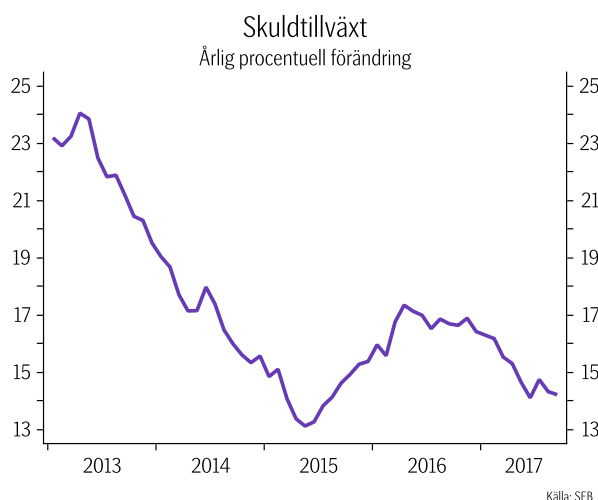
Svag valuta, räntepress och stigande tillgångsvärden följer i spåren av centralbankens politik. **Japanska Nikkei 225 har stigit till den högsta nivån sedan juli 1996**, men ligger fortfarande omkring 45 procent under den högsta bubbeltoppen från sent 1980-tal. Framöver kommer Feds agerande och den geopolitiska utvecklingen att vara viktiga drivkrafter för yens rörelser. Fortsatta Fed-höjningar talar för att yenen försvagas på kort sikt. **I slutet av 2018 handlas USD/JPY till 110 och i slutet av 2019 till 105**. Samtidigt skulle troligen en eskalering av krisen i Nordkorea leda till en starkare yen eftersom den japanska valutan normalt stärks i oroliga tider.

Inbromsning i Kina kompenseras av global acceleration

- **Kina: Mild avmattning i politiskt känslig tid**
- **Indien: Oväntat svag tillväxt har bottnat ur**
- **Ryssland: Ytterligare 6 år med Putin**
- **Brasilien: På väg upp ur ett djupt hål**

Kina: Appreciering lockar utländskt kapital

Kinas ekonomi har växlat upp under 2017 och **BNP-tillväxten under årets första tre kvartal landade på 6,9 procent** jämfört med 6,7 procent motsvarande period 2016. Därmed ser tillväxten ut att hamna i övre delen av regeringens målintervall på 6,5-7,0 procent för helåret 2017. Drivkrafterna kommer från två håll. För det första har exporten gynnats av starkare global efterfrågan. I oktober uppvisade t ex exporten till USA och Europa en 10-procentig ökning på årsbasis, vilket kan jämföras med en nedgång under 2016. För det andra har lättare kreditförhållanden bidragit till en uppväxling av bostadslånen och högre fastighetspriser, vilket i sin tur stimulerat bostadsbyggande och privat konsumtion via förmögenhetseffekter. Den starkare ekonomiska utvecklingen har förstärkt valutan under 2017.



Framöver förutser vi en **måttlig nedväxling av BNP-tillväxten till 6,6 respektive 6,2 procent 2018 och 2019**. Regeringen har lagt om den ekonomiska politiken i stramare riktning när exportexpansionen ger utrymme för en inhemsk dämpning och President Xi betraktar nu stigande skulder som en risk för den politiska stabiliteten. Ökningstakten för total skuldsättning har dämpats och regeringen kommer att agera för en ytterligare dämpning av skulduppbyggnaden. Trots högre BNP-tillväxt har **inflationen dämpats av sjunkande livsmedelspriser** i spåren av gynnsam väderlek. KPI-

inflationen sjunker till 1,7 procent 2017 från 2,0 procent 2016. Men med BNP-tillväxt över trend byggs ett underliggande inflationstryck upp, vilket gör att vi förutser en uppstuds av inflationen till 2,5 respektive 2,8 procent 2018 och 2019.

Policyjusteringar kommer att driva ekonomin under 2018.

President Xi fullbordade i oktober den ommöblering i Kommunistpartiets ledning som genomförs vart femte år. Han konsoliderade då sin maktbas vilket ger möjligheter för fördjupat reformarbete under 2018. Xi kommer troligen att skifta fokus från BNP-målet i sig till kvalitén på tillväxten. Ökad beredskap att uthärda kortsiktig smärta för långsiktiga vinster ökar nedåtriskerna för BNP-tillväxten 2018 något. Policyskiftet kommer i huvudsak att genomföras i mars då den nya parti-ledningen tillträder och BNP-målet formuleras.

President Xi's fokusområden

President Xi's skrift "Xi Jinping tankar om socialism av kinesisk karaktär för en ny era" skrevs in i kommunistpartiets stadgar i oktober. Men vad säger den egentligen? Hans tankar formuleras i 14 olika punkter där vi bedömer att följande fyra områden är de viktigaste. 1) Antikorruptionskampanjen initierad av Xi kommer att bli mer regelbaserad och institutionaliserad, vilket ökar möjligheten till hållbara lösningar. 2) Kina kommer att skydda sin nationella suveränitet, vilket innebär en militär upprustning och en hård linje mot separatistiska rörelser (i t ex Taiwan och Hong Kong). 3) Ekonomiska reformer vidareutvecklas och fördjupas. Vi tror t ex att reformer avseende statsägda företag påskyndas. 4) Kina ska försvara "allmänintresset" vilket i praktiken innebär att minska ojämlikheten. Detta ska bli en kamp mot fattigdom samt ökade insatser för att skapa jobb för högskoleutbildade och migrantarbetare.

Den ekonomiska politiken kommer troligen att bli ganska neutral om än med viss åtstramningsbias. Finanspolitiken 2018 kommer att bli i linje med den för 2017 med ett budgetunderskott i storleksordningen 3-4 procent av BNP. Om hänsyn tas till de lokala myndigheternas skuldsättning är dock underskottet betydligt större. Centralbanken, PBoC, behåller också en neutral inriktning. Inflationen ligger kvar under det informella KPI-målet på 3 procent, men regeringens beslut att förhindra fortsatt skulduppbyggnad blockerar penningpolitiska lättnader. Utlåningsräntan väntas ligga kvar på 4,35 procent fram till andra halvåret 2018 då en gradvis höjningscykel inleds som för styrräntan till 4,60 respektive 5,10 procent mot slutet av 2018 och 2019.

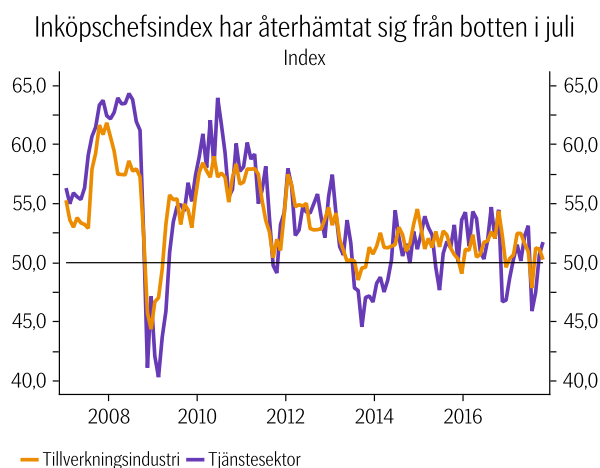
Den kinesiska **yuanen** fortsätter att långsamt förstärkas. Vi väntar oss att USD/CNY när 6,70 i slutet av 2017 för att sedan

gå vidare ned till 6,30 respektive 6,10 vid slutet av 2018 och 2019. Centralbankens politik har anpassats för att hålla valutan stabil med en mindre bias för appreciering. På så sätt vill PBoC locka till sig utländskt kapital som kan stötta den inhemska aktie- och obligationsmarknaden. Stark efterfrågan från USA och Europa stimulerar också exporten och ger därmed stöd åt handelsbalansen. Exportörer kan hantera en mild appreciering så länge volymerna får stöd av en stark omvärldsefterfrågan.

Huvudrisken för Kina är fortfarande en accelererande global inflation som driver upp inhemsk inflation och räntenivåer. Kinesisk ekonomi brottas fortfarande med en skuldnivå runt 250 procent av BNP. En miljö med stigande räntor skulle därmed bli mycket smärtsam när låntagare pressas av negativt kassaflöde och ökande konkursrisker.

Indien: Oväntat svaga BNP-utfall

Tillväxten andra kvartalet stannade vid 5,7 procent i årstakt; en fortsatt inbromsning och klart lägre än under 2016 då BNP ökade med strax under 8 procent. Första kvartalet hämmades aktiviteten i ekonomin av den valutareform som lanserades i november 2016. Andra kvartalets svaga utfall är svårare att förklara men osäkerhet i samband med införandet av den nationella försäljningsskatten i juli kan tillsammans med en försvagning av nettoexporten ha bidragit. **Det mesta pekar på att tillväxttakten nu bottnat ur.** Inköpschefsindex har återhämtat sig från botten i juli och även industriproduktion och bilförsäljning har stärkts. Trots en väntad acceleration framöver gör det svaga första halvåret att vi åter behöver revidera ned BNP-prognosen. **BNP bedöms öka med 6,6 procent 2017. 2018 och 2019 väntas tillväxten hamna på 7,5 procent respektive 7,8 procent.**



I oktober presenterade Modi-regeringen en **plan för att rekapisera banksektorn**. Som vi beskrivit i tidigare *Nordic Outlook* hämmar en stor andel dåliga lån hos de dominerande statliga bankerna kreditgivningen, vilket i sin tur slår mot företagens investeringar. Bankerna har redan tidigare fått vissa kapitaltillskott men det nya programmet är betydligt mer omfattande (ca 1,3 procent av BNP) och väntas **på sikt ge klart positiva effekter på bankutlåningen**. Samtidigt annonserade regeringen också en femårsplan för **ökade**

infrastruktursatsningar. För att finansiera satsningarna måste regeringen troligen luckra upp målet att minska budgetunderskottet från 3,5 till 3,2 procent av BNP. Dessutom finns en betydande risk att statsbudgeten kommer att belastas ytterligare då regeringen kommer att tvingas stödja ett antal delstater som försvagat sina finanser genom omfattande efterskänkningar av lån till jordbrukare. För de två viktigaste reformområdena, arbetsmarknaden och lagstiftningen kring landköp, väntas inga större initiativ tas innan parlamentsvalet 2019.

Inflationen har de senaste månaderna stigit betydligt från bottennoteringen på 1,5 procent i juni. I oktober noterades KPI-inflationen till 3,6 procent, vilket dock fortfarande är under målet på 4 procent. Det mesta pekar på att inflationen fortsätter uppåt drivet av överskottslikviditet i banksektorn och en mer expansiv finanspolitik. Mätt som helårsgenomsnitt väntas **inflationen hamna på 3,3 procent 2017 och kring 4,5 procent 2018 och 2019**.

Den låga inflationen bidrog till att styrräntan i augusti sänktes för andra gången under 2017 och ligger på 6,0 procent. Centralbanken kommunicerade dock samtidigt att utrymmet för ytterligare sänkningar är litet och uttryckte oro över utsikterna för inflationen och finanspolitiken. Vår prognos är att **styrräntan lämnas oförändrad fram till andra halvan av 2018 då centralbanken höjer till 6,25 procent. 2019 väntas ytterligare en höjning till 6,50 procent vid årets slut**.

Rupien stärktes under våren mot dollarn men försvagades åter under början av hösten på oro kring svagare statsfinanser. I ett lite längre perspektiv är rupien en av de EM-valutor som klarat sig bäst. Vi väntar oss att accelererande aktivitet i ekonomin i kombination med en hökaktigare centralbank bidrar till att rupien stärks något 2018. **Vid slutet av 2018 och 2019 väntas rupien stå i 62,0 respektive 60,0 mot dollarn.**

Ryssland: Ekonomisk uppgång stödjer Putin

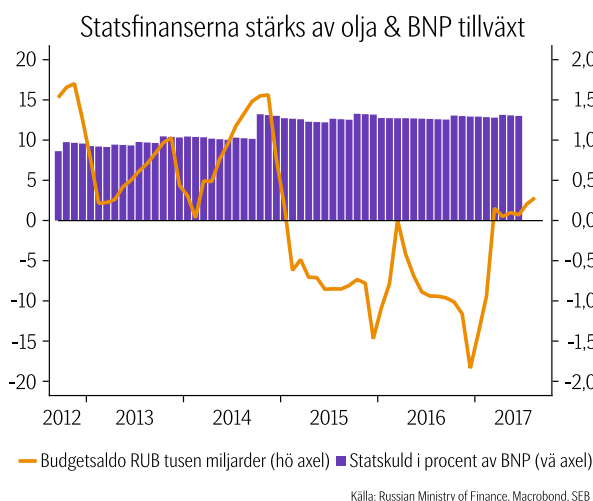
Ryssland har tagit sig ur den recession som drabbade ekonomin efter det stora oljeprisfallet 2014 och 2015. BNP växte med 1,6 procent i årstakt de första nio månaderna i år. **Återhämtningen har främst drivits av investeringar och privat konsumtion** som fått en skjuts av stigande realinkomster och fallande arbetslöshet. I takt med att den inhemska efterfrågan stigit och rubeln stärkts har nettoexporten blivit en hämsko för tillväxten trots gradvis stigande oljepriser 2017. De industrisegment som återhämtat sig snabbast är bil- och övrig fordonsindustri samt livsmedels- och jordbrukssektorn. Ryska finansdepartementet ser nu med viss oro på den starkare rubeln som riskerar att göra importen billigare och hålla tillbaka utvecklingen av inhemsk produktion.

Den dominerande olje- och gassektorn står för ungefär en femtedel av BNP, en tredjedel av statens budgetintäkter och nästan hälften av landets export. Vi anser det osannolikt att oljepriset (Brent) ligger kvar på nuvarande höga nivå under hela 2018 men risken är också liten för ett kraftigt fall då den globala efterfrågan börjar komma ifatt produktionen. Det relativt höga oljepriset kommer att ge stöd till ekonomin under

de kommande åren och vi förväntar oss att **BNP växer med 1,8 procent 2017, 2,0 procent 2018 och 1,9 procent 2019.**

Inflationen föll till 2,7 procent i årstakt i oktober och ligger därmed långt under de 4 procent som centralbanken satt som mål för slutet av 2017. Inflationen lär dock botten ut de närmaste månaderna och vända svagt uppåt. Som årsgenomsnitt tror vi **inflationen hamnar på 3,7 procent i år för att sedan stiga till 4,0 procent 2018 och till 4,5 procent 2019.** Centralbanken har varit orolig för att ökad inhemsk efterfrågan och fortsatt höga inflationsförväntningar ska driva upp inflationen igen. Räntesänkningarna har därför varit mycket försiktiga men kommer att fortsätta. Vi förväntar oss att **styrräntan slutar på 8,00 procent i år och på 6,50 respektive 7,00 procent 2018 och 2019.**

Budgetunderskottet ser i år ut att hamna runt 2 procent av BNP tack vare en återhållsam utgiftspolitik och oväntat höga oljepriser. **Konsolideringen av statsfinanserna har gått fortare än Kreml väntat sig.** Då oljepriset ser ut att hamna en bra bit över budgetprognoserna förutspår vi att budgetunderskottet minskar till runt 1 procent av BNP 2018 för att nå balans 2019.



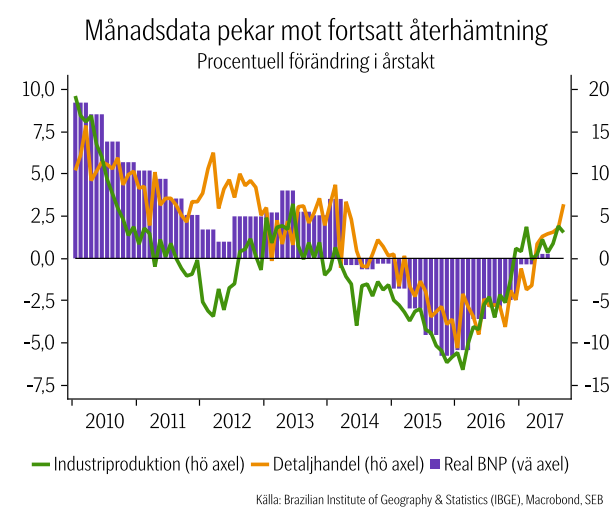
Kapitalinflöden till obligations- och aktiemarknaderna har bidragit till att rubeln under andra halvåret inte försvagats i den takt vi förutspått. Styrkan i rubeln är dock ett hot mot den ekonomiska återhämtningen, vilket finansministeriet poängterat. Valutainterventioner kommer därför att växa i storlek och minska korrelationen mellan oljepris och rubel. Vi förväntar oss att rubeln försvagas något **till 59,0 per USD i slutet på 2017 och till 61,0 respektive 64,5 i slutet av 2018 och 2019.**

President Vladimir **Putin kommer att vinna presidentvalet i mars 2018.** Låg inflation och arbetslöshet, samt en opposition som inte kommer till tals talar för att valsegern blir överväldigande. Angelägna reformer av statliga företag och av rättssystemet kommer dock att genomföras i mycket långsamt tempo. Det finns i nuläget inga tecken på USA eller EU har några planer på att lätta på sanktionerna mot Ryssland.

Brasilien: På väg upp ur djupt håll

Andra kvartalet steg BNP i årstakt för första gången sedan 2014. Även om takten var blygsamma 0,3 procent är tecknen

tydliga att Brasilien är på väg ut ur den djupaste ekonomiska krisen i modern tid. För att sätta recessionen i ett perspektiv är storleken på Brasiliens BNP ungefär densamma nu som i slutet på 2010. Nettoexporten är fortfarande en viktig drivkraft, men dess bidrag har minskat i takt med att privat konsumtion och import stigit. Arbetslösheten föll till 12,4 procent i september från 13,7 procent i mars då antalet arbetstillfällen ökat snabbare än deltagandet i arbetsmarknaden, en trend som ser ut att fortsätta. Återhämtningen i privat konsumtion är viktig, men tillväxten kommer hållas tillbaka av fortsatt svaga investeringar och behov av kraftiga besparingar i statsbudgeten. Budgetunderskottet i den offentliga sektorn låg på 8,7 procent av BNP i september och kommer att minskas stegvis. Vi förväntar oss att **BNP växer med 0,7 procent 2017 och med 2,2 och 2,3 procent 2018 respektive 2019.**



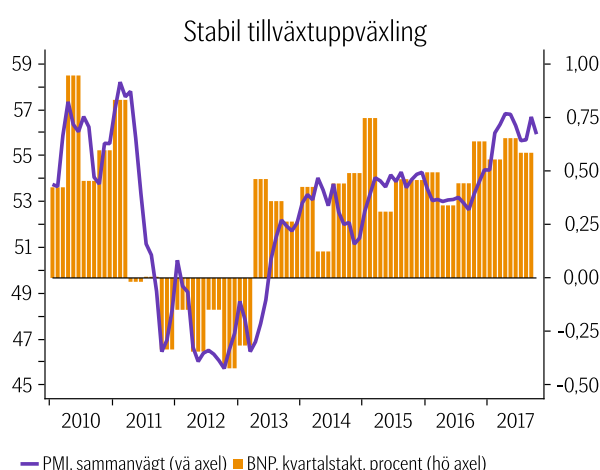
Fallet i inflationen bottenade ut på 2,5 procent i augusti och ligger kvar på låga 2,7 procent i årstakt i oktober, den lägsta nivån sedan 1999 och ett resultat av svag inhemsk efterfrågan och en förstärkning av valutan. Regeringen kommer att höja vissa statligt styrda priser för att förstärka budgeten, vilket kommer att **lyfta inflationen till 4,0 procent 2018 och 4,3 procent 2019**, vilket är nära det nya mål på 4,25 procent som centralbanken satte i juni. Styrräntan (Selic) kommer att sänkas i långsammare takt framöver från nuvarande 7,50 procent till 7,00 i december 2017 och rekordlåga 6,75 procent 2018 innan centralbanken höjer igen i slutet av året eller i början på 2019.

I februari 2017 nådde realen den högsta nivån sedan krisen 2014–2016. Valutan har sedan dess rört sig sidledes i ett brett band. Vi anser att risken nu är högre för att realen skall försvagas gradvis än att den skall återgå till en apprecierande trend. Penningpolitiska lättnader och en gradvis ökning av inflationen kommer vara främsta drivkrafterna för valutan, men det politiska läget kommer också att väga tungt. President Michel Temers reformer har varit en viktig faktor bakom den positiva synen på realen, men hans stöd i kongressen håller på att svikta. Den viktiga reformeringen av pensionssystemet ser nu ut att misslyckas eller bli alltför urvattnad och det osäkra politiska läget inför nästa års val kommer att tynga valutan. **Vi förväntar oss att realen försvagas till 3,30 mot dollarn i slutet av 2017 och 3,45 respektive 3,60 2018 och 2019.**

Bredbaserad uppväxling av ekonomisk aktivitet

- **EU-samarbete tar små steg framåt trots fortsatta spänningar**
- **Minskande budgetunderskott möjliggör finanspolitiska stimulanser**
- **Hushållen på rekordgott humör**
- **Låg inflation fördröjer ECB-normalisering**

Eurozonens ekonomi fortsätter att överraska positivt. Tredje kvartalet ökade BNP med 2,5 procent; den högsta sedan 2011. Arbetsmarknaden förbättras och trots låga löneökningar är hushållens framtidstro rekordhög. Export och industriproduktionen växlar upp vilket bidrar till stigande kapacitetsutnyttjande och därmed ökad investeringsaktivitet. Vi reviderar upp prognosen för **BNP-tillväxten till 2,3 procent per år 2017 och 2018**; även prognosen för 2019 på 2,1 procent innebär en expansion klart över trend. Att eurozonen har en betydligt lägre befolkningstillväxt än t ex USA gör uppgången i BNP per capita än mer imponerande. ECB:s annonsering i oktober av en förlängning av obligationsköpen till september 2018 blir troligen den sista, men fortsatt låg inflation gör att normaliseringsprocessen framöver sker mycket långsamt. Först i mars 2019 tror vi depositräntan höjs med 15 räntepunkter och därefter följer refinansieringshöjningar i juni respektive december till nivån 0,5 procent i slutet av 2019.



Källa: Markit, Eurostat

Överdriven optimism om nystart för EU?

Att eurozonens supervallår 2017 inte ledde till så stora framgångar för EU-fientliga krafter har skapat **förhoppningar om en nytändning när det gäller unionens integration och samarbete**. Att Storbritannien, efter Brexit, inte längre kan

agera bromskloss stärker också förhoppningarna. Det är främst Bryssel och Paris som försöker ta plats i förarsätet och president Macron har t ex lyft fram förslag om en finansminister på EU-nivå, en europeisk valutafond och mer resurser för gemensam krishantering inom regionen. Tysklands positionering blir central men förbundskansler Merkel har hittills legat lågt. Förmodligen hänger detta ihop med försök att ligga lågt i frågor kring ökad överstatlighet och nya åtaganden gentemot Sydeuropa som potentiellt kan belasta tyska skattebetalare inför koalitionsförhandlingar efter valet. Trots svårigheter ser vi hyfsade chanser för att en strategi som tydligt ger medlemsländerna valmöjligheter i ett "flerhastighetseuropa" kan nå vissa framgångar. Arbetet med att fördjupa **EU- och EMU-samarbete kommer de närmaste åren att ske i medvind** av en bättre konjunktur och en lättare finanspolitik. Därmed kan EU-vänliga politiker med större tyngd lyfta fram samarbetet som framgångsrikt, medan utrymmet för EU-fientliga krafter att fånga upp missnöje hos väljare som känner sig marginaliserade minskar. Italienska valet våren 2018 är ett osäkerhetsmoln med populistiska Femstjärnerörelsen på frammarsch vilket kan skapa en ny vända med politisk- och euroosäkerhet. Sammantaget är vår bedömning att regionens återhämtning är stark nog att trots allt stå emot.

BNP-prognoser

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
Tyskland	1,9	2,2	2,2	2,0
Frankrike	1,2	1,8	2,0	2,0
Italien	0,9	1,5	1,6	1,6
Spanien	3,2	3,1	3,1	3,0
Eurozonen	1,8	2,3	2,3	2,1

Källa: Eurostat, SEB

Regional separatism en explosiv fråga

Många politiska orosmoln finns dock kvar. Trots allt har EU-fientliga och populistiska partier tagit kliv framåt i de nationella parlamenten och skulle EU-etablissemangen agera alltför tondövt kommer motståndet att öka både på gräsrotsnivå runt om i Europa och bland skeptiska medlemsländer. Den senaste tiden har också missnöjet visats sig i form av regional separatism. Detta har tagit sig de mest dramatiska formerna i Katalonien men har också en jordmån i bl a norra Italien, Skottland och Belgien. Även i länder utan direkta utbrytningshot **finns stora regionala skillnader som skapar missnöje och grogrund för nationalistiska, separatistiska och populistiska partier**.

Under lång tid har EU-institutionerna på sätt och vis uppmuntrat regionala särdrag. Inom ramen för konceptet "Regionernas Europa" har t ex en rad program och aktiviteter satts. En mer eller mindre uttalad underton i detta har varit att **bejaka en trend där den överstatliga EU-nivån och den regionala nivån stärks på nationalstaternas bekostnad.** Möjligen har detta bidragit till att skapa falska förhoppningar hos separatistiska krafter. När frågan nu ställs på sin spets märks tydligt att EU-samarbetet i grunden bygger på ett bilateralt erkännande av stater och gränser. EU och medlemslänernas tydliga markering att den katalanska konflikten är en intern spansk fråga bottenar i synen att en **acceptans för ensidiga regionala försök till självständighet skulle få oöverskådliga följeffekter.**

Finanspolitiken läggs om i expansiv riktning

Förra året sjönk det offentliga underskottet till 1,5 procent av BNP; saldoto har därmed förbättrats med nära 5 procentenheter sedan 2009. Även om flera länder fortfarande har osunt svaga offentliga finanser är det tydligt att besparingsprogrammen gett resultat. **Det är nu troligt att finanspolitiken slår om i expansiv riktning de närmaste åren.** Efter flera år med fokus på besparingar finns ett tryck mot regeringar att stötta konjunkturuppgången och underlätta situationen för grupper som drabbats hårt av tidigare åtstramningar. Samtidigt minskar pressen från Bryssels regelverk när flertalet länder pressat ner underskotten under 3 procent av BNP. Pågående tyska regeringsförhandlingar kan också leda till mer expansiv inriktning om Merkels CDU/CSU erbjuder FDP och De gröna ett betydande inflytande över finanspolitiken. Trots stimulanserna gör den starka konjunkturen att **underskottet i eurozonen som helhet fortsätter minska från 1,5 procent av BNP 2016 till 0,9 procent 2019.** Den offentliga bruttoskulden faller långsamt till 85 procent av BNP 2019.

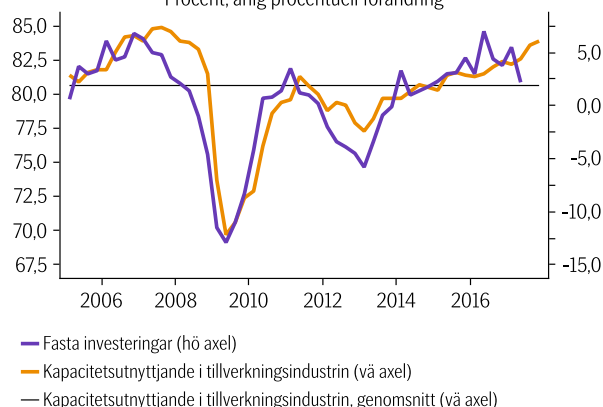
Fortsatt styrka enligt indikatorer

En stark indikatorbild ger stöd till vår positiva konjunktursyn. Inköpschefsindex (PMI) samt ESI ligger i flera fall nära tidigare rekordnivåer. De fyra stora ländernas PMI-nivå har det senaste halvåret legat över 50-strecket för samtliga sektorer i mätningen (tillverkningsindustri, tjänster, bygg och handel). Framförallt **tillverkningsindustrin ser mycket ljust på läget.** I oktober föll visserligen PMI något men nivån ligger fortfarande runt historiskt höga 55 i de fyra stora länderna. Att franska PMI-nivån nu ligger högre än den tyska är ett tydligt tecken på att fler länder nu bidrar till den positiva utvecklingen.

Starkt orderläge pekar på fortsatta uppgångar i produktion och export. Industriproduktionen växlar upp under tredje kvartalet och ökar nu med 3,5-4,0 procent. Exportens ökningstakt har visserligen mattats något de senaste månaderna men förstärkt konkurrenskraft och stark global efterfrågan gör att **expansionen väntas stabiliseras kring 4,5 procent per år 2017-2019.** Stigande kapacitetsutnyttjande och ett gott orderläge talar för högre investeringar framöver. Redan 2016 kunde en stigande investeringsaktivitet observeras men hittills i år har takten varit svagare än väntat. Vi tror dock att detta är en tillfällig avmatning och räknar med att investeringarna ökar med i genomsnitt strax över 4 procent per år 2017-2019.

Den starka konjunkturen i regionen leder också till en ökad import och i nuläget växer faktiskt importen snabbare än exporten. Detta innebär att regionens bytesbalansöverskott som andel av BNP sjunker från 4 procent 2016 till 3 procent 2019. Det stora tyska överskottet, som fortsatt utgör en av de viktigaste globala obalanserna, ligger kvar kring 8 procent av BNP under hela prognosperioden.

Högt kapacitetsutnyttjande ger investeringsstöd
Procent, årlig procentuell förändring

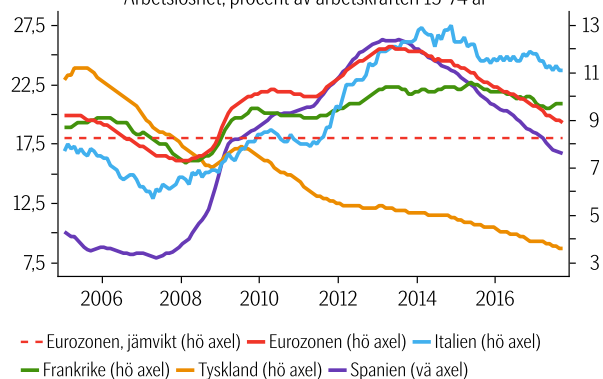


Källa: Eurostat

Högt hushållsförtroende pressar sparandet

Konsumtionsuppgången 2016 var den starkaste på 10 år – ett tydligt tecken på att återhämtningen nått så långt att hushållen känner sig mer komfortabla. Konsumentförtroendet nådde i oktober den högsta nivån sedan år 2000 drivet av stark arbetsmarknad, låga räntor samt stigande förmögenheter via fortsatt prisuppgång på bostäder och aktier. Även om sparkvoten fallit de senaste åren är det svårt att se något akut behov för hushållen att öka sparandet under prognosperioden. **Konsumtionen väntas därför öka med omkring 2 procent per år 2017-2019.**

Arbetslösheten faller på bred front
Arbetslöshet, procent av arbetskraften 15-74 år

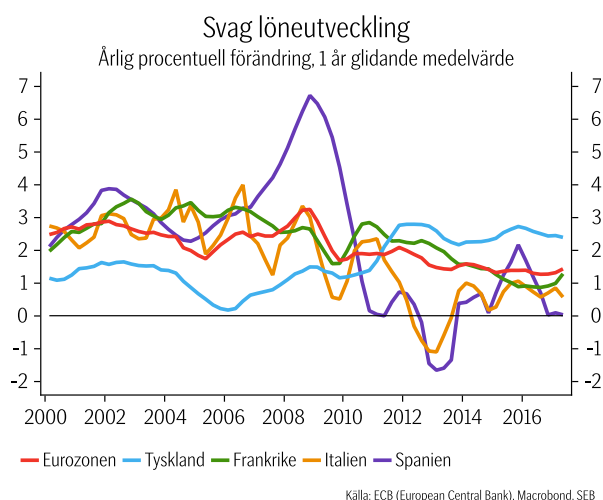


Källa: Eurostat Database, Macrobond, SEB

Stark sysselsättning men låga löneökningar

Arbetslösheten ligger nu på 8,9 procent; den lägsta nivån sedan januari 2009, och mer än 3 procentenheter under krisens toppnivå. Antalet sysselsatta har det senaste året ökat med drygt 2 miljoner. Spanien har bidragit med var fjärde nytt jobb medan sysselsättningen i Tyskland och Frankrike ökat med knappt 400 000 respektive drygt 300 000. Totalt har

sysselsättningen nu klättrat över toppen innan krisen. Utsikterna framöver ser fortsatt goda ut och företagens anställningsplaner pekar på fortsatt ökad sysselsättning. Enligt PMI pekar de på en uppgång i sysselsättningen kring 1,5 procent; i linje med utfallen de senaste månaderna. Starkare arbetsmarknad har också bidragit till att fler personer sökt sig tillbaka till arbetsmarknaden vilket dämpar fallet i arbetslösheten som, mätt som årsgenomsnitt, fortsätter ned från **9,1 procent i år till 8,5 respektive 8,2 procent 2018-2019**. Mot slutet av prognosperioden ligger nivån därmed nära jämvikt som vi bedömer ligger kring 8 procent. Jämfört med andra ledande industriregioner ligger eurozonen därmed några år efter i konjunkturcykeln vilket bidrar till fortsatt låga löneökningar.



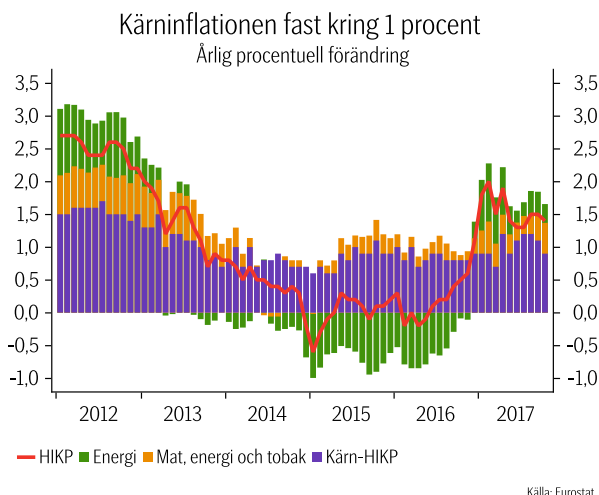
Inflationsuppgången dröjer

Trots högre tillväxt och fallande arbetslöshet är **inflationstrycket fortsatt lågt**. I början av 2017 nådde HIKP-inflationen tillfälligt 2 procent men därefter har den fallit tillbaka och var i oktober 1,4 procent. Vi väntar oss en ytterligare nedgång till under 1 procent under inledningen av 2018, drivet av bas-effekter från mat och energi. Kärninflationen har de senaste åren legat kring 1 procent och det dröjer till 2019 innan vi ser en viss uppgång. Fortsatt lediga resurser på arbetsmarknaden och behov av konkurrenskraftsförbättringar hämmar löneökningarna, vilket bidrar till lågt inflationstryck under lång tid. De senaste årens mönster tyder också på att inflationen har svårt att nå ECB:s mål utan råvaruprisuppgångar och vår oljepreisprognos tyder inte på att energipriser kommer att ge speciellt stort bidrag till inflationen. Att euron försvagats något mot dollarn den allra senaste tiden ger endast marginell inflationseffekt. På lite sikt förväntar vi oss en omvänd utveckling, vilket gör det än svårare för ECB att nå sitt mål.

ECB går långsamt och försiktigt fram

Även om BNP-tillväxten nu tenderar att konvergera mellan olika länder försvårar stora skillnader i arbetslöshet och resursutnyttjande ECB:s uppgift att **bedriva en penningpolitik som är lämplig för alla**. I t ex Tyskland ligger nu arbetslösheten troligen under sin jämvikt medan situationen är helt annorlunda i Spanien och Italien. Detta sätter spår i pris- och löneutvecklingen. För de fyra stora länderna spretar inflationen mellan 1,1 procent i Italien och 1,8 procent i Tyskland samtidigt

som lönerna i genomsnitt ökar med 2,5 procent i Tyskland medan de fortfarande är i stort sett oförändrade i Italien och Spanien. ECB:s dilemma förstärks av mer principiella skillnader mellan olika länder när det gäller synen på hur olika instrument ska användas för att få upp inflationen. Trots att den gemensamma valutan snart existerat i 20 år företräder tyska representanter fortfarande en betydligt mer hökaktig syn än de sydeuropeiska.



När det nu gått nästan ett decennium sedan krispolitiken började sjösättas försöker centralbankerna med Fed i spetsen att **navigera i riktning mot en mindre expansiv penningpolitik**. ECB är också inne på detta spår men ytterligare behov av stimulanser i närtid och fortsatt lågt inflationstryck gör att **processen blir mer utdragen och försiktig jämfört med andra ledande centralbanker**. ECB och Draghi gav vid oktobermötet en duvaktig signal genom att lansera strategin **"mindre, men längre"** (ytterligare obligationsköp om 30 miljarder euro per månad i 9 månader) istället för **"mer, men kortare"** (40 miljarder euro per månad i 6 månader) samtidigt som styrräntorna hölls oförändrade.

Även om inflationen ännu inte är tillräckligt hög bekräftade ECB och Draghi den förbättrade tillväxtstyrkan och oktoberbeskedet innebär att korten är lagda när det gäller penningpolitiken för stora delar av 2018. ECB håller fast vid ordning penningpolitiken ska förändras; först ska obligationsköpen fasas ut och först därefter ska räntorna höjas. I och med att obligationsköpen nu ska fortgå (minst) 9 månader in i 2018 är sannolikheten låg för räntehöjningar under nästa år. **Tiden börjar därmed bli knapp för att ECB ska hinna genomföra räntehöjningar innan Draghis mandat löper ut i oktober 2019**. Huvudprognosen är att **obligationsköpen avslutas i september 2018** men det finns en sannolikhet att köpen förlängs 3 månader. Därefter blir första steget att höja depositräntan med 15 räntepunkter till -0,25 procent i mars 2019. Därmed blir räntekorridoren mellan de olika styrräntorna åter symmetrisk med refiräntan i mitten på 0 procent. Refiräntan (och hela räntekorridoren) höjs därefter i juni och december 2019, vilket tar refiräntan till 0,50 procent i slutet av prognosperioden.

- **Två grundstenar för bankunion på plats men insättargaranti skapar splittring**
- **Bail-inprincipen kan ge dramatiska förändringar i banksektorns ägarstruktur**
- **Svenskt medlemskap skulle kunna ge lägre kapitalkrav och utökad lånepotential**
- **Konkurrensneutralitet kräver anpassning till ECB-normer även utan medlemskap**

Nordeas besked att flytta sitt huvudkontor från Sverige till Finland har satt fokus på konsekvenserna av att Sverige inte deltar i den europeiska bankunionen. Därtill gör britternas beslut att lämna EU att **Sverige blir alltmer ensamt om att sakna en röst i bankunionen**, särskilt om även Danmark går med. Den svenska regeringen aviserade i somras en utredning om för- och nackdelar med ett svenskt medlemskap som ska vara klar senast november 2019. I denna temaartikel diskuteras några olika aspekter av den europeiska bankunionen samt konsekvenser för Sverige och svenska banker att stå utanför.

Haltande implementering av bankunionen

Finanskrisen avslöjade svagheter i reglering och tillsyn av EU:s banksektor. Regelverken hade tillämpats olika av de nationella tillsynsmyndigheterna och tillsynen hade styrts av en föråldrad nationell lagstiftning (jurisdiktion), som inte tog hänsyn till att bankernas verksamhet inte längre var begränsad till hemlandet. EU beslutade därför att skapa en bankunion i syfte att åstadkomma ett mer enhetligt banksystem. Bankunionen bygger på tre grundstenar; **gemensam tillsyn, gemensam krishantering och en gemensam insättargaranti**.

Att Tyskland och flera länder i Sydeuropa inte kunnat nå samsyn har gjort att den tredje byggstenen fortfarande saknas. Den gemensamma tillsynen implementerades dock 2014 när ECB tog över tillsynsansvaret för de 123 största (systemviktiga) bankerna i eurozonen. Skapandet av den gemensamma tillsynsmyndigheten **SSM (Single Supervisory Mechanism)** har lett till harmoniserad övervakning och en mer enhetlig nivå på kapitalkraven. Det långsiktiga målet är att harmoniserad reglering och tillsyn ska **främja ett sunt bankväsende, förebygga finansiella kriser och stötta makroekonomisk stabilitet**. Om banker trots förbättrad övervakning hamnar i kris ska den gemensamma krishanteringsmekanismen **SRM (Single Resolution Mechanism)** via krishanteringsmyndigheten, Resolutionsnämnden **SRB (Single Resolution Board)** säkerställa en ordnad avveckling eller rekonstruktion, s k resolution, av fallerande banker. Samtidigt ska kostnaden för skattebetalarna och skadeverkningarna på realekonomin minimeras.

Bail-inprocesser utmanar traditionella ägarstrukturer

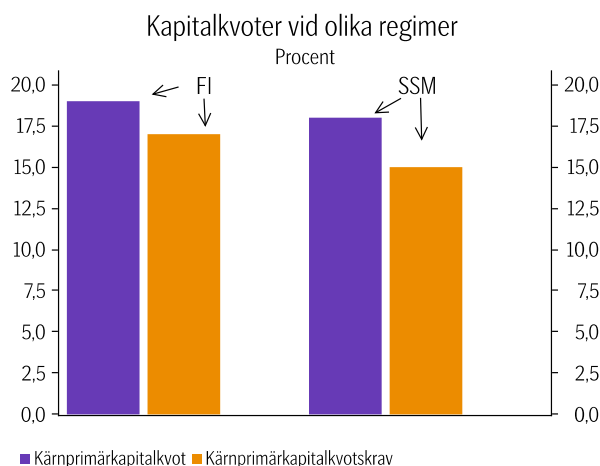
De medlemsstater som väljer att stå utanför bankunionen kommer troligen att **behöva tillämpa striktare regelkrav på sina banker än de som gäller banker inom unionen**. Det gäller särskilt för små länder med stora banksystem. Medan stora länder möjligen har råd att hantera en stor fallerande bank på egen hand står små länder inför valet att antingen gå med i bankunionen och dess gemensamma ansvarsfördelning eller införa striktare regelkrav med sikte på att undvika att stora banker överhuvudtaget hamnar i kris. **Frågan om konkurrensneutralitet kan därmed bli ett delikat problem om man står utanför unionen**. Stramare regler för inhemska banker innebär en snedvriden konkurrens som kan bana väg för utländska aktörer att ta över en större del av marknaden. I en ekonomisk kris innebär detta en ökad sårbarhet eftersom man inte kan veta i vilken grad utländska banker kommer att finnas kvar och trygga en utlåning som underlättar den ekonomiska återhämtningen.

Vad gäller avveckling och rekonstruktion för banker inom unionen är det SRB, och inte nationella tillsynsmyndigheter, som avgör när en bank är på väg att gå omkull. SRB har också deklarerat att det s k bail-in-verktyget ska användas vid en avveckling för att minimera kostnaden för skattebetalarna. Bail-in innebär att bankernas långgivare tvingas acceptera kreditförluster i utbyte mot ägarandelar i banken. Det är en stor skillnad mot s k bail-out där **tillskott av statliga medel eller garantier ofta i slutänden tenderat att bevara gamla ägarstrukturer**. En bail-inprocess kan alltså leda till en slags ägarrevolution där t ex stora pensionsfonder tar över från traditionella ägargrupper. Den nya formen av krishantering har redan skapat viss friktion mellan medlemstaterna. I somras tvingade SRB således Spanien att följa europeisk lagstiftning vid hanteringen av den krisande banken Banco Populare medan två små italienska banker i Veneto-regionen tilläts avvecklas i enlighet med italiensk konkurslagstiftning. Det blir intressant att se de politiska implikationerna av detta undantag i händelse av en allvarlig kris där nationella "värden" står på spel.

Går Sverige med i bankunionen kommer ECB genom sina myndigheter SSM och SRB att ta över tillsyn och krishantering från Finansinspektionen (FI) respektive Riksgälden för de stora bankerna. De svenska myndigheterna kommer fortfarande att delta i tillsynen **men det blir ECB som hamnar i förarsätet och har sista ordet**. Svenska myndigheter kan därmed inte styra beslut utifrån svenska intressen i samma omfattning som tidigare. Denna förändring skulle bli uppenbar när resolutionsförfarande enligt SRM-mekanismen konstrasteras lösning av traditionellt svenskt snitt med inslag av statsstöd.

Sänkt kapitalkrav vid svenskt medlemskap

Ett svenskt medlemskap i bankunionen skulle sannolikt innebära att kapitalkrav och andra regelkrav mildras samt att vissa regelverksdrivna avgifter kan sänkas. De svenska kapitalkraven är idag mycket höga jämfört övriga EU, vilket begränsat kapitalöverskotten och utdelningspotentialen. FI har infört högre sk buffertkrav för att säkerställa att bankerna bygger upp tillräckliga kapitalbuffertar som kan användas vid en stor systemkris. Via mer flexibla kapitalkrav vill man öka möjligheten att upprätthålla ett välfungerande banksystem under även svåra omständigheter. ECB har en mer rigid och strömlinjeformad syn på bankernas kapitalkrav där exempelvis mindre hänsyn tas till bankernas egna modeller gällande den riskjusterade kreditexponeringen (s k riskvikter) som ligger till grund för bankernas kapitalkrav. Effekten blir lägre krav på buffertar samtidigt som minimikraven slår hårdare och överträdelser får större konsekvenser. Summerar man de olika kraven är bedömningen ändå att nettoeffekten blir lägre kapitalkrav för svenska banker om ECB/SSM tar över takt-pinnen från FI. I grafen nedan illustreras storleksordningen av skillnaden mellan kraven från FI respektive ECB/SSM.



Källa: FI, ECB, SEB

Bankernas lönsamhet och konkurrenskraft skulle därför troligen stärkas vid ett medlemskap. **Svenska banker skulle därigenom få utrymme för större utlåning**, vilket skulle ge en stimulansinjektion till ekonomin. **Bankerna skulle också få större utrymme för utdelningar**, även om höga ambitioner när det gäller kreditbetyg även framöver skulle utgöra en restriktion. Att verka i ett europeiskt banksystem under ECB:s tillsyn skulle ge svenska banker bättre överblick av gällande regelsystem och garantier för konkurrensneutralitet genom likformig tillämpning av regleringar etc.

Ett medlemskap skulle innebära att svenska statsfinanser kan komma att belastas av bankriser i övriga delar av unionen. Sverige skulle vara med att dela på gemensamma kostnaderna för tillsyn och hantering av banker i kris. I detta ingår att delta i finanseringen av den fond som ska användas för att hantera problembanker inom unionen som blir föremål för resolution. I förlängningen kan Sverige genom bankavgifter eller t o m garantiåtaganden tvingas vara med och finansiera hanteringen av exempelvis de sydeuropeiska banker där det kvarstår risker och frågetecken. Vad gäller den sista pusselbiten i

Bankunionen, en gemensam insättningsgaranti, ställs Sverige inför samma dilemma som Tyskland. Kommer väljarna/skattebetalarna att acceptera riskerna för att tvingas finansiera en insättningsgaranti för Sydeuropa?

Banar bankunionsinträde väg för euron?

Hur de olika argumenten till slut vägs ihop av politikerna är svårt att avgöra. Både Riksbankchefen och finansministern har tidigare anförat att Sveriges, i relation till BNP, stora banksektor är ett skäl att gå med i bankunionen för att minska den nationella exponeringen. Men med Nordeas flytt förändras den bilden en hel del. Med Nordea inkluderat låg Sverige i EU-topp tillsammans med Nederländerna och Cypern med totala banktillgångar motsvarande ca 340 procent av BNP. **Men utan Nordea hamnar Sverige ungefär i mitten av EU-länderna med en nivå runt 190 procent av BNP.** Istället seglar Finland upp i EU-topp med Nordea och har bara Schweiz före sig i Europa som helhet. En mindre banksektor kanske försvagar motiven till för svenskt medlemskap i bankunionen men å andra sidan blir frågan om konkurrensneutralitet än mer brännande med Nordea inom unionen och övriga svenska banker utanför. Förmodligen skulle en sådan situation leda till att **svenska myndigheter i praktiken tvingas närma sig europeisk standard.** Därmed skulle effekterna av att stå utanför i praktiken inte bli så stora.

Svensk ansvarsfördelning efter finanskrisens erfarenheter



RIKSGÄLDEN

Även i ett bredare perspektiv kan frågan kopplas till en allmän konvergenstrend inom EU- och eurosamarbetet. Alla euro-länder ingår redan i bankunionen och andra länder i EU kan på ett relativt enkelt sätt ansluta sig. Det verkar troligt att ett medlemskap i bankunionen leder **till en konvergensprocess som i olika avseenden också underlättar en övergång till euron i ett senare skede.** Att Riksbanken i bankunionen kommer att spela en klart underordnad roll gentemot ECB när det gäller finansiell stabilitet, skulle kunna leda till att det också blir än naturligare att koppla räntepolitiken närmare en dominerande motpart. Att ett medlemskap i bankunionen i praktiken blir ett steg närmare euron kan i grunden eurovänliga partier som t ex Socialdemokraterna och Moderaterna se som något positivt. Men fortfarande finns ett överväldigande stöd för att behålla kronan i den svenska opinionen. Det kan därför uppfattas som provocerande om politikerna vidtar åtgärder som tolkas som försök att stegvis smyga sig närmare en euroövergång.

Underliggande styrka men förhandlingsspel ger risker

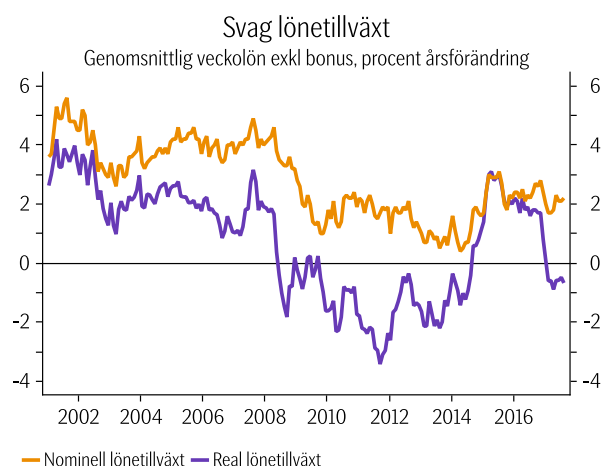
- **Tillväxten 2018 revideras upp**
- **Inflationen har toppat ut och vänder nedåt**

Det går trögt i utträdesförhandlingarna mellan Storbritannien och EU. Trots åtskilliga förhandlingsomgångar har inga uppenbara framsteg gjorts. Utträdet förhandlas i två delar - villkoren för skilsmässan och den framtida relationen. Skilsmässan avser bl a hur mycket Storbritannien ska betala för att avsluta landets åtaganden inom unionen. Först när tillräckliga framsteg nås breddas förhandlingarna till den framtida relationen där ett nytt handelsavtal är en central del. **Förhoppningen är att det ska vara möjligt på EU-toppmötet i december.** Det skulle i så fall ge 9-10 månader att förhandla ett nytt avtal. Det är knappt om tid men vi räknar med att en överenskommelse nås. En fara är dock den brittiska oenigheten. Regeringen är svag och utträdesförhandlingarna är förknippade med mycket prestige och splittrar både regering och parlament. **Risken är därför stor för att nya politiska kriser uppstår under prognosperioden.**

Brexitosäkerheten ledde till en viss inbromsning under första halvåret. Under året har dock flera indikatorer vänt uppåt bl a beroende på fortsatt svagt pund och starkare global konjunktur. Den politiska och ekonomiska osäkerhet som utträdet skapar hämmar sannolikt brittisk tillväxt men inte riktigt i den utsträckning som vi tidigare räknade med. **Tillväxten i år hamnar på 1,5 procent, vilket är strax under trend. Vi reviderar dock upp tillväxten för 2018 till 1,3 procent. I samband med utträdet 2019 räknar vi med att tillväxten faller ytterligare något till 1,1 procent.** Skulle parterna misslyckas i förhandlingarna finns däremot en risk för en mer dramatisk inbromsning under framförallt 2019.

Hushållen kommer troligen att fortsätta agera försiktigt. Sparandet ligger på historiskt låg nivå samtidigt som **svag nominell lönetillväxt och hög inflation pressar de reala inkomsterna.** Förmögenhetsförbättringen, som främst drivits av stigande huspriser, har också mattats av. Tillväxten inom detaljhandeln är den svagaste sedan 2013 och bilförsäljningen faller. **Arbetsmarknaden är dock fortsatt stark med växande sysselsättningen inom nästan alla branscher** och det syns få tecken på en snar avmattning. Indikatorer som anställningsplaner tyder också på fortsatt uppgång i sysselsättningen. **Arbetslösheten låg på 4,3 procent i juli, vilket är den lägsta nivån sedan 1975.** Vi räknar nu med en utplaning och att arbetslösheten ligger kvar på 4,3 procent i slutet på 2017 för att sedan öka till 4,8 procent i slutet på prognosperioden. Den låga arbetslösheten har inte medfört någon press uppåt på löner. En orsak kan vara att låg

produktivitetstillväxt hämmar företagens betalningsförmåga. Samtidigt är det svårt att bedöma vilka effekter EU-utträdet får på det framtida arbetsutbudet. Lämnar EU-medborgare Storbritannien som en konsekvens skulle det kunna uppstå arbetskraftsbrist som riskerar att hämma tillväxten.



Källa: U.K. Office for National Statistics (ONS), Macrobond, SEB

Bland företagen framträder en alltmer splittrad bild **med växande skillnader mellan olika sektorer.** Det svaga pundet gynnar främst tillverkningsindustrin där förtroendet ligger kvar på mycket höga nivåer. Samtidigt har förtroendet inom den mer inhemskt orienterade tjänstesektorn fallit tillbaka under året medan **förtroendet inom byggsektorn har fallit kraftigt** sedan andra kvartalet och speglar en dyster utveckling på bostadsmarknaden.

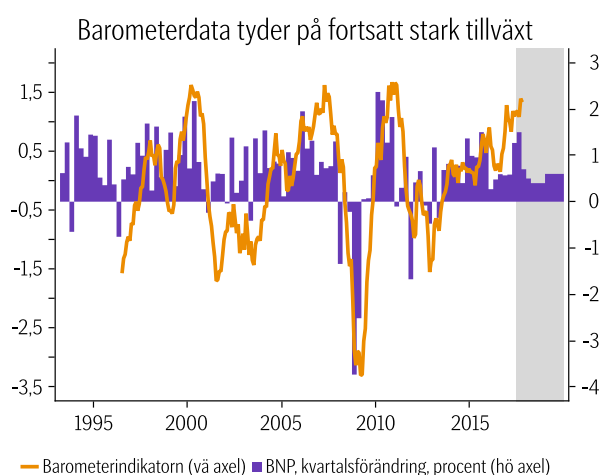
De senaste årens pundförsvagning slår nu igenom och pressar upp inflationen en bra bit över centralbankens inflationsmål. Uppgången är dock temporär; **redan i slutet på 2018 bedöms inflationen ha sjunkit till 1,7 procent där den även väntas ligga kvar i slutet av 2019.** Den brittiska centralbanken höjde räntan med 0,25 procentenheter på novembermötet. Vi ser höjningen som en önskan att återta den krissänkning som genomfördes strax efter brexitomröstningen när det befarades att brittisk ekonomi stod inför en recession. **Några ytterligare höjningar är knappast aktuella i närtid givet vår inflationsprognos. Blir utträdet ur EU kontrollerat, vilket är vår huvudprognos, räknar vi dock med ytterligare två höjningar under andra halvåret 2019,** vilket gör att styrräntan ligger på 1,00 procent i slutet på prognosperioden.

Det svaga pundet speglar främst den osäkerhet som utträdet skapar. Med framgångsrika förhandlingar räknar vi med att **den riskpremie som idag ligger i pundkursen successivt försvinner och det bör ge ett allt starkare pund under prognosperioden.** Vi bedömer med att GBP/SEK ligger på 10,75 i slutet av 2018 och 10,95 vid utgången av 2019.

Högkonjunkturen fortsätter men bomarknaden oroar

- **Industrin växlar upp på bred front**
- **Bostadsinvesteringarna faller tillbaka**
- **Lägre arbetslöshet trots stigande utbud**
- **Bopriserna bromsar och faller svagt**
- **Riksbanken väntar med att höja trots tecken på överhettning.**

De flesta indikatorerna har fortsatt att förbättras den senaste tiden, men tydliga tecken på att bostadspriserna mattas gör att BNP-prognosen för 2018 justerats ned något. **BNP väntas nu öka med 3,2 procent i år och med 2,6, respektive 2,4 procent 2018 och 2019.** Tillväxtens sammansättning har dock skiftat en del jämfört med tidigare prognoser genom att export och industriinvesteringar utvecklas starkare medan inbromsningen i bostadsbyggandet blir tydligare. **Kraftigt fallande huspriser är en nedåtrisk för prognosen,** men allmänt stark konjunktur och ett underliggande stort behov av bostäder gör att vi tror att prisfallet på nationell nivå stannar runt 5-10 procent (se temaartikel).



Arbetsmarknaden har stärkts ytterligare efter sommaren och trots att arbetslöshetsnedgången är fortsatt trög så pekar flera indikatorer på att **resursläget är ansträngt.** Detta har äntligen börjat sätta avtryck i stigande löner, men de treåriga löneavtal, som i början på 2017 slöts på en relativt låg nivå, verkar dämpande under hela prognosperioden. Inflations-takten, som under sommaren låg över målet, drivs delvis av tillfälliga faktorer som gradvis faller bort det närmaste halvåret. Det underliggande inflationstrycket tilltar nu successivt, men

KPIF når ändå inte riktigt upp till 2-procentsmålet ens mot slutet av 2019. Trots stark tillväxt har Riksbanken signalerat fortsatt mjukhet. Vi har därför senarelagt prognosen för första räntehöjningen till september och tror sedan att ytterligare **tre höjningar genomförs under 2019** så att **reporäntan mot slutet av året ligger på 0,50 procent.**

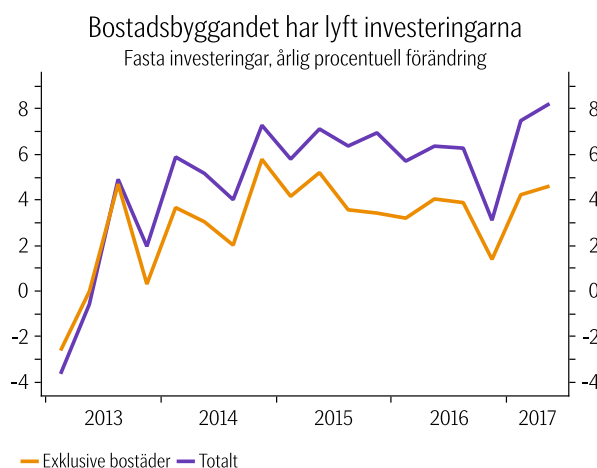
Riksbankens ultralätta penningpolitik i kombination med en expansiv finanspolitik för valåret 2018 innebär **en kraftig stimulansdos för svensk ekonomi.** Detta accentueras ytterligare av den senaste tidens valutaförsvagning och vi tror att EUR/SEK kommer att ligga kvar på höga nivåer kring 9,70 också under första halvåret 2018 (se temaartikel). **Stark BNP-tillväxt och allt hetare arbetsmarknad i kombination med svaghetstecken på bostadsmarknaden ställer nu den ekonomiska politiken inför ett nytt dilemma,** bl a beroende på en tidigare oklar rollfördelning. Riksbanken har tydligt deklarerat att penningpolitiken inte tar hänsyn till riskerna med stigande bostadspriser och skuldsättning i hushållssektorn. Samtidigt har det tagit tid att få regelverket för makrotillsynen på plats och ideologiska strider och bristande politisk vilja har blockerat åtgärder inom skatte- och bostadspolitik.

Nu finns risk för att åtgärder kommer för sent och förstärker en prisnedgång. Vi ser en övervägande sannolikhet för att regeringen, trots politiska risker, godkänner Finansinspektionens nya förslag om ett inkomstrelaterat amorteringskrav. Riksbanken kan ställas inför en svår situation om **en försvagning på bostadsmarknaden leder till mörkare tillväxtutsikter samtidigt som ökad misstro mot svensk ekonomi försvagar kronan och därmed ger en inflationsimpuls.** Tidigare erfarenheter visar också att svensk inflation generellt kommer sent i konjunkturcykeln, vilket kan förstärka inflationsimpulsen. Riksbanken har vid tidigare tillfällen, t ex 2008, höjt räntan i miljö med sencyklisk inflation i ett vikande konjunkturläge. Riksbankschefen ha också deklarerat att räntehöjningar återigen kan bli aktuella i en sådan situation. Även om detta inte är vårt huvudscenario är det tydligt att den ekonomiska politiken nu står inför nya dilemman, i hög grad som en konsekvens av tidigare försummelser.

Äntligen lyfter industrikonjunkturen

En synkroniserad uppgång i världsekonomin, med nya positiva överraskningar på de viktigaste exportmarknaderna i Europa, har **lyft sentimentsindikatorer till historiska toppnivåer.** Även hårddata som varuexport och industriproduktion växlar nu upp även om ökningstakten fortfarande är relativt måttlig. **Exporten beräknas öka med 5,3 procent i år och 7,2 procent 2018,** vilket innebär en tydlig upprevidering. Uppgången är ganska bredbaserad, även om accelerationen det senaste

halvåret varit särskilt framträdande på insatsvarusidan med en stark uppgång för trä- pappers- och metallindustrin. Läget har också förbättrats på investeringsvarusidan medan utsikterna för konsumtionsvaruindustrin är mer blandade. En mer expansiv export leder också till att industrins investeringar tar fart efter att ha varit i stort sett oförändrade under ett par år. Vi står dessutom fast vid vår prognos om att offentliga investeringar kommer att växla upp även om utvecklingen det senaste året varit volatil och svårtolkad.



Källa: Statistics Sweden (SCB), Macrobond, SEB

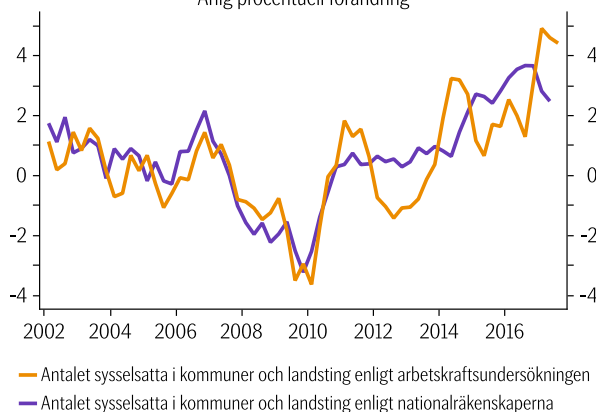
Antalet påbörjade bostäder ökade under första halvåret till ca 70 000 i årstakt. Nivån var fortsatt hög under tredje kvartalet trots signaler om svagare efterfrågan på nybyggda bostäder i vissa storstadsområden. **Osäkerheten på bostadsmarknaden har ökat** (se temaartikel), men ett starkt underliggande efterfrågetryck gör att vi fortsatt väntar oss ett högt bostadsbyggande. Antalet påbörjade lägenheter faller dock troligen tillbaka en del under 2018, vilket innebär att bostadsbyggandet sjunker med ca 10-15 procent. Bidraget till BNP-tillväxten från bostadsinvesteringar faller gradvis från drygt en procentenhet första halvåret 2017 till knappt -0,5 procentenhet för helåret 2019. Bostadsinvesteringarnas andel av BNP toppar på drygt 6,5 procent i slutet av året för att därefter falla tillbaka något. Att investeringarna i industri och offentlig sektor växlar upp gör att **ökningstakten för totala investeringar hålls uppe. Den totala investeringsökningen avtar från ca 8 procent i år till 6,5 procent nästa år** för att under 2019 falla tillbaka till ca 5 procent.

Dämpad offentlig konsumtion trots rekordstark sysselsättning

Den offentliga sysselsättningen fortsatte att öka med nästan tre procent tredje kvartalet och mycket tyder på en fortsatt snabb expansion. I förra *Nordic Outlook* lyfte vi fram att nationalräkenskapernas beräkningar av offentlig konsumtion i fasta priser indikerar en trendmässigt fallande produktivitet, vilket avviker från mönstret i övriga Europa. Även om en viss rekyl är trolig efter det mycket svaga första halvåret lär produktiviteten fortsätta att vara svag. Vi står fast vid synen att **sysselsättning är en bättre indikator på den offentliga sektorns inverkan på efterfrågan och resursutnyttjande** och att mätmetodiken gör att svensk BNP underskattas med

ungefär en kvarts procentenhet jämfört med omvärlden. Ökningstakten för offentlig sysselsättning framöver kommer att avgöras av möjligheterna att hitta lämplig arbetskraft och de mycket höga bristtal som nu redovisas tyder på att en avmattning är ofrånkomlig.

Sysselsättningen i kommunerna fortsätter att öka
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB, SEB

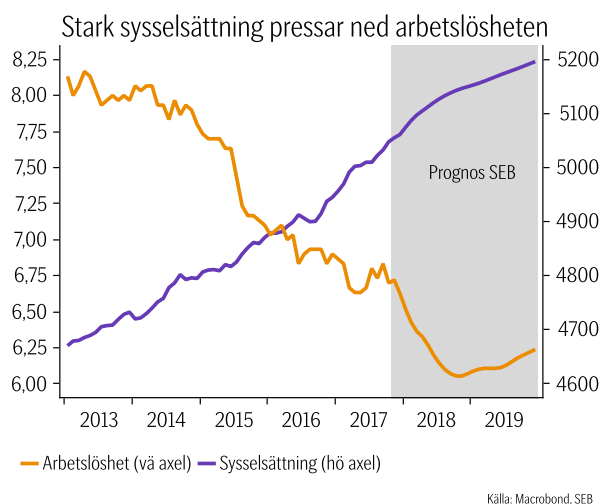
Förvånansvärt försiktiga hushåll

Indikatorerna för privat konsumtion har inte stigit i paritet med uppgången i inkomster, förmögenheter och sysselsättning. Denna försiktighet avspeglas också i att hushållens sparande fortsätter att stiga svagt och prognosen på en **konsumtionsökning med ca 2,0-2,5 procent per år är oförändrad.** Med tanke på att befolkningen växer med 1-1,5 procent per år är ökningstakten måttlig och en tydligare nedgång i bostadspriserna utgör dessutom en nedåtrisk. Den historiska korrelationen mellan huspriser och konsumtion är relativt hög; framförallt har konsumtionen tenderat att vara svag när huspriserna faller. Det starka sambandet kan dock bero på att husprisedgångar sammanfallit med allmänt svag konjunktur. Det är då sannolikt att det i första hand är en svag arbetsmarknad som pressar ned konsumtionen och inte bostadsprisedgången i sig. Ett samband mellan bopriser och konsumtion finns visserligen men detta är förmodligen ganska svagt så länge prisfallen är små. Att sparandet ökat under de senaste årens prisuppgång stödjer tesen om att sambandet mellan huspriser och konsumtion i sig inte är så starkt.

Snabb jobbtillväxt, tydligt arbetslöshetsfall

Uppgången i sysselsättningsindikatorer har förstärkts under hösten och **sysselsättningen ökade med nästan tre procent tredje kvartalet.** Vi har justerat upp vår redan optimistiska prognos för 2018 och räknar nu med en ökning på 2,0 procent; anställningsplaner i näringslivet tyder på att uppåt-riskerna därtill dominerar. Trots den mycket starka sysselsättningsökningen har **arbetslösheten fortsatt att vara oväntat hög med en nästan helt flack utveckling hittills i år.** Ett stigande arbetskraftsdeltagande i de flesta åldersgrupper ligger bakom detta och det senaste halvåret har speciellt ökningen av antalet förvärvsarbetande över 65 år varit framträdande.

Den ökande förvärvsfrekvensen är särskilt imponerande mot bakgrund av den stora utomeuropeiska invandringen av personer med stora behov av utbildning. En stor satsning på utbildning i statsbudgeten för 2018 talar för att arbetskraftsdeltagandet på kort sikt ändå är på väg att vända ned. Vår prognos är fortsatt att **arbetslösheten faller under sex procent men att detta sker först i mitten av 2019**. Med en sysselsättning som växer med över 2 procent lär arbetslösheten sjunka även vid en oförändrad förvärvsfrekvens. Mot slutet av 2019 stiger arbetslösheten något när nyanlända i större utsträckning kommer ut på arbetsmarknaden.



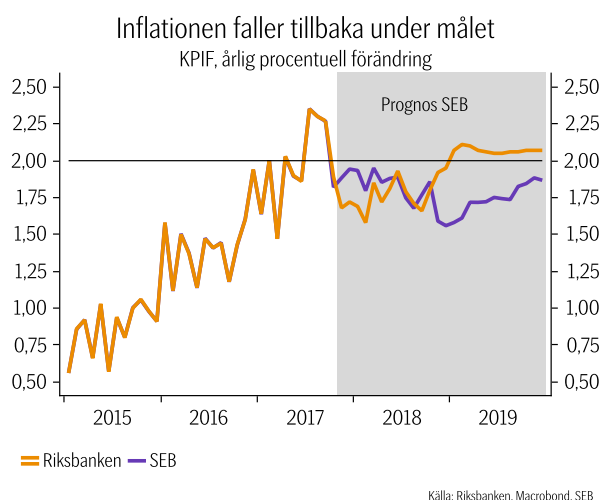
Stram arbetsmarknad men tröga löner

Att Riksbankens resursindikator stigit till historiska toppnivåer tyder på att arbetsmarknadsläget är stramt trots relativt hög arbetslöshet. Arbetsförmedlingens statistik visar samtidigt att allt fler av de arbetslösa har låg utbildning och/eller svag anknytning till arbetsmarknaden. Liksom i omvärlden är nu frågan i vilken grad det strama läget på arbetsmarknaden spiller över på löneökningar. Resursläget i Sverige är generellt mer ansträngt än i omvärlden. Vi kan också se att löneökningstakten växlat upp i offentlig sektor där bristerna är som störst. Men utväxlingen mellan resursutnyttjande och löner/inflation har varit relativt svag sedan mitten av 1990-talet då inflationsmålet etablerades och lönebildningen reformerades. Framöver hålls lönerna tillbaka av att treåriga löneavtal (2017-2019) på strax över två procent per år finns på plats. 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**. Att lönerna enligt nationalräkenskaperna ökar lite snabbare än i den mer officiella konjunkturlönestatistiken indikerar en viss uppåtrisk för löneprognosen.



Inflationen under målet igen

Inflationen var oväntat hög under sommarmånaderna och KPIF låg under flera månader över två procent. Därefter har ökningstakten i KPIF fallit tillbaka och låg i oktober på 1,8 procent. Volatiliteten de senaste månaderna förklaras till viss del av metodförändringar som lett till ett starkare säsongs-mönster för priser på charterresor. Detta kommer att påverka inflationens årstakt också under första halvåret 2018. Högre tjänstepriser speglar dock också ett generellt högre inflations-tryck; KPIF exklusive energi och paketresor har de tre senaste månaderna legat på 1,8 procent. Uppgången i tjänstepriser är relativt bred, men med särskilt stora prisuppgångar på inhemska resor, banktjänster och vård. Dessa prisökningar kommer antagligen inte att upprepas, men heller inte att reverseras. Tjänsteinflationen förblir hög de närmaste 6-12 månaderna, vilket talar för att **KPIF-inflationen kommer att ligga nära målet stora delar av 2018**.



Tjänstepriserna ökar dock inte tillräckligt mycket för att Riksbanken ska vara på säker mark när det gäller måluppfyllelse i en omvärld med allmänt svagt inflationstryck. Fallande internationella priser på livsmedel bidrar t ex till att dämpa inflationen i början av 2018. Utfallen i september och oktober visar också att uppåtrycket på KPI från de senaste årens svagare krona är på väg att klinga av. Lite högre bidrag från indirekta

skatter via högre energiskatter och ny skatt på flygresor lyfter dock inflationen med 0,2-0,3 procentenheter i januari och bidrar till att vår prognos på KPIF-inflationen för 2018 är oförändrad jämfört med augusti. **Gradvis stigande löner gör att inflationen bedöms fortsätta vara relativt hög under 2019**, men uppgången är inte tillräckligt stark för att föra inflationen hela vägen tillbaka till målet ens i slutet av prognosperioden.

Expansiv penningpolitik trots hög tillväxt

Trots att BNP-tillväxten varit långt starkare än vad Riksbanken räknade med i början av 2017 samtidigt som både inflation och inflationsförväntningar varit nära målet har direktionen **avvisat tanken på att påbörja en normalisering av den extremt lätta penningpolitiken**. Att Riksbanken verkar helt fokuserad på spot-inflationen och på att motverka en kronförstärkning gör att vi senarelägger vår prognos om en första räntehöjning till september 2018, vilket är i linje med Riksbankens senaste reporäntebana. Under 2019 förutser vi sedan 3 ytterligare höjningar så att reporäntan når nivån 0,5 procent vid slutet av året.

Det kan inte uteslutas att Riksbanken väljer att förlänga QE-programmet och genomföra mindre obligationsköp också under första halvåret 2018 för att sända en tydlig signal till marknaden att räntehöjningar dröjer. Att tre direktionsmedlemmar reserverade sig mot beslutet att förlänga köpen under andra halvåret gör dock att vår huvudprognos är att köpen avslutas vid årsskiftet 2017/18. Däremot kommer Riksbanken med stor sannolikhet fortsätta återinvestera utdelningar och i någon form även förfallande obligationer (se nedan).

Sjunkande utbud av statsobligationer

Svenska statsobligationsräntor har förblivit låga och marginalerna mot tyska obligationer har minskat trots fallande räntor i eurozonen. Nedjusterade reporänteförväntningar är en drivkraft, men kombinationen av Riksbankens fortsatta köp av statsobligationer och minskat utbud till följd av starka statsfinanser är väl så viktigt. Riksgälden minskade i oktober det planerade utbudet av både nominella och reala statsobligationer, men framförallt minskades utbudet av statskuldväxlar till nivåer som ligger långt under vad som tidigare bedömts vara ett minimum för en väl fungerande marknad. **Riksgälden verkar således vara beredda att offra marknadsvärden av statskuldväxlar för att kunna hålla uppe emissionsvolymerna för obligationer.**

Obalansen mellan utbud och efterfrågan kommer att bestå det närmaste året, men hur stor den blir beror på hur Riksbanken hanterar sitt innehav på nästan 50 miljarder av den obligation som förfaller i mars 2019. Vid tidigare förfall har Riksbanken valt att återinvestera före förfallodagen och om man skulle följa samma mönster denna gång kommer man att äga 50 procent av utestående nominell obligationsstock. För att inte skada marknadslikviditeten alltför mycket tror vi Riksbanken nöjer sig med att återinvestera hälften av beloppet innan obligationen förfaller. Detta är ändå **inte tillräckligt för att hindra att problemet med materialbrist på den svenska räntemarknaden** snarast kommer att öka det närmaste året.

Vi räknar med att detta bidrar till att den 10-åriga räntemarginalen mot Tyskland **bottnar kring 25 punkter under första halvåret 2018**. På lite längre sikt blir Riksbankens räntehöjningar viktigare och **marginalen mot Tyskland ökar till 60 punkter mot slutet av 2019**. Räntan på 10-åriga statsobligationer ökar därmed till 1,70 procent 2019 från 0.70 procent idag.

Starka statsfinanser trots stora stimulanser

Den snabba uppgången i BNP och sysselsättning möjliggör **starka statsfinanser trots att regeringen lagt en rejält expansiv budget inför valåret 2018**. Stimulansdosen blev något högre än vi räknat med och motsvarar ungefär 1 procent av BNP. De offentliga finanserna är mycket konjunktorkänsliga och en snabb ökningstakt för viktiga skattebaser som löner (sysselsättning), konsumtion och byggande bidrar till att vi nu ser ett stabilt överskott kring 1 procent av BNP under hela prognosperioden. Konjunkturjusterat hamnar överskottet strax över 1/3-dels procent av BNP som är målnivå i det reformerade finanspolitiska regelverk som ska gälla från 2019. Den offentliga skulden faller mot 35 procent av BNP 2019, vilket innebär att vi mot slutet av prognosperioden inte ligger långt från det nya skuldankaret. **Statens överskott väntas ligga kring 40 miljarder per år 2017-2019.**

Offentliga finanser

Procent av BNP

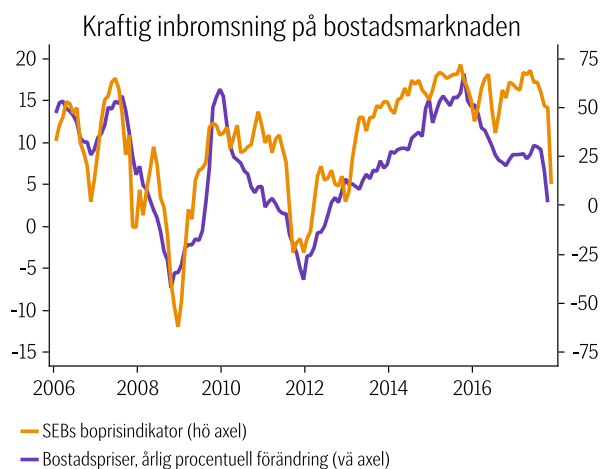
	2016	2017	2018	2019
Finansiellt sparande	1,1	1,0	0,7	1,0
Lånebehov (mdr)	-85	-41	-25	-40
Offentlig bruttoskuld	42,2	39,9	37,8	35,7

Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

De politiska partierna har nu helt börjat sikta in sig på valet 2018 och vi räknar inte med några uppsplitande strider i samband med riksdagens budgethantering. Oppositionen kommer att kritisera regeringen för att finanspolitiken är oansvarigt expansiv med tanke på det starka konjunkturläget. Regeringen kan å sin sida hävda att man i stort följer det finanspolitiska ramverket och att det i slutänden är Riksbanken som har huvudansvaret för att den totala ekonomiska politiken blir rimligt avvägd. Oavsett valutgången lär vi få se en fortsatt expansiv politik för 2019; om än inte i nivå med den för 2018.

- **Priskorrektion med 5 till 10 procent trolig efter lång uppgång**
- **Stark konjunktur, låga räntor och fortsatt brist på bostäder dämpar nedgång**
- **Prisnedgångar på 15 till 20 procent på nationell nivå kritiskt för konjturen**

Tecknen på en avmattning på den svenska bomarknaden har blivit allt tydligare; SEB:s boprisindikator föll t ex i oktober till den lägsta nivån sedan 2012. Indikatornivån är dock fortfarande förenlig med utplanande snarare än fallande priser. Vissa mått som t ex Valueguards boprisindex (HOX) visar dock redan på ett mindre prisfall. Anekdotisk information, framförallt i Stockholm, tyder därtill på signifikanta prisfall och på en ökande obalans när säljare inte vill acceptera ett lägre pris. Även om situationen skiljer sig kraftigt åt mellan olika delar av landet tyder det mesta på att vi nu står inför ett visst prisfall.



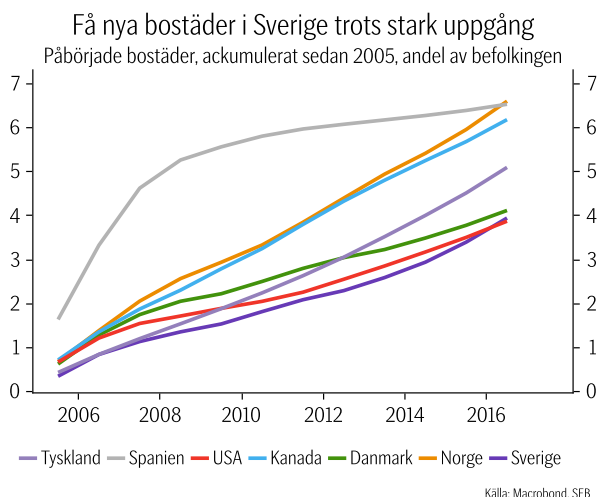
Källa: Valueguard, SEB

Vår huvudprognos är att **Valueguards boprisindex (HOX) i mitten på 2018 kommer att ligga 5-10 procent under den toppnivå som registrerades i augusti månad 2017**. Därefter förutser vi en utplaning under senare delen av 2018 följt av svagt stigande priser under 2019. Att prisnedgången blir relativt mild och kortvarig beror bl a på att den underliggande obalansen på bostadsmarknaden finns kvar med en snabb befolkningstillväxt och ett trots allt ganska måttligt bostadsbyggande i ett längre tidsperspektiv. Ännu viktigare är att såväl internationell som inhemsk konjunktur kommer att förbli stark. Det är mycket ovanligt att ett **enskilt land noterat bostadsprisfall på mer än 10-15 procent i en stark global ekonomi**. Nedan diskuteras några nyckelfaktorer för den svenska utvecklingen framöver.

Fortsatt långsiktigt underskott på bostäder trots acceleration i byggandet

Sverige var ett av få länder som inte noterade något större prisfall på bostäder i samband med finanskrisen. Priserna vände snabbt uppåt när centralbankerna påbörjade sina räntesänkningar och har därefter fortsatt upp i takt med att räntorna sjunkit allt lägre. Kanada, Australien och Norge är länder med liknande mönster med tredubblade priser sedan år 2000 och fördubblade sedan finanskrisen. Priserna på bostadsrätter har ökat betydligt snabbare än för villor/småhus. **Stigande befolkningstillväxt, lågt byggande och framförallt en fallande räntetrend ligger bakom prisuppgångarna.**

Trots att de underliggande krafter som drivit uppgången är intakta viker nu bostadsmarknaden. En förklaring är att prisfallet **beror på utbudsöverskott och spekulationsinslag i vissa marknadssegment där nyproduktionen varit omfattande**. Däremot finns inget som tyder på att de senaste årens snabba ökning av byggandet generellt har lett till ett överskott av bostäder. Boverkets kalkyler tyder på att det behövs 80 000 nya bostäder per år t o m 2020 för att möta den snabba befolkningstillväxt som bl a är en följd av den tidigare stora flyktinginvandringen. Det är dock möjligt att denna kalkyl överdriver bostadsbehovet något. Nyanlända från utomeuropeiska länder tenderar t ex att genomsnittligt ha fler personer per hushåll vilket minskar behovet av bostadsyta per person.

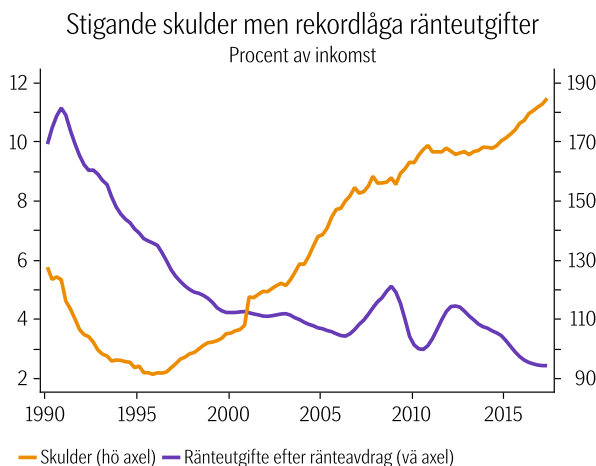


Att svenskt bostadsbyggande under en längre tid varit lågt i ett historiskt perspektiv talar **ändå mot att några års byggande på hög nivå ska eliminera den underliggande bostadsbristen**. Den snabba accelerationen de senaste åren gör att vi troligen når en nivå runt 70 000 nya bostäder för året 2017. I förhållande till befolkningens storlek är detta i paritet med toppnivåerna som registrerats i t ex Norge och Kanada. Dessa länder har dock legat på höga nivåer under en längre tid och ackumulerat under en 10-årsperiod har byggandet i relation till befolkningen legat ungefär 50 procent högre än i Sverige.

Byggandet inte anpassat till efterfrågan men flyttkedjor underlättar

Det är tydligt att dagens bostadsbyggande inte är anpassat efter efterfrågebilden. Huvuddelen av nybyggnationen är högkostnadsprojekt som de flesta bostadssökande inte har råd med. Detta kommer framöver att tvinga fram en rad anpassningar när det gäller byggprocesser och rabatter avseende hyror och köpeskilling. Men det finns också andra mekanismer t ex när det gäller många nyanlända som knappast kommer att kunna köpa en bostad under överskådlig tid. Kommunerna är just nu skyldiga att förse ett visst antal asylsökande med boende och ett vanligt sätt att lösa detta är att ge förtur i de kommunala bostadskoerna. Detta försvårar möjligheterna för andra grupper att få en hyresrätt inom rimlig tid vilket **tvingar många hushåll, inte minst bland yngre, att köpa en bostad vilket bidrar till att stabilisera priserna**. Även om kravet på kommunerna är tillfälligt kommer det politiska systemet förmodligen att tvingas hitta nya åtgärder för att underlätta bostadssituationen för nyanlända.

Vi kan nu också se en viss anpassning genom att byggandet av hyresrätter ökar snabbare än för bostadsrätter. Nybyggda hyresrätter är visserligen betydligt dyrare än befintliga, men **underskottet på bostäder gör det osannolikt att hyresrätter kommer stå tomma**. Att en stor del av nyproduktionen skett i storstadsregioner eller regionala huvudorter där befolkningsökning ger en stabil efterfrågesituation minskar också riskerna för att lägenheter ska stå tomma.



Källa: SCB, SEB

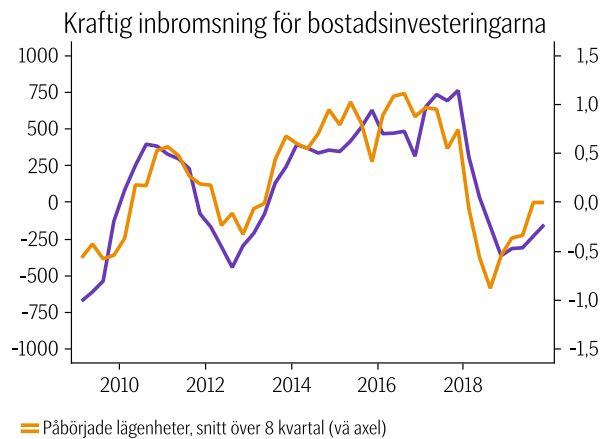
Hushållens starka balansräkningar bör också vägas in vid bedömningen av riskerna för ett större boprisfall. Visserligen har skulderna ökat på ett sätt som manar till eftertanke, men hushållens sparande har länge varit mycket högt, vilket bidragit till en stark tillgångssida. **Ränteutgiftens andel av hushållens inkomster är rekordlåg** och denna situation kommer knappast att förändras under överskådlig tid. Riksbanken har ju tydligt deklarerat att man inte kommer att använda räntepolitiken för att kyla av bostadsmarknaden, eftersom man anser att detta är en uppgift för regeringen, via t ex skattepolitiken, eller Finansinspektionen via makrotillsynen.

Avmattning skapar flera policydilemman

Den svagare bostadsmarknaden reser nu frågan om det redan är för sent med avkylningsåtgärder. Finansinspektionen valde nyligen att lägga fram sitt förslag om en skuldbroms via ökade amorteringskrav för hushåll med hög skuldsättning i relation till inkomsterna. I någon form är det troligt att förslaget accepteras av regeringen trots att man därmed tar vissa politiska risker inför valet 2018. Säger man nej rakt av riskerar man å andra sidan att redan från början underminera Finansinspektionens position inom makrotillsynen. Reavinstbeskattningen på bostäder kan bli en annan het potatis eftersom det hämmar de flyttkedjor som är viktiga för bostadsmarknadens funktions-sätt. När det gäller Riksbankens agerande har man hittills sänt ut tveeggade signaler för hur man kommer att agera vid ett boprisfall, men det är ändå **osannolikt att man kommer att genomföra betydande räntehöjningar** om svagheterna på bostadsmarknaden avsevärt försämrar tillväxtutsikterna.

Smärtgräns för boprisfall runt 15-20 procent

Med stor sannolikhet kommer avmattningen på bostadsmarknaden nu att kyla av byggandet. Bostadsbyggandets bidrag till BNP-tillväxten går från ca 1 procentenhet i nuläge till 0 under 2018 och till -0,5 under 2019. För t ex 2018 innebär det att vi justerat ned bidraget med en halv procentenhet. Även privat konsumtion hämmas i viss mån. Men eftersom industriproduktion och export växlar upp lär BNP-tillväxten ändå hållas uppe på nivåer som ger en fortsatt stark arbetsmarknad. Detta tillsammans med en stark omvärldskonjunktur ger **goda förutsättningar för att Sverige ska kunna undvika en negativ spiral** som leder till än kraftigare prisfall på bostäder, speciellt med tanke på låga räntor och fortsatt strukturell bostadsbrist.

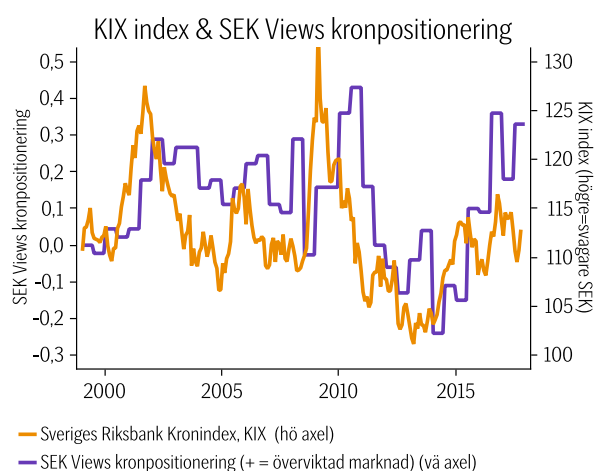


Källa: SCB, Macrobond, SEB

Skulle däremot prisfallet nå nivåer upp mot 15-20 procent på nationell nivå är det troligt att spridningseffekterna till den övriga ekonomin skulle bli så stora att vårt makrosenario förändras mer fundamentalt. Ett så stort nationellt prisfall är dock osannolikt eftersom stora delar av landet troligen drabbas i mycket liten utsträckning. Förmodligen skulle en nedgång av denna storleksordning i landet som helhet motsvara en prisnedgång på runt 40 procent i de mest priskänsliga delmarknaderna, framför allt när det gäller storstädernas bostadsrättsmarknader.

- Minusränta, positionering och säsongseffekter tynger SEK på kort sikt
- Oro kring husmarknaden kan spä på den negativa SEK-spiralen
- EUR/SEK börjar röra sig nedåt i mitten av 2018 när räntehöjning närmar sig

Vi har en längre tid prognosticerat en starkare krona på 6-24 månaders sikt, även om vi periodvis har sett skäl till att vara mer försiktiga. I mitten av oktober justerade vi t ex vår kronprognos på upp till 6 månaders sikt i **svagare riktning mot bakgrund av att SEK då nått en relativt stark nivå samtidigt som vår enkät i SEK Views avslöjade en nära rekordlång kronposition i den svenska marknaden** (graf nedan). Vi har nu med råge passerat de nivåer för EUR/SEK på 9,80 som vi förutspådde. Dagens kronnivåer är därför attraktiva i ett länge perspektiv men frågan är om perioden med kronsvaghet redan är över.



Källa: Macrobond, SEB

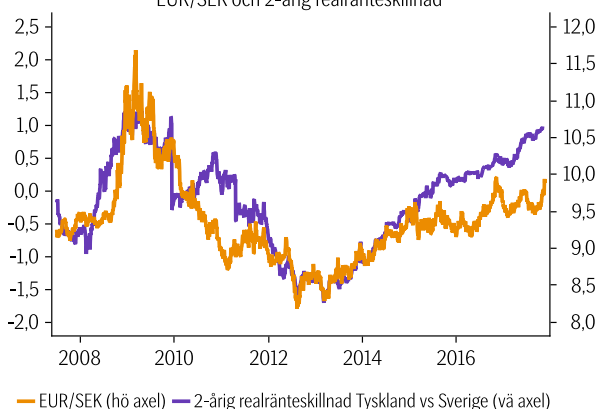
Riksbankspolitiken fungerar som tänkt

I dagsläget finns inte mycket som talar för att kronan snabbt ska repa sig. Svenska räntor är bottenlåga, speciellt reallt sett, och det svenska banksystemet har en betydande överskottslikviditet som tillsammans med årsskifteseffekter kan bidra till att svenska korträntor faller än djupare ner i negativt territorium. Riksbanken visar inga tecken på att i närtid ta kliv tillbaka från minusränta och QE-program. På riktigt kort sikt hämmas kronan också av att Premiepensionssystemet (PPM) betalar ut den årliga pensionsavsättningen på ca 35-40 miljarder. Detta brukar normalt ske andra veckan i december och föregås av en kronförsvagning. Detta negativa säsongsmönster framför allt för november har varit relativt stabilt.

Hur känslig är kronan för lägre huspriser?

Vår bedömning är att ett större boprisfall kan undvikas och att prisnedgången på nationell nivå stannar på 5-10 procent. Även om fortsatt dramatiserad mediarapportering av läget på bostadsmarknaden kan pressa kronan på kort sikt **bör inte kursen påverkas nämnvärt av en så mild prisnedgång**. Om bostadspriserna däremot skulle falla med 15-20 procent på nationell nivå blir konsekvenserna betydligt större. Utländska investerare lär då avveckla spekulativa kronpositioner och minska exponeringen mot svenska bostadsobligationer samt mot bank/finans- och konsumtionsrelaterade aktier. Även om utlandsägandet av svenska tillgångar nu ligger under historiska snitt lär en sådan utveckling **leda till kronförsvagning på upp mot 10 procent**.

Mjuk räntepolitik håller kronan svag
EUR/SEK och 2-årig realränteskillnad



Källa: Macrobond, SEB

Kronan förblir svag ytterligare ett tag

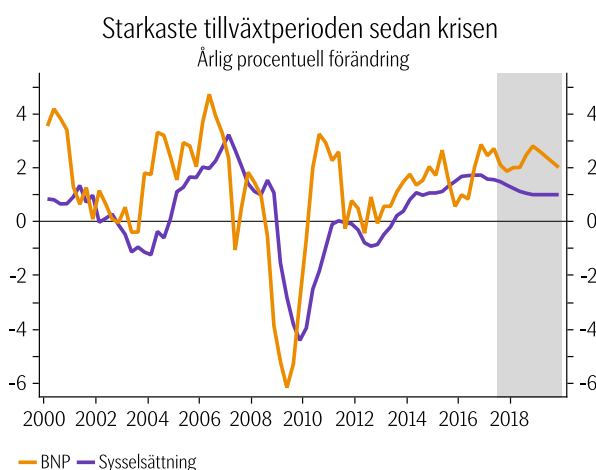
Sammantaget räknar vi med att kronan fortsätter handla svagt ytterligare en tid och vid årsskiftet står EUR/SEK kring 10,00; risken på kort sikt ligger därtill för än svagare SEK. Riksbanken håller nyckeln till att kronan stärks tillbaka mot 9,20 (vårt jämviktsestimat) men så länge som ECB är svensk penningpolitikens ankare finns inte det stöd som behövs för att locka in köpare igen. Att vi har senarelagt Riksbankens första höjning till september 2018 innebär därför också att **vi nu tror på en längre svaghetsperiod med en EUR/SEK på 9,70 vid halvårsskiftet 2018**. Först under andra halvan av 2018 förstärks kronan lite mer tydligt men även mot slutet av 2019 tror vi på en EUR/SEK-nivå en bit över 9,00. Samtidigt kan man vilsledas av ett ensidigt fokus på kronans utveckling mot euron. Kronan har hittills i år faktiskt stärkts mot de flesta valutor och i synnerhet mot dollarn. Även på längre sikt får kronan svårt att vinna ytterligare mark mot euron i en global miljö där eurons ställning som reservvaluta stärks. I ett bredare perspektiv är apprecieringen ändå relativt stor. **USD/SEK når så långt ner som till 7,35 samtidigt som KIX når 105,9 mot slutet av 2019.**

Återhämtning med sundare drivkrafter än sist

- **Starkaste BNP-tillväxten sedan krisen**
- **Export- och investeringsledd tillväxt**
- **Skulduppbyggnaden förblir dämpad**

Dansk BNP-tillväxt noterade goda 0,7 procent under andra kvartalet, men under tredje kvartalet har ekonomin mött kortsiktiga motvindar. Danmarks Statistiks BNP-indikator tyder på att BNP t o m kan ha sjunkit något. Vi väntar oss en återhämtning kvartal fyra och håller fast vid vår prognos om **tillväxt över trend**, nära bedömningen i *Nordic Outlook* september, på **2,3 procent per år under 2017 till 2019**. Det är den snabbaste takten sedan 2011 och vad gäller perioden som helhet den högsta tillväxten sedan finanskrisen.

Uppsvinget drivs framförallt av stark global efterfrågan och växande sysselsättning, vad gäller den senare i en takt på strax under 2 procent. Konsumentförtroende på höga nivåer och stigande bostadspriser ger också stöd. Hushållens sparkvot har dock stigit till historiskt höga 11 procent. På senare tid har svag detaljhandel och ett betydande fall i köpen av nya bilar, orsakat av osäkerhet kring skatteregler, hållit tillbaka konsumtionen.



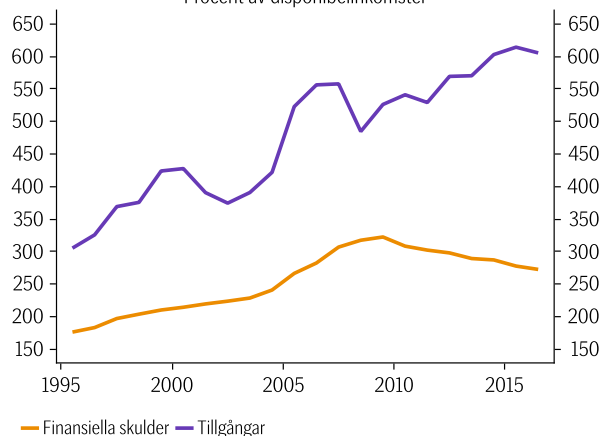
Källa: Danmarks Statistik, SEB

Privat konsumtion väntas återhämta sig framöver och fortsätta att stiga i takt med de ökade disponibelinkomsterna. Det pågående uppsvinget skiljer sig från uppgången på 2000-talet genom att den **starka inkomstdrivna konsumtions-tillväxten nu åtföljs av en neddragning av hushållens skulder**. Framöver kan lättade kreditvillkor få en positiv effekt på konsumtionen och bidra till tillväxten. Ökade inkomster förblir dock främsta drivkraft för konsumtionen.

Exporten har varit stark under 2017 med stöd av **accelerande efterfrågan på exportmarknaden i Europa**. Bidraget från nettoexporten avtar dock i takt med att inhemsk efterfrågan tar fart. Vi väntar oss fortfarande en ökad investeringsaktivitet under de kommande åren, där **näringslivets investeringar får stöd av stigande kapacitetsutnyttjande och bostadsinvesteringarna lyfts av högre bostadspriser**.

Finanspolitiken förblir troligen stöttande. Offentlig konsumtion väntas öka i snabbare takt och **regeringens planerade skattesänkningar blir troligen underfinansierade**. Kombinerat med låga räntor och ljusa globala utsikter skapar detta en stark tillväxtgrund. Överlag goda villkor för ekonomin bidrar till de mest positiva tillväxtutsikterna på flera år.

Hushållen drar ned skulder medan tillgångssidan växer
Procent av disponibelinkomster



Källa: Eurostat Database, Macrobond, SEB

De särskilda faktorer (charterresor och hotellpriser) som bidrog till sommarens tillfälliga uppstuds i inflationen har normaliserats, men kärninflationen har ännu inte helt kommit tillbaka ned. Med löneökningar på under två procent utgör inflationen inte på allvar något hot. **Harmoniserad KPI-inflation stiger till 1,2 procent i snitt 2017 följt av 1,4 procent 2018-2019**. Gradvis stramare arbetsmarknad kommer troligen att leda till långsamt stigande löneökningar i privat sektor.

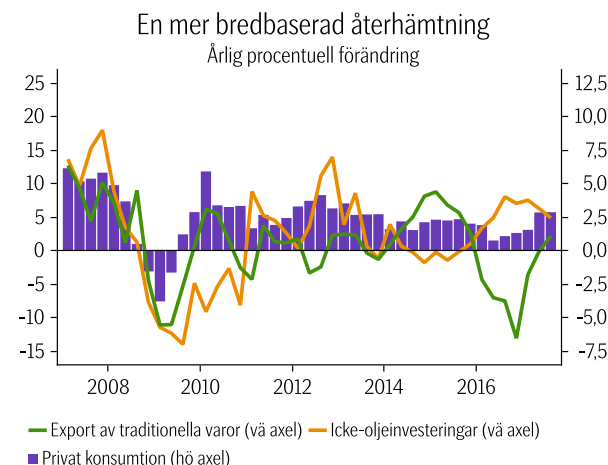
Ett överskott i bytesbalansen som stiger till rekordhöga 9 procent av BNP gör att danska kronen troligen förblir stark och att räntorna hålls låga under hela prognosperioden för att försvara valutapeggen mot euron.

Riskbilden är balanserad. Stigande bostadspriser kan så småningom utgöra en risk för överhettning, men det är för närvarande inget problem. Nedåtriskerna är än mindre framträdande och främst relaterade till de internationella antagandena.

Bredbaserad återhämtning med övergående boprispress

- **Fastlandsekonomin växer över trend**
- **Boprisnedgången blir måttlig**
- **Norges Bank höjer, trots låg inflation**

Efter nära tre år med svag tillväxt tog fastlandsekonomin ny fart i början av 2016. Återhämtningen står nu på fastare grund och tillväxten i fastlands-BNP (exklusive olja och shipping) har legat över trend under årets första tre kvartal. Expansiv finans- och penningpolitik och snabbt ökat bostadsbyggande har stöttat uppgången i ekonomin. Det positiva bidraget från dessa faktorer kommer gradvis att avta, men detta uppvägs av att återhämtningen samtidigt blivit mer bredbaserad. Privat konsumtion får stöd av starkt förbättrade reala disponibelinkomster. Traditionell varuexport gynnas av växande utländsk efterfrågan och den svaga valutan. Därtill vänder investeringscykeln; investeringarna i oljesektorn går från att vara en starkt negativ kraft de senaste tre åren till att bidra positivt 2018. Vi ligger kvar över konsensus och väntar oss att **fastlands-BNP växlar upp från 1,9 procent 2017 till 2,4 procent 2018 och 2,3 procent 2019**. Total BNP ökar med 1,6 respektive 1,8 procent under 2018 och 2019. Husmarknaden förblir en nedåtrisk för prognosen.



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

Regeringens budgetförslag för 2018 innebär att finanspolitiken blir tillväxtneutral, vilket är rimligt givet återhämtningen i ekonomin och på arbetsmarknaden. Vi räknar **inte med några positiva bidrag från finanspolitiken** under kommande år, utan antar att utgifterna ökar enligt den finanspolitiska regeln.

Investeringar lyfter tillväxten

Investeringscykeln inom olja och gasutvinning bottnade ur

förra vintern men den inledande återhämtningen har varit svag. Investeringarna i oljesektorn sjönk med hela 5,1 procent under kvartal tre och revideringar bakåt i tiden har lett till en nivåsenkning för 2017 som helhet. Medan detta talar för en **liten minskning på 2,0 procent i år** bör investeringarna hämta sig framöver. Oljebolagen kommer troligen att skriva upp sina investeringsprognoser för 2018 i Statistisk Sentralbyrås nästa olje-investeringsenkät (publiceras i slutet av november). Flera projekt väntas lämnas in för godkännande av regeringen i slutet av 2017 och kan sedan inkluderas i enkäten. Därtill bör enkäten också spegla eventuella ytterligare lyft från höstens högre oljepris. Oljeinvesteringarna väntas **stiga med 2,9 procent respektive 5,5 procent under 2018 och 2019**.

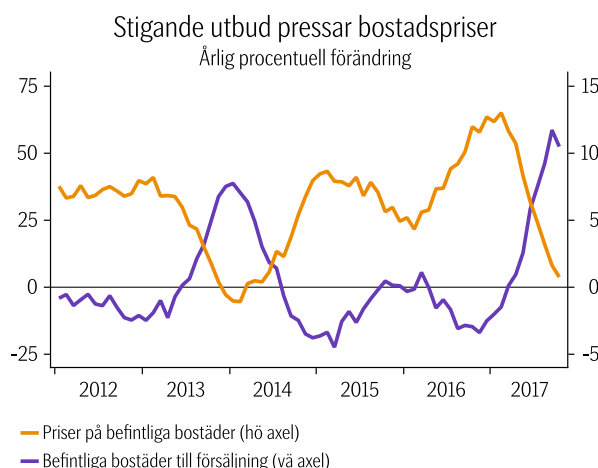
Trots högre aktivitet i oljesektorn, har återhämtningen i industrin gått trögt. Den positiva trend som syntes i början av 2017 kom av sig under kvartal tre när produktionen sjönk. Nedgången var överraskande eftersom sentimentet i industrin ligger kvar på nivåer liktydiga med en uppgång i linje med den historiska trenden. Vi väntar oss en förnyad återhämtning med stöd av en uppgång i den oljetunga investeringsvarusektorn. Bättre villkor för Norges främsta exportmarknader i Europa bör också ge stimulans till industrin på medellång sikt. Exporten av traditionella varor har tagit sig starkt under 2017 och steg med 2,2 procent under kvartal tre jämfört med samma tid i fjol. Konjunkturbarmetern för tillverkningsindustrin tyder på ännu snabbare ökningstal framöver, givet en tydlig förbättring av exportorderomdömena i år. Vi väntar oss att tillväxten i traditionell varuexport förbättras ytterligare till **3,1 procent i 2018**. Nettoexporten blir i stort sett neutral både 2018 och 2019.

Näringslivets investeringar vände runt i fjol och steg med 8,2 procent under tredje kvartalet efter en svacka i våras. Statistiken är notoriskt volatil men den underliggande trenden är positiv. Norges Banks senaste banklåneundersökning visade att företagens efterfrågan på lån stiger och utlåningen till denna sektor har skjutit fart i år. Kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin är fortfarande nedtryckt men bolagen har lyft sina investeringsplaner till nivåer vi inte skådat sedan innan finanskrisen. Vi väntar oss **accelererande företagsinvesteringar 2018**. Investeringar i bostäder har ökat i stadig takt under 2017, men en avmattning är oundviklig. Vikande försäljning av nyproducerade bostäder kommer att lägga ett lock på nybyggnationer efter de senaste två årens starka ökning. Effekterna på antalet färdigställda bostäder kommer dock först med betydande efterförsläpning. **Bostadsinvesteringar kommer inte att ge några större negativa bidrag till tillväxten förrän 2019.**

Lägre bostadspriser, men ingen kollaps

Husmarknaden har saktat av markant hittills i år. Efter toppen i mars har priserna på befintliga bostäder säsongsrensat sjunkit sex av sju månader till oktober. Stort utbud av befintliga och nyproducerade bostäder har varit den främsta drivkraften bakom nedgången. Ett ökat antal färdigställda bostäder 2018 innebär att utbudsoverskottet troligen består. Stramare lånevillkor, i synnerhet det nya taket på lån som andel av inkomst, har bidragit till att sätta press ned på bopriser. Ramverket för regleringar av bolån löper ut nästa sommar; ett upphävande eller anpassning av reglerna skulle ge stöd till marknaden, men höga hushållsskulder och förväntningar om endast måttlig sänkning gör att finansministeriet troligen förlänger det.

Vi väntar oss att anpassningen på husmarknaden blir måttlig eftersom god efterfrågan på bostäder fortsätter ge stöd. Fundamenta för hushållssektorn ser ut att förbättras ytterligare och risken för att högre räntor gör markant skillnad i boendekostnadskalkylerna är liten. Prisökningstakten för befintliga bostäder saktar av till 5 procent i år från 8 procent i fjol. Vi väntar oss en **nedgång på 4-6 procent under 2018, och att bostadspriserna sedan stabiliseras 2019**. Prognosen implicerar måttliga boprisnedgångar fram till nästa sommar.



I frånvaro av en allvarlig sänkning bör privat konsumtion kunna stå emot lägre bopriser. Hushållsefterfrågan har stärkts märkbart under 2017 och åtnjuter fortsatt stöd framöver av stigande realinkomster, högre jobbtillväxt och mycket låga räntor. Vi väntar oss att privat konsumtion växer med 2,6 procent både 2018 och 2019. Att sparkvoten sjunkit till sjuårslägst antyder **nedåtrisk för konsumtionen vid större boprisfall**.

Solid förbättring på arbetsmarknaden

Arbetslösheten faller successivt och signalerar robust återhämtning på arbetsmarknaden. Sysselsättningen enligt Arbetskraftsundersökningen (AKU) har ändå ökat långsammare än väntat. Detta kan avspejla en strävan hos företagen att öka produktiviteten, vilket innebär längre eftersläpning än normalt från BNP till nya jobb. De mer heltäckande nationalräkenskaperna, som inkluderar icke bofasta i Norge, ger en annan bild med en uppgång på 1,2 procent i årstakt under tredje kvartalet. Tecken på starkare arbetskrafts-

efterfrågan har visat sig i snabbare inflöde av vakanser. Sentimentsundersökningar uttrycker optimism om jobben. Vi väntar oss att sysselsättningen ökar något snabbare än arbetskraften under kommande år. **AKU-arbetslösheten hamnar på 3,9 procent i snitt under 2018 och 3,7 procent 2019**.

Inflationen stabiliseras under målet

Efter att ha sjunkit snabbt sedan i somras har inflationen stabiliserats och t o m stigit något det senaste kvartalet. Högre inflation har nästan uteslutande varit ett resultat av den trendmässiga försvagningen av valutan mellan 2012 och 2015. De senaste två årens stabilisering av kronen har gradvis dämpat uppåttrycket på priserna för importerade varor. Inhemskt inflationstryck är lågt. Löneökningstakten har förblivit måttlig och visar en svagt avtagande trend. Generellt lågt pristryck internationellt hjälper också till att hålla tillbaka inflationen. Livsmedelspriser, som fallit sedan i somras, sätter visst tryck uppåt under de kommande sex månaderna. KPI-ATE-inflationen (exklusive skatt och energi) kommer att stiga från 1,1 procent i oktober till nära 1,5 procent i början av nästa år och vi väntar oss att inflationen ligger kvar på denna nivå tills slutet av prognosperioden. **KPI-ATE ökar därmed med 1,4 procent både 2018 och 2019**. KPI-inflationen kommer att vara marginellt högre: 1,5 procent båda åren.

Räntehöjningar trots låg inflation

Norges Bank har hållit sin styrränta stabil på 0,50 procent sedan mars 2016. Robust återhämtning i ekonomin motiverar en mindre expansiv politik, men inflationen förblir dämpad. Vår bana för KPI-ATE-inflationen ligger under Norges Banks prognos för 2018 och 2019, men det är osäkert i vilken grad nuvarande låga inflation kommer att påverka bankens överväganden i nästa räntebesked i december. Norges Bank verkar inte ha några problem med att prognostisera inflation under målet givet tonvikten på stigande kapacitetsutnyttjande vilket borde få inflationen att stiga på medellång sikt. Fortsatta tillväxtförbättringar och stramare arbetsmarknad borde därför rättfärdiga en tidigare start på räntehöjningscykeln än vad som idag aviseras av Norges Bank. Därtill ligger hushållens skulder kvar på en hög nivå och förblir en riskfaktor även i ett läge med pågående boprisanpassning. Vi väntar oss alltså en **första höjning i december 2018** och en styrränta på **1,25 procent i slutet av 2019**. Hänsynen till effekter på kronen förblir viktig, men på nuvarande svaga kronenivåer bör Norges Bank kunna höja oberoende av omgivande centralbanker.

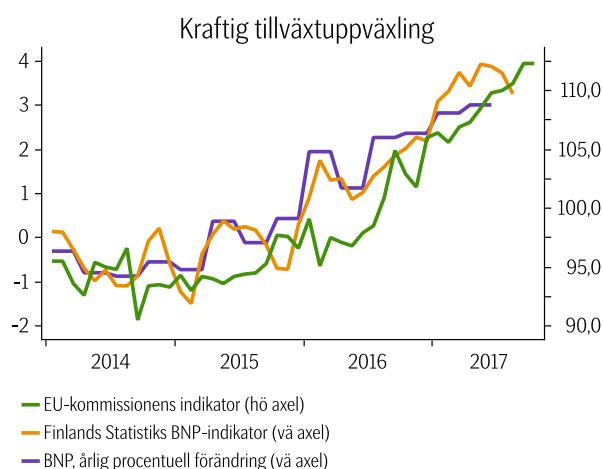
Obligationer får stöd av goda kroneutsikter

Kronen har försvagats under hösten, något överraskande givet högre oljepriser, accelererande tillväxt och balanserade utsikter för Norges Bank. Vi väntar oss att kronekursen åter knyter an till starka fundamenta mer i linje med en långsiktig jämviktsnivå. **EUR/NOK väntas nå 9,20 i slutet av 2018**. Fortsatta tillgångsköp från ECB innebär att räntedifferensen mot Tyskland ligger kvar på historiskt höga nivåer under 2018. Högt ränta och positiva utsikter för kronen gör ändå norska statsobligationer (NGB:s) attraktiva för investerare på jakt efter avkastning. Vi väntar oss att 10-årsspreaden mot Tyskland krymper till **80 punkter** under 2018.

Äntligen uppe ur den långa svackan

- Indikatorer nära tidigare toppnivåer
- Export och investeringar tar fart
- Hushållen på rekordgott humör trots allt

Den finska återhämtningen står på allt fastare mark. **Tillväxten första halvåret var den högsta på över 5 år** och indikatorer pekar på en än starkare utveckling framöver. Jämfört med de senaste åren är det framför allt **investeringar och export som sticker ut med en tydlig uppväxling**. Samtidigt är hushållens förtroende på historiskt hög nivå men låga löneökningar begränsar konsumtionsutrymmet. **BNP-prognosen revideras upp ett par tiondelar till 2,9 procent 2017 och till 2,5 respektive 2,3 procent 2018-2019**. Men trots de ljusare utsikterna är finsk ekonomi fortfarande märkt av tidigare återkommande recessioner; **först i slutet av 2018 nås samma BNP-nivå som för 10 år sedan**.



Källa: Finlands Statistik, Macrobond, SEB

Indikatorbilden är stark och ESI-indikatorn ligger t ex på högsta nivån sedan början av 2011. Humöret är framför allt gott bland tjänsteföretagen, men uppgången senaste tiden är relativt bredbaserad. Det är nära 10 år sedan företagen i tillverkningsindustrin var så nöjda med sina orderböcker som nu och produktionen ökar för närvarande med ca 6,5 procent i årstakt. Samtidigt återstår mycket; produktionen i tillverkningsindustrin ligger trots uppgång senaste 2 åren ca 20 procent under toppen innan den globala finanskrisen. Snabbt ökande kapacitetsutnyttjande i ekonomin som helhet bidrar till att investeringsuppgången fortsätter.

Exportuppgången är en viktig anledning till att företagen ser ljusare på framtiden. Global efterfrågan ökar och

utvecklingen går åt rätt håll för flera för Finland viktiga exportmarknader. Eurozonen och Norden går bra och även Ryssland, som nu tagit sig ur sin svacka bidrar positivt. Konkurrenskraftspakten ger sakta men säkert positiva bidrag genom att finska exportpriser ökar långsammare än konkurrentländernas. **Exporten ökar med 7 procent i år och 4-5 procent per år 2018-2019**. Att exporten ökar snabbare än importen ger en förbättrad bytesbalans som dock ännu uppvisar underskott.

Hushållen är på rekordgott humör och konsumentförtroendet har inte legat stabilt på så hög nivå och så länge sedan mätningen startade 1995. Sentimentet drivs av vändningen i ekonomin och att sysselsättningen ökar i snabbaste takten på 5 år, men stagnerande löner och fortsatt stram finanspolitik gör att konsumtionsutrymmet är begränsat. Sparkvoten är redan på en historiskt låg nivå men låga räntor gör att hushållen ökar sin belåning. **Konsumtionen ökar med ca 2 procent per år 2018-2019**.

Arbetslösheten har varit en besvikelse trots att ekonomin i övrigt gått åt rätt håll. Nedgången har avstannat och nivån har varit i stort sett oförändrad på 8,7-8,8 procent det senaste året. **Sysselsättningen ökar** visserligen, upp med ca 1 procent under första halvåret, men ligger fortfarande lägre än 2008. Vi tror dock att **arbetslösheten nu sakta vänder nedåt och når 8,2 respektive 7,9 procent 2018 och 2019**. Konkurrenskraftspakten bidrar till att hålla **löneökningarna låga**; 2017 väntas avtalade löner i stort sett vara oförändrade. Löneglidning bidrar till något högre ökning 2018-2019. Risker ligger på uppsidan när arbetstagare vill ta del av förbättrad tillväxt samtidigt som arbetsgivarsidan betonar ett fortsatt svagt läge och konkurrenskraftsaspekter. Inflationen har legat stabilt strax under 1 procent stora delar av 2017. Även om den stiger något 2018-2019, till 1,1 respektive 1,4 procent, ligger den kvar under eurozonens genomsnitt.

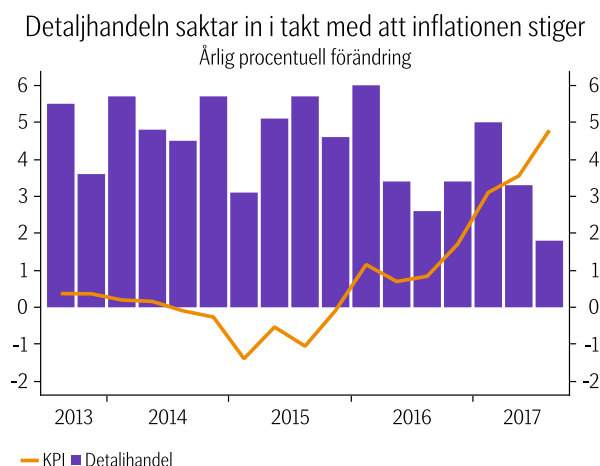
Fortsatt hög arbetslöshet och åldrande befolkning håller uppe utgiftstrycket och bidrar till att det **offentliga underskottet består, trots det ljusare ekonomiska läget**. Något utrymme för finanspolitiska stimulanser finns därför inte utan den ekonomiska politikens fokus fortsätter att ligga på budgetkonsolidering och förbättrad konkurrenskraft. **Underskottet minskar gradvis från 1,7 till 1,0 procent av BNP mellan 2016 och 2019** och den offentliga skulden minskar marginellt till 61 procent av BNP 2019.

Investeringar viktigare tillväxtdrivkraft framöver

- **Hög inflation bidrar till inbromsning av privat konsumtion**
- **Avvaktande investeringsbeteende trots rekordhøgt kapacitetsutnyttjande**

Svagare privat konsumtion bidrog till att tillväxten bromsade in tredje kvartalet 2017. Trots detta noterades en god BNP-tillväxt på 3,8 procent de tre första kvartalen på årsbasis, drivet av stark varu- och tjänsteexport. Vi väntar oss att investeringar blir en viktigare tillväxtdrivkraft framöver och att **Litauens BNP ökar med 3,2 procent 2018 och 3,0 procent 2019.**

Detaljhandelssiffror har bekräftat tidigare signaler om en inbromsning av privat konsumtion. Stigande inflation bidrar till att konsumenter i högre grad söker alternativ med lägre priser t ex genom att handla i Polen eller via internet från utlandet. Trots att emigrationen stabiliserats och immigrationen ökat sedan i somras så faller antalet konsumenter fortfarande. **Konsumentförtroendet ligger nu under förra årets nivå på grund av tveksamhet kring de ekonomiska utsikterna.**



Icke-finansiella företags lån ökar i år i långsammare takt än BNP. Samtidigt ökar hushållens skulder i paritet med disponibla inkomster, vilket sammantaget pekar på en balanserad utveckling på Litauens kreditmarknad. Uppgången i bopriser mattas av nästa år pga ökat utbud av osålda lägenheter framför allt i huvudstaden Vilnius.

Offentliga investeringar har varit oförändrade jämfört med fjolåret och hålls nere av långsamt utnyttjande av EU:s strukturfonder. Investeringarna i privat sektor har hittills ökat i

begränsad takt trots att kapacitetsutnyttjandet är rekordhøgt. Vi väntar oss dock att investeringar nästa år kommer att vara en viktigare tillväxtdrivkraft. Effektiviseringsinvesteringar bli ofrånkomliga som svar på høgt kapacitetsutnyttjandet, rekryteringsproblem och stigande arbetskraftskostnader.

Företag fortsätter att utnyttja goda förutsättningar på exportmarknader. Exporten av plaster, mejeriprodukter, möbler, stål och elektronik bidrar mest till exportuppgången. **Till det kommer att återexport till Ryssland och andra östeuropeiska-länder ökar snabbt när länderna återhämtar sig.**

Läget på arbetsmarknaden blir alltmer pressat och företagen fortsätter att klaga på brist på utbildad arbetskraft. Arbetskraften och antalet sysselsatta krymper och trenden lär fortsätta om nettoemigrationen fortsätter. En motverkande faktor är att det blir vanligare att anställa personer från icke EU-länder; inom transport, bygg och fastighetssektorerna ser vi en klar ökning. **Arbetslösheten väntas falla från 7,3 procent i år till 7,0 respektive 6,8 procent 2018-2019.**

Den genomsnittliga löneökningstakten föll från 9 procent första halvåret 2017 till ca 7 procent andra halvåret när effekten av tidigare höjning av minimilönen föll ur årsjämförelsen. Minimilönen kommer dock åter att höjas med 20 euro till 400 euro 1 januari 2018. 2018 kommer **pensionerna att också att höjas med 10 procent och gränsen för att betala skatt höjs samtidigt från 310 till 380 euro per månad**, vilket ger stöd till annars pressade konsumenter.

Snabbt **ökande arbetskraftskostnaderna** har starkt bidragit till att **inflationen varit en av de högsta inom EU**. Att löneinflationen växlat upp har framför allt bidragit till högre tjänstepriser. Till det kommer att höjda punktskatter på alkohol också har bidragit till inflationsuppgången. Vi väntar oss att konsumentpriserna ökar med 2,8 procent 2018 och med 2,5 procent 2019. **Inflationstakten framöver kommer att falla tillbaka från årets 3,7 procent men fortsätter att ligga kvar klart över EU-genomsnittet.**

Regeringen planerar för offentlig-finansiellt överskott nästa år, vi väntar oss att det landar på 0,3 procent av BNP. Ekonomin växer över potentiell takt vilket regeringen tagit in politiken och att ett underskott i ett sådant läge inte är acceptabelt. I fokus inför nästa år är reformer som ökar inkomsterna för låginkomsttagare och för att minska fattigdom.

Tillväxten allt starkare men arbetskraftsbristen tilltar

- **Byggsektorn mest expansiv**
- **Stram arbetsmarknad skapar reformbehov**
- **Lönerna accelererar trots låg produktivitet**

Tillväxten i ekonomin har tilltagit och BNP steg med 5,8 procent i årstakt det tredje kvartalet i år; den snabbaste takten på sex år och en bra bit över de flesta analytikers förväntningar. Tillväxten drevs av 8-procentig ökning av industriproduktionen medan bygg- och tjänsteproduktionen steg med 23 respektive 4 procent.

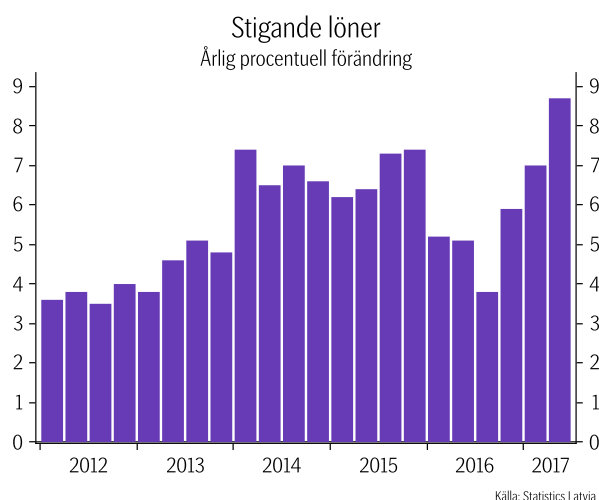
Återhämtningen i eurozonen stödjer fortsatt en expansion av Lettlands export och tillverkningsindustri. Exporten ser ut att stiga med runt 10 procent i år och med mellan 6 och 7 procent nästa år. I takt med att EU:s strukturstöd nu åter börjat flöda in har aktiviteten i byggsektorn fått sig en rejäl skjuts. Dessa kapitalflöden kommer att vara motorn i sektorn och fortsätta stimulera investeringarna efter den uppgång på 17,5 procent som noterades första halvåret. Sammantaget förväntar vi oss att **BNP växer med 4,5 procent i år följt av 3,7 resp. 3,5 procent 2018 och 2019.**

Detaljhandeln har också visat tecken på ökad aktivitet de senaste månaderna. I september steg handeln med 4,9 procent i årstakt. Privat konsumtion väntas öka ytterligare nästa år tack vare högre löner och planerade skattelättnader. Fastighetssektorn, som hittills inte riktigt hängt med accelerationen i resten av ekonomin, kommer sannolikt att stärkas. Stor osäkerhet råder dock inom transportsektorn, vilken kan bli ett orosmoment på sikt.

Om dagens tillväxttakt ska kunna bibehållas beror på i vilken grad den ekonomiska politiken kan komma tillrätta med **problemen med arbetskraftsbrist och flaskhalsar i byggsektorn.** I den senaste "Doing Business" rapporten från Världsbanken föll Lettland fem positioner till 19:e plats. Det understryker behovet av att blåsa nytt liv i reformprocessen, t ex genom att minska byråkratin.

Arbetsmarknaden har blivit allt hetare och sysselsättningsgraden ligger nära nivån före krisen. Arbetslösheten ligger dock relativt högt nära 9 procent. De kommande två åren minskar arbetslösheten då efterfrågan väntas vara hög i de flesta branscher; framför allt i byggsektorn. Vid slutet av 2017 väntas arbetslösheten ha fallit **till 8,6 procent och sedan minskar den ytterligare till 7,4 procent respektive 6,8 procent 2018 och 2019.** Därmed accentueras bristen på arbetskraft ytterligare, vilket understryker behovet av reformer av t ex

utbildningsväsendet. Att arbetskraften blir allt äldre försvårar också rekryteringsmöjligheterna och sätter press uppåt på löner och priser. Arbetskraftsinvandring vore ett sätt att hantera situationen men detta lär inte komma upp på dagordningen inför valet 2018.



Andra kvartalet accelererade löneökningarna ytterligare och nådde 8,7 procent. Det stigande lönetrycket gör att den svaga produktivitetstillväxten blir en allt mer akut fråga. **Det är dock inte troligt att de excesser som föregick krisen kommer att upprepas.** Entreprenörer kommer att fortsätta fokusera på att hålla tillbaka kostnaderna och deras bedömningar av företagets vinstmöjligheter kommer att avgöra benägenheten att gå med på löneökningar. Tack vare goda tillväxtutsikter har vi justerat upp löneökningarna till 7,6 procent i år och till drygt 8 procent 2018 varefter en viss dämpning sker 2019.

Trots höga löneökningar är inflationen relativt dämpad och låg i september på 2,9 procent. Betydande bidrag har kommit från ökade bränsle- och uppvärmningskostnader samt från prisuppgångar på en rad livsmedelsområden. **Vår prognos är att KPI-inflationen hamnar på 3 procent 2017.** Nästa år kommer prispressen att vara fortsatt stark då den ekonomiska aktiviteten accelererar och vissa punktskatter höjs. **Inflationen väntas ändå bromsa in till 2,7 procent 2018 och till 2,3 procent 2019** på grund av lägre bidrag från energisidan.

Regeringen har nu antagit budgeten för 2018. Nästa års budgetunderskott prognostiseras till 1 procent av BNP, vilket är i nivå med det troliga utfallet för 2017. Med tanke på det starka konjunkturläget vore **en stramare finanspolitik med sikte på budgetbalans för 2018 lämplig.**

Full gas i Estlands ekonomi

- **BNP-tillväxten accelererade till 5,2 procent under första halvåret.**
- **Starka investeringar lyfter tillväxten**
- **Byggsektorn drar nytta av högre offentliga utgifter och demografi**

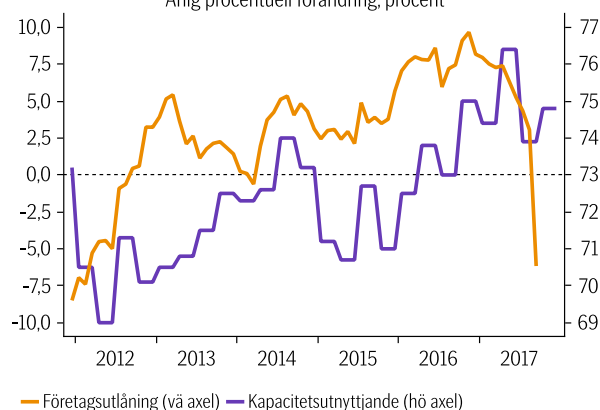
Under första halvåret 2017 **växte Estlands BNP med imponerande 5,2 procent**. Förra gången tillväxten nådde sådana nivåer var 2011 när ekonomin återhämtade sig efter den kraftiga lågkonjunkturen. **BNP väntas öka med 4,1 procent i år** och även 2018 och 2019 väntas en hyfsad tillväxt på **3,3 procent respektive 3,0 procent**.

I år har den viktigaste drivkraften för BNP-tillväxten varit investeringarna som första halvåret ökade med 17 procent. Investeringstillväxten var dock inte bredbaserad; nästan hälften kom från ökad upprustning av transportsektorn. Efter en **uppgång med 22 procent under första halvåret** bidrog också byggandet med en kvarts procentenhet till expansionen. Förutom starkt byggande av bostäder och kommersiella fastigheter fördubblades nästan de offentliga investeringarna. Estlands offentliga investeringar är beroende av **EU: s strukturfonder** och medlen från programperioden 2014-2020 har nu bara börjat flöda in i ekonomin. I näringslivet är investeringsutsikterna osäkrare. Efter andra kvartalets topp har kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningen fallit tillbaka men ligger fortfarande på en historiskt sett hög nivå. Tillväxten av företagens utlåning har dock dämpats sedan slutet av 2016 och i september minskade den totala utlåningsportföljen jämfört med året innan. En förklaring kan vara att bättre lönsamhet innebär att mindre investeringar kan finansieras utan kredit. **Investeringarna ökar med 14,5 procent år 2017 och 3,6 och 4,0 procent år 2018 respektive 2019 enligt vår prognos.**

Efterfrågan på bostäder har gynnats av **den starka arbetsmarknaden**. Estlands sysselsättningsgrad har stigit till den högsta nivån i modern tid; närmare 68,3 procent av befolkningen i åldersgruppen 15-74 år var anställd under det andra kvartalet 2017. Löneökningarna är höga och visar inga tecken på inbromsning; lönerna ökade med 6,3 procent i genomsnitt under det första halvåret. **Höga löneökningar** måste också beaktas när man tittar på fastighetspriserna. Medan ett EU-husprisindex ökat med modesta 10 procent sedan 2010 har Estlands huspriser stigit med 70 procent under samma tidsperiod. I relation till lönerna är dock fastighetspriserna fortfarande överkomliga. Demografin har dessutom

ökat efterfrågan i och med att befolkningen ökar mest i åldern 25-34 år dvs den grupp som är mest benägna till bostadsköp.

Högt kapacitetsutnyttjande men kreditefterfrågan viker
Årlig procentuell förändring, procent



Källa: European Commission (DG ECFIN), Bank of Estonia (Eesti Pank), Macrobond, SEB

Den rekordhög tillväxten i industriproduktionen har bromsat in. Under första halvåret visade produktionen tvåsiffriga ökningstal men utvecklingen dämpades under det tredje kvartalet till 3 procent. Avmattningen var relativt bredbaserad. Utsikterna för den svenska byggsektorn har också betydelse i Estland där träförädlingsindustrin gynnats av den svenska byggboomen och varit den mest framgångsrika tillverkningsindustrin under många år. Produkter av trä och färdigmonterade hus står nu för mer än 20 procent av den totala varuexporten och en svensk byggavmattning skulle sätta spår i tillväxtsiffrorna. Ännu så länge är dock prognosen för Estlands viktigaste handelspartners generellt optimistisk varför **exporten väntas öka med 4,2 procent 2017, 4,5 procent 2018 och 4,0 procent 2019.**

Samtidigt som BNP accelererat har också inflationen stigit. HIKP-inflationen ökade med 3,5 procent under de första nio månaderna 2017. Det enda EU-landet där inflationen är högre än så är Litauen samtidigt som Lettland hamnar på tredje plats. Utvecklingen är inte förvånande med tanke på att bränsle- och livsmedelspriser stiger snabbt, samtidigt som basvaror utgör en stor andel av de totala utgifterna för relativt fattiga hushåll. Även inhemska faktorer har bidragit. Regeringen har genomfört stora punktskattehöjningar på alkohol och bränslen. Dessutom har det starka löntrycket höjt priserna på tjänster. Många av de ovan nämnda faktorerna kommer att kvarstå de kommande åren varför **prognosen är att HIKP-inflationen blir 3,6 procent i år och 3,0 och 2,5 procent 2018 och 2019.**

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
BNP OECD	1,8	2,4	2,3	2,0
BNP världen (PPP)	3,2	3,8	3,9	3,8
KPI OECD	1,1	2,2	1,9	1,8
Exportmarknad OECD	2,5	4,1	3,8	3,4
Oljepris, Brent (USD/fat)	45,2	54,7	55,0	60,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr USD	2016	2017	2018	2019
BNP	18 906	1,5	2,3	2,6	2,0
Privat konsumtion	13 057	2,7	2,7	2,9	2,1
Offentlig konsumtion	3 287	0,8	-0,1	0,7	0,7
Bruttoinvesteringar	3 126	0,6	3,7	3,3	3,1
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,4	-0,1	0,0	0,0
Export	2 241	-0,3	3,3	4,2	3,9
Import	2 806	1,3	3,3	4,0	4,2
Arbetslöshet (%)		4,9	4,3	3,9	4,1
KPI		1,3	2,1	2,1	1,8
Hushållens sparkvot (%)		4,9	3,8	3,2	3,3

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	10 515	1,8	2,3	2,3	2,1
Privat konsumtion	5 754	2,0	2,1	2,2	2,0
Offentlig konsumtion	2 169	1,8	1,2	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 078	4,5	4,5	4,3	4,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)	0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Export	4 847	3,3	4,4	4,5	4,5
Import	4 362	4,7	4,8	5,0	5,0
Arbetslöshet (%)		10,0	9,1	8,5	8,2
KPI		0,2	1,5	1,0	1,4
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	1,3	1,1
Japan	1,0	1,5	1,2	1,0
Tyskland	1,9	2,2	2,2	2,0
Frankrike	1,2	1,8	2,0	2,0
Italien	0,9	1,5	1,6	1,6
Kina	6,7	6,9	6,6	6,2
Indien	7,9	6,6	7,5	7,8
Brasilien	-3,6	0,7	2,2	2,3
Ryssland	-0,2	1,8	2,0	1,9
Polen	2,7	4,0	3,5	3,2
Inflation				
Storbritannien	0,6	2,7	2,3	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	1,3	1,5
Italien	-0,1	1,4	1,3	1,5
Kina	2,0	1,7	2,5	2,8
Indien	5,0	3,3	4,5	4,5
Brasilien	8,8	3,4	4,0	4,3
Ryssland	7,1	3,7	4,0	4,5
Polen	-0,6	2,1	2,7	2,5
Arbetslöshet (%)				
Storbritannien	4,9	4,4	4,3	4,6
Japan	3,1	2,9	2,5	2,3
Tyskland	4,1	3,7	3,7	3,8
Frankrike	9,9	9,5	9,2	8,9
Italien	11,7	11,5	11,2	11,0

FINANSIELLA PROGNOSE

Officiella räntor		15-Nov	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	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Obligationsräntor							
USA	10 years	2,35	2,45	2,60	2,80	2,90	2,90
Japan	10 years	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Tyskland	10 years	0,38	0,50	0,55	0,75	1,00	1,10
Storbritannien	10 years	1,29	1,40	1,45	1,60	1,85	2,10
Växelkurser							
USD/JPY		113	114	115	110	108	105
EUR/USD		1,18	1,14	1,17	1,20	1,23	1,25
EUR/JPY		133	130	135	132	133	131
EUR/GBP		0,90	0,92	0,90	0,88	0,86	0,84
GBP/USD		1,32	1,24	1,30	1,36	1,43	1,49

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr SEK	2016	2017	2018	2019
BNP	4 405	3,3	3,2	2,6	2,4
BNP, dagkorrigerat		3,1	3,5	2,7	2,5
Privat konsumtion	1 950	2,2	2,4	2,2	2,2
Offentlig konsumtion	1 152	3,4	1,6	0,8	0,5
Bruttoinvesteringar	1 059	5,6	7,7	6,3	4,7
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)	31	0,0	0,0	0,0	0,0
Export	1 950	3,3	5,3	7,2	3,0
Import	1 737	3,4	6,3	8,4	3,2
Arbetslöshet (%)		6,9	6,7	6,2	6,2
Sysselsättning		1,5	2,3	2,0	1,1
Industriproduktion		2,8	4,5	6,0	5,0
KPI		1,0	1,8	1,8	2,1
KPIF		1,4	2,0	1,8	1,8
Timlöneökningar		2,4	2,7	3,1	3,5
Hushållens sparkvot (%)		15,8	15,5	15,8	15,7
Real disponibel inkomst		2,3	2,4	3,1	2,5
Bytesbalans, % av BNP		4,5	4,5	4,3	3,8
Statligt lånebehov, mdr SEK		-85	-41	-25	-40
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		1,1	1,0	0,7	1,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		42,2	39,9	37,8	35,5

FINANSIELLA PROGNOSE

	15-Nov	Dec-17	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	0,00	0,50
3-månaders ränta, STIBOR	-0,61	-0,55	-0,45	-0,27	0,10	0,55
10-års ränta	0,70	0,75	0,95	1,35	1,60	1,70
10-års räntedifferens mot Tyskland	32	25	40	60	60	60
USD/SEK	8,45	8,77	8,29	7,88	7,56	7,36
EUR/SEK	9,97	10,00	9,70	9,45	9,30	9,20
KIX	114,1	114,9	111,3	108,6	106,8	105,9

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	218	1,9	2,9	2,5	2,3
Privat konsumtion	119	1,8	1,8	2,0	2,0
Offentlig konsumtion	52	1,2	0,5	0,5	0,5
Bruttoinvesteringar	46	7,2	7,0	3,8	4,0
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		0,4	0,0	0,0	0,0
Exports	76	1,3	7,0	5,3	4,0
Imports	79	4,4	6,0	4,0	3,5
Arbetslöshet (%)		8,9	8,7	8,2	7,9
KPI, harmoniserat		0,4	0,9	1,1	1,4
Timlöneökningar		1,5	1,5	2,0	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,4	-0,9	-1,0	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,7	-1,5	-1,3	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		63,1	62,5	62,0	61,0

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr NOK	2016	2017	2018	2019
BNP	3 152	1,1	2,0	1,6	1,8
BNP (Fastlandet)	2 646	1,0	1,9	2,4	2,3
Privat konsumtion	1 311	1,5	2,5	2,6	2,6
Offentlig konsumtion	706	2,1	1,8	1,6	1,6
Bruttoinvesteringar	711	-0,2	4,0	2,0	2,1
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		1,4	-0,2	0,0	0,0
Export	1 266	-1,8	2,3	1,4	1,6
Import	956	2,3	3,1	2,9	2,3
Arbetslöshet (%)		4,7	4,2	3,9	3,7
KPI		3,6	1,8	1,5	1,5
KPI-JAE		3,0	1,4	1,4	1,4
Årslöneökningar		1,7	2,4	2,8	3,1

FINANSIELLA PROGNOSE

	15-Nov	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	1,51	1,50	1,45	1,55	1,85	2,05
10-års räntedifferens mot Tyskland	113	100	90	80	85	95
USD/NOK	8,26	8,33	7,95	7,67	7,40	7,20
EUR/NOK	9,75	9,50	9,30	9,20	9,10	9,00

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr DKK	2016	2017	2018	2019
BNP	2 065	2,0	2,3	2,3	2,3
Privat konsumtion	987	2,1	2,3	2,6	2,5
Offentlig konsumtion	525	0,3	0,8	0,9	1,2
Bruttoinvesteringar	414	6,0	2,8	4,2	3,6
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		-0,2	-0,1	-0,1	0,0
Export	1 102	2,8	5,5	4,6	3,6
Import	963	3,8	5,2	4,9	4,1
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,5	5,7	5,3	4,9
KPI, harmoniserat		0,0	1,2	1,4	1,4
Timlöneökningar		1,8	1,7	1,9	2,1
Bytesbalans, % av BNP		8,1	8,5	8,6	8,6
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	0,0	0,5	1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		37,7	37,0	36,0	35,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	15-Nov	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	0,46	0,60	0,65	0,85	1,10	1,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	8	10	10	10	10	10
USD/DKK	6,31	6,53	6,36	6,20	6,05	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	5,0	4,2	3,6	3,5
Offentlig konsumtion	7	1,3	1,5	1,3	1,3
Bruttoinvesteringar	7	-0,5	7,0	8,0	5,0
Export	29	3,5	7,0	4,9	3,7
Import	28	3,5	7,6	5,8	4,3
Arbetslöshet (%)		7,9	7,3	7,0	6,8
KPI		0,7	3,7	2,8	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,3	0,0	0,3	0,2
Skuld, offentlig sector, % av BNP		40,2	41,0	36,5	37,5

LETTLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	25	2,0	4,5	3,7	3,5
Privat konsumtion	15	3,5	5,2	5,7	4,1
Offentlig konsumtion	4	2,7	3,4	2,2	1,8
Bruttoinvesteringar	5	-11,7	16,0	9,0	7,5
Export	15	2,8	7,2	6,5	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	-1,2	-1,1
Skuld, offentlig sector, % av BNP		40,1	38,6	37,3	36,5

ESTLAND

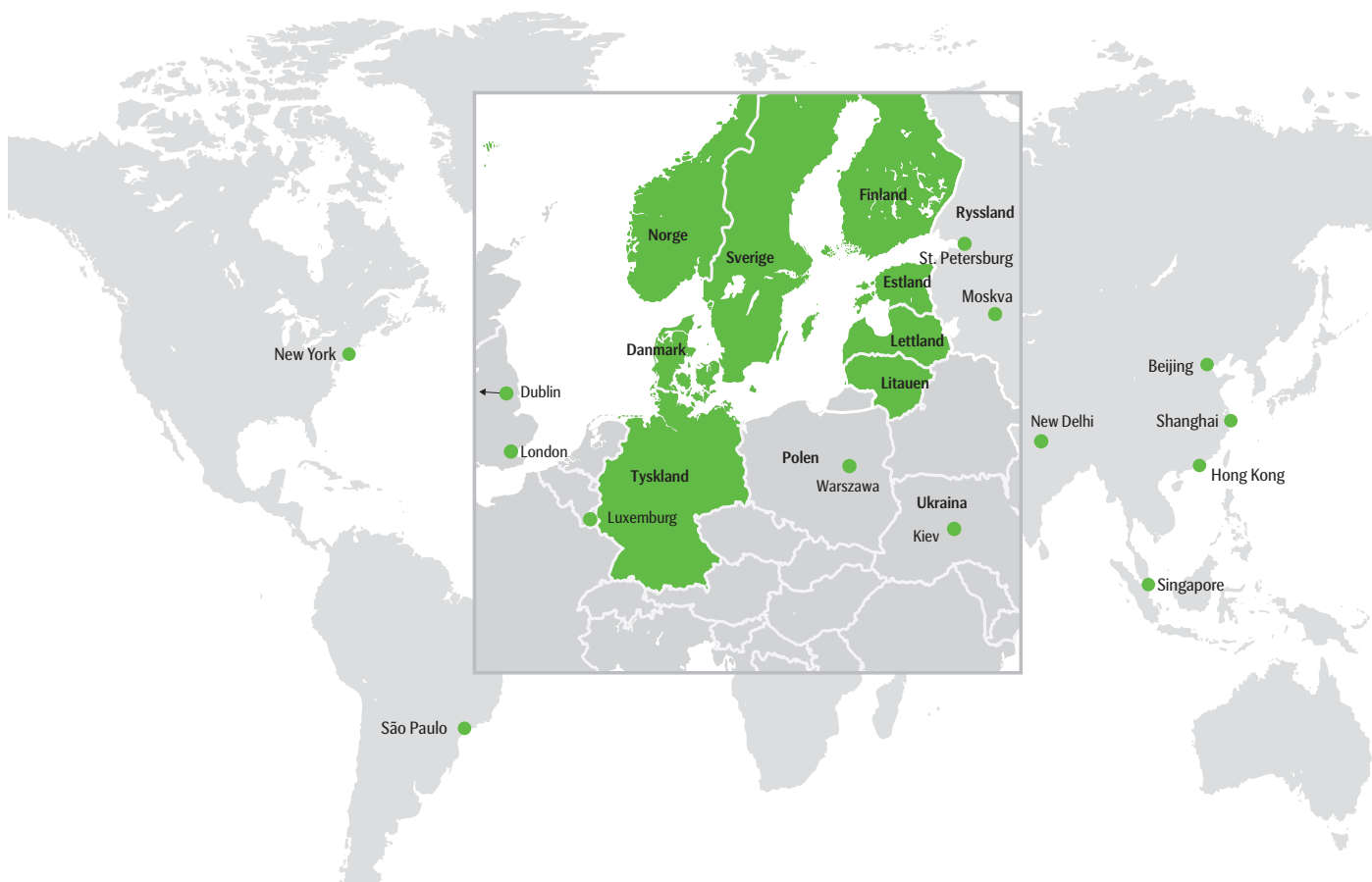
Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	21	2,1	4,1	3,3	3,0
Privat konsumtion	10	4,4	2,0	4,2	2,6
Offentlig konsumtion	4	1,9	1,2	1,8	2,2
Bruttoinvesteringar	5	-1,2	14,5	3,6	4,0
Export	17	4,1	4,2	4,5	4,0
Import	16	5,3	4,6	4,0	3,7
Arbetslöshet (%)		6,8	6,2	6,8	7,2
KPI		0,8	3,6	3,0	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,3	0,0	-0,2	-0,4
Skuld, offentlig sector, % av BNP		9,4	9,3	9,0	9,0

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 september 2017 uppgick koncernens balansomslutning till 2 933 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 850 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.