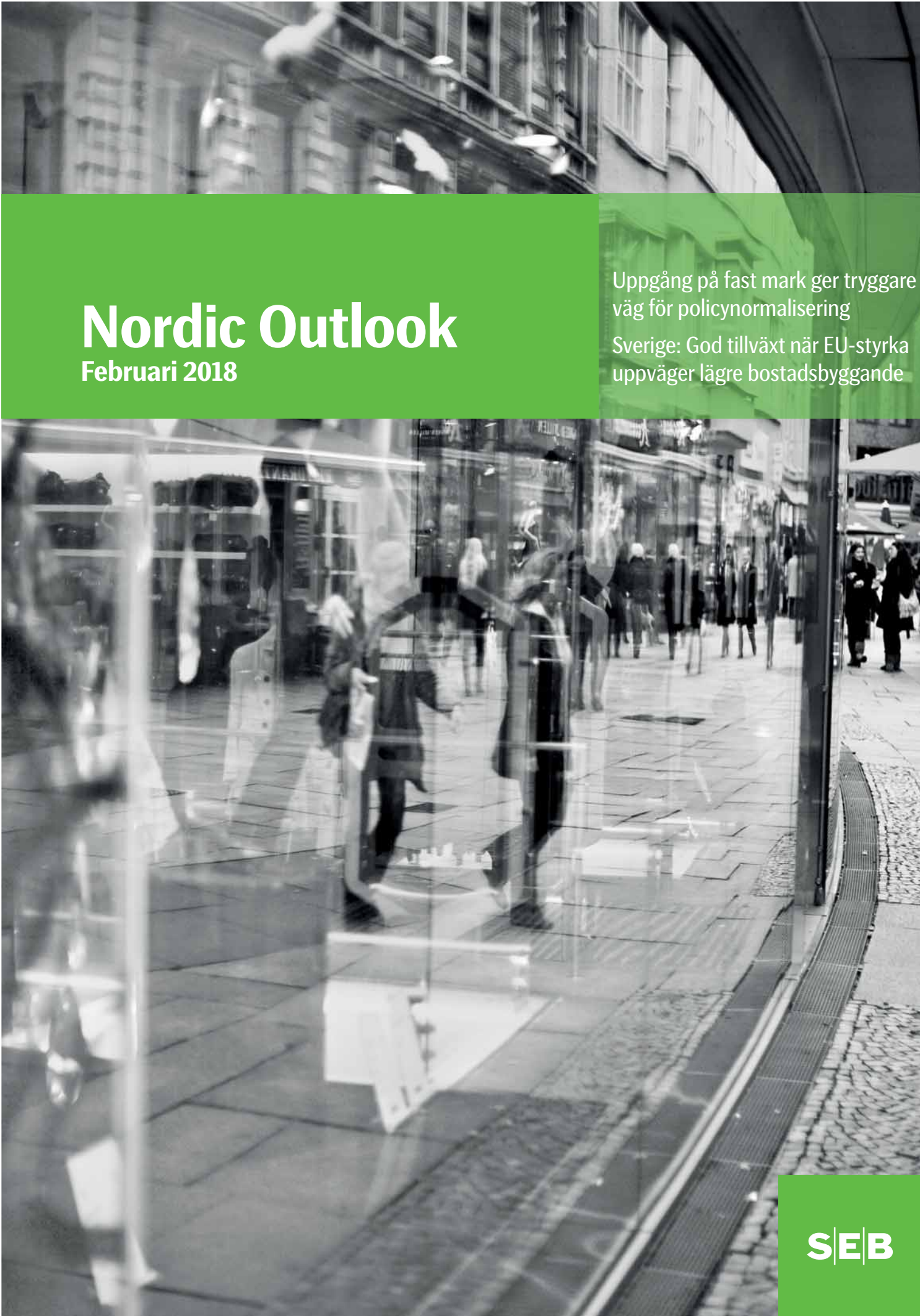




Nordic Outlook

Februari 2018

Uppgång på fast mark ger tryggare
väg för policynormalisering

Sverige: God tillväxt när EU-styrka
uppväger lägre bostadsbyggande

SEB

Internationell översikt	4
Tema: Volatilitetsgåtan – är det lugnet före stormen?	12
USA	14
Japan	18
BRIC	19
Tema: Oljepriset – en dragkamp mellan OPEC och USA	22
Eurozonen	23
Storbritannien	26
Sverige	27
Tema: Både skillnader och likheter på nordisk bomarknad	31
Danmark	33
Norge	34
Finland	36
Estland	37
Lettland	38
Litauen	39
Nyckeldata	40

Fördjupningsrutor

Blicken i backspegeln när Fed letar nya mål	8
Positionering & värdering påverkar kraften	13
Kinas skuldbantning – modell "Korea-Light"	19
Nytändning utan EUfori i EU-samarbetet	25

Uppgång på fast mark ger tryggare väg mot normalisering

- Skattesänkningar i USA och nytändning i EU-samarbetet ger BNP-lyft
- EM-ekonomiers BNP-tillväxt över 5 procent trots kontrollerad dämpning i Kina
- Robust BNP och minskande nedåtrisker för inflation förenklar CB-normalisering
- EU-optimism driver EUR/USD över 1,30 trots att Fed höjer till 2,75 procent i slutet av 2019
- Centralbanker, skattesänkningar och konjunktur lyfter lågräntor och börser
- Industristyrka ger fortsatt svensk högkonjunktur, men låg inflation ger Rix huvudbry

Den globala ekonomin har imponerat på bred front den senaste tiden. **USA-ekonomin** visade styrka under senare delen av 2017 och när nu Trump-administrationen fått igenom ett relativt stort skattepaket förbättras utsikterna ytterligare. I **eurozonen** förstärker ökad politisk och ekonomisk framtidstro varandra, vilket bidrar till att tillväxten nu är den högsta på ett decennium. Osäkerhet om framtida EU-relationer gör att den **brittiska ekonomin** tappar mark, men konsekvenserna har hittills varit mindre allvarliga än befarat. Även för **tillväxt-ekonomierna** (Emerging Markets, EM) har ljuspunkterna dominerat. År 2017 växte ekonomierna upp betydligt efter tidigare svacka och framöver etableras en BNP-ökning runt 5 procent. I **Kina** sker en viss dämpning när ledningen, efter Kommunistpartiets kongress, accepterar lite lägre tillväxt för att prioritera skuldbantning. I övriga större EM-ekonomier, med **Indien** i spetsen, accelererar BNP. De **nordiska ekonomierna** fortsätter att växa över trend. **Norska** bostadspriser håller på att stabiliseras och vi ser goda utsikter för att prisfallet i **Sverige** ska stanna vid 10 procent. Tillväxtens drivkrafter förändras dock när bostadsbyggandet minskar samtidigt som export och industriproduktion växlar upp.

Det senaste året har vi varit mer optimistiska än konsensusbilden, men ändå kontinuerligt fått göra upprevideringar i små steg. Vi justerar nu åter upp **prognosen för global tillväxt med en tiondel per år 2017 till 2019**, vilket leder till en stabil BNP-uppgång kring 4 procent. Den största justeringen gäller för USA år 2019 då skattesänkningarna troligen ger den största tillväxtimpulsen. Vi har tidigare varit försiktiga med att låta politisk osäkerhet påverka våra tillväxtprognoser, men i viss mån har vi nog, liksom många andra bedömare, **underskattat**

den positiva kraften i amerikanska skattesänkningar och pånyttfödd optimism inom EU-samarbetet. 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. **Att oljepriset etableras på en lite högre nivå kring 65 dollar/fat gynnar också världsekonomin** (se temaartikel "Oljepriset – en dragkamp mellan OPEC och USA"). Vår vy att ekonomins utbudssida kan överraska positivt sent i cykeln har också viss medvind, åtminstone ger fortsatt dämpade löneökningar centralbankerna stort manöverutrymme att utforma den penningpolitiska normaliseringen.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

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

Trots de ljusa prognosutsikterna de närmaste åren finns ett antal orosmoment som på sikt måste beaktas. Att Trump nu verkar ha större förmåga att få acceptans, och i vissa fall större uppskattning, för sitt ekonomisk-politiska program hindrar inte att dagens djupa motsättningar i amerikansk politik kan vara farliga på sikt. **Lynligt amerikanskt agerande i utrikes- och handelspolitik skapar även fortsättningsvis osäkerhet.** Om EU-samarbetet får en nytändning utan Storbritannien och med Macron och en ny lite mer europavänlig tysk regering i förarsätet gynnas stabiliteten på kort sikt. Men federalistiska ambitioner kan framöver skapa spänningar och dilemman. Det gäller t ex Sveriges och Danmarks EU-positionering samt de östliga medlemsländernas roll.

När det gäller mer traditionella konjunkturrisiker är det tydligt att **de amerikanska skattesänkningarna kommer i ett sent cykliskt skede** när de lediga resurserna i ekonomin trots allt är ganska små. De bidrar också till att minska utrymmet för

finanspolitiska stimulanser vid nästa konjunkturnedgång. Då behövs de egentligen bättre eftersom risken är stor för att den penningpolitiska ammunitionen inte hinner byggas upp i så stor grad. Att inflationsresponsen på stark tillväxt och arbetsmarknad är så svag gör att det ekonomisk-politiska ramverket med inflationsmål fortsätter att ifrågasättas. Bakom hörnet lurar risker med att **en fortsatt ultralätt penningpolitik ska försvaga omvandlingstrycket och skapa nya finansiella bubblor**. Den förda politiken har också bidragit till att pressa ned volatiliteten på de finansiella marknaderna på ett sätt som kan vara lite förrädisk. I temaartikeln "*Volatilitetsgåtan - är det lugnet före stormen?*" drar vi dock den lugnande slutsatsen att det finns viktiga underliggande förklaringar till rådande läge. En annan risk är kopplad till fördelningsfrågor, främst genom att vidgande klyftor leder till **ökande politiska och sociala spänningar**. Men vi kan också se att generellt låga köpkraftslyft för hushållen börjar hämma konsumtionen, även om den i många länder på kort sikt hålls uppe av minskat sparande.

Generellt ser de flesta centralbanker ut att vara på väg att reagera på starka konjunktursignaler och förändrad riskbild genom att påskynda den penningpolitiska normaliseringen. Vi tror nu att **Fed ökar takten och höjer räntan fyra gånger i år** följt av ännu ett steg till 2,75 procent i slutet av 2019. Det starka uppsvinget i Europa gör att även **ECB närmar sig en normalisering**. Obligationsköpen avslutas i september och följs av höjd inlåningsränta i mars 2019 medan övriga räntor höjs i mitten av året. I slutet av 2019 ligger ECB:s styrränta på 0,50 procent. Nedgången på bostadsmarknaden ändrar inte bilden av att **Riksbanken levererar sin första reporäntehöjning i september 2018 följt av tre steg till 0,50 procent i slutet av 2019**. Vår låga inflationsprognos närmaste halvåret kan dock ge Riksbanken visst huvudbry. **Norges Bank** signalerar viss sannolikhet för höjning redan i höst; vi tror att **höjningen kommer i december och följs av två steg under 2019 till 1,25 procent**.

Den tydliga uppgången i internationella obligationsräntor sedan mitten av december avspeglar förändrade tillväxt- och centralbanksutsikter. Vi tror att räntorna fortsätter högre, drivet av stark konjunktur och fortsatta centralbankssteg. Men det finns också starka krafter som talar för fortsatt lågt ränteläge såsom svagt inflationstryck och återinvesteringar av ECB:s obligationsinnehav. Vår prognos är att statsobligationsräntor **stiger modest med 60-80 punkter till 3,30 respektive 1,50 procent i USA och Tyskland i slutet av 2019, men riskerna ligger på uppsidan**.

Uppskruvade förväntningar på Fed har inte gett någon draghjälp för dollarn och andra krafter än relativa penningpolitiska utsikter verkar nu dominera rörelserna för EUR/USD. Styrkan i ekonomin och ett mer stabilt politiskt landskap har ökat förtroendet för euron som reservvaluta, vilket bidrar till **fortsatt gradvis appreciering till 1,32 för EUR/USD i slutet av 2019**.

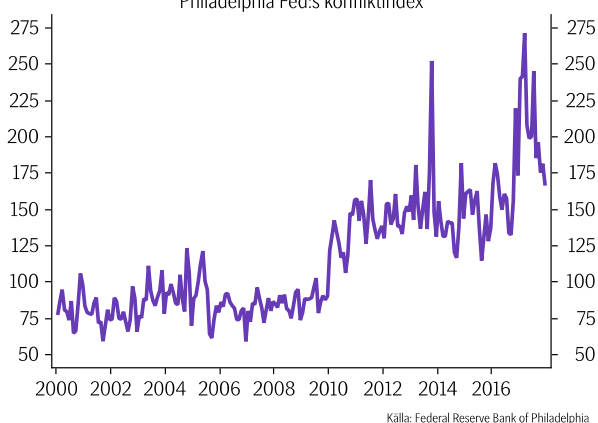
Börserna får fortsatt stöd när en synkroniserad global konjunkturstyrka och ökade investeringar gynnar vinstutvecklingen. Därtill ger USA:s skattesänkningar en extra injektion åt börserna. Men den senaste tidens uppgång har drivit

upp värderingarna till nivåer som gör börserna mer känsliga för besvikelser i vinstutvecklingen.

USA: Skattesänkningar lyfter tillväxt

Den amerikanska ekonomin avslutade 2017 på ett imponerande sätt. Även om BNP-siffran för fjärde kvartalet inte riktigt levde upp till förväntningarna bekräftar sammansättningen en underliggande styrka. Den högre nivån på råoljepriset har bidragit till en förnyad investeringsuppgång i oljeutvinning samtidigt som konsumtionsuppgången fortsätter. Att administrationen därtill, efter segdragna kongressprocesser, fått igenom ett ganska stort skattepaket bidrar till ljusare tillväxtutsikter. IMF:s syn är att skattepaketet ackumulerat lyfter BNP-nivån år 2020 med 1,2 procent. Vi gör en något försiktigare tolkning, bl a på grund av låg konsumtionsbenägenhet hos förmögna hushåll som i hög grad gynnas, men reviderar ändå upp BNP-prognoserna. **Detta gäller främst 2019 (till 2,5 från 2,0 procent i november) då vi tror att finanspolitikens tillväxtimpuls blir som starkast.**

USA: Lägre konfliktnivå i kongressen
Philadelphia Fed:s konfliktindex

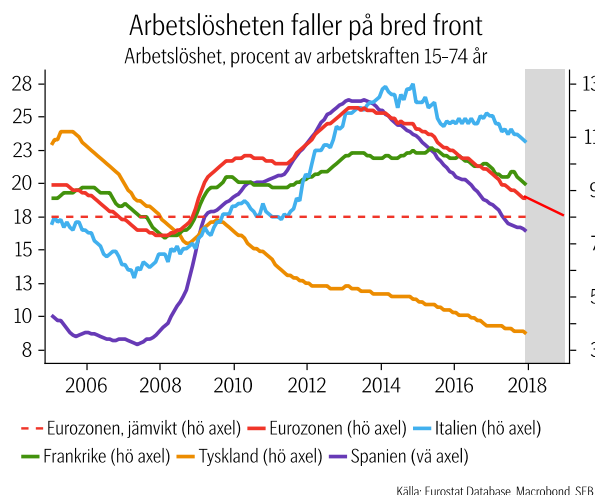


Källa: Federal Reserve Bank of Philadelphia

Även om presidenten fortfarande ofta agerar lynnigt och provocerande verkar en omvärdering av administrationens förmåga och ambitioner vara på gång. Detta gäller inte minst inom det amerikanska näringslivet som allt tydligare pekar på avregleringarnas positiva effekter. Administrationens större självförtroende bidrar till minskade risker för allvarliga handelspolitiska bakslag, inte minst när det gäller NAFTA-förhandlingarna med Kanada och Mexiko. I takt med att allt fler frågetecken på efterfrågesidan rätas ut blir arbetsmarknadsläget än mer avgörande för tillväxtutsikterna på längre sikt. Arbetslösheten var i januari 4,1 procent och **det mesta tyder på att vi under första halvåret får se nivåer under 4 procent**; klart lägre än de 4,6 procent som den senaste tiden utgjort Feds estimat på jämviktsnivå. Men bilden är inte entydig; Fed verkar vara på väg att justera ned estimatet för jämviktsarbetslöshet ytterligare och därmed signalera att man inte är alltför oroad av överhettningriskerna på arbetsmarknaden. Att deltagandegraden på arbetsmarknaden ligger strax under 63 procent, klart under toppen kring 67 procent år 2000, talar också för en potential för **fortsatt god BNP-tillväxt**.

EU: ökad ekonomisk och politisk framtidstro

Den positiva trenden i eurozonen har förstärkts den senaste tiden. Den starka avslutningen av 2017 har bidragit till **att vi justerat upp BNP-tillväxten för 2018 från 2,3 till 2,5 procent**. Arbetslösheten har gradvis sjunkit från en topp på 12,1 procent i början på 2013 till den senaste noteringen på 8,7 procent. Det är fortfarande en bit kvar till de 8,0 procent som utgjort vår skattning av jämviktsarbetslöshet. Det innebär att eurozonen cykliskt sett tydligt släpar efter andra ledande industriländer som redan ligger på eller under sin jämviktsnivå. I en miljö med varaktigt god efterfrågan på arbetskraft, och med vissa strukturreformer på arbetsmarknaden i t ex Frankrike och Spanien, är det därtill inte orimligt att eurozonens jämviktsnivå kan pressas nedåt en del. Från utbudssidan finns därför inga hinder för en fortsatt tillväxt över trend de närmaste åren. **Vi tror ändå att BNP saktar ned något till 2,2 procent 2019**, bl a beroende på att en starkare euro i viss mån hämmar exporten. Hushållens inkomstutveckling fortsätter därtill att vara svag och det är tveksamt om den nedgång i sparkvoten som just nu håller uppe konsumtionen kommer att fortsätta.

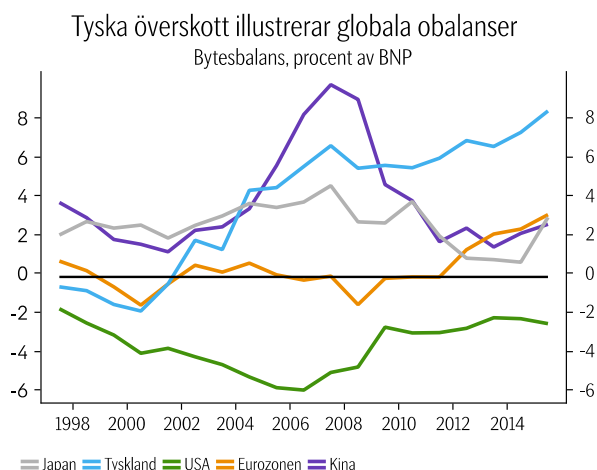


Trots stora farhågor i början av 2017 gav de många politiska valen i huvudsak lugnande resultat. Också 2018 har en innehållsrik politisk agenda, även om den inte lär påverka ekonomin så mycket på kort sikt. Det är i nuläget **svårt att se hur en stabil italiensk regering ska kunna bildas efter valet den 4 mars**. Men eftersom 5-stjärnerörelsen inte längre driver ett euronutträde har den viktigaste frågan förlorat sin sprängkraft och därmed har finansmarknadernas intresse för valet svalnat. **En ny storkoalition mellan kristdemokrater (CDU/CSU) och socialdemokrater (SPD) är nu antligen på väg att bildas i Tyskland**. Att SPD med relativt liten majoritet valde att gå in i en ny Merkelledd koalition tvingar partiledningen att inta en tuffare attityd än tidigare. Detta gäller inte minst inom EU-politiken där SPD, lett av EU-parlamentets förre talman Martin Schulz, lär ha en stor samsyn med Frankrike och president Macron. Detta stärker bilden av att EU-samarbetet är på väg in i en nytändning efter den uppgivenhet som nådde sin kulmen mellan Brexitomröstningen och det franska presidentvalet. De närmaste åren får utvisa om man hittar en gyllene medelväg där **framstegen blir tillräckligt tydliga för att stärka tilltron till europrojektet** utan att man

för den skull slår in på en **aggressivt federalistisk väg som skapar nya spänningar mellan medlemsländerna**.

Snäva tidsmarginaler i Brexitförhandlingar

De ekonomiska effekterna av osäkerheten kopplat till Storbritanniens framtida relationer till EU har hittills varit mindre än väntat. Framför allt har investeringarna hållits uppe i oväntat hög grad. Det svaga pundet har bidragit till att stimulera exporten, men har å andra sidan också pressat hushållens köpkraft och konsumtion via stigande importpriser. Efter att parterna i december enats om villkoren för utträdet är det nu dags att inleda förhandlingarna om framtida relation. **Vårt huvudscenario är att en fullständig överenskommelse kommer att nås någon gång i höst**. Därmed finns goda utsikter till att ekonomin kan mjuklanda med en måttlig nedväxling av BNP-tillväxten från 1,8 procent 2017 till 1,4 resp. 1,1 procent 2018 och 2019. Men riskerna är betydande. Tidsramarna är mycket snäva och olika former av **politiska kriser kan uppstå som stoppar eller fördröjer ett avtal**. Enstaka EU-länder kan sätta sig på tvären, men framför allt kan interna brittiska stridigheter ställa till problem. Regeringen och premiärminister Theresa May har en svag position och kommer att utsättas för olika former av kritik på hemmaplan.



EM-tillväxten stabiliseras på hög nivå

Även för EM-ekonomierna har de positiva signalerna dominerat. Den stora uppväxlingen av tillväxten skedde mellan 2016 och 2017 men **BNP-tillväxten för SEB:s EM-aggregat stabiliseras nu på en nivå något över 5 procent**; den högsta på ett drygt decennium. Fedhøjningarna för visserligen med sig vissa risker för finansiella störningar framöver. Men dessa mildras av att de sker i en miljö med stark global BNP-tillväxt och de väntas inte leda till kraftig dollarappreciering som skulle öka bördan av USD-denominerade skulder. BNP-tillväxten i Kina nådde förra året 6,9 procent och överträffade därmed Pekings mål på ca 6,5 procent. Vi väntar oss nu en gradvis dämpning till 6,6 resp. 6,2 procent 2018 och 2019. President Xi har nu stärkt sin maktbas efter höstens ommöblering i Kommunistpartiets ledning och kan därmed öka takten i reformarbetet. Det innebär bl a ökad acceptans av lägre tillväxt som ett pris för att få ned skuldbördan i den offentliga sektorn.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

I **Indien** har tillväxten accelererat under andra halvåret efter att tidigare ha dämpats under ett drygt år. BNP-tillväxten väntas 2018 växa upp till 7,5 procent och stärkas ytterligare något 2019. Regionala valframgångar tyder på BJP-regeringen har stöd för att fortsätta sin reformpolitik, men lär ändå agera försiktigt på det viktiga arbetsmarknadsområdet fram till valet 2019. Återhämtningen i **Brasilien** har gynnats av högre råvarupriser och en svag valuta; BNP-tillväxten väntas i år nå 2,7 procent för att stiga ytterligare något 2019. Trots fortsatt politisk osäkerhet har stabiliteten på de finansiella marknaderna ökat, men det stora missnöjet med etablerade politiker kan öppna upp för populistiska framgångar i höstens presidentval. Tillväxten i **Ryssland** mattades av andra halvåret 2017 bl a genom de begränsningar av oljeproduktionen som följde av avtalet med OPEC. Borttagningen av kvoterna i mitten av 2018 i kombination med lite högre oljepris och svagare rubel gör att BNP-tillväxten når dryga 2 procent 2018. Putin kommer att annonsera ekonomiska reformer efter sin säkra vinst i presidentvalet i mars men starka särintressen lär effektivt förlama implementeringen.

Nordisk tillväxt över trend

Stark europakonjunktur ger skjuts åt de nordiska ekonomierna. Tillväxten ligger över trend, men det saknas samtidigt inte orosmoln. I Norge och Danmark ligger arbetslösheten på historiskt låga nivåer. Utbudsrestriktioner kan därför ganska snart bidra till en tillväxtdämpning, även om starka balansräkningar inte tyder på några excesser. Den **svenska konjunkturen är fortsatt stark**, men tillväxten dämpas nu av minskande bostadsinvesteringar i spåren av fallande priser. Vårt huvudscenario är att prisnedgången stannar på 10 procent och att en uppväxling av export och industriproduktion då säkerställer en fortsatt BNP-tillväxt över trend på 2,6 respektive 2,4 procent 2018 och 2019. **Återhämtningen i Norge** klev förra året upp på mer stabil mark och **växlar nu upp ytterligare**. Bostadsbyggandet mattas visserligen men export och industrins investeringar ökar även här på bred front. **Fastlands-BNP väntas öka med ca 2,5 procent per år 2018-2019** och accelererande oljeinvesteringar gör att även total BNP lyfter. Efter flera svåra år hamnade **Finland 2017 i nordisk tillväxt-topp** och utsikterna framöver ser goda ut. Hushållen pressas visserligen av svag inkomstutveckling men export och investeringar ökar. **BNP växer med ca 2,5 procent per år**

2018-2019. Den danska ekonomin växlar upp 2018-2019.

Export och hushållen, som givet fundamenta ändå är försiktiga, driver återhämtningen. **BNP väntas öka med knappt 2,5 procent per år 2018-2019.**

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

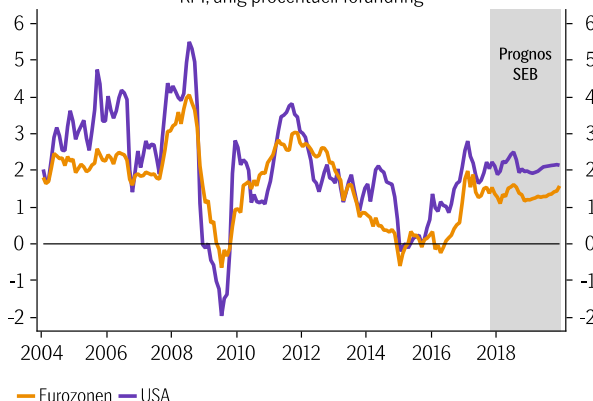
Källa: OECD, SEB

På inflationsfronten inte mycket nytt

Den senaste tiden har inflationen överraskat något på upp-sidan. Det gäller framför allt i USA, där den svaga dollarn har varit en drivkraft. Det högre oljepriset har också bidragit, men effekterna har mildrats av att bensinpriserna inte stigit i takt med råoljepriset. Med löneökningar som inte riktigt vill ta fart rör sig KPI-inflationen i huvudsak sidledes en bit över 2 procent. Det innebär en inflationsmiljö som ger Fed betydande frihetsgrader även om favoritmättet kärninflationen mätt som deflatorn för privat konsumtion (core PCE) ligger lite lägre än KPI. I eurozonen mildras effekterna av högre oljepris av euroförstärkningen. Efter att ha toppat på 2 procent under inledningen av 2017 har HIKP-inflationen fallit tillbaka till 1,3 procent i januari. Under inledningen av 2018 faller inflationen ytterligare ned mot 1 procent och trots starkare tillväxt och arbetsmarknad **stannar HIKP-ökningen på 1,4 respektive 1,3 procent 2018 och 2019**. I Storbritannien har den valuta-drivna inflationsuppgången kulminerat och fortsatt låga löneökningar gör att inflationen troligen kommer att sjunka ned under inflationsmålet mot slutet av 2018.

Stigande men låg inflation

KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Blicken i backspegeln när centralbanker letar nya mål

Trots att arbetslösheten i många länder nu är nere på historiskt låga nivåer har lönerna inte visat några tydliga tecken till att växla upp. Eftersom det är decennier sedan vi såg en tydlig inflationsuppgång i spåren på stramt resursutnyttjande blir det spekulativt att prognosticera en tydlig inflationsuppgång de närmaste åren. I förra *Nordic Outlook* diskuterade vi (se temaartikel "Inflationsmålspolitik i kris") **tre principiella synsätt på inflationsprocessen**: 1) "Oemotståndligt starka disinflationskrafter" från globalisering och robotisering fortsätter att hålla nere inflationen på bred front, 2) "Gäckande knä på Phillipskurvan" skapar risk för ketchupeffekt för inflationen när resursläget når en kritisk nivå och 3) "Suddig Phillipskurva" där sambandet mellan arbetsmarknad och inflation på nationell nivå visserligen försvagats men ändå inte är uträderat och där inflationsresponsen kommer med fördröjning.

Vi lutar fortfarande mest åt det tredje synsättet och när nu tillväxten växlar upp skärps frågeställningen ytterligare för centralbankerna. Man kan skönja en logisk förskjutning i deras riskanalys. I takt med att en sekulär stagnation, dvs en efterfrågedriven konjunkturnedgång, ter sig allt mindre aktuell minskar riskerna med att påbörja eller fortsätta normaliseringen. Därtill ökar utrymmet för att lyfta fram olika avigsidor med en fortsatt ultralätt penningpolitik som t ex risken för att **inflationen plötsligt tar fart, att ineffektiv finansiell resursallokering hämmar produktiviteten** eller att **nya finansiella bubblor skapas**. Men frågan är hur långt en sådan pragmatisk förskjutning av riskbilden kan gå. Erfarenheterna visar att centralbankerna ibland kan få legitimitetsproblem om man höjer räntan utan stöd i vare sig en tydlig analysram eller i ett förändrat mandat. Det är därför intressant att följa hur dessa frågor utvecklas.

När det gäller analysramverk har en trend varit att utvidga den traditionella analysen av arbetsmarknadsrelaterade produktionsgapens påverkan på pris- och lönebildningen t ex via Phillipskurvan. En ansats från BIS (*Rethinking potential outputgap: Embedding information about the financial cycle. Borio m fl*) är att identifiera produktionsgap med hjälp av trendavvikelse i realräntor, huspriser och kreditvolym. Genom att visa att sådana finansiella variabler kan utgöra indikatorer på outputgap och överhettningrisker skulle centralbanker kunna använda dem som argument för penningpolitiska förändringar. Till skillnad från tanken med att "luta sig mot vinden" skulle man **inte behöva argumentera för att den finansiella stabiliteten var hotad** utan enbart lyfta fram att ansträngda förhållanden indikerar att **tillväxtpotentialen börjar bli uttömd uttömt och därmed finns inte mycket att vinna på fortsatt stimulans**. Även om något formellt genombrott med att få sådana

instrument på plats inte verkar nära förestående skulle såväl centralbanker som andra prognosaktörer kunna använda dem för att värdera skillnader mellan olika länder vad gäller riskbild och hållbarhet i konjunkturuppgången.

När det gäller förändringar av själva policyramverket pågår egentligen två olika debatter. En som är mer kopplad till analysfrågorna ovan och som handlar om hur centralbankerna kan **få ytterligare frihetsgrader att distansera sig från ensidigt inflationsmålfokus i en värld med förträddiskt svagt Phillipskurvesamband**. I takt med att konjunkturen kommer in i mognare fas blir det också mer angeläget för policymakare att blicka bortom den pågående uppgången. Även om en recession inte verkar vara nära förestående är det troligt att centralbankerna möter nästa lågkonjunktur med räntor en bra bit under de nivåer som rätt inför tidigare nedgångsperioder.

I USA förs sedan en tid en diskussion om att införa nya mål för att Fed ska få utökat manöverutrymme inför nästa lättadscykkel. Att Trumps skattesänkningar minskat utrymmet för framtida stimulanspaket bidrar till att göra frågan mer aktuell. Några förslag är **höjt inflationsmål från 2 till 3-4 procent, övergång till någon form av prisnivåmål** eller att **sikta mot nominell BNP**. Rådande svårigheter att få upp inflationen till dagens mål sätter dock frågetecken för om det är realistiskt med ännu högre inflationsmål. De lösningar som diskuteras är dessutom färgade av historiska snarare än framtida utmaningar; om inflationen verkligen skulle börja ta fart är ett uppjusterat inflationsmål kanske inte det bästa receptet för att lugna marknaden. Därtill är det nog både svårare och mer riskfyllt för centralbankens oberoende att försöka få igenom nya mål i dagens polariserade kongress. Hur experimentvillig Feds nya ledning är återstår också att se.

Dramatiska förändringar av ramverk är därför osannolika. Mest realistiska är nog förslagen om att öppna för en flexiblere tolkning av rådande mål där inflationen t ex tillåts variera inom ett intervall eller där måluppfyllelsen definieras utifrån ett genomsnitt för en längre period så som redan görs i Australien. Det är dock tveksamt om detta skulle göra någon större skillnad för just Feds verktygslåda i nästa kris. Fjolårets höjningar visar att Fed redan tillåter sig ett visst manöverutrymme i förhållande till kortsiktiga inflationstrender.

Stark tillväxt ger centralbanker ny råg i rygg

Ökande tillväxtoptimism stärker i viss mån centralbankernas möjligheter att genomföra penningpolitiska normaliseringar trots allttjämt dämpade pris- och löneökningar. Under de kommande åren väntas fler centralbanker haka på Fed i reträtten från den extrema stimulanspolitiken. Samtidigt har ribban för hur mycket Fed kan väntas höja lyfts i spåren av skattesänkningar och mer expansiva finansiella förhållanden.

Vi har reviderat upp vår prognos och tror nu att Fed höjer räntan fyra gånger i år (mars, juni, oktober och december) följt av ytterligare ett steg 2019. Det innebär att räntan i slutet av perioden når upp till 2,75 procent.

I Europa ser accelererande tillväxt ut att ha stärkt den hökak-tiga falangen i ECB, vilket gett ökat stöd för vår prognos om ett slut på obligationsköpen i september i år. I mars 2019 tror vi att ECB justerar upp sin inlåningsränta till -0,25 procent för att återställa det tidigare symmetriska bandet kring ECB:s refin-ränta. **Nästa sommar höjs även refinräntan och når i slutet av 2019 nivån 0,50 procent.**

Bank of England tog i november tillbaka krissänkningen efter Brexit men vår låga inflationsprognos gör att ytterligare höjning inte är aktuell i närtid. **Ett kontrollerat EU-utträde öppnar ändå för två steg till 1,00 under andra halvåret 2019.**

Bank of Japans extremt expansiva politik har blivit mer kontroversiell när tillväxten till slut tagit fart. Inflationen lyser dock fortfarande med sin frånvaro och stramare finanspolitik talar för att BoJ kommer att fortsätta sin politik.

Centralbankers styrräntor

Procent

	I dag	Jun 2018	Dec 2018	Dec 2019
Federal Reserve	1,50	2,00	2,50	2,75
ECB (refiränta)	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

Riksbanken har vid de senaste mötena hållit fast vid prognosen om en första räntehöjning i mitten av 2018. Vår låga inflationsprognos för mitten av året kan ge Riksbanken visst huvudbry. Men stark ekonomi och normalisering av centralbanker i omvärlden talar för en höjning i september. Att marknaden nu prisar in detta underlättar beslutet, varför vi **håller fast vid prognosen om ett första steg i september följt av tre höjningar 2019 till 0,50 i slutet av året.**

Tillväxt över trend i fastlandsekonomin och stigande resursutnyttjande motiverar en mindre expansiv politik i Norge och centralbanken signalerade vid sitt möte i december viss sannolikhet för höjning redan i höst. **Vi prognostiserar fortfarande en höjning i december följt av två steg under 2019 till 1,25 procent.** Sjunkande bopriser väntas inte utgöra ett hinder för

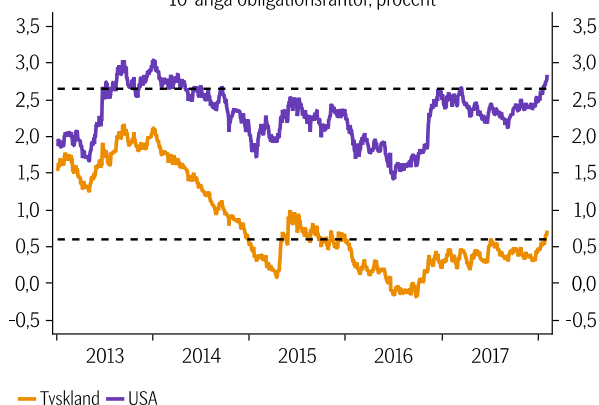
höjning i vare sig Sverige eller Norge så länge nedgången förblir måttlig med begränsade följdverkningar på övrig ekonomi.

Centralbanker ger stöd till högre räntor

Internationella obligationsräntor har stigit markant sedan mitten av december efter att tidigare under 2017 i stort sett rört sig sidledes. Uppgången har drivits av bl a stark statistik, godkännandet av den amerikanska skattereformen, stigande förväntningar på Fedhöjningar samt ökad sannolikhet för att ECB:s omsvängning mot en mindre expansiv politik kommer tidigare än väntat. Våra makro- och centralbanksprognoser framöver bekräftar en sådan utveckling och vi tror därför att räntorna kommer fortsätta att stiga under 2018 om än i en långsammare takt än de gjort den senaste tiden. Vår nya prognos med fyra Fed-höjningar under 2018 är bara delvis diskonterat, trots den senaste tidens uppgång i marknadsprissättningen. Tillsammans med en fortsatt gradvis bantning av Feds balansräkning och ett ökat upplåningsbehov när amerikanska budgetunderskott växer talar detta för lite högre räntor.

Marknadens värdering av inflationsrisker och recessionsrisker kommer dock att bli avgörande för räntekurvans lutning och därmed obligationsräntorna. Vår bedömning är att amerikansk konjunktur tål 4 räntehöjningar i år och inflationsriskerna ligger snarast på uppsidan. **Vår prognos är att 10-åriga amerikanska räntor stiger till 3,10 respektive 3,30 procent i slutet av 2018 och 2019.** Det innebär att det senaste årets trend att den kortare delen av räntekurvan stigit mer än långa räntor fortsätter under större delen av prognoshorisonten och räntekurvan blir flackare. Riskerna i obligationsräntorna ligger generellt på uppsidan.

Långa räntor har nu passerat toppnoteringarna från 2017
10-åriga obligationsräntor, procent



Källa: Bloomberg, SEB

I eurozonen motiverar stark tillväxt att ECB avvecklar sin krispolitik men låg inflation innebär att det går långsamt. Vår prognos att ECB fortsätter att återinvestera alla sina obligationsinnehav de närmaste åren talar också för fortsatt lågt ränteläge. **10-åriga tyska räntor väntas stiga med ungefär 30 punkter från dagens nivå till 1,00 procent i slutet av 2018.** Under 2019 väntas uppgången fortsätta när ECB påbörjar gradvisa räntehöjningar och 10-årsräntan stiger till 1,50 procent vid slutet av 2019. Prognosen innebär att ränteskillnaden mellan amerikanska och tyska räntor ligger

kvar kring nuvarande nivå strax över 200 punkter under 2018 för att sedan gradvis gå ihop under 2019.

Svenska räntor har följt med de internationella uppåt efter att Riksbanken åter bekräftat sin plan att höja räntan i mitten av 2018. Riksbankens besked att man avser att återinvestera hela sitt innehav i de obligationer som förfaller våren 2019 innebär dock att man fortsätter att köpa nominella obligationer i nästan samma takt som under hösten. I kombination med nya neddragningar av Riksgäldens emissionsvolym fortsätter detta att pressa svenska statsobligationsräntor. **Skillnaden gentemot Tyskland för 10-åriga räntor bedöms de närmaste månaderna minska ytterligare från dagens nivå kring 20 punkter.** Senare i vår, när Riksbankens höjningar närmar sig ökar räntespreaden mot Tyskland till 50 punkter vid slutet av 2018 för att sedan stiga något ytterligare under 2019. Det innebär att **en svensk 10-årsränta i slutet av prognosperioden kommer att ligga strax över 2 procent.**

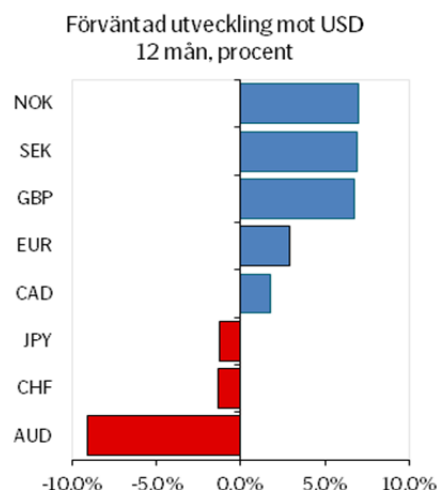
Norska räntor har följt med i omvärldens uppgång vilket innebär att ränteskillnaden mot Tyskland är kvar på en historiskt hög nivå en bit över 100 räntepunkter. Den höga spreaden beror delvis på en nedtryckt tysk räntenivå, men är också en konsekvens av den norska kronans svaghet de senaste åren. Vi tror att efterfrågan på norska obligationer kommer att stiga när ECB avslutar sitt QE-program senare i år och förväntningarna på en första höjning stiger. Ett nytt emissionsförfarande från Norges bank väntas också ge stöd till längre obligationsräntor och vi förväntar oss att **spreaden mot Tyskland sjunker till 95 räntepunkter till slutet av 2018 för att därefter stabiliseras kring 80 räntepunkter** en bit in i 2019 när Norges Bank gradvis normaliserar penningpolitiken.

EUR/USD fortsätter upp över 1,30

Valutamarknaden saknar just nu tydliga mönster och drivkrafter. Bortsett från betydande dollarrörelser upp och ner är rörelserna generellt relativt små. Kombinationen av låg marknadsvolatilitet och hög riskapitet i spåren av fortsatt expansiv centralbankspolitik borde vara fördelaktiga för marknadsstrategier som letar avkastning i form högre räntelägen (carry-strategier). Men valutarörelserna under 2017 belönade inte en sådan strategi. Eftersom förhållandena framöver inte förändras speciellt mycket är vi kvar i en historiskt sett gynnsam miljö för carry-strategier, vilket skulle pressa finansieringsvalutor som t ex euron och svenska kronan. Men som framgår av vår valuta-ranking är det inte vårt huvudscenariot utan vi tror att såväl euron som de undervärderade nordiska valutorna kommer att stärkas framöver.

Den senaste tidens dollarförsvagning har fört EUR/USD till nivåer högre än vårt jämviktsestimat (1,18). Denna rörelse har skett trots att marknaden gradvis prisat in ökande ränteskillnader mellan Fed och ECB. Det är troligt att starkt ekonomisk och politisk framtidstro i eurozonen har bidragit till en starkare valuta och vi ser en tydlig trend att förvaltare av globala reserver skiftar från USD- till eurodenominerade tillgångar. Nyttändningen för EU-integrationen i spåren av Brexit och Macrons valseger talar för att denna trend fortsätter. Att de amerikanska skattesänkningarna blir större än de flesta

förutsett skulle visserligen kunna tala för starkare USD, men samtidigt bidrar de till att förvärpa amerikanska budgetunderskott och obalanser i utrikeshandeln. Även om en mindre rekyl nedåt är sannolik i det korta perspektivet tror vi därför att **EUR/USD kommer att fortsätta uppåt och nå 1,28 i slutet av 2018 och sedan fortsätta upp till 1,32 i slutet av 2019.**



Det brittiska pundet ligger i mitten på vår ranking de närmaste 12 månaderna. Bank of England har svårt att acceptera ett fortsatt kraftigt pundfall, men samtidigt kommer utfallen av Brexitförhandlingarna att avgöra valutans öde på lite längre sikt. **Vi räknar med EUR/GBP handlas sidledes nära 0,90 innan mer information om framtida relation EU-UK utkristalliseras.** Under hösten 2018 börjar pundet stärkas i takt med att förhandlingarna börjar visa lite positiva resultat och sedan röra sig gradvis ned till 0,82 mot slutet av 2019.

Bank of Japan kommer inte att acceptera någon större förstärkning av yenen från dagens nivåer och därför tror vi att **USD/JPY kommer att ligga kvar runt 110-115 det närmaste året.** När centralbanken på lite längre sikt närmar sig en viss normalisering kan den undervärderade yenen stärkas en del och USD/JPY väntas nå 105 i slutet av 2019.

EUR/SEK har det senaste halvåret legat på långsiktigt ohållbara nivåer nära 10,00, men har nu börjat krypa långsamt nedåt. Flödespotentialen för en starkare krona ligger främst i att svenska exportföretag kommer att utöka sina valutasäkringar och därtill växla in sina omfattande FX-denominerade reserver. Utländska institutioner kommer säkert att positionera sig för en starkare SEK, men eftersom Riksbankens penningpolitiska omsvängning dröjer förblir det kostsamt att hålla kronor. Detta bidrar till att nedgången i EUR/SEK sker mycket gradvis till 9,50 i slutet av året. Att ECB rör sig mot normalisering underlättar Riksbankens uppgift. Samtidigt innebär kronans starka eurokoppling att eurostyrkan gentemot andra världsvalutor automatiskt leder till en handelsvägd SEK-appreciering som hämmar Riksbankens utrymme. Detta begränsar i sin tur utrymmet för EUR/SEK-rörelsen nedåt och vi tror inte den når längre än till 9,30 vid slutet av 2019 när Riksbanken höjer reporäntan till 0,5 procent. Detta innebär att USD/SEK hamnar nära 7-nivån och att **KIX-index når en ansträngd nivå runt 107, vilket är**

ca 2 procent starkare än i Riksbankens valutaprognos från december.

Enligt vår valutaranking är utsikterna allra bäst för den norska kronan. I spåren av en högre nivå för oljepriset, ökade oljeinvesteringar och minskad rädsla för en djupare nedgång på bostadsmarknaden väntas NOK förstärkas vs euron. Det är troligt att den klart undervärderade kronen kommer att attrahera köpare när räntehöjningar närmar sig andra halvåret 2018. **Vår prognos är att EUR/NOK rör sig ned till 9,20 vid slutet av 2018 sedan vidare till 9,00 vid slutet av 2019.**

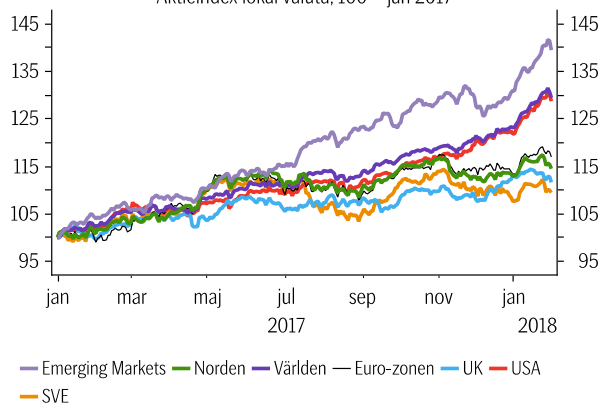
USA-skatter och konjunktur eldar på börsen

2017 blev ett starkt börsår med en uppgång på över 20 procent globalt för MSCI AC World Index (delvis dock som en effekt av svagare USD; avkastningen i euro för samma index var 7 procent). Hittills i år (t o m med 1 februari) har globala börser stigit med ytterligare 5 procent. Att den amerikanska skattereformen nu gått igenom har varit en viktig drivkraft; **den beräknas lyfta vinsterna för bolagen i S&P 500 med åtminstone 5 procent på aggregerad nivå.** Därtill kommer den synkroniserat starka globala konjunkturen som bl a lett till att den pågående rapportperioden startat med en högre andel positiva överraskningar än normalt. Rapportstyrkan ser också ut att vara sektoriellt bredbaserad.

För 2018 som helhet räknar marknaden med vinstökningar på strax över 10 procent globalt. Givet vår tillväxtprognos ligger detta snarast i underkant och det är inte heller säkert att estimaten fullt ut hunnit beakta effekterna av USA:s skattereform. **Vi ser därför hyfsad möjlighet för ytterligare uppjustering,** vilket talar för att börsstyrkan håller i sig det närmaste halvåret. Samtidigt har den senaste tidens snabba uppgång ökat risken för en rekyl i det korta perspektivet.

Expanderande världshandel och ökade företagsinvesteringar är de tydligaste cykliska drivkrafterna. Dessa trender förstärktes under fjolåret och lär fortsätta att stötta vinsterna ännu en tid. Låg inflation talar därtill för att den gynnsamma räntebilden håller i sig. Efter halvårsskiftet kan centralbankernas agerande dock åter börja skapa oro kring börsutvecklingen när Fed väntas genomföra höjning tre och fyra för året samtidigt som ECB slutför sina obligationsköp. Under hösten flyttas fokus oftast till vinstutsikterna för kommande år och osäkerhet på denna punkt kan hota en fortsatt uppgång. Men vår prognos om **fortsatt god global tillväxt talar ändå för att ökade vinster kan ge fortsatt börsstöd också på längre sikt.**

Börserna har lagt in en ny växel
Aktieindex lokal valuta, 100 = jan 2017



Källa: Nasdaq OMX, Standard & Poor's, FTSE, STOXX, MSCI Barra, Macrobond, SEB

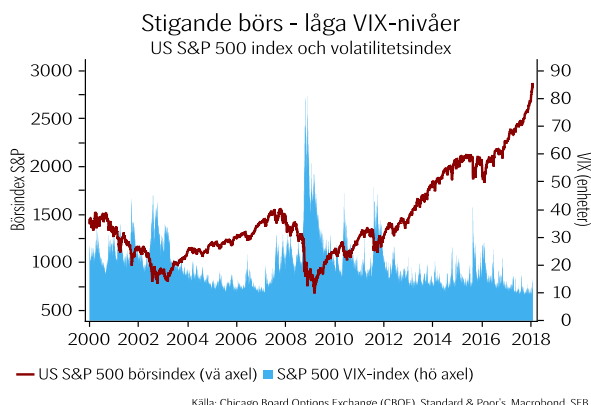
Den tongivande amerikanska aktiemarknaden har satt trenden för övriga världen men den största uppgången har skett i Emerging Markets. Den för Norden så betydelsefulla europamarknaden har också utvecklats starkt i år trots motvind från starkare euro. De nordiska aktiemarknaderna släpade efter under fjolårets sista kvartal, men goda globala utsikter 2018 och 2019 kommer att ge stöd för vinsterna i Norden också framöver. **Efter 2017 års vinstökning på 7-8 procent beräknar vi att vinsterna ökar med drygt 10 procent både 2018 och 2019.**

Värderingen av dessa vinster är inte så hög. Dagens P/E-tal ligger på 16,9, vilket är nära vårt estimat på 16,5 för långsiktig jämvikt. Därmed kan marknaden förväntas avkasta i linje med vinsttillväxten. Givet att marknaden söker långsiktig jämviktsvärdering vid slutet av året finns en uppsida på ca 7 procent. Läger man därtill detta årets inledande uppgång samt en utdelning motsvarande 3,5 procent landar **vi i en total avkastning om 13-14 procent för helåret.** En sådan utveckling skulle ta indexet MSCI Nordic till 265/270 vid 2018 års utgång jämfört med en startnivå på 243.

Tema: Volatilitetsgåtan – är det lugnet före stormen?

- **Låg volatilitet är bra för ekonomisk tillväxt om den är fundamentalt motiverad som nu**
- **Erfarenhet och studier talar för överdriven oro för ökad finansiell instabilitet**
- **Då Fed når toppen på höjningscykeln finns skäl att tro på högre volatilitetsnivå**

Volatiliteten på finansmarknaden, d v s rörligheten i finansiella priser under en viss bestämd tidsperiod, nådde under 2017 **historiskt låga nivåer**. Ett vol-index i fokus är **VIX** som mäter marknadens (S&P 500) **förväntningar på volatilitet**. Det har fått smeknamnet **"fruktan-indexet"**. I höstas noterades VIX till sin lägsta nivå sedan 1960-talet. Ett lågt indexvärde tolkas som att marknaden inte tror på stora/oroande prISRörelser framöver medan ett högt värde förebådar ökad osäkerhet. Dagens låga volatilitetsnivåer andas således **ovanligt stort lugn och ro**.



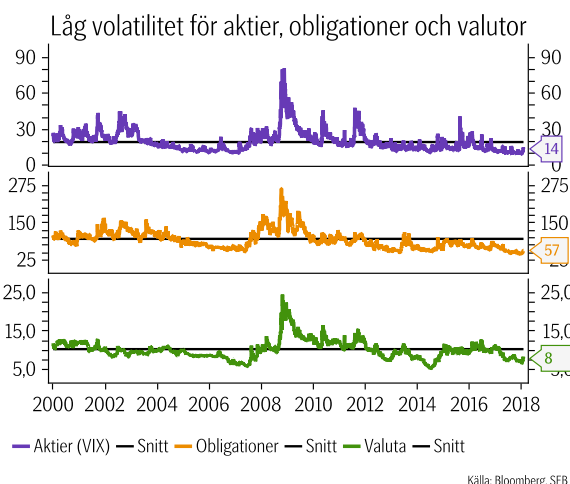
Den låga volatiliteten gäller inte bara VIX och aktier. Även räntor och valutor (se diagram nedan) uppvisar liknande utveckling. Därtill är fenomenet globalt. Att nivåerna är så nedpressade, t ex under 2017, kan tyckas märkligt då året bjöd på bl a överraskande franska, tyska och brittiska valutfall, säkerhetspolitisk oro i Asien och Mellanöstern, en fortsatt oförutsägbar amerikansk president samt Feds anpassningar av balansräkningen.

Är låg volatilitet ett problem?

Förutsägbara (finansiella) priser **underlättar beslutsfattande** vilket leder till bättre resursallokering och mer effektivt fungerande ekonomier och finansiella marknader. Om lägre volatilitetsnivåer återspeglar ett nytt jämviktsläge är det alltså en välkommen utveckling ur ett tillväxtperspektiv även om den kan inverka negativt på finanssektorns intjäning/avkastning.

Om däremot den låga volatiliteten är tillfällig och framdriven av övergående faktorer kan situationen **skapa problem**. Sannolikheten är hög att den leder till **överdrivet risktagande** och uppdrivna skuldstockar och tillgångspriser. När de finansiella pris-

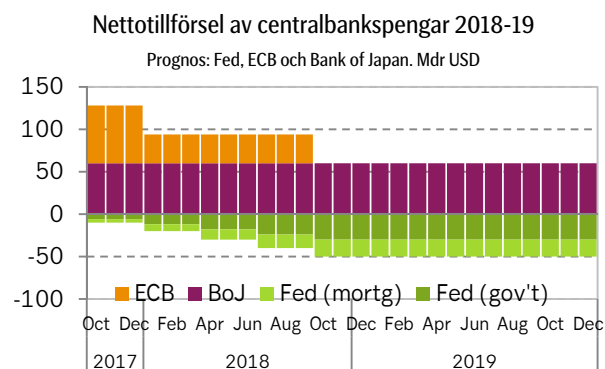
rörelserna normaliseras måste risker spridas på ett ökat antal händer samtidigt som marknadslikviditet/djup snabbt kan försämrats. Det stärker i sin tur rörelserna och kan förvärra situationen. Höga skulder kan då bli ett akut problem så som 2008.



Drivkrafterna bakom låg volatilitet

Ett antal olika drivkrafter kan förklara varför finansmarknaden upplever/förväntar så begränsade prISRörelser och volatilitet. Dessa krafter är av varierande, men uthållig karaktär, och bör **verka återhållande på volatiliteten även under 2018**:

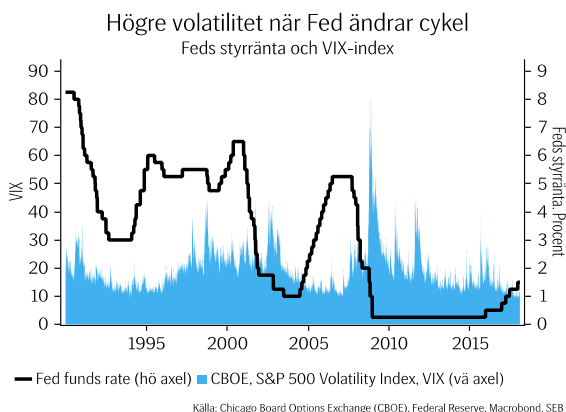
1. Världen har i dag ett överskott på **billiga centralbanks-pengar**; vi uppskattar överskottet till minst 15 000 miljarder dollar. Överskottet ökar ytterligare 2018. En intensiv **jakt på avkastning** pressar därmed tillbaka volatiliteten;
2. Centralbankers penningpolitik präglas av **gradualism** och **förutsägbarhet** vid pågående/kommande normaliseringsprocesser; Fed är ett utmärkt exempel på detta – även ECB;
3. Världsekonomin uppvisar **synkroniserad tillväxtstyrka**; utsikterna för 2018-2019 är fortsatt positiva i flertalet länder och står inte inför en omedelbar konjunkturtopp.
4. Det **finansiella systemets** transparens och styrka är bättre i dag än före Lehman-kollapsen hösten 2008; därtill finns numera en "handbok"/erfarenhet att hantera bankkriser;



Frukta... för bristen på frukta

Bl a en studie av New York Fed (*"The Low Volatility Puzzle: Is This Time Different?"*, Nov 2017) visar att extremt låg volatilitet enligt VIX i dag förebådar låg volatilitet även framöver och inte en substantiellt högre. Därför motsätter sig Fed-studien den **alltför enkla slutsatsen att låg volatilitet i dag bör vara en källa till oro**. Ytterligare en lugnande faktor är att studien finner att även om marknaden prisar volatiliteten i närtid på mycket låga nivåer är priset på volatilitet ett år framåt inte på samma extremt låga nivåer. Det innebär att investerare inte är helt indifferent utan kräver kompensation för att ta på sig långsiktig volatilitetsrisk vilket inte var fallet innan krisen 2007.

Även om den troligaste utvecklingen framöver är en **fortsättning på de låga volatilitetsnivåer vi ser i dag** kan vi inte utesluta perioder då volatiliteten rusar uppåt. Dock brukar dessa finansiella stormar vara som vanliga stormar; de bruser upp fort men går över tämligen omgående. Däremot har det funnits flera tillfällen historiskt då volatiliteten enligt VIX har permanentat sig på högre nivåer under en längre tid. **Historien visar att något efter att Fed når räntetoppen alternativt när de börjar sänka räntorna stiger volatilitet mer permanent**. Vi beräknar att Fed ska nå dit i mars 2019 vilket indikerar att **en möjlig tidpunkt för högre VIX-nivåer är första halvåret 2019**.



Positionering & värdering påverkar kraften

Volatiliteten kan få extra fart om investerare är aggressivt positionerade i en specifik riktning och/eller om nuvarande priser avviker mycket från en fundamental värdering.

Spekulativ positionering – extremer att hålla koll på

Den långa positioneringen i olja och EUR är på rekordnivåer vilket potentiellt kan leda till större korrekationer än vanligt. Investerare är samtidigt korta USD men marknaden är långt ifrån de nivåer vi såg så sent som i oktober 2017. Investerare är korta 10-åriga amerikanska statsobligationer (d v s positionerade för en ränteuppgång) men positioneringen är blygsam jämfört med starten 2017.

Fundamental värdering – generellt små avvikelser

Värderingsmässigt är det för tillfället osedvanligt små avvikelser från jämvikt för växelkurserna inom G10. Valutor som sticker ut är GBP (undervärderat) och AUD samt NZD (något övervärderade). Den 10-åriga USA-räntan handlar endast något under vad vår fundamentala modell visar. Börserna, avslutningsvis, handlas på höga nivåer men god vinstutveckling talar inte för stora kursjusteringar.

...och sakerna vi bör ha ögonen på

Olika studier och faktorer (se ovan) talar alltså för att volatiliteten kan ligga kvar på låga nivåer framöver. Men det finns händelser, trender och fenomen (se nedan) som kan förändra förutsättningarna för volatiliteten både kort- och långsiktigt.

A. Inflationen överraskar – blir högre än väntat

Låg risk



Hög risk

Bedömning: Arbetsmarknads- och resursläget blir på global nivå alltmer ansträngt. Därtill har oljepriset stigit. **Löne- och varu/tjänsteinflation finns** redan men har hittills varit alltför svag för att centralbankerna ska vara tillfreds med uppfyllandet av inflationsmålen. Industriell robotisering, digitalisering och god global tillgång på arbetskraft dämpar inflationstrycket.

B. Lågkonjunkturen infinner sig

Låg risk



Hög risk

Bedömning: Mycket talar för lägre BNP-tillväxt framöver p g a ökande utbudsrestriktioner i flera länder men vi är inte där än; ledig kapacitet bedöms finnas i t ex EU och EM-ekonomier. Att konjunkturen inte befinner sig vid en vändpunkt minskar osäkerheten och håller därmed volatiliteten låg.

C. Finansiell instabilitet – höga värderingar

Låg risk



Hög risk

Bedömning: Börsen globalt (MSCI) har stigit med lite över 27 procent på två år. Kreditspreadar är på historiskt låga nivåer. Huspriser är på väg upp i flera länder. De högre värderingarna har en **konjunkturrell** (konjunktur/vinster), en **strukturell** (lägre diskonteringsränta) och en **policyrelaterad** (centralbanks-pengar/skattereform) **drivkraft**. **Samtliga ger fortsatt stöd till dagens högre värderingar**. Global skuldnivå är rekordhög och centralbankerna tvingas sannolikt till nya värdepappersköp vid oro. Globala banksystem står dock starkare i dag än 2008.

D. (Geo)politiska risker och handelskonflikter

Låg risk



Hög risk

Bedömning: Den (geo)politiska risknivån i världen är förhöjd vilket kan ge regeringssvagheter, råvaruprischocker och störningar i global handel. De senaste åren har dock visat att effekterna på ekonomisk tillväxt och finansmarknad varit små.

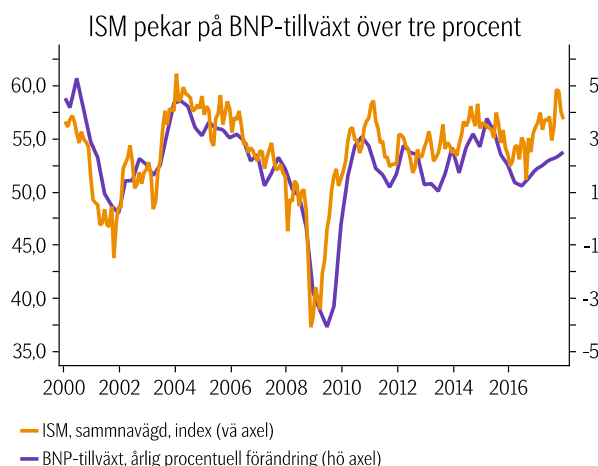
Finns en logik bakom låga volatiliteten

Världen präglas av stora frågetecken men också av en stabil konjunktur och överdrivet stor tillgång på billiga pengar. Att tillgångspriser korrigerar lägre under begränsad tid är stabiliserande för t ex globala aktiemarknader; det tvingar aktörerna att stanna upp och överväga fundamentala krafter och risker. Vår analys tyder på att volatiliteten uthålligt inte ska återvända till tidigare höga nivåer under det närmaste året men kan tänkas stiga något när Fed når toppen på sin pågående räntehöjningscykel (våren 2019).

Bredbaserad tillväxt över trend både 2018 och 2019

- **Skattesänkningar ger signifikant stimulans**
- **Handelspolitiken utgör en nedsidesrisk**
- **Dämpade löner men viss inflationsuppgång**
- **Fed drar upp takten till fyra höjningar 2018**

Inkommande statistik har generellt överträffat förväntningarna de senaste månaderna och många indikatorer ligger nära rekordnivåer. Året avslutades med ett starkt fjärde kvartal då BNP ökade med 2,6 procent i uppräknad årstakt efter en bredbaserad expansion. Fortsatt förbättring av arbetsmarknaden och god extern efterfrågan i kombination med en extra skjuts från finanspolitiken gör att BNP-tillväxten väntas ligga kvar över trend både 2018 och 2019. Den starka avslutningen på 2017 samt en uppjustering av bedömningen av skattesänkningarnas stimulanseffekt gör att vi reviderat upp tillväxten och tror att BNP-tillväxten accelererar från 2,3 procent 2017 till **2,8 procent 2018. Även för 2019 har vi höjt prognosen och förutser nu en BNP-tillväxt på 2,5 procent.**



Källa: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA), Institute for Supply Management (ISM), Macrobond, SEB

Fed signalerar tydligt att man kommer att fortsätta den penningpolitiska normaliseringen trots att inflationstrycket är dämpat. Vår bedömning är att Fed höjer styrräntan fyra gånger under 2018 och sedan följer upp med ytterligare en höjning 2019. Styrräntan stannar därmed på 2,75 procent. Minskningen av balansräkningen inleddes i oktober och löper på enligt plan.

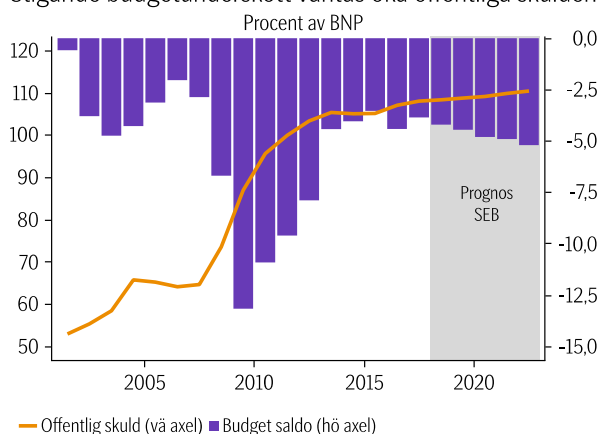
Skattesänkningar ger extra skjuts...

Efter segdragna förhandlingar i kongressen kunde Trump i slutet av december äntligen underteckna paketet med skatte-

sänkningar på 1 500 miljarder dollar över tio år. Totalt motsvarar paketet 7-8 procent av BNP. Paketet har två huvuddelar, skattesänkningar för företag respektive hushåll. För företag är den största förändringen att bolagsskatten sänks från 35 procent till 21 procent. Dessutom tillkommer bl a en sänkning av beskattningen av utlandsvinster samtidigt som vissa avdragsmöjligheter tas bort. De flesta hushåll kommer att tjäna på en något lägre beskattning samt en fördubbling av grundavdraget, men även här kompliceras bilden av försämrade avdragsmöjligheter.

Paketet blir mer kraftfullt än de flesta bedömare räknat med. IMF uppskattar att det lyfter BNP-nivån år 2020 med 1,2 procentenheter. Förmodligen hinner inte effekten för 2018 bli så stor utan den största BNP-impulsen kommer år 2019. Vår bedömning är att BNP-tillväxten lyfts med 0,3 resp. 0,4 procentenheter 2018 resp. 2019. För 2019 är detta en betydligt kraftigare stimulansdos än vi tidigare räknat med men vi ser ändå **motiv att göra en något försiktigare bedömning än IMF.** Ett skäl är att den effektiva skattesats som företagen i nuläget möter ligger betydligt lägre än 35 procent och företagen kommer sannolikt att vara försiktiga med att använda ett större finansiellt utrymme till att öka investeringarna. Därtill kommer att sänkningen av inkomstbeskattningen främst gynnar hushåll med höga inkomster som tenderar att spara en stor andel av disponibelinkomsten.

Stigande budgetunderskott väntas öka offentliga skulden



Källa: SEB

Skattesänkningarna kommer inte att finansiera sig själva genom högre ekonomisk tillväxt utan är till stor del ofinansierade. Därmed orsakar sänkningarna en **försvagning av statsfinanserna**. Det är osäkert hur allvarlig försvagningen blir och bedömningarna skiftar. Det politiskt obundna CBO (Congressional Budget Office) uppskattar att skatteintäkterna

kommer att minska med omkring 1 100 miljarder dollar över tio år. Vår bedömning är att underskottet i budgetsaldot kommer att öka från 3,8 procent av BNP 2017 till 4,4 procent 2019 och vi ser också risker för att den offentliga skulden når 110 procent av BNP. Detta kan möjligen bidra till lite högre räntenivåer även om erfarenheterna för såväl USA som andra stora ekonomier med egen centralbank visar på ett svagt samband.

I närtid kompliceras arbetet av svårigheterna att komma överens om en budget. I mitten av januari stängdes delar av federal verksamhet tillfälligt ned innan Republikaner och Demokrater kunde enas om en ny tillfällig lösning fram till den 8 februari. Ett större orosmoln är att det federala **skuldtaket** kommer att behöva höjas mot slutet av februari.

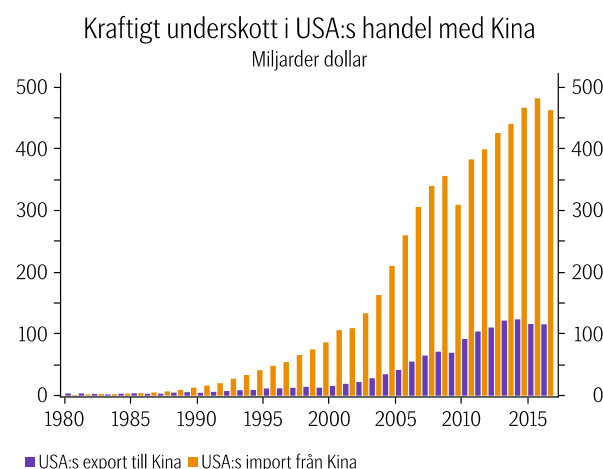
Trumpadministrationen arbetar med att färdigställa en plan för **infrastruktursatsningar**. Detaljerna kommer att dröja men det som diskuteras är ett federalt tillskott på 200 miljarder dollar över tio år. Det är oklart om denna summa tas från redan existerande infrastrukturplaner eller finansieras på annat vis. Planen ska dock locka delstater och privata företag att tillföra medel och få upp de totala investeringarna till 1 000 miljarder dollar. Amerikansk infrastruktur är eftersatt vilket i grunden skapar möjligheter till samarbete över partigränserna. Finansieringen kommer dock att bli en stötesten då demokraterna vill använda en större del federala pengar. Det kommer att dröja innan infrastruktursatsningarna kommer igång och de **väntas inte hinna påverka tillväxten nämnvärt under prognosperioden**.

...men handelspolitiken är en nedsidesrisk

Framgången med skattepaketet kan lyftas fram som ett tecken på att administrationen har ökat sin förmåga att driva igenom mer omfattande reformer. Detta kan stärka republikanernas möjligheter i höstens mellanårsval men också bidra till att **minska Trumps behov av att kompensera svagt reformarbete med protektionistiska åtgärder**. Administrationen har hittills avstått från att beteckna Kina valutamanipulator och Trump har heller inte infriat hoten att säga upp handelsavtalet med Sydkorea. Det är dock för tidigt att blåsa faran över. Utredningar av USA:s handel med Kina pågår (bl a import av kinesiskt stål och aluminium) och kan öppna upp för införande av mer omfattande handelshinder i ett senare skede efter att strafftullar införts på solpaneler och tvättmaskiner. Kina står för huvuddelen av underskottet i den amerikanska handelsbalansen och hamnar därmed i skottgluggen som en följd av Trumps uttalade mål att minska underskottet. **Även om ett fullskaligt handelskrig med Kina inte ligger i korten väntas handelsrelationen försämrats framöver.**

Ett mer närliggande hot är att de pågående **NAFTA-omförhandlingarna** mellan USA, Kanada och Mexiko resulterar i att Trump inleder en exitprocess för USA. Under förhandlingarna har USA presenterat förslag som både Kanada och Mexiko har mycket svårt att acceptera. Trump verkar dock ha mjuknat senaste tiden, sannolikt som en följd av motstånd på hemmaplan, och har öppnat för att tidsplanen för förhandlingarna skulle kunna utökas ytterligare. Vi **håller fast vid scenariot**

att ett omförhandlat avtal kan nås men risken för ett misslyckande är fortsatt betydande.

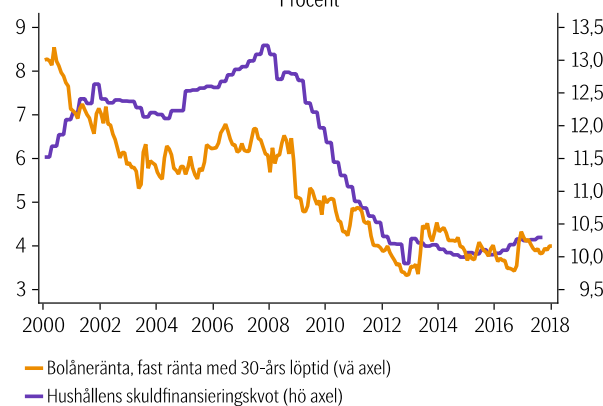


Flera faktorer ger stöd till konsumtionen

Privat konsumtion accelererade rejält fjärde kvartalet och noterade en uppgång med 3,8 procent i uppräknad årstakt. Konsumtionen stöds av den allt starkare arbetsmarknaden, fortsatt börsuppgång samt stigande bostadspriser. Det mesta pekar på att dessa drivkrafter förblir starka också under 2018 samtidigt som skattesänkningarna ger extra stimulans.

Hushållens bolåneräntor och skuldsättning låga men stigande

Procent

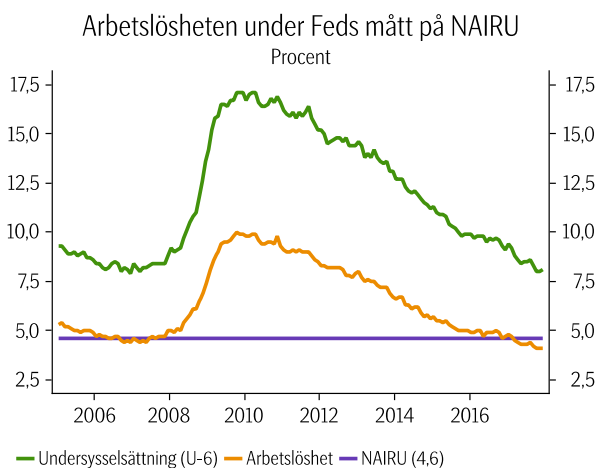


Hushållens sparkvot sjönk i december till 2,4 procent; den lägsta nivån sedan 2005. Den låga sparkvoten utgör en nedsidesrisk för konsumtionen på sikt men i nuläget har den underliggande stöd av lågt ränteläge och snabbt ökande förmögenheter i spåren av börsuppgången. Hushållens kostnader för att finansiera bolånen ligger kvar på en mycket låg nivå 2017. Stigande bil- och studielån gör dock att den totala lånebördan börjat krypa uppåt. Denna tendens förstärks framöver när bolåneräntorna stiger från låga nivåer. Under 2019 minskar också stimulanseffekten från skattepolitiken, vilket bidrar till att **konsumtionsökningen dämpas från 3,2 procent 2018 till 2,7 procent 2019.**

Investeringar och export tuffar på

Investeringarna återhämtade sig 2017 och accelererade under slutet av året. Uppgången i tillverkningsindustrin har bidragit till stigande kapacitetsutnyttjande och i december noterades en nivå nära 78 procent; inte så långt från de 80 procent där investeringarna mer markant brukar ta fart. En kombination av ett lågt utbud av bostäder och stark efterfrågan har fått fart på bostadsinvesteringarna som har förutsättningar att öka ytterligare under 2018. Flaskhalsproblem i form av brist på arbetskraft och mark gör dock att bygginvesteringarna väntas bromsa in mot slutet av året. Oljeprisuppgången bidrar till att investeringarna i olje- och gruvsektorerna åter skjuter fart. Vår prognos är att investeringarna ökar med **3,9 procent 2018** och **3,1 procent 2019**.

Exportutsikterna ser också ljusa ut framöver. Den starka globala efterfrågan återspeglas i god orderingång och försvagningen av dollarn i handelsviktade termer ger ytterligare stöd. Vår prognos är att **exporten ökar med 4,5 procent 2018 och med 3,8 procent 2019**. Nettoexporten bedöms därmed ge ett positivt bidrag till BNP-tillväxten även i år. Nedåtriskerna är främst kopplade till handelspolitiska störningar.



Allt stramare arbetsmarknad

Under 2017 steg sysselsättningen med drygt 180 000 per månad i genomsnitt. Ökningen saktade dock in jämfört med 2016 och vi väntar oss att inbromsningen fortsätter under 2018. Flera indikatorer pekar på att de lediga resurserna på arbetsmarknaden är relativt små. Arbetslösheten var i januari 4,1 procent och **det mesta tyder på att vi under första halvåret får se arbetslöshetssiffror under 4 procent**; klart lägre än de 4,6 procent som den senaste tiden utgjort Feds estimat på jämviktsnivå. Men bilden är inte entydig; Fed verkar vara på väg att justera ned estimatet för jämviktsarbetslöshet ytterligare och därmed signalera att man inte är alltför oroad av överhettningriskerna på arbetsmarknaden. Det bredaste arbetslöshetsmåttet U-6 ligger fortfarande en bit över nivån vid finanskrisens utbrott och den fallande trenden har de senaste månaderna brutits. Även deltagandegraden indikerar att det fortfarande finns ett visst mått av lediga resurser. Under 2017 höll sig deltagandegraden strax under 63 procent jämfört med toppen kring 67 procent år 2000. Sammantaget finns därför

utsikter för att läget på arbetsmarknaden kan förbättras ytterligare och möjliggöra en fortsatt god BNP-tillväxt.

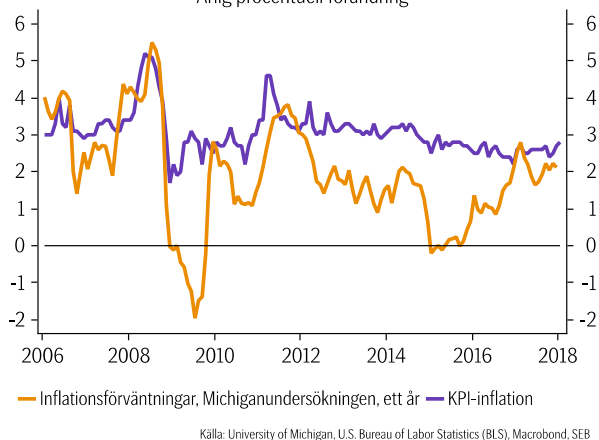
Inflationen accelererar 2018

Bedömningen att det fortfarande finns lediga resurser på arbetsmarknaden baseras i hög grad på att löneökningarna fortfarande är dämpade, vilket också håller tillbaka det underliggande inflationstrycket. Under 2017 höll sig löneökningstakten kring 2,5 procent i årstakt vilket är en beskedlig ökningstakt historiskt. Bristen på lönerespons har skapat **osäkerhet kring inflationsdynamiken och Phillipskurvans utseende** (se tema-artikel i Nordic Outlook november 2017). Vår syn är dock att Phillips-sambandet lever vidare men att inflationsresponsen kommer med fördröjning när flaskhalsproblem till slut tvingar företagen att höja priser och löner. Vår prognos är att löneökningstakten under 2018 accelererar upp mot 3,5 procent.

Bilden av att den svaga inflationen under sommaren 2017 var tillfällig har förstärkts den senaste tiden, bl a genom att tidigare prisfall på mobiltelefoni, fordon och läkemedel har reverserats. KPI-inflationen har accelererat sedan botten i juni och låg i december på 2,1 procent. Kärninflationen var högre än väntat i december och steg till 1,8 procent. Högre oljepriser, en svagare dollar och en något mer optimistisk syn på tillväxten gör att vi reviderar upp KPI-prognosen något. Mätt som helårsgenomsnitt **väntas KPI öka med 2,1 procent 2018 och 2019**. Feds huvudmått kärn-PCE (kärninflation mätt med konsumtionsdeflatorn) har stigit något de senaste månaderna och låg i december på 1,5 procent, dvs fortfarande under Feds inflationsmål på 2 procent. Prognoserna som presenterades vid decembermötet visar att Fed räknar med att kärn-PCE vid slutet av 2018 ska ligga strax under målet, vilket är förenligt med en fortsatt normalisering av penningpolitiken. Våra egna helårsprognoser är att **kärn-PCE ökar med 1,8 procent 2018 och med 2,0 procent 2019**.

Inflation och inflationsförväntningar vänder uppåt

Årlig procentuell förändring

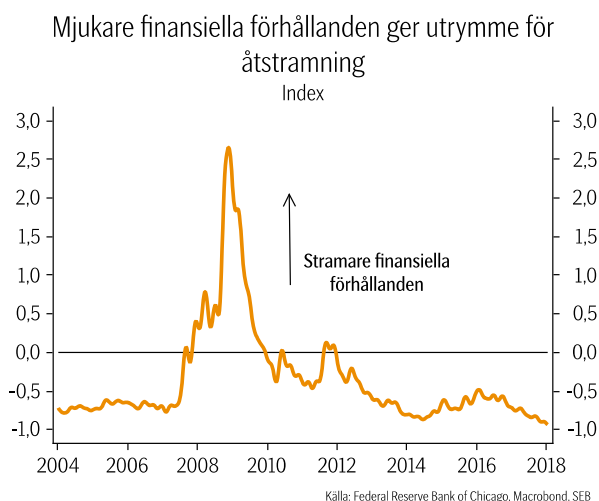


Inflationsförväntningarnas utveckling är också förenlig med fortsatta räntehöjningar. Förväntningarna föll trendmässigt under en stor del av 2017 men enligt Michiganundersökningen har de nu stabiliserat sig kring 2,5 procent och uppvisade en viss ökning mot slutet av året. Inflationsförväntningar mätt

med break-even inflation på fem års sikt har den senaste tiden stigit till strax under 2 procent. Därmed bör Fedledamöternas oro ha minskat vilket även kan anas i kommunikationen.

Fed drar upp normaliseringstakten

Fed höjde som väntat räntan i december och högre BNP-tillväxt i kombination med stigande inflation och inflationsförväntningar skapar förutsättningar för Fed att fortsätta den penningpolitiska normaliseringen. Vår bedömning är att Fed väljer att dra upp takten på höjningarna 2018 och **vi reviderar prognosen från tre till fyra höjningar 2018** (mars, juni, september, december). Under **2019** genomförs sedan **ytterligare en höjning** så att styrräntan når 2,75 procent. Förutom accelererande tillväxt och något högre inflation bidrar också allt mjukare finansiella förhållanden samt en mer högaktig laguppställning till att Fed snabbar på åtstramningen.



Trots Feds styrräntehöjningar har de **finansiella förhållandena gradvis blivit alltmer expansiva** det senaste året, främst drivet av börsuppgång och dollarförsvagning. Uppgången i långräntor har också varit måttlig i en miljö då marknaden inte riktigt litar på att Fed ska leverera enligt plan och där andra tongivande centralbanker fortsätter att utöka sina stimulanser. Bestående rekordmjuka finansiella förhållandena kan på sikt bidra till överhetttningsproblem och nya finansiella bubblor. Därigenom stärker de argumenten för en fortsatt normalisering av penningpolitiken.

Det råder fortfarande osäkerhet kring **Feds laguppställning**. Trumps senaste drag var att utnämna Marvin **Goodfriend** till en av platserna i Feds 7-mannastyrelse. Goodfriend har tidigare kritiserat Feds QE-program och kan därför väntas förespråka en snabbare reduktion av balansräkningen. Det är dock osannolikt att han kan få till stånd en förändring av Feds fastlagda plan. I nuläget ska ytterligare tre platser tillsättas i Feds styrelse och i ett senare skede behövs en ersättare till New York Feds William Dudley som väntas kliva av i mitten av 2018. Det mesta tyder på att **Feds laguppställning generellt kommer att ha en mer högaktig profil** jämfört med 2017. De fyra regionala Fedledamöter som röstar i år (Thomas Barkin, Raphael Bostic, Loretta Mester, John Williams) bedöms vara

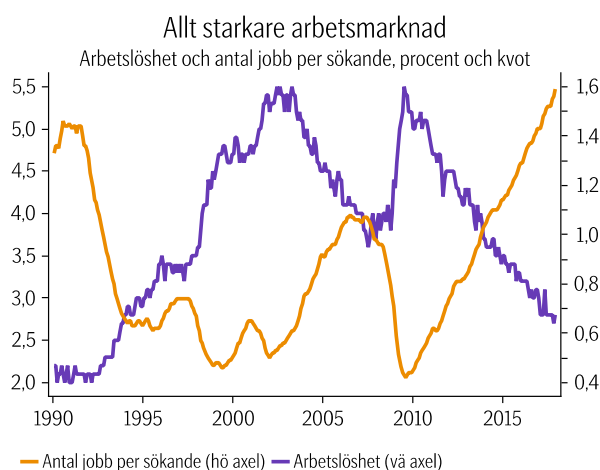
mer benägna att strama åt penningpolitiken än föregångarna. Även Goodfriend tenderar att dra åt det högaktiga hållet.

Fed började **minska balansräkningens storlek** i oktober 2017 och processen väntas fortsätta enligt den plan där återinvesteringar gradvis sjunker enligt förutbestämda maxbelopp. Minskningen kommer att löpa på så länge som ekonomin eller finansiella marknader inte utsätts för allvarliga störningar. Den åtstramande effekten under 2018 motsvarar ungefär en räntehöjning. Fed har inte bestämt den långsiktiga storleken på balansräkningen men har angett ett intervall på mellan 2400 och 3500 miljarder dollar. Det innebär att reduktionen av balansräkningen väntas vara genomförd kring 2020-2021.

Bank of Japan äventyrar inte svårvunna inflationsvinster

- **Tillväxtens stabilitet och uthållighet testas när finanspolitisk stimulans ebbar ut 2018**
- **Inflationen stiger men inte tillräckligt – Bank of Japan fortsätter extrempolitiken**

En unik ekonomisk-politisk kraftansamling (Abenomics) och en stark världsekonomi har bidragit till en drygt 5 år lång, om än bitvis skakig, japansk återhämtningsperiod. **BNP-tillväxten 2017 väntas landa på 1,5 procent**; klart över potentiell nivå som uppskattas till ca 0,5 procent av OECD. Framöver ger den globala tillväxten fortsatt stöd men den inhemska efterfrågan mattas när den finanspolitiska stimulansen klingar av och tillväxtpulsen från förberedelserna inför Tokyo-OS 2020 gradvis ebbar ut. **BNP-tillväxten väntas därför dämpas till 1,2 procent i år och bromsar in ytterligare till 1,0 procent 2019.** Regeringen Abes och Bank of Japans (BoJ) fortsatt **aggressiva inkomst- och inflationspolitik** samt en nödvändig **statsfinansiell konsolidering** med bl a momshöjningen från 8 till 10 procent hösten 2019 tillför prognososäkerhet.



Japans arbetslöshet en bit under 3 procent är den lägsta nivån på ett kvarts sekel och en viss ytterligare nedgång är trolig de närmaste åren. Utvecklingen är än mer imponerande eftersom reformer har bidragit till ett ökat arbetsdeltagande bland kvinnor och äldre samtidigt som andelen utrikes födda ökar. Även om uppgången än så länge är ganska liten är det positiva signaler med tanke på Japans stora demografiska utmaning. Ökat utbud av arbetskraft, liksom digitalisering och robotisering, bidrar dock till att hålla nere lönerna och försvårar därmed uppfyllandet av inflationsmålet.

Japanska företags goda vinstutveckling har skapat **utrymme för högre löner**. Regeringen Abe skärper också tonläget och uppmanar företagen att nu höja lönerna med minst 3 procent under 2018; ca 1 procentenhet över den nivå som etablerats i större japanska företag. Arbetskraftsbrist ger något högre lönetillväxt framöver men problem att höja priserna kommer att göra företagen fortsatt försiktiga. Att deflationsförväntningarna finns kvar hos ekonomins aktörer försvårar BoJ:s uppgift att klara inflationsmålet. **KPI-inflationen väntas blir 1,0 procent i år (0,5 procent 2017).** Momshöjningen i oktober nästa år lyfter KPI-inflationen till totalt **1,2 procent 2019.**

Fem år med Abenomics 2013-2017

Förändring – "Facit"

Börs Nikkei	+120%	Monetär bas, \$	+3 700 mdr
10-årsränta	-75 pkt	Arbetslöshet	-1,6%-enh
Yen effektiv	-18%	Offentlig skuld	±0%-enh
Bopriser/Tokyo	+21%	Inflation	+0,5%-enh

Källa: Macrobond, SEB

Japans penningpolitik förblir extremt expansiv. Flera faktorer talar för att **nyckelräntan ligger kvar på -0,1 procent** under 2018-2019 medan den **10-åriga statsräntan hålls nära 0 procent** genom en expansion av monetära basen (köp av statspapper). BoJ har investerat mycket trovärdighet i att politiken ska fortsätta till dess att inflationen varaktigt ligger över 2 procent. Därtill vill BoJ isolera Japans avkastningskurva från en internationell ränteuppgång, vilket indirekt säkerställer en svag yen. Att det senaste finanspolitiska stimulanspaketet klingar av 2018 och att en statsfinansiell konsolidering väntar runt hörnet ökar trycket på BoJ att fortsätta sin politik.

Underskott i den offentliga budgeten har de senaste fem åren i genomsnitt legat på 5 procent av BNP. Abe-regeringen väntas inte nå målet om balans 2020, men underskotten minskar något framöver. **Den offentliga skulden ligger kvar på rekord-höga 240 procent av BNP.** Skuldläget utgör en risk för den långsiktiga trovärdigheten för de offentliga finanserna men landet har en fortsatt stark externbalans med stora bytesbalansöverskott. De låga räntorna underlättar också statens finansieringsbörda. Därtill har staten en stabil köpare/ägare: BoJ äger drygt 40 procent av stocken japanska statsobligationer.

En ljusare tillväxtbild har tänt investerarens förhoppningar om ett slut på en 25-årig problemresa för Japans ekonomi. Men att yenen skulle tillåtas stärkas kan äventyra inflationsmålet och göra exportföretagen mindre villiga att höja löner. **I slutet av 2018 och 2019 väntas därför USD/JPY ligga på 110 respektive 105.**

Politiska och ekonomiska reformer ligger i fokus

- **Kina gör "Korea-Light" för att nå stabilitet**
- **Indien: Tillväxt och inflation accelererar**
- **Rysk ekonomi växer men reformer uteblir**
- **Brasilien: Tillväxt trots politisk osäkerhet**

Pekings kreditpolicy sänker tillväxten

Kinas tillväxt på **6,9 procent** för helåret 2017 innebär en acceleration jämfört med 2016 års 6,7 procent. Den överträffade därmed regeringens mål på "ca 6,5 procent". Bidragande tillväxtfaktorer var **stark export** till både USA och Europa (+10 procent trots starkare yuan) samt **lättare kreditvillkor** som stimulerat bolånetillväxt, byggande och konsumtion.

För 2018 och 2019 väntas **fortsatt stark men lägre BNP-tillväxt: 6,6 respektive 6,2 procent**. Huvudskälet till inbromsningen är Pekings mål att nu **reducera risknivån** i ekonomin. President Xi är uppenbart oroad över att ett växande skuldberg på sikt kan äventyra stabiliteten. **Tidpunkten för policy-skiftet är gynnsam**: stark global tillväxt gör att den inhemska takten kan dämpas utan att total BNP-tillväxten sjunker alltför mycket. Skuldtillväxten har redan bromsat in de senaste två åren och väntas fortsätta dämpas framöver så att den totala skulden som andel av BNP faller något framöver.

Kinas skuldbantning – modell "Korea-Light"

Det lär ta flera år att uppfylla Pekings mål om lägre skuld-exponering. Mycket talar för att Kina följer modellen som Sydkorea använde under den asiatiska finanskrisen 1998. Sydkoreas totala skuld var ca 245 procent av BNP 1997, dvs nära den nivå som Kina har i dag. För att hantera privat skuldsanering tillät Seoul offentlig skuld att öka för att därmed dämpa de negativa effekterna på ekonomin. Kina väntas öka sin statliga upplåning under de närmaste åren.

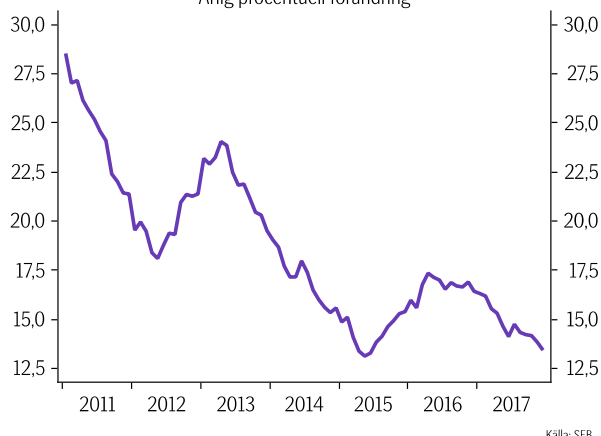
Men Kina väntas inte tillåta saneringen att gå lika fort som i Sydkorea som fick se stora kapitalutflöden som drev upp räntan till över 20 procent för att stabilisera valutan won. Mer troligt är "Korea Light", vilket betyder 6-12 månaders skuldsanering och därefter en utplaning. Kina kan vid behov återuppta skuldsaneringen vid ett senare tillfälle. Som med så mycket annat i Kinas långsiktiga ekonomisk-politiska styrning blir det lite av en "stop-go"-process.

Trots hög tillväxt har inflationstrycket varit modest bl a beroende på att gynnsamt väder pressat ned livsmedelspriser. Under 2017 föll inflationen till 1,6 procent (2,0 procent 2016). Men

med en tillväxt över potentiell nivå och stabila råvarupriser väntas **inflation stiga till 2,3 resp. 2,5 procent 2018 och 2019**.

Vid höstens partikongress konsoliderade president Xi sin maktbas för de närmaste fem åren, vilket innebär ökade **frihetsgrader att genomföra reformer**. Xi väntas t ex fokusera mindre på explicita BNP-mål och mer på tillväxtens innehåll. Det ger visserligen en nedåtrisk för tillväxten kortsiktigt men skapar bättre förutsättningar för långsiktig styrka. **Förändringarna i finanspolitiken blir små**. Budgetunderskotten ligger kvar på ca 3-4 procent av BNP de närmaste åren. Om tillväxten bromsar in mer än önskat på kreditstramning och skuldsanering i statliga och kommunala verksamheter kan finanspolitiken läggas om i mer expansiv riktning. Centralbanken (PBoC) väntas hålla penningpolitiken relativt neutral. Trots att inflationen väntas understiga det informella målet på 3 procent 2018 och 2019 tror vi inte att PBoC sänker räntan då den övergripande strategin är att strama åt kreditvillkoren. **Styrräntan höjs** därför under andra halvåret från 4,35 procent till **4,60 respektive 5,10 procent** i slutet av 2018 resp. 2019.

Långsammare skuldtillväxt
Årlig procentuell förändring



Därmed stärks också den kinesiska yuansen. Vi räknar med att **USD/CNY** handlas till **6,10 i slutet av 2018** och **5,80 i slutet av 2019**. PBoC valutastrategi är att tillåta en försiktig förstärkning av yuansen för att därmed attrahera utländskt kapital till inhemska aktie- och obligationsmarknader. Kinas exportsektor väntas kunna hantera apprecieringen i en miljö med stark internationell efterfrågan 2018 och 2019.

Huvudrisken för Kinas positiva utveckling är oväntat hög global inflation. Den kan leda till högre inhemska inflation och därmed högre räntor. Kinas totala skuld på 260 procent av BNP blir då snabbt en börda för alla låntagare och skulle leda till ett oroande stort antal konkurser i Kina.

Indien: Tillväxten förstärks igen

Bilden av att tillväxttakten bottnat ur har blivit mer tydlig de senaste månaderna. Tredje kvartalet accelererade BNP-tillväxten till 6,3 procent i årstakt efter fem kvartal med inbromsning. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin nådde i december den högsta nivån sedan 2012. Även industriproduktionen accelererar tydligt. Bilsförsäljningen har dock fallit de senaste månaderna och exporten har bromsat in även om utvecklingen varit volatil. BNP bedöms ha ökat med 6,4 procent 2017. **År 2018 och 2019** väntas BNP-ökningen växla upp till **7,5 procent** respektive **7,8 procent**.



De senaste månadernas oljeprisuppgång har satt fokus på Indiens utrikesbalans eftersom oljeimporten tidigare bidragit till höga underskott i bytesbalansen. Vår bedömning är dock att den måttliga prisuppgång på Brentolja till 65 USD/fat 2019 vi förutspår inte kommer att leda till någon större försvagning av bytesbalansen. Mer oroande är att regeringen för budgetåret 2018-2019 sänkt skatterna på bränsle för att motverka prisuppgången och därmed försvagar statsfinanserna. Det finns sedan tidigare en **oro kring statsfinanserna** då regeringen kommer att tvingas stödja delstater som genomfört omfattande efterskänkningar av lån till jordbrukare. Regeringen kommer inte att lyckas nå målet att minska underskottet för budgetåret 2017-2018 från 3,5 till 3,2 procent av BNP. För budgetåret som inleds 1 april har **regeringen sänkt ambitionsnivån** och målet är nu att få ned **budgetunderskottet** till 3,3 procent av BNP i stället för 3,0 procent.

KPI-inflationen har stigit rejält från bottennoteringen i juni i fjol och nådde i december 5,2 procent; den snabbaste takten sedan juli 2016. Även kärninflationen har accelererat. Inflationen väntas fortsätta stiga drivet av ökande kapacitetsutnyttjande. Som helårsgenomsnitt väntas **inflationen** stiga från 3,3 procent 2017 till **5,5 procent 2018 och 2019**.

Centralbanken har sedan sänkningen till 6,0 procent i augusti lämnat styrräntan oförändrad. Protokollet från decembermötet visar att det finns oro kring statsfinanserna och den stigande inflationstakten. Vår bedömning är att **styrräntan höjs till**

6,25 procent andra halvåret och att centralbanken följer upp med ytterligare en höjning 2019.

Regeringspartiet BJP gick segrande ur lokalvalen i Gujarat och Himachal Pradesh. Valsegrarna tyder på att befolkningen stödjer regeringens och premiärminister Modis politik och BJP väntas på sikt nå en majoritet i överhuset (Rajya Sabha). Trots det finns inga tecken på att Modi kommer att ta tag i de viktigaste reformområdena, arbetsmarknad och lagstiftning kring landköp, innan valet 2019. Däremot har **framgångarna i lokalvalen ökat sannolikheten för att mindre kontroversiella reformer kommer att drivas igenom**. Under 2017 infördes den nationella försäljningsskatten och regeringen presenterade även planer för att rekapitalisera banksektorn och öka infrastrukturinvesteringarna. Regeringen väntas också fortsätta att luckra upp lagstiftningen kring direktinvesteringar trots tilltagande motstånd. Regeringen går vidare med ansträngningarna att privatisera statliga företag och har förberett en delprivatisering av det förlusttyngda Air India.

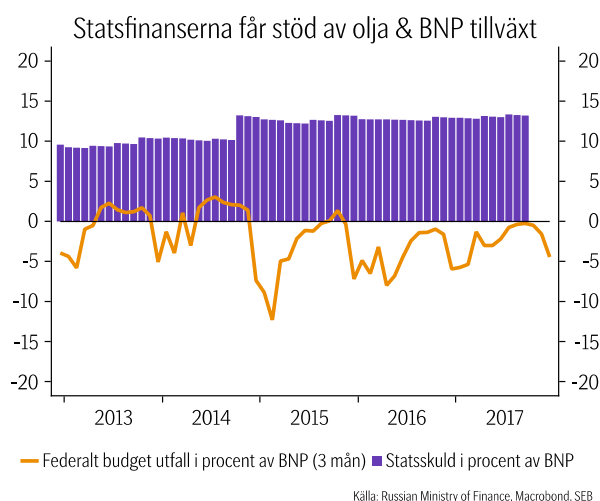
Rupien har hållit sig relativt stabil mot dollarn sedan i höstas men stärktes under 2017 som helhet med omkring 6 procent. Vår bedömning är att accelererande BNP-tillväxt samt en hökaktigare centralbank gör att rupien stärks ytterligare något under 2018. **Vid slutet av 2018 och 2019 väntas rupien stå i 62,0 respektive 60,0 mot dollarn.**

Ryssland: Fortsatt återhämtning

BNP-tillväxten i Ryssland mattades av markant från 2,5 procent i årstakt andra kvartalet till uppskattningsvis runt 1,0 procent i det fjärde kvartalet. **Årsgenomsnittet för 2017 lär därmed hamna runt 1½ procent**. Lägre oljeproduktion till följd av uppgörelsen med OPEC samt avmattning inom tillverkningsindustrin och jordbrukssektorn låg bakom nedväxlingen. Däremot uppvisade detalj- och bilhandeln fortsatt stabil tillväxttakt. Den inhemska produktionen av konsumtionsvaror har försvagats som en följd av att den starka rubeln gjort import billigare. Men trenden ser ut inte ut att bli långvarig; finansministeriet har trappat upp köpen av utländsk valuta till sin reserv för att försvaga rubeln och därigenom stärka konkurrenskraften och öka budgetintäkterna.

När OPEC och Rysslands produktionsbegränsningar gradvis tas bort andra halvåret 2018 och i början på 2019 kommer rysk ekonomi få en extra skjuts, vilken också förstärks av det gradvis högre oljepriset. Efter recessionen 2015 finns fortfarande lediga resurser kvar i ekonomin, vilket möjliggör en tillväxt strax över trend. Vi väntar oss att **BNP växer med 2,2 procent 2018 och 2,0 procent 2019**. Inflationen har bottnat ur efter att nått 2,5 procent i årstakt i både november och december. God framtidsoptimism bland hushållen och stigande reallöner indikerar att priserna för tjänster och konsumtionsvaror (exkl. mat) kommer att stabiliseras eller stiga måttligt och därmed lyfta **inflationen till 3,8 resp. 4,0 procent 2018 och 2019**. Centralbankens strategi har varit att sänka räntan i en långsam takt för att även få ner inflationsförväntningarna. Vi tror att man behåller den linjen och sänker styrräntan från nuvarande **7,75 procent till 6,75 procent i slutet av 2018 innan en höjning till 7,00 procent genomförs 2019**.

Kombinationen av oväntat högt oljepris och en relativt svag rubel, framför allt den senaste tiden, har bidragit till att statsfinanserna utvecklats starkare än vad finansministeriet förutspått. Trots att utgifterna blivit högre än budgeterat hamnar det federala budgetunderskottet under de 2 procent av BNP som Kreml satt som mål. I den nya budgeten för 2018–2020 planeras kraftiga utgiftsnedskärningar, men dessa kommer sannolikt inte att genomföras under valåret 2018. Trots vissa utgiftsökningar tror vi att underskottet även framöver begränsas till **runt 2 procent av BNP, vilket bidrar till att statsskulden endast ökar långsamt från dagens låga nivå runt 15 procent av BNP.**



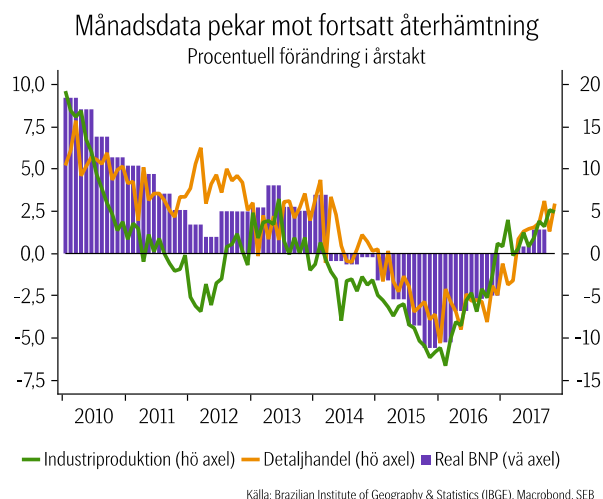
Det finns en viss oro för nya amerikanska sanktioner som följd av den kartläggning av korruption bland ryska politiker och makthavare som presenterades i februari för den amerikanska kongressen. Trots denna risk visar dock utländska investerare stark aptit på ryska obligationer och tillgångar. Räntan på 10-åriga statsobligationer har sjunkit till runt 7,4 procent från över 8 procent i början på 2017 och väntas falla ytterligare. Kapitalinflöden och överskott i bytesbalansen bidrar också till att mildra deprecieringstrycket från penningpolitiska lättnader och finansministeriets interventioner. Sammantaget förväntar vi oss att **rubeln försvagas till 60,5 per USD i slutet på 2018 och ytterligare till 63,0 2019.**

President Putin kommer att vinna valet i mars 2018. Ingen motståndare har tillräckligt brett stöd för att göra valet spännande. Putin kommer att annonsera nya reformer efter valet men implementeringen kommer vara långsam och staplande. Inte ens Putin är tillräckligt stark för att rå på de sårintressen som motsätter sig förändringar av den ekonomiska strukturen.

Brasilien: Högre råvarupriser lyfter BNP

Brasiliens konjunkturuppgång har bekräftats den senaste tiden. BNP växte med 1,4 procent i årstakt tredje kvartalet 2017 och månadsdata pekar mot att tillväxten accelererade till 2,5 procent fjärde kvartalet. Återhämtningen drevs till en början av en exportuppgång i spåren av realens kraftiga fall men under senare delen av 2017 gav också stigande råvarupriser extra skjuts. Konsumtionen är på väg upp stödd av fallande arbets-

löshet och löneökningar. Ännu ser vi ingen reaktion på investeringsidan men en sådan brukar ofta komma ganska sent i återhämtningsförloppet. **Sammanlagt förväntar vi oss att BNP stiger med 2,7 procent i år och med 3,0 procent 2019.** Högre tillväxt bidrar till något bättre statsfinanser, men mycket arbete återstår. Budgetunderskottet har minskat från 10 procent av BNP 2016 till runt 8 procent i slutet av 2017. Bruttostatsskulden har stigit till nära 75 procent. Statsfinanserna är således ännu för svaga för att ge utrymme för aktiva finanspolitiska stimulanser.



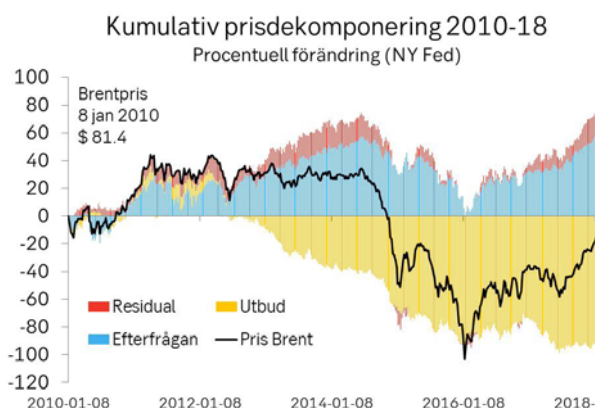
Inflationen bottnade ut i augusti och september 2017 på 2,5 procent i årstakt; den näst lägsta nivån på tjugio år. I december låg den på strax under 3,0 procent och vi beräknar att den kommer stiga till 4,0 procent i år och 4,3 procent 2019. Ett uppdämt behov av att höja framförallt reglerade priser är den viktigaste drivkraften men i takt med att konsumtionen ökar kommer företagen också att få större möjligheter att höja sina priser. Då inflationen är förhållandevis låg och realräntan hög kommer centralbanken **sänka styrräntan Selic en gång till från 7,00 procent till rekordlåga 6,75 procent där den kommer att ligga kvar till slutet av 2018. I slutet av 2019 väntar vi oss att Selic ligger på 8,00 procent.**

Trots politisk osäkerhet och stormar kring president Michel Temer uppvisade den brasilianska realen en ökande stabilitet under 2017 jämfört med föregående år. Högre råvarupriserna har bidragit till detta och de ser ut att ge stöd åt realen också den närmaste tiden. Penningpolitiska lättnader och besvikelse över uteblivna reformer kommer dock att tynga valutan. Den pensionsreform, som är så viktig för statsfinanserna, kommer sannolikt inte att genomföras av sittande administration. Även om så skulle ske har kohandel med olika parter resulterat i att besparingarna inte blir så stora som man aviserat. Brasilien går till val i oktober och det stora misstroendet mot sittande politiker ökar riskerna för att en populist ska kunna nå presidentposten. Även om det är för tidigt att förutspå valutgången bidrar politisk osäkerhet till att vi tror att **realen försvagas till 3,40 resp. 3,60 mot dollarn i slutet av 2018 och 2019.**

Tema: Oljepriset – en dragkamp mellan OPEC och USA

- **Avtal, lägre lager och global tillväxt ger oljepris på 65 dollar trots ökad USA-produktion**
- **Svängningar i oljeinvesteringar ger prispress uppåt i början av nästa decennium**

Oljepriset (Brent) noterade **stora rörelser under 2017**. Första halvåret sjönk priset med drygt 20 procent till 45 dollar per fat för att sluta året på 68 dollar; 20 procent upp jämfört med slutet av 2016. Även om spotpriset stigit påtagligt är genomslaget på terminspriset betydligt mer beskedlig: ca 5 dollar högre. Oljemarknaden, som styrs av starka, spekulativa och långsiktiga efterfråge- och utbudskrafter, försöker **hitta en jämviktsnivå**. Vår prognos är att **priset såväl 2018 som 2019 landar på i genomsnitt 65 dollar**. Mot slutet av prognosperioden ökar risken för högre oljepris p g a produktionsbegränsningar.



Vår bedömning är att världen – ur en snävare ekonomisk och finansiell synvinkel – sannolikt mår bättre av ett högre snarare än ett lägre oljepris 2018 och 2019:

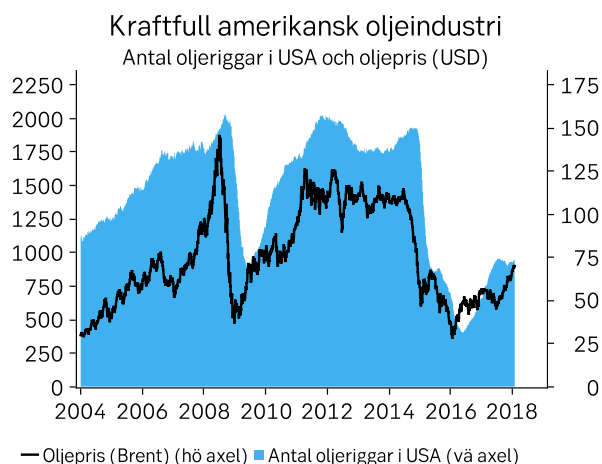
1. Ett högre pris har visserligen en **tillväxthämmande effekt** på konsumtion/investeringar men den motverkas idag av den **underliggande styrkan** i världsekonomin. För flera länder blir oljeprisgenomslaget även mindre p g a **dollarförsvagningen**.
2. Högre energipriser ger flera **centralbanker visst andrum** att fortsätta närma sig sina inflationsmål. Det minskar pressen på centralbanker att t ex förlänga kvantitativa lättnader och ger möjligheter att inleda normaliseringsprocesser för politiken.
3. Flera oljeproducerande länder, t ex Ryssland och Saudiarabien, har fått **statsfinansiella problem** p g a tidigare oljeprisfall och tvingats till både fiskal åtstramning och att använda sina tidigare uppbyggda finansiella reserver (sälja t ex dollartillgångar). Prispressen har även tillfört **politisk osäkerhet**.

Framgångsrik OPEC-taktik 2017 håller 2018?

OPEC har under 2017 tillsammans med bl a Ryssland hållit fast vid överenskomna produktionskvoter och därmed ökat sitt inflytande över priset. Parternas begränsning motsvarar 2 procent av det globala oljeutbudet. Det har medverkat till att tidigare stora lager pressats ned påtagligt under 2017 till dagens mer normala nivåer. **Lageranpassningen pågår fortfarande** vilket bekräftar producenternas inflytande över priset.

OPEC:s produktionstak väntas hålla även 2018. Oljeproducenternas möjligheter att stå fast vid taken trots vetskapen om att USA ökar skifferoljeproduktionen underlättas av det högre priset och styrkebeskeden om tillväxten i världsekonomin.

Smolk i glädjebägaren, i alla fall kortsiktigt, är det faktum att långa spekulativa positioner i olja (tro på högre oljepris) redan befinner sig på historiskt höga nivåer som kan ge prisbakslag när tron på stigande priser mattas.



Källa: Baker Hughes, Intercontinental Exchange (ICE), Macrobond, SEB

Även om OPEC tycks ha återfått ökat inflytande över oljepriset väntas USA:s oljeindustri fortsätta utvecklas under 2018-2019. **Break-even-kostnaden** för att producera ny skifferolja i USA har fortsatt att falla och bedöms i dag ligga på ca **40 dollar** per fat. Det innebär att USA-produktionen väntas öka med 16 procent i år och ytterligare 11 procent 2019 – dock otillräckligt för att skapa ett större prisfall när OPEC fortsätter att hålla emot.

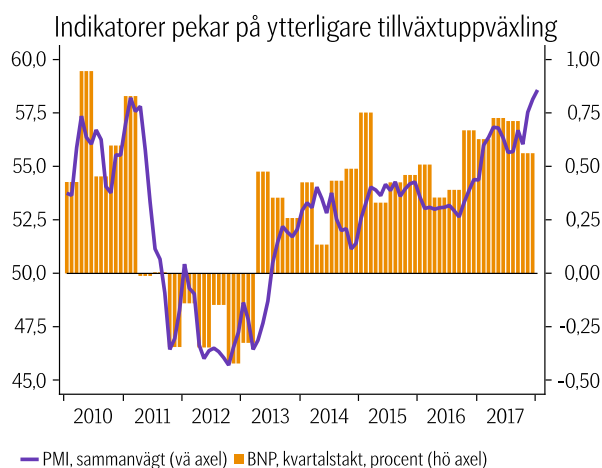
En sista topp i oljepriset

I samband med det kraftiga oljeprisfallet 2014 sjönk investeringarna rejält i global oljeproduktionskapacitet. Normalt tar det ca fem år innan effekterna på produktion och pris blir uppenbara. Det innebär att **oljemarknaden 2014-2019 lev/lever på de stora investeringar som gjordes 2010-2014**. Därmed ökar risken för högre priser från 2020 och framåt. I dag finns därför förväntningar på att det globala oljepriset kommer att notera en sista prisuppgång i början av nästa decennium.

Allt starkare tillväxtoptimism

- **Stark och bredbaserad uppgång**
- **Expansiv politik från ny tysk storkoalition**
- **Inflationen stiger men kvar under målet**
- **Tydliga normaliseringssignaler från ECB**

Optimismen i eurozonen fortsätter och **det mesta tyder på att det finns gott om bränsle kvar i europakonjunkturen**. BNP ökade 2017 med 2,3 procent, högsta sedan 2007. Avslutningen på året var stark och bådade gott inför 2018. Sentimentsindikatorer ligger nu generellt i linje med tidigare cykliska toppnoteringar och åtskilliga delindex visar rekordnoteringar. Industrin växlar upp och stigande kapacitetsutnyttjande får företagen att dra upp investeringarna; euroapprecieringen det senaste halvåret verkar inte sätta några käppar i hjulet. Företagens anställningsplaner pekar på fortsatt förbättrad arbetsmarknad vilket ger stöd för en konsumtionsuppgång. **BNP ökar med 2,5 respektive 2,2 procent 2018 och 2019.** ECB avslutar QE-köpen i september i år men räntan höjs först under 2019.

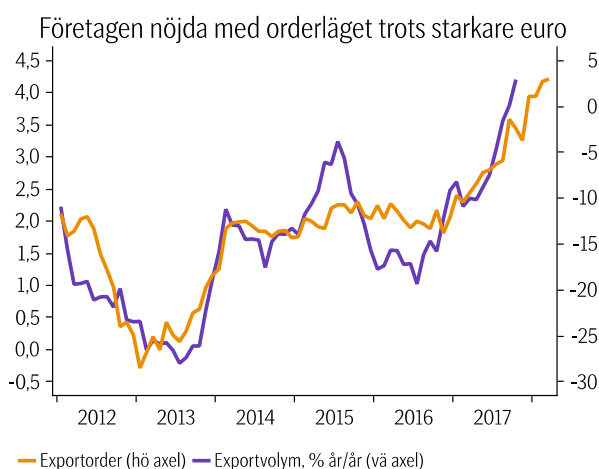


Källa: Markit, Eurostat

Stark orderingång på bred front

Den ekonomiska uppgången är geografiskt bredbaserad men sektorsmässigt har **tillverkningsindustrin tagit en tydlig ledning det senaste kvartalet och uppvisade** i december högsta nivån någonsin. **Orderläget är gott** både på hemma- och exportmarknader. Företagens syn på orderläget speglar i viss mån varierande tillväxtstyrka inom regionen. I den starka tyska ekonomin uppger t ex företag att orderläget på hemmamarknaden är ett av de starkaste de senaste 30 åren och även i Spanien ser företagen en klart starkare hemmamarknad. Eurons appreciering sedan halvårsskiftet 2017 (från 1,10 till

1,25 mot USD) verkar inte sätta käppar i hjulet för återhämtningen. Importen ökar visserligen något mer än exporten 2018-2019 men detta är främst en följd av stark inhemsk efterfrågan. **Bytesbalansen försvagas något framöver men väntas ändå uppvisa ett överskott på 3 procent av BNP 2019.**



Källa: Macrobond, SEB

Finanspolitiken öppnar försiktigt plånboken

Besparingsprogram och starkare konjunktur har förbättrat de **offentliga finanserna**. Regionens underskott föll till 1,5 procent av BNP 2016 och nedgången har fortsatt. Bl a uppvisade Tyskland överskott för fjärde året i rad 2017 och nivån var den högsta på över 25 år. Visserligen brottas länder som Italien och Spanien med stora underskott och höga skulder men i stort sett alla länder noterade underskott lägre än 3 procent av BNP. Starkare finanser skapar **nu utrymme för en expansiv finanspolitik**; därtill finns en politisk vilja att öppna plånboken efter år av besparingar. Efter valen 2017 väntar vi oss reformer på både utgifts- och skattesidan i Frankrike och Tyskland som, i alla fall i Tyskland, innebär en nettostimulans. En mer **expansiv politik gör att underskottet** i eurozonen planar ut på ca 1 procent av BNP 2018-2019 samtidigt som den offentliga skulden faller till 85 procent av BNP. Politisk osäkerhet och val ger viss osäkerhet men små ekonomiska effekter (se ruta).

BNP-prognoser

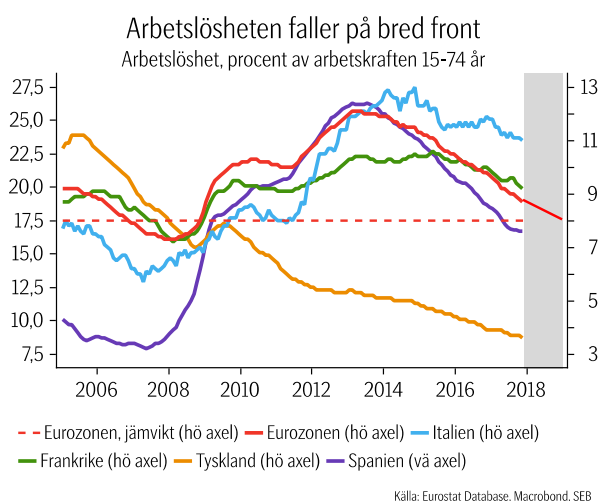
Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
Tyskland	1,9	2,2	2,5	2,2
Frankrike	1,2	1,8	2,1	2,1
Italien	0,9	1,5	1,7	1,7
Spanien	3,3	3,1	3,1	3,0
Eurozonen	1,8	2,3	2,5	2,2

Källa: Eurostat, SEB

Hushållen på rekordgott humör

Att regionens politiska och ekonomiska självförtroende stärkts syns tydligt också bland hushållen. Stigande sysselsättning, låga räntor, höga tillgångspriser samt gradvis lättare finanspolitik har bidragit till stigande optimism och konsumentförtroendet nådde i december **den näst högsta nivån någonsin enligt EU-barometern**. Det finns också ett uppdämt behov efter de hårda krisåren; i t ex Spanien och Italien ligger konsumtionsnivån fortfarande lägre än 2008. Det mesta tyder således på att konsumtionen blir en viktig drivkraft till BNP-tillväxten de närmaste åren och vi förutser en ökning **med knappt 2,5 procent per år 2018-2019**. Samtidigt hämmar de låga löneökningarna den reala disponibelinkomsten som endast ökar med knappt 2 procent årligen. Detta är troligen en viktig förklaring till att konsumtionen inte riktigt ökar i den takt som framtidstron indikerar. Konsumtionsuppgången är således delvis beroende av att hushållen nu drar ned sitt sparande. Vår prognos innebär att sparkvoten faller från knappt 13 procent 2014 till 11 procent 2019. Nivån kan knappast betraktas som ansträngt låg givet den goda ekonomiska miljön, men ändå är en gynnsammare inkomstutveckling på sikt nödvändig för att upprätthålla tillväxten i konsumtionen.



Arbetslöshetsfall ger viss löneuppväxling

Det senaste året har **arbetslösheten fallit med drygt 1 procentenhet till 8,7 procent i december**; den lägsta nivån sedan januari 2009, nästan 3,5 procentenheter under kris-toppen. Nedgången drivs framför allt av stigande sysselsättning som ökat med drygt 2,5 miljoner (ca 1½ procent) det senaste året. Uppgången är tydligast i Spanien och Tyskland (ca 500 000 var) men även i Frankrike och Italien (ca 250 000 per land) växer antalet jobb. Företagens anställningsplaner ligger på en hög nivå och pekar om något på en än bättre utveckling framöver. Även om utbudsrestriktioner börjar göra sig gällande i vissa länder, främst i Tyskland, väntas uppgången i sysselsättning fortsätta i ungefär samma takt i år.

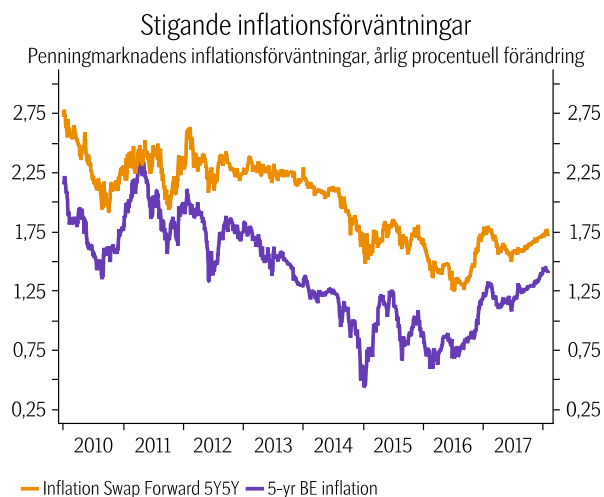
Arbetslösheten faller från 9,1 procent 2017 till 8,4 respektive 8,0 procent 2018 och 2019. Mot slutet av prognosperioden ligger arbetslösheten nära de skattningar på jämviktsnivå som varit tongivande på senare år. Men i en miljö med varaktigt god efterfrågan på arbetskraft och med vissa struktur-reformer på arbetsmarknaden i t ex Frankrike och Spanien är

det rimligt att tro att jämviktsarbetslösheten kan pressas ned en del. Detta skulle i sin tur förbättra utsikterna för en ännu längre expansionsperiod.

Trots en förbättrad arbetsmarknad är **löneökningarna fortsatt låga** i linje med mönstret i övriga OECD-länder. Hög arbetslöshet och behov av att förbättra konkurrenskraften verkar återhållande i Sydeuropa. Och även om IG Metall nu kräver 6 procentiga påslag tror vi att de tyska löneökningarna till slut stannar vid 2,5-3,0 procent. Därmed blir uppväxlingen av lönerna i regionen som helhet mycket måttlig; från knappt 2 procent 2017 till 2,5 procent mot slutet av prognosperioden.

Inflationen växlar upp men i långsam takt

Efter att ha toppat på 2 procent under inledningen av 2017 har inflationen fallit tillbaka till 1,3 procent i januari. Under inledningen av 2018 sjunker inflationen ytterligare ned mot 1 procent. Trots tillväxtuppväxling, expansiv penningpolitik och en förbättrad arbetsmarknad väntas **inflationstrycket förbli lågt och endast måttligt stigande under 2018 och 2019**. Inflationen når 1,5 procent mot slutet av 2019, men **mätt som årsgenomsnitt stannar den på 1,4 respektive 1,3 procent 2018 och 2019**. Kärn-HIKP har legat stabilt kring 1 procent de senaste åren och uppvisar inte några tendenser till att bryta det mönstret; först under 2019 når kärn-HIKP upp till 1,5 procent i linje med total inflation. Mönstret de senaste åren är att inflationen har svårt att nå upp till målet utan draghjälp från prisuppgångar på mat eller energi. Det högre oljepriset ger ett visst uppåtttryck som delvis motverkas av att euron apprecierat.



Tydliga normaliseringssignaler från ECB

Efter att ECB förlängt obligationsköpen till och med september 2018 och därefter upprepade gånger signalerat att köpen ska avslutas innan räntorna höjs ligger **politiken fast för stora delar av 2018**. Avgörande blir nu istället hur direktionen positionerar sig avseende politiken på lite längre sikt. Kombinationen av allt starkare konjunktur och en inflation som ligger kvar en bit under målet ökar spänningen mellan hökar och duvor. Tillväxtstyrka och stigande inflationsförväntningar stärker hökarnas argument att **regionen inte längre behöver en penningpolitisk krispolitik**. Decemberprotokollet tolkades också hökaktigt av marknaden, vilket tillsammans med

hökaktiga tal av olika direktionsmedlemmar riktar fokus mot frågan när ECB:s officiella språkbruk ska förändras. Dragkamp mellan hökar och duvor riskerar att skapa en del volatilitet på ränte- och valutamarknaderna under våren.

När det gäller den stora bilden talar dock allt för att ECB går försiktigt fram jämfört med andra centralbanker. Vi väntar oss att man håller fast vid signalerad turordning för avvecklingen av olika krisåtgärder; obligationsköpen ska avslutas innan

räntorna börjar höjas. Vår prognos är att den senaste förlängningen av obligationsprogrammet var det sista och att **QE avslutas i september 2018**. ECB tar ett första räntesteg och **höjer inlåningsräntan (depositräntan) med 15 räntepunkter i mars 2019**. Därefter följer **två refinäntehöjningar under 2019**. Den första, och den enda Draghi hinner med innan hans mandat löper ut i oktober 2019, sker i slutet av första halvåret och följs i december av ytterligare en höjning.

Nytändning utan EUfori i EU-samarbetet

Trots stora farhågor i början av 2017 gav de många valen i huvudsak lugnande resultat. Populistiska och EU-skeptiska partier flyttade fram sina positioner men nådde sällan fram till avgörande genombrott. Även 2018 finns en rad viktiga politiska frågor på agendan bl a det italienska valet i mars och formeringen av en tysk regering. Brexitförhandlingarna är på väg in i en ny fas där ett nytt handelsavtal relativt snart måste komma på plats. Grekland ska lämna stödprogrammet, vilket åter lär aktualisera frågan om skuldrekonstruktion. Till det kommer flera viktiga EU/EMU-frågor. En ny långtidsbudget ska tas fram som tar om hand det underskott Brexit skapar. Samtidigt ska arbetet med att fördjupa samarbetet inom flera områden (Europeisk valufond, finansminister mm) fortskrida där målet är skarpa förslag innan valet till EU-parlamentet senvåren/sommaren 2019.

Det italienska parlamentsvalet 4 mars närmar sig. Den allmänna uppgången i eurozonen bidrar till hyfsad tillväxt och minskad volym problemlån i banksystemet. Men ändå kvarstår problem som låg tillväxt, hög offentlig skuldsättning och svagt banksystem. Opinionsmätningarna pekar på ett jämnt lopp mellan tre block (5-stjärnerörelsen, nu styrande Demokratiska partiet och Forza Italia/Lega Nord/Brothers of Italy) som alla har mellan 25-35 procent av rösterna. 5-stjärnerörelsens euro-skepsis har skapat osäkerhet men partiet har nu svängt om i eurofrågan. Partiet har också deklarerat att man inte tänker ingå i någon allians, vilket sannolikt innebär att de hålls utanför regeringsbildningen. Det är i nuläget svårt att se hur en stark regering ska kunna bildas i det parlamentariska läge som opinionsmätningarna pekar på. Att risken för att Italien ska lämna euro-samarbetet minskat har dock bidragit till att finansmarknader inte fäster så stor vikt vid detta. Med tanke på den turbulens som ofta präglar italiensk politik måste nog partierna köra fast rejält vid regeringsbildningen för att bilden ska ändras. Att det tagit lång tid att få en ny tysk regering på plats har inte satt några ekonomiska avtryck. Turerna ger ändå en hint om vilka spänningar som kommer att präglade tysk politik de närmaste åren. Både liberaler (FDP) och socialdemokrater (SPD) är brända av negativa erfarenheter av koalitionsregerande med Merkel/CDU som dominerande part. När nu SPD med knapp majoritet röstat för att påbörja regeringsförhandlingar är det troligt att man kommer att kräva ett utökat inflytande över regeringspolitiken. Merkel kommer därmed att i många frågor pressas mellan diametralt olika linjer som SPD och hennes konservativa bayerska systerparti CSU ofta driver.

Huvudspåret är att förhandlingarna mynnar ut i en ny storkoalition, men att samarbetet kommer att bli ansträngt med en risk att det inte överlever hela mandatperioden.

Mycket talar för att partierna kan enas om en mer expansiv finanspolitik. Inom EU-politiken kommer SPD, lett av EU-parlamentets före talman Martin Schulz, i många frågor ha en stor samsyn med Frankrike och president Macron medan CDU och Merkel och CDU kommer att vara mer skeptiska till långtgående förslag i federalistisk riktning. Även om dessa frågor är viktiga för Schulz så är sannolikt inrikespolitiska framgångar viktigare. Så snart Tyskland fått en ny regering väntar vi oss ett visst tyskt stöd till en del förslag som nu ligger på bordet. Med en omfattande agenda väntar vi oss att fokus ligger på förändringar som kan få brett stöd så att EU:s ledare kan visa på framsteg och enighet istället för splittring. Med tanke på dels att ECB väntas avsluta obligationsköpen i år och att Grekland ska lämna stödprogrammet i augusti lär förslaget att göra om ESM till en europeisk valufond prioriteras. Det är också troligt att man inrättar en post som europeisk finansminister även om det i huvudsak handlar om att stöpa om nuvarande uppgifter och ge en person mer sammanhållande ansvar inom kommissionen. Därtill kommer bankunionen att vara i fokus.

EU:s långtidsbudget kan bli en svår nöt att knäcka. Beslut ska tas först 2019, men frågan ligger redan på agendan. Kommissionen vill (som vanligt) utöka satsningarna på bl a migration, säkerhet och försvar. Därtill ska finansieringshållet efter Brexit fyllas. Förslaget från EU:s budgetchef (mer detaljerat kommer i maj) innebär höjda medlemsavgifterna och nya skattebaser på EU-nivå, men flera budgethökar bl a Sverige säger blankt nej. Om konfliktlinjen mellan syd och nord dominerade under eurokrisen lär budgetarbetet främst präglas av motsättningar mellan öst och väst. Nettobetalar i väst har signalerat att man i förhandlingarna vill pressa mottagarländer som Polen och Ungern när det gäller t ex flyktmottagande och EU:s regler kring oberoende rättsväsende.

Sammantaget kan konstatera att EU-samarbetet fått en viss nytändning efter den uppgivenhet som länge dominerade även om Macons och Schulz EUfori dämpas av CSU/CDU/Merkels mer (hälsosamt) försiktiga inställning. De närmaste åren får utvisa om man kan hitta en gyllene medelväg där framstegen blir tillräckligt tydliga för att stärka tilltron till europrojektet utan att man för den skull slår in på en aggressivt federalistisk väg som skapar nya spänningar mellan olika medlemsländer.

Omvärlden knuffar på men hushållen bromsar

- **Brexitförhandlingar klarar hård tidspress.**
- **Recession undviks trots att försiktiga hushåll dämpar tillväxten**
- **Inflationen faller tillbaka under 2018**

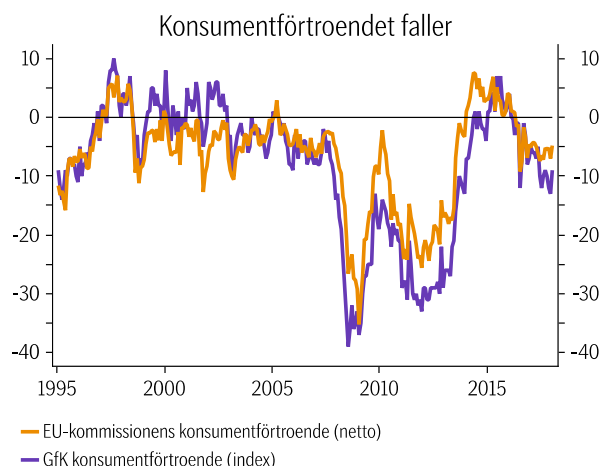
I december enades EU och Storbritannien om villkoren för det brittiska EU-utträdet. Därmed är det dags att inleda förhandlingarna om den framtida relationen där ett handelsavtal och en övergångsperiod kommer att utgöra centrala delar. Trots snäva tidsramar räknar vi med att en fullständig överenskommelse kommer att nås någon gång i höst. **Risken är alltjämt stor att nya politiska kriser uppstår som stoppar eller fördröjer förhandlingarna.** Enstaka EU-länder kan sätta sig på tvären och interna brittiska stridigheterna kan ställa till problem. Regeringen och premiärminister Theresa May ger ett svagt intryck, vilket skapar osäkerhet under de resterande förhandlingarna.

Brexitosäkerheten ledde till en viss ekonomisk inbromsning första halvåret 2017. Därefter vände dock flera indikatorer uppåt bl a beroende på fortsatt svagt pund och stigande efterfrågan från euroområdet. Framöver fortsätter osäkerhet kopplad till utträdet att hämma tillväxten i viss utsträckning. Vår bedömning är att BNP-tillväxten **växlar ned från 1,8 procent 2017 till 1,4 procent 2018**; en tiondel högre än i förra prognosen. Alltjämt är det svaghetstecken på konsumtions-sidan som dämpar tillväxten. **Under utträdesåret 2019 räknar vi med att tillväxten faller ytterligare något till 1,1 procent.** Skulle förhandlingarna haverera blir försvagningen 2019 betydligt allvarigare.

Brittisk arbetsmarknad är historiskt stark. Arbetslösheten föll under förra året och **har de senaste månaderna stabiliserats på 4,3 procent, vilket är den lägsta nivån sedan 1975.** Trots det syns ingen press uppåt på löner, vilket delvis beror på en låg produktivitetstillväxt. I nuläget finns inga tecken på att produktivitet eller löner är på väg att ta fart. Svag tillväxt gör att arbetslösheten rör sig försiktigt högre under prognosperioden och hamnar på 4,8 procent i slutet på 2019.

Trots den starka arbetsmarknaden dämpas hushållens optimism bl a beroende på att köpkraften pressas av relativt hög inflation. Konsumentförtroendet föll i december och ligger nu lägre än efter det dramatiska fallet i samband med Brexitomröstningen. Detaljhandelsförsäljningen utvecklades svagt under 2017 och bilförsäljningen föll i årstakt. Vi ser inte att den här utvecklingen vänder så länge osäkerheten om EU-utträdet består. Hushållen kommer troligen att agera fortsatt försiktigt det kommande året bl a mot bakgrund av att sparandet ligger

på historiskt låg nivå och att realinkomsterna fortsätter att pressas. Huspriserna lär inte heller ge något större bidrag till hushållens förmögenhetsställning framöver.



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

De negativa effekterna på investeringarna till följd av osäkerhet kring EU-utträdet har hittills blivit mindre än befarat. Investeringsaktiviteten inom tillverkningsindustrin återhämtade sig under 2017 och totalt steg investeringarna med runt 2 procent som årsgenomsnitt.

Det svaga pundet speglar främst den osäkerhet som utträdet skapar. Med ett handelsavtal räknar vi med att **den riskpremie som idag ligger i pundkursen successivt minskar och det bör ge ett starkare pund under prognosperioden.** Vi förutser att GBP/SEK ligger på 11,20 i slutet av 2018 och 11,35 vid utgången av 2019. Det svaga pundet fortsätter att gynna exportindustrin där förtroendet ligger kvar på mycket höga nivåer. Förtroendet inom de mer inhemskt orienterade tjänste- och byggsektorerna indikerar betydligt makligare tillväxt.

Inflationen har fortsatt att stiga till följd av växelkursförsvagningen och ligger nu en bra bit över Bank of Englands (BoE) mål. Vi räknar dock med att inflationen har toppat ur och frågan framöver är hur långt och hur snabbt inflationen faller tillbaka. Vi är mer optimistiska än BoE och räknar med att **inflationen faller till 1,7 procent redan i slutet på 2018**, där den stabiliseras. BoE höjde räntan med 0,25 procentenheter på novembermötet. Höjningen var främst en önskan att återta den sänkning som genomfördes strax efter brexitomröstningen. Några ytterligare höjningar är knappast aktuella i närtid givet vår inflationsprognos. **Med ett kontrollerat EU-utträde räknar vi dock med två höjningar under andra halvåret 2019**, vilket gör att styrräntan ligger på 1,00 procent i slutet på prognosperioden.

Industrin tillväxtmotor när bostadsbyggandet faller

- **Europastyrka lyfter export och investeringar**
- **Prisfall sänker bostadsbyggandet**
- **Optimistiska hushåll fortsätter konsumera**
- **Låga lönellyft trots högt resursutnyttjande**
- **Riksbanken höjer enligt plan...**
- **... men låg inflation oroar**

De flesta signaler för svensk ekonomi fortsätter att indikera styrka. Att ekonomin den senaste tiden visat motståndskraft mot ökad osäkerhet på bostadsmarknaden talar för att tillväxten fortsätter vara stark och prognosen på att **BNP-tillväxten blir 2,6 procent för 2018**; är oförändrad jämfört med november. **Tillväxten fortsätter att ligga över trend 2019 men dämpas till 2,4 procent.** Prisfallet på bostäder hämmar ekonomin och BNP-bidraget från bostadsbyggandet slår om från +0,7 procentenheter 2017 till -0,5 procentenheter i år. Därtill finns ytterligare nedåtrisk om det totala prisfallet skulle överstiga de 10 procent som ligger i vår huvudprognos. BNP-tillväxten hålls samtidigt uppe av stark internationell konjunktur och svag krona lyfter export och industriinvesteringar.

Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Arbetslöshetsfallet accentuerades i slutet av 2017 och höga bristtal indikerar ett alltmer ansträngt resursutnyttjande. **Löneökningarna har trots detta varit lägre än väntat vilket håller nere inflationstrycket.** Tjänste- och livsmedelsinflationen ser därtill ut att mattas det närmaste halvåret efter uppgången 2017 vilket bidrar till att KPIF-inflationen i mitten på 2018 kommer att ligga en bit under Riksbankens senaste prognos.

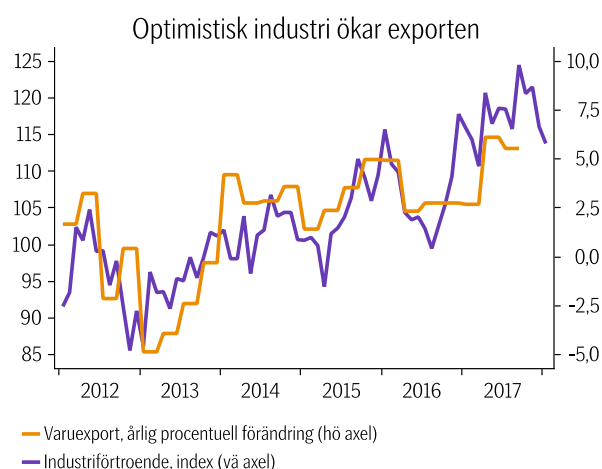
Vid decembermötet bekräftade Riksbanken planen att leverera första räntehöjningen "i mitten av året" och man var tydlig med att man mycket väl kan höja före ECB. **Vår prognos med en första höjning i september och sedan ytterligare 3 höjningar 2019** till en reporäntenivå på +0,50 procent ligger fast. Inflationsöverskattningar på nedsidan kan möjligen leda till tveksamhet hos vissa direktionsmedlemmar. Någon större senareläggning av starten för normaliseringen är ändå osannolik mot bakgrund av att omvärlden allt tydligare rör sig i en sådan riktning.

Trots en finanspolitisk stimulans på nästan en procent av BNP för valåret 2018 bidrar starka skatteintäkter till att det offentliga överskottet ligger kvar runt 1 procent de närmaste åren. Vi räknar med att **Riksgälden återigen har överraskats av**

styrkan och kommer att behöva justera ned sina emissionsplaner betydligt i februari. I kombination med fortsatta obligationsköp från Riksbanken pressar detta räntemarginalerna mot Tyskland ytterligare nedåt.

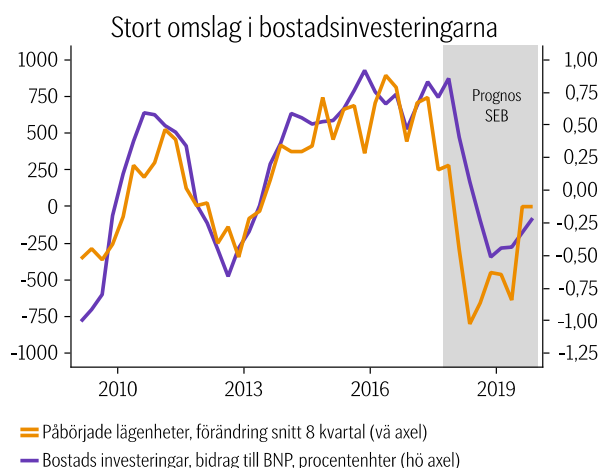
Starkt Europa ger lyft för industrin

Förtroendeindikatorerna för industrin fortsätter att ligga nära historiska toppnivåer och uppgången bekräftas nu också av stigande orderingång, produktion och varuexport. Den solida styrkan inom EU, dit nästan 75 procent av varuexporten går, är extra viktig och svenska företag gynnas dessutom av den höga nivån på EUR/SEK. Trots detta är investeringsaktiviteten i industrin fortsatt dämpad och företagen planerar bara för en svag ökning 2018 enligt enkätdata från slutet av 2017. **Det historiska mönstret är dock att företagen underskattar investeringsbehoven under uppgångar** och vi räknar med att industriinvesteringarna i år ökar med 8 procent.



Källa: Konjunkturinstitutet, SCB, SEB

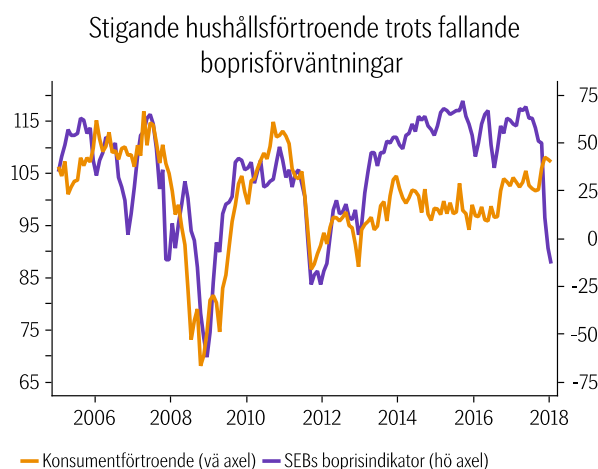
Investeringsutsikterna för övriga sektorer är blandad. Stark efterfrågan på offentliga tjänster, såsom vård och utbildning bl a i flyktingkrisens spår, bidrar till en snabb expansion i offentlig sektor. Däremot väntas bostadsinvesteringarna falla med 15 procent i år efter en ackumulerad uppgång på 80 procent under perioden 2015-2017. Bostadsinvesteringarnas bidrag till BNP-tillväxten slår om från ett positivt bidrag på 0,7 procentenheter 2017 till ett negativt på 0,5 år 2018. Underliggande stark efterfrågan på bostäder talar dock för att bostadsinvesteringarna återhämtar sig 2019. **Sammantaget växer investeringarna med 5,6 respektive 4,4 procent 2018 och 2019.** Detta är i linje med det historiska snittet, men återspeglar en dämpad utveckling jämfört med tidigare högkonjunkturer.



Källa: SCB, SEB

Optimistiska hushåll trots fallande bopriser

Än finns inga tecken på att hushållen påverkats negativt av fallande bostadspriser. Konsumentförtroendet har de senaste månaderna stigit till de högsta nivåerna sedan 2011, vilket **minskar sannolikheten för att den svaga bostadsmarknaden ska sprida sig till en bredare ekonomisk nedgång**. De flesta hushåll ser nog än så länge de lägre bopriserna som en naturlig och välkommen korrektion. Stigande köpkraft, drivet av stark jobbtillväxt och expansiv finanspolitik, samt fallande arbetslöshet talar för en fortsatt konsumtionsuppgång de närmaste åren. Att hushållens sparkvot ligger på en rekordhög nivå (16,5 procent) ökar också potentialen för accelererande konsumtion. I nuläget finns dock inga tecken på ytterligare uppväxling. Visserligen kan den snabbt ökande e-handeln, med direktimport från framför allt Kina, göra statistiken svårtolkad men vi står **fast vid prognosen att den nuvarande trenden med en ökningstakt på 2-2,5 procent fortsätter**. Med tanke på att befolkningen växer med ca en procent är uppgången per capita måttlig i ett historiskt perspektiv.



Källa: Konjunkturinstitutet, SCB, SEB

Mystiskt svag offentlig konsumtion

Uppgången i den offentliga konsumtionen ser ut att stanna på 0,5 procent för helåret 2017; betydligt lägre än vi förutspått. Prognosfelet beror främst på att vi inte fullt ut förutsett de lite märkliga konsekvenserna av SCB:s förändrade mätmetodik där **det tidigare starka sambandet mellan arbetsinsats och konsumtionsvolym har brutits**. Sysselsättningen i offentlig sektor ökade 2017 med drygt 2,5 procent, vilket innebär att den nya mätmetodiken resulterat i en kraftig fallande produktivitet. Det är svårt att göra någon rimlig ekonomisk tolkning av detta och vi står fast vid synen att utvecklingen av sysselsättningen är en bättre indikator på den offentliga sektorns påverkan på ekonomin (se temaartikel Nordic Outlook Augusti 2017). Framför räknar vi med att den offentliga sysselsättningen fortsätter att öka, om än i något lägre takt, bl a som en konsekvens av att nyanlända behöver utbildnings- och vårdtjänster. Utvecklingen av konsumtionsvolymen är svårbedömd men vi tror inte att diskrepansen mot sysselsättningen, och därmed produktivitetssvaret, blir lika dramatiskt som 2017.

Valår med expansiv finanspolitik

Trots att BNP-tillväxten blev något svagare än väntat 2017 har statsfinanserna överraskat positivt. Skattebaser som lönesumma och privat konsumtion har ökat i god takt samtidigt som statens utgifter dämpats av fallande arbetslöshet. När nu industri och export tar över som draglok finns en viss risk att förbättringen mattas av, även om vi ännu inte sett några sådana tecken.

Regeringen la i höstas en expansiv budget med nya stimulanser på ca 40 miljarder eller knappt 1 procent av BNP.

Därtill ska läggas att kommunal sysselsättning och konsumtion i löpande priser ökar i snabb takt. Trots detta tror vi att den **offentliga sektorns överskott ligger kvar runt 1 procent av BNP hela prognosperioden**, vilket konjunkturjusterat innebär att det nya överskottsmålet som gäller från och med 2019 (1/3-dels procent av BNP) i stort uppfylls. Med tanke på valet i september är finanspolitiken för 2019 osäker, men oavsett vem som vinner valet räknar vi med att finanspolitiken fortsätter att vara expansiv (10-20 miljarder). Den **offentliga skulden faller ner mot 35 procent av BNP** i slutet av prognoshorisonten. **Statens lånebehov landar kring 50 miljarder i överskott per år 2018-2019** vilket innebär att Riksgälden återingen, i februari, kommer att behöva revidera ner emissionsvolymerna.

Offentliga finanser

Procent av BNP

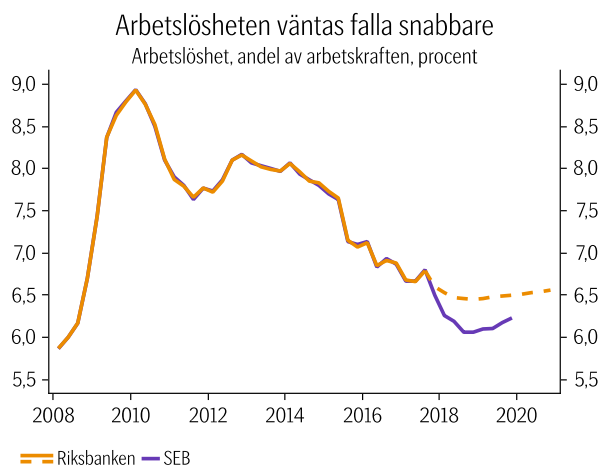
	2016	2017	2018	2019
Finansiellt sparande	1,2	1,3	1,1	1,0
Lånebehov (mdr)	-85	-62	-48	-50
Offentlig bruttoskuld	42,2	40,3	37,7	35,4

Källa: Statistiska centralbyrån, SEB

Många nya jobb pressar ned arbetslösheten

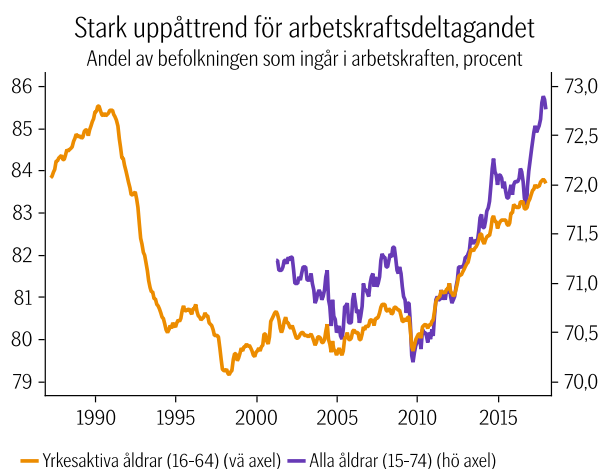
Arbetsmarknaden förstärktes ytterligare under andra halvåret 2017 bl a genom accelererande sysselsättning och vi räknar med en fortsatt snabb jobbuppgång de närmaste åren. Takten

mattas dock av en del beroende på ökande rekryteringsproblem och dämpad byggaktivitet.



Källa: Riksbanken, SCB, SEB

Nedgången i arbetslöshet tog fart i slutet av 2017. **Men den imponerande uppgången i arbetskraftsdeltagande ser ut att fortsätta, vilket framöver bromsar fallet i arbetslöshet.** Att allt fler fortsätter att arbeta efter 65-årsdagen är en viktig drivkraft men deltagandet stiger också i andra åldersgrupper.

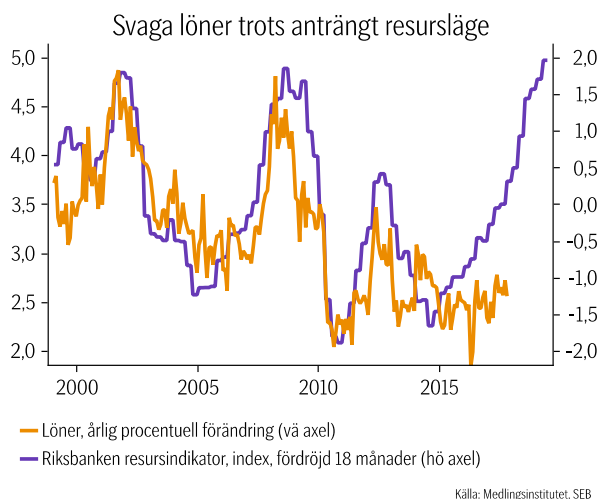


Källa: SCB, SEB

Arbetsförmedlingens statistik visar dock att andelen arbetslösa som har bland annat låg utbildning och/eller utomeuropeiskt ursprung, d v s tillhör de som historiskt visat sig ha svårt att hitta anställning, nu är uppe i hela 75 procent. **Att andelen företag som uppger brist på arbetskraft har stigit till nya rekordnivåer bekräftar bilden av en hög jämviktsarbetslöshet.** Mot bakgrund av att arbetslösheten i t ex Tyskland, Storbritannien, Norge och Danmark trendmässigt sjunkit till historiskt låga nivåer börjar Sverige alltmer sticka ut på ett negativt sätt i detta perspektiv och regeringens mål att Sverige år 2020 ska ha EU:s lägsta arbetslöshet är knappast realistiskt. Arbetsmarknadens parter har visserligen nått vissa framsteg som på marginalen kan underlätta för nyanlända att få jobb men detta ändrar inte den stora bilden.

Tröga löner trots ansträngt resursläge

Trots att Riksbankens resursindikator stigit till en ny rekordnivå har löneökningarna förblivit dämpade. Uppgången för helåret 2017 ser återigen ut att hamna i underkant av våra och Riksbankens förväntningar. Även med hänsyn taget till att lönerna cykliska känslighet minskat sedan mitten av 1990-talet och till att vi nu har treåriga löneavtal på låga nivåer på plats är **det förvånande att företagens klagomål på rekryteringsproblem inte alls syns i lönestatistiken.** Att nyanlända ofta har lägre kvalifikationer än genomsnittet eller av andra skäl accepterar en lägre lön kan vara en faktor som håller tillbaka den genomsnittliga ökningstakten. Lönepress från en alltmer integrerad europeisk arbetsmarknad bidrar säkert också. Fenomenet är inte unikt för Sverige; Bundesbankchefen Weideman har t ex lyft fram detta som en förklaring till att tyska löner inte stiger trots mycket stark arbetsmarknad och tillväxt. Vi fortsätter ändå att tro på en **gradvis uppväxling av löneökningstakten från drygt 2,5 procent 2017 till 3,5 procent under 2019;** en nivå i paritet med genomsnittet de senaste decennierna.

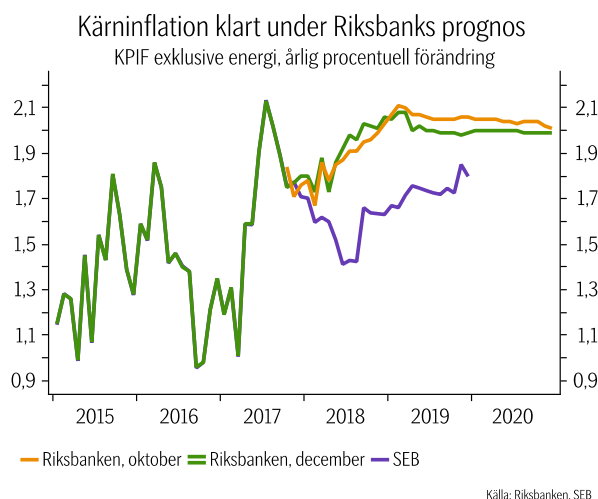


Källa: Medlingsinstitutet, SEB

Inflationstakten faller tillbaka under 2018

Årsgenomsnittet för KPIF under 2017 ser ut att hamna nära två procent, vilket innebär att **inflationen överraskat på upp-sidan trots oväntat låga löneökningar.** En förändring av mätmetoden av priserna på paketresor bidrog till att KPIF under sommaren steg över målet. Men även KPIF exkl. energi och paketresor noterade så höga nivåer som 1,8-1,9 procent mot slutet av 2017. En relativt stark uppgång i tjänsteinflationen utgjorde den viktigaste drivkraften och att denna var bredbaserad talar för att tjänstepriserna ökar i god takt även framöver. Tillfälligt stora prisuppgångar för banktjänster, inhemska transporttjänster samt i viss mån offentliga vårdavgifter 2017 bidrar talar dock för att tjänsteinflationen dämpas något 2018. Samma mönster gäller för matpriserna där signalerna om en avmattning är ännu tydligare. Råvarupriser på livsmedel föll tillbaka under andra halvan av 2017, vilket lett till en tydlig avmattning i producentprisledet. Även om korrelationen med KPI-priserna inte alltid är så stark tror vi att matpriserna kommer att dämpa inflationstakten med 0,2-0,3 procentenheter under 2018.

Under 2018 kommer dock KPIF att hållas uppe av stigande energipriser, som drivs av högre oljepris samt högre indirekta skatter och nätavgifter på el. KPIF bedöms därför öka med 1,8 procent under 2018, dvs ganska nära Riksbankens mål. Under 2019 kommer den allt mognare högkonjunkturen i Sverige och omvärlden att bidra till ett något högre underliggande inflationstryck. Minskat bidrag från energipriser gör dock att KPIF inte riktigt ser ut att nå 2-procentsmålet ens 2019.



Räntehöjning på väg trots låg inflation

Riksbanken har det senaste året gått från en tydlig bias för ytterligare räntesänkningar till att vid decembermötet mer specifikt diskutera lämplig tidpunkt för en första höjning. Räntebanan har i stort legat stilla sedan april 2017 och signalerar en hög sannolikhet för en höjning antingen i juli eller september 2018. Verbalt har man beskrivit det som att man räknar med långsamma räntehöjningar "från mitten av detta år". Protokollet från decembermötet visar att direktionen blivit mer splittrad där t ex Henry Ohlsson förespråkar höjning redan i början av 2018 medan Per Jansson vill att räntebanan ska signalera en senare höjning än den nuvarande. Direktionen är dock överens om att inflationen nu är tillräckligt hög för att man ska kunna släppa den starka koppling till ECB som präglade de senaste åren. **Vi tror att en majoritet i direktionen nu är inställda på att följa den plan för en mycket gradvis normalisering som man signalerat i snart ett års tid.** Vi räknar därför med en första räntehöjning i september i år och tre höjningar under 2019 så att reporäntan mot slutet av året ligger på 0,50 procent.

Vår syn att Riksbanken kommer att överaskas av låg inflation första halvåret 2018 innebär en viss sannolikhet för en senare räntehöjning, vilken säkert duvorna i direktionen kommer att förespråka. Stefan Ingves agerande lär bli avgörande. I december uppgav han att den exakta tidpunkten för räntehöjningen är beroende av inkommande data, men har därefter undvikit att bekräfta den positionen. **I en miljö där allt fler centralbanker rör sig mot normalisering är det trots allt inte speciellt sannolikt att Riksbanken ska senarelägga sin startpunkt ytterligare.**

Starka statsfinanser pressar långa räntor

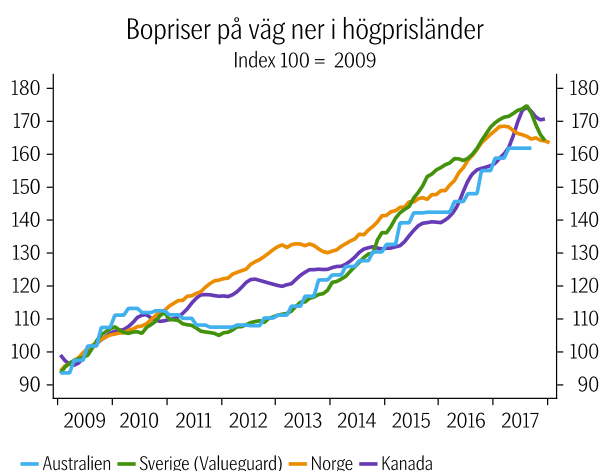
Efter att ha legat nära noll i slutet av 2016 har den svenska 10-årsräntan rört sig uppåt i takt med långsamt högre internationellt ränteläge. Räntemarginalen mot Tyskland har dock uppvisat en svagt nedåtgående trend driven av Riksbankens obligationsköp i kombination med att Riksgälden två gånger under 2017 justerat ned emissionsvolymerna av statsobligationer. Trots att en höjning från Riksbanken närmar sig **ser vi utsikter för att räntemarginalen mot Tyskland kan fortsätta nedåt under våren och försommaren.** Statsfinanserna fortsätter att överraska positivt och budgetöverskottet på 60 miljarder 2017 överträffade med råge Riksgäldens senaste prognos. Vi tror att Riksgälden i februari åter tvingas justera ned sina emissionsplaner av nominella statsobligationer i februari med åtminstone 10 miljarder för helåret 2018. Att Riksbanken i december beslutade att obligationsköpen (genom förtida återinvesteringar) ska fortsätta i sammatakt som under andra halvåret 2017 (drygt 20 miljarder per halvår) till halvårsskiftet 2019 bidrar också till att räntorna pressas nedåt. **Vår prognos är att ränteskillnaden mot Tyskland på 10-årsräntan faller till 10 punkter under våren 2018.** Längre fram blir Riksbankens räntehöjningar den dominerande faktorn och räntemarginalen stiger till 60 räntepunkter i slutet av 2019. Det innebär att nivån på 10-årsräntan stiger från 0,9 procent idag till 2,10 procent i slutet av 2019.

Kronförstärkning på väg trots stark euro

EUR/SEK har det senaste halvåret legat på långsiktigt ohållbara nivåer nära 10,00. Svenska fondförvaltare har i hög grad redan dragit ned sina positioner i utländsk valuta för att kunna profitera på en förväntad kronförstärkning. Därför ser vi knappast kronköp från dessa aktörer som någon stark drivkraft för starkare SEK framöver. Flödespotentialen för en starkare krona ligger snarare i att svenska exportföretag kommer att utöka sina valutasäkringar och därtill växla in sina omfattande FX-denominerade reserver. Utländska institutioner kommer säkert att positionera sig för en starkare krona men eftersom Riksbankens penningpolitiska omsvängning dröjer förblir det kostsamt att hålla kronor. Detta bidrar till **att nedgången i EUR/SEK sker mycket gradvis till 9,50 i slutet av året.** Att ECB rör sig mot normalisering underlättar Riksbankens uppgift. Samtidigt innebär kronans starka eurokoppling att eurostyrkan gentemot andra världsvalutor automatiskt leder till en handelsvägd appreciering av kronan som hämmar Riksbankens utrymme. Vi tror att EUR/SEK kan röra sig ned mot 9,30 vid slutet av 2019 när Riksbanken höjer repo räntan till 0,5 procent. Detta innebär att USD/SEK hamnar strax över 7,0-nivån och att KIX-index når en nivå runt 107, vilket är knappt 2 procent starkare än Riksbankens valutaprognois i december.

- **Priskorrektion trots stark konjunktur, inte bara i Sverige**
- **Tecken på stabilisering i Norge ger stöd för begränsad nedgång i Sverige**
- **Fortsatt stor omsättning på svensk och norsk bostadsmarknad**
- **Hög vikt för storstäder och bostadsrätter ökar volatiliteten i Valueguards index**

I förra Nordic Outlook diskuterade vi de försämrade utsikterna för svensk bostadsmarknad i temaartikeln *"Motståndskraft på svensk bostadsmarknad"*. I denna artikel gör vi en uppdatering av svenska läget samt jämförelser med andra länder som uppvisar en del likheter med Sverige. Även om vi i än så länge bara har tillgång till anekdotisk information har **utvecklingen i början av 2018 inte stått i strid med vår prognos om att prisfallet kan stanna på ca 10 procent**.



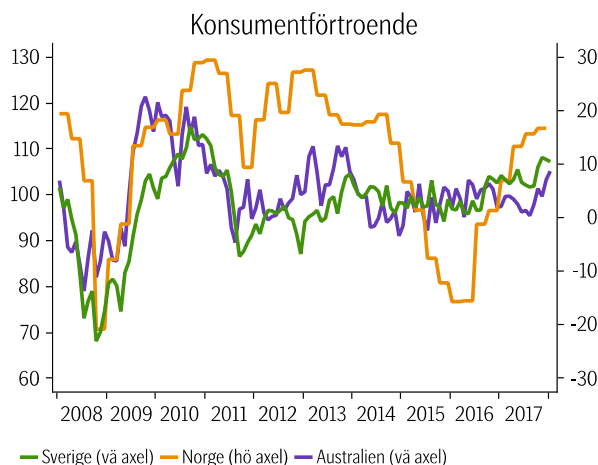
Källa: Macrobond, SEB

Simultan nedgång i länder utan anpassning

Under 2017 vände bostadspriserna ned nästan samtidigt i Norge, Kanada och Sverige medan de planade ut i Australien. Länderna utgör en ganska exklusiv skara OECD-ekonomier som undkom betydande priskorrigeringar i samband med finanskrisen. Prisuppgången sedan 2009 har därtill varit likartad i storleksordningen 60-70 procent. Normalt sker boprisfall i en miljö av såväl nationell som global recession. Undantagen har ofta präglats av tydliga ränteuppgångar eller stora skattehöjningar kopplade till bomarknaden. Nuvarande situation där priserna faller i en **miljö med god tillväxt, stabila räntor och avsaknad av stora regeländringar är således mycket ovanlig**.

I samtliga länder har nedgången föregåtts av **ökande nyproduktion i olika grad samt av åtgärder som syftat till att dämpa bostadspriser och utlåning till hushållen t ex inom makrotillsynen**. I Kanada har räntehöjningar spelat en viktig roll, vilken inte varit fallet i Sverige och Norge även om centralbankerna indikerat att en räntehöjning kan komma senare i år.

Fallet i bostadspriser har varit störst i Sverige med nästan 9 procent under de senaste 4 månaderna. Det svenska bostadsprisindex (Valuegard) som används i jämförelsen har dock tenderat att vara mer volatilt (mer om bostadsprisindex nedan) samtidigt som det också uppvisar ett tydligare säsongs-mönster. Nedgången i Sverige följer därtill efter en starkare ökning första halvåret 2017 och den årliga prisförändringen i december var bara någon procent lägre i Sverige än i Norge.



Källa: Macrobond, SEB

Tecken på stabilisering i Norge

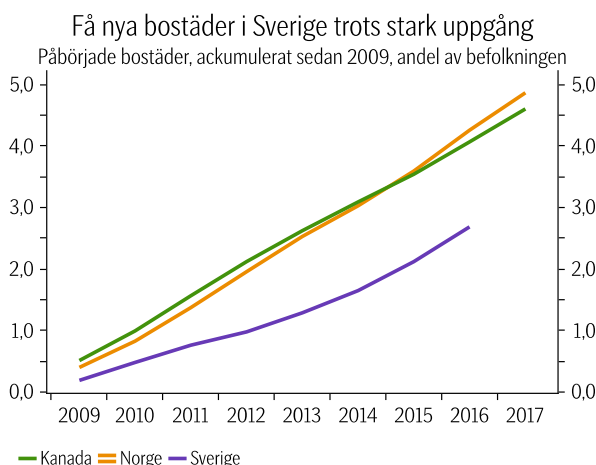
Att Norge ligger före Sverige i pågående anpassning kan bero på att man var **tidigt ute med att införa dämpande eller begränsande åtgärder som t ex amorteringskrav och belåningsgrad**. I Sverige har processen varit trögare och tydligt skärpta amorteringskrav infördes först i mitten av 2016. För hushåll med hög belåning i förhållande till inkomsten kommer amorteringskraven därtill att skärpas ytterligare i mars 2018. Även om detta kan förstärka nedgången blir effekten sannolikt ganska liten. De senaste månaderna har situationen i Norge stabiliserats **vilket stödjer vår prognos att nedgången mellan årsgenomsnittet 2017 och 2018 ska stanna vid 2 procent** samt att priserna ska plana ut i mitten av året.

Både + och – vid svensk/norsk jämförelse

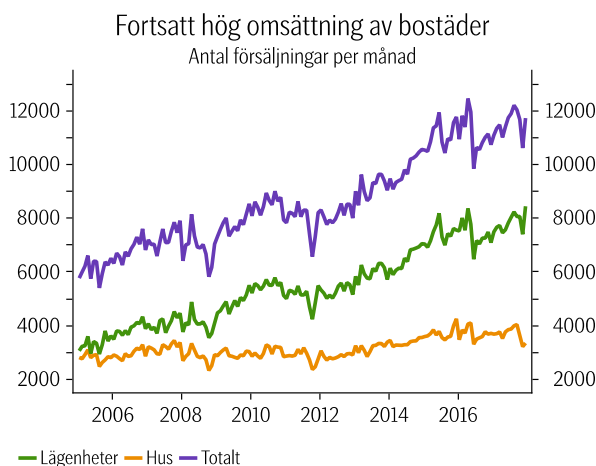
Stabiliseringen i Norge i kombination med vår prognos om att den ackumulerade prisnedgången ska stanna vid 4 procent kan tolkas som hoppingivande också för Sverige. Inte heller i Sverige ser vi tecken på att konsumentförtroende och konsumtion har påverkats negativt. **Därmed finns goda förutsättningar att undvika en negativ spiral** där fallande

konsumtion och lägre tillväxt och ger högre arbetslöshet som sin tur driver på nedgången på bostadsmarknaden ytterligare.

En jämförelse av strukturen på norsk och svensk bostadsmarknad uppvisar både plus och minus. I Norge är t ex hyressättningen fri, vilket gjort att det är relativt vanligt att äga en eller flera bostäder för uthyrning. Att ägarandelen i Norge (77 procent enligt senaste notering) är mycket hög ökar också hushållens exponering mot ett boprisfall. I Sverige har strikt hyresreglering begränsat spekulativa inslag eftersom möjligheten att hyra ut i andra hand är liten. **Spekulationsinslagen i nyproduktionen tycks dock ha ökat de senaste åren.**

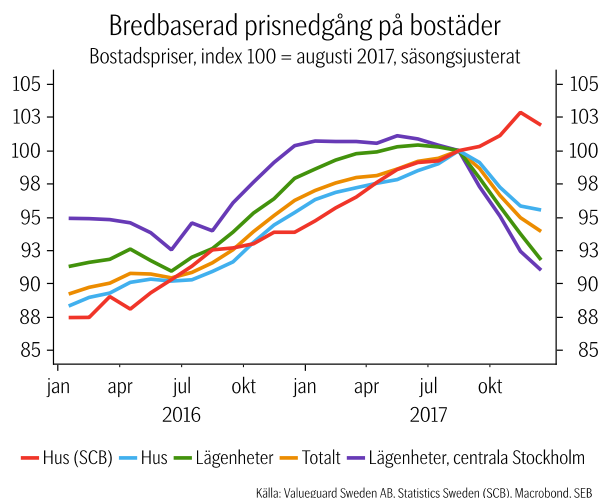


Ser man på utbudet av bostäder har byggandet i Norge varit högt under lång tid. Det totala antalet nya bostäder som byggts i Norge efter finanskrisen är därmed nästan dubbelt så stort som i Sverige i relation till befolkningen. **Ett totalt sett begränsat utbud och en stark underliggande efterfrågan på bostäder reducerar risken för stora boprisfall i Sverige.** Å andra sidan präglas den svenska nyproduktionen av ett överutbud av dyra bostadsrätter i storstäder. Den reglerade svenska hyresmarknaden och svårigheter att lägga om produktionen mot billiga hyresrätter **gör att nedgången i bostadsbyggande i Sverige kan bli minst lika stor som i Norge.**



Fortsatta säsongsrensade prisfall i Sverige

Den senaste tidens information, bl a på bostadsrelaterade hemsidor, tyder på en viss stabilisering också i Sverige. Men de små uppgångar som noterats är troligen säsongeffekter som brukar uppstå i januari. Rensat för detta fortsätter priserna troligen svagt nedåt, men vi gör ändå bedömningen att tendenserna i början av 2018 **inte står i strid med vår prognos om att priserna planar ut i mitten på året och att nedgången stannar på ca 10 procent.** Ett positivt tecken är att omsättningen, liksom i Norge, är fortsatt hög. Säljare och köpare tycks således hitta varandra trots osäkerhet om vad som just nu är den rätta prisnivån.



Man kan också konstatera att Valuegards mått har en bias att överdriva prisvariationer. Indexet omfattar bara bostadsförsäljningar i de tre storstadsområdena samt i ett tjugotal medelstora städer. Detta innebär att endast 65-70 procent av alla bostadsförsäljningar i landet kommer med och att nästan 60 procent av alla försäljningar som ingår har skett i storstadsområdena som generellt uppvisar större prisvariationer. Jämfört med riket som helhet ger måttet också prisvolatila bostadsrätter en högre vikt än småhus. SCB:s bostadsprisindex, som mäter alla försäljningar av småhus i landet, har ökat mindre än Valuegards index de senaste åren och hade fram till december 2017 i stort sett inte fallit alls. **SCB:s prisindex registrerar dock försäljningar med 3-4 månaders fördröjning och omfattar inte bostadsrätter.**

Att prisnedgången ändå är bredbaserad utgör dock ett orosmoment. Nedgången är visserligen störst i Stockholms innerstad (-13 procent faktiskt och -10 procent säsongsjusterat), men skillnaden mot riksgenomsnittet för bostadsrätter är liten. Att också priserna på småhus fallit med nära 5 procent säsongsjusterat visar att **nedgången som började i Stockholm i mitten 2017 spridit sig till hela landet.** Nybyggnationen av småhus ligger på en fortsatt låg nivå varför man på detta område inte kan härleda prisfallet till en utbudssidan.

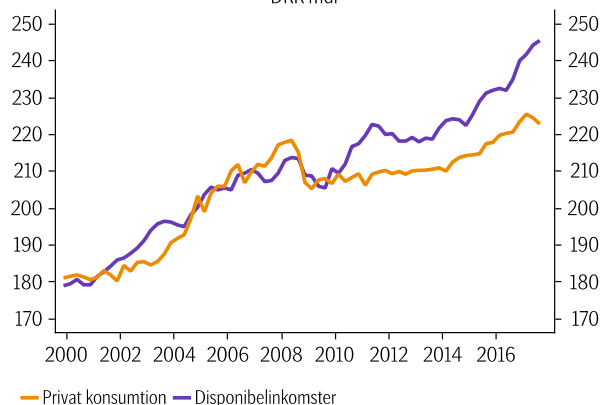
Ljusa utsikter trots tillfällig tillväxtsvacka

- **Tillfällig svacka under kvartal tre**
- **Försiktiga hushåll trots starka fundamenta**
- **Tecken på överhettning saknas ännu**

Trots det svaga BNP-utfallet kvartal tre ser utsikterna för dansk ekonomi ljusa ut, med stöd av stark uppgång i Europa och gynnsamma inhemska förhållanden. Vi väntar oss en vändning fjärde kvartalet och 2018 som helhet, vilket talar för en mindre justering av **2017-prognosen från 2,3 till 2,1 procent** medan **2018 höjs från 2,3 till 2,4** följt av **2,3 procents tillväxt 2019**.

Privat konsumtion stod för merparten av besvikelsen kvartal tre och sjönk för andra kvartalet i följd. Den svaga efterfrågan överraskar givet stark jobbtillväxt, högt konsumentförtroende och positiva förmögenhetseffekter från stigande bopriser.

Konsumtionen har släpat efter inkomsterna sedan 2010
DKK mdr



Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

Lägre konsumtion under kvartal två och tre skulle kunna förklaras med en väntad förändring i beskattning av bilar, men faktum är att **privat konsumtion släpat efter inkomsterna i årtal, vilket resulterat i en rekordhög sparkvot på nära 12 procent**. Sedan 2013 har disponibla inkomster stigit med 12,6 procent men konsumtionen med bara 6. Det är inte vad man hade väntat sig under rådande starka förhållanden i ekonomin.

Den troligaste förklaringen är den åtstramning av hushållens lånevillkor som startade 2015. Huspriserna har visserligen fortsatt att stiga, men utbuds-/efterfrågeförhållandena på marknaden borde normalt ha lett till tvåsiffriga ökningstal och det faktum att vi bara sett ungefär hälften så snabb uppgång är ett tecken på att tillgången på krediter är begränsad.

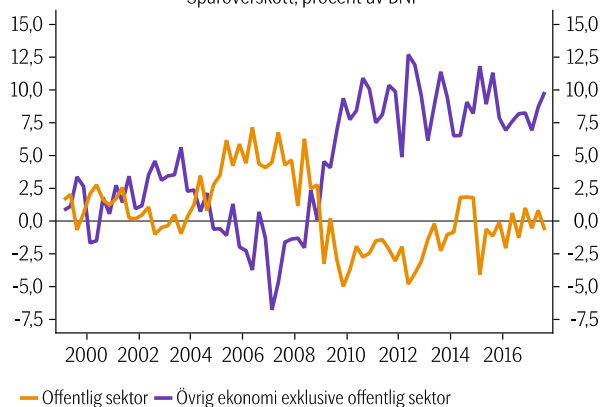
Växande förmögenheter och ökad jobbtrygghet talar för att sparkvoten inte fortsätter högre framöver, även om övervakningsmyndigheten, Finanstilsynet, förblir alert på risker från kreditmarknaden. I så fall kan efterfrågan växa mer i linje med inkomsterna med en **uppgång i privat konsumtion på 2,9 respektive 2,5 procent under 2018 och 2019**. I kombination med stöd för investeringar och export från stark omvärldsefterfrågan talar detta för att BNP-tillväxten vänder upp i år.

Samtidigt ser arbetsmarknaden ut att stärkas ytterligare och **arbetslösheten**, definierad utifrån jämförbara OECD-mått, väntas **falla till 5 procent 2019** utan att några överhettningstendenser ännu är i sikte. Lönetrycket förblir måttligt och lägre än i ett genomsnitt av Danmarks viktigaste konkurrentländer.

Inflationen väntas nå 1,4 procent 2019, vilket knappast är skäl att hysa oro. Överskottet i bytesbalansen vidgas alltmer och är på väg mot rekordstora 9 procent av BNP. I frånvaro av finansiella risker från husmarknaden ser vi inga större hinder för tillväxten under prognosperioden. Tittar man på sparandet i olika sektorer i dag jämfört med år 2000 ser dansk ekonomi ut att präglas av underefterfrågan snarare än överhettning.

Ekonomin inte på väg att överhettas - tvärtom!

Sparöverskott, procent av BNP



Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

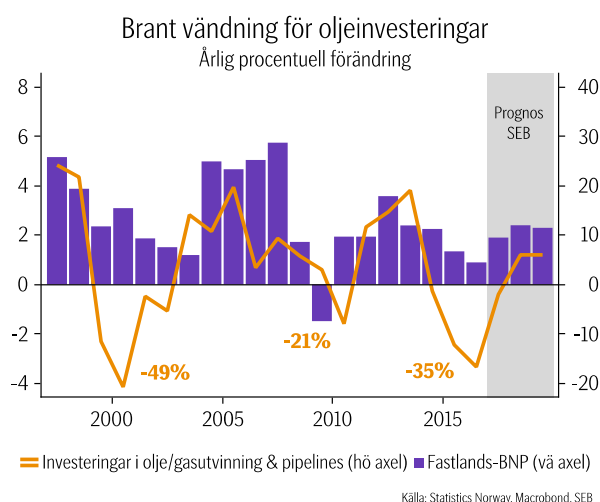
Mot denna bakgrund hade en finanspolitisk stimulans varit motiverad: Storleken på de skattesänkningar som lanserades i höstas har dock reducerats betydligt under förhandlingarnas gång och finanspolitiken ser nu ut att bli i stort sett neutral i år.

Kronan har förblivit stark, men att euron nu apprecierar på bred front har lättat på trycket för den danska valutan. Det anseliga bytesbalansöverskottet bidrar till att DKK ligger kvar över mittvärdet på peggen mot euron. Danmarks Nationalbank tvingas därför att hålla **räntan under nivåerna för motsvarande ECB-räntor** under prognosperioden, även om förstärkningstrycket lär variera med värdet på euron.

Nya drivkrafter för tillväxten

- **Export och investeringar gör att ekonomin fortsätter växa över trend**
- **Bostadspriser stabiliseras i sommar**
- **Norges Bank höjer räntan i december**

Återhämtningen blev mer befäst i fjol med tillväxt över trend för fastlands-BNP (exklusive olja och shipping) under årets första tre kvartal (BNP kv.4 publiceras 9 februari). De främsta drivkrafterna bakom den inledande expansionen kommer att ha en neutral eller negativ påverkan på tillväxten framöver. Medan bostadsbyggandet mattas mera märkbart kommer istället exporten och industrins investeringar att öka på bred front. Aktiviteten i tillverkningsindustrin understöds också av tecken på en markant vändning i oljeinvesteringarna. Tillväxtens sammansättning ändras därmed något, men de övergripande konturerna från Nordic Outlook november förblir intakta. **Vi har lyft vår över konsensusprognos för fastlands-BNP marginellt** och förväntar oss en acceleration från **1,9 procent 2017 till 2,5 procent 2018 (2,4 procent 2019)**. Positiva bidrag från oljeinvesteringar kommer att lyfta **total BNP till 2,0 respektive 2,1 procent under 2018 och 2019**. Bostadsmarknaden förblir en nedsidesrisk även om vi känner ökad tilltro till vårt mjuklandningsscenario.



Oljebolag trappar upp investeringarna

Oljesektorn, som svarar för omkring 13 procent av total BNP, har befunnit sig i en djup svacka sedan 2014. En vändning i investeringscykeln inom olja och gas började bli märkbar för ungefär ett år sedan, vilket talar för ett **endast måttligt fall på 2,0 procent i oljeinvesteringarna under 2017**. Det betyder

att den aggregerade nedgången från topp till botten skulle landa på 35 procent. Om än betydande avviker detta ändå inte från den historiska normen. Oljebolagens lönsamhet och kassaflöden förbättrades tydligt i fjol. Starkare utsikter för oljepriset och väsentligt lägre break-evennivåer för nya offshore-projekt har fått bolagen att besluta om ytterligare investeringar i nya projekt. I slutet av 2017 presenterades planer för utveckling och drift för flera norska projekt. Detta lär avspeglar sig i Statistiska Sentralbyråns nästa oljeenkät som borde visa på en markant upprevidering av oljeföretagens investeringsestimat för 2018. Investeringarna i sektorn väntas **stiga med 6,5 respektive 8,0 procent under 2018 och 2019**.

Högre investeringsaktivitet i oljesektorn borde vara positivt för orderingång och produktion hos leverantörer av tjänster till denna bransch under de kommande åren. Sentimentet bland oljeserviceföretag har förbättrats. Enligt Norges Banks regionala nätverksrapport väntar sig oljeindustrins underleverantörer en positiv tillväxt för första gången sedan oljeprisfallet. Förtroendet i tillverkningsindustrin har stigit på bred front och signalerar att en mer bestående ökning av aktiviteten är i antågande. Starkare global efterfrågan och en synkroniserad konjunkturcykel kommer att spå på efterfrågan för norsk export och understödja produktionen i industrin. Exportörerna gynnas av de senaste årens förbättrade konkurrenskraft även om en starkare krona dämpar dessa positiva effekter framöver. Vi väntar oss en ytterligare **uppgång på 3,8 procent för exporten av traditionella varor 2018**. Nettoexporten blir i stort sett tillväxtneutral under både 2018 och 2019.

Blandade men högre fastlandsinvesteringar

Vändningen i konjunkturen driver på övriga investeringar. Näringslivets investeringar har visat en underliggande positiv trend sedan 2016 och tillverkningsindustrin behåller en optimistisk syn på sina investeringar framöver. Att döma av olika sentimentsundersökningar är en acceleration nu nära förestående. Vår prognos är att **näringslivets investeringar ökar med 5,6 procent under 2018 och ytterligare 3,9 procent under 2019**. Detta är en måttlig takt jämfört med tidigare konjunkturcykler vilket återspeglar att kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin förblivit lägre än normalt. Den cykliska uppgången i industrins investeringar väger upp för negativa effekter från lägre investeringar i bostäder. Dessa har stigit brant på senare år och nådde en nivå på 7 procent av BNP under tredje kvartalet 2017. Nybyggnationerna har sjunkit sedan förra sommaren och i kombination med fallande bostadspriser är en korrektion i bostadsinvesteringarna oundviklig. Stort antal bostäder under konstruktion talar för att ett större skift nedåt kan väntas **2019, när investeringarna i bostäder förväntas falla med 3,5 procent**.

Bostadspriserna stabiliseras under 2018

Priserna på befintliga bostäder toppade i mars i fjol och har sjunkit under sju av de senaste nio månaderna med totalt 2,7 procent. Beroende på starka prisuppgångar i början av året låg priserna för hela 2017 i genomsnitt 5,9 procent högre än under 2016, vilket är en tydlig avmattning jämfört med uppgången på 8,4 procent året innan. Branschföreningen Eiendom Norge har gjort vissa metodikförändringar i sin bostadsprisstatistik. Den underliggande historiska trenden är intakt men reviderade data pekar mot att omsvängningen kom något tidigare och var mer markerad än vad som tidigare antagits. Reviderade data tyder också på att nedgången var mindre utbredd och att den leddes av stora prisnedgångar i Oslo där priserna har varit högst och effekterna av striktare amorteringsregler mer framträdande. Framöver ser vi en ökad sannolikhet för att regeringen lättar på några av de Oslo-specifika reglerna i den översyn av regelverket för bankernas bolån som ska annonseras under våren och träda i kraft 1 juli. Övriga restriktioner lämnas troligen oförändrade i syfte att underlätta en stabilisering av hushållens skuldsättning.

Tecken till stöd för vårt scenario om en mjuklandning på bomarknaden har blivit tydligare. Vi prognostiserar nu en **något mindre markerad prisnedgång på 2 procent under 2018**, motsvarande en nedgång på **totalt 4 procent** från toppen. Med tanke på att färdigställanden fortsätter att stiga under 2018 lär stort utbud förhindra en snabb vändning i priserna. Vi håller fast vid vår syn på **oförändrade priser 2019**.

Starka fundamenta för hushållen

Trots lägre bostadspriser har konsumentförtroendet fortsatt att stiga närmare det historiska genomsnittet. Uppgången har drivits av en ljusare syn på hushållens egna finanser, vilket speglar återhämtningen för reala disponibelinkomer och sysselsättningen. Förra årets stadigt sjunkande arbetslöshet var helt klart en positiv överraskning och registrerad arbetslöshet ligger nu på nivåer liktydiga med mycket litet återstående slack. Sysselsättningsindikatorer pekar mot ytterligare acceleration framöver även om förtroendet i byggsektorn sviktar. Denna sektor sysselsätter mindre än 10 procent av arbetskraften och optimismen inom den väldiga tjänstesektorn och i industrin är på uppgång. Arbetskraften väntas också växa snabbare när ekonomin går framåt. Arbetslösheten enligt AKU (Arbetskraftsundersökningarna) väntas **gradvis sjunka till 3,8 respektive 3,6 procent under 2018 och 2019**.

Privat konsumtion tog ny fart under 2017. Uppgången drevs av en tydlig återhämtning i konsumtionen av varor, i linje med en snabbare tillväxt i reala disponibelinkomster. Fortsatt växande reallöner liksom stigande sysselsättning ger stöd för något högre konsumtionstillväxt framöver. Hushållens sparkvot har fallit, men ligger på 6,9 procent kvar en bra bit över förkris-nivåerna. Höga hushållsskulder och en kraftfull transmissionsmekanism (speglar att mer än 90 procent av hushållen har bolån med rörlig ränta) utgör en nedåtrisk när Norges Bank senare i år börjar normalisera räntor. Hushållens räntebörda är dock historiskt låg och höjningscykeln bör bli långsam i förhållande till historiska jämförelser. Vi väntar oss att **privat**

konsumtion växer med 2,7 respektive 2,6 procent under 2018 och 2019.

Gradvis högre inflation

De stora svängningarna i inflationen under de senaste åren förklaras helt av fluktuationer i växelkursen. Detta reflekteras i volatila priser för importerade varor, medan inhemsk inflation varit relativt stabil. Fjolårets försvagning av kronen kommer att få inflationen att stiga under kommande månader, men genomslaget är mer svårbedömt än vanligt. Växelkursen har inte visat en tydlig trend på senare år och efter en återhämtning i början av 2018 ligger importviktat kroneindex i linje med genomsnittet de senaste tre åren. Därutöver var kronen faktiskt i genomsnitt något starkare under 2017 jämfört med 2016. Historiskt, när kronen försvagats eller stärkts med ca 5 procent utan att visa någon tydlig trend, har effekterna på inflationen varit modesta. Vi har ändå antagit en måttlig uppgång i inflationen i år. En normalisering av priserna på livsmedel bidrar till vår tro på högre inflation. Efter negativa tal under större delen av andra halvåret steg matpriserna i årstakt något i december. Vi väntar oss gradvis högre prisökningar närmare den historiska trenden på 2,0 procent, vilket kommer att addera 0,2-0,3 procentenheter till inflationen.

Inhemskt inflationstryck har varit svagt på senare år, delvis som en följd av nedpressade löneökningar. Den starka ekonomin och en stram arbetsmarknad talar för att lönerna accelererar under de kommande åren. Vi väntar oss **årliga löneökningar på 3,1 procent 2019**, men det krävs mer än så för att få inflationen tillbaka till målet. Högre serviceinflation hjälper ändå till att stabilisera kärninflationen under 2019, när växelkurseffekterna avtar. Vi delar Norges Banks bedömning om att **KPI-ATE-inflationen** (exklusive skatt och energi) **bottnade ur förra sommaren** men ser en viss **nedåtrisk i förhållande till centralbankens inflationsbana för både 2018 och 2019**.

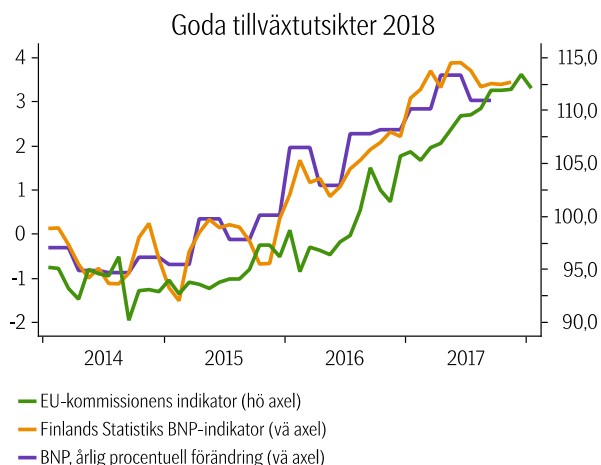
Norges Bank sneglar på produktionsgapet

Norges Bank har hållit räntan oförändrad på 0,50 procent under nästan två års tid men signalerade i december att en räntehöjning rycker närmare. Tillväxt över trend i fastlandsekonomin och stigande kapacitetsutnyttjande motiverar en mindre expansiv penningpolitik. Att produktionsgapet stängs i början av 2019 talar för att inflationen därefter kan väntas stiga. Inflation under målet de kommande åren är således inget hinder för att inleda en höjningscykel. Räntebanan i den Penningpolitiska rapporten i december i fjol signalerade en ganska stor sannolikhet för höjning redan i höst. Vi upprepar den prognos vi länge haft om en **första styrräntehöjning i december**. Höjningscykeln kommer att vara långsam i historisk jämförelse, på grund av låg inflation och höga hushållsskulder. Vi väntar oss **två höjningar under 2019 till 1,25 procent**. Lägre bostadspriser kommer sannolikt inte att försena höjningarna så länge som Norges Banks prognos om en måttlig nedgång på 1,6 procent kvarstår, med begränsade effekter på efterfrågan (se *"Internationell översikt"* vad gäller slutsatserna för NOK och norska obligationer).

Omvärld och investeringar drar upp tillväxten

- **Kraftig export och investeringsuppgång**
- **Svaga löneökningar men positiva hushåll**
- **10 förlorade år – BNP på samma nivå 2018 som 2008**

Tillväxtuppväxlingen de senaste åren har fört in den finska ekonomin på fastare mark och utsikterna ser goda ut även framöver. Även om BNP-siffran för tredje kvartalet visade på en viss inbromsning väntas tillväxten 2017 landa på 3,1 procent; den högsta på över 10 år. Uppsvinget drivs främst av kraftigt ökade investeringar och export. Hushållens framtidsstro är rekordhög men manöverutrymme begränsad av en dämpad löne- och inkomstutveckling. **Vi väntar oss att BNP ökar med 2,5 respektive 2,4 procent 2018-2019.** Tillväxtuppväxlingen gör att Finlands BNP 2018 når samma nivå som 2008.



Källa: Finlands Statistik, Macrobond, SEB

EU-kommissionens indikator (ESI) närmar sig **tidigare cykliska toppnivåer** och **det goda humöret i företagssektorn har blivit mer bredbaserat**. Tjänsteföretagen ser fortfarande mest positivt på framtiden men tillverknings- och byggsektorerna har förbättrats mest de senaste månaderna och ligger på i stort sett på högsta nivåerna det senaste decenniet. Orderläget har förbättrats kraftigt drivet av både hemma- och exportmarknader. Export och investeringar, som bedöms ha ökat med hela 8 respektive 9,5 procent 2017 står för kraftiga tillväxtbidrag. En uppgång inom dessa delar av ekonomin brukar ge ett importuppsving som dock kommer med viss fördröjning. 2017 avvecklades istället lager i stor omfattning; det negativa bidraget till BNP blev hela 2 procentenheter. Exporten ökar framför allt till EU-länderna och Kina men även

Ryssland bidrar. En fortsatt positiv utveckling i dessa länder 2018-2019 talar för fortsatt hög exportefterfrågan även om ökningstakten för finsk export väntas dämpas till **ca 4,5-5,0 procent per år**. Importen ökar något långsammare med 4,0-4,5 procent, vilket bidrar till att utrikeshandeln når balans 2019 efter flera år med underskott i bytesbalansen.

Efter en period med endast svagt fallande arbetslöshet har nedgången accelererat under hösten 2017. **Arbetslösheten ligger nu kring 8,5 procent och faller som årsgenomsnitt ned mot 7,5 procent 2019.** Problematiskt på sikt är att arbetskraftsdeltagandet faller, vilket ökar påfrestningarna med en åldrande befolkning. Löneökningarna är låga som en del i den konkurrenskraftspakt som förhandlats fram för att förbättra konkurrenskraften. Kombinationen av ökad produktion, stigande produktivitet och låga löneökningar har förbättrat företagets intjäning. Mot slutet av prognosperioden räknar vi med att detta också leder till att lönerna växlar upp något till ca 2,5 procent. Inflationen föll i december till 0,5 procent, den lägsta på över ett år. Pristrycket är lågt och vänder långsamt upp framöver. Mätt som årsgenomsnitt ökar inflationen till 1,1 respektive 1,4 procent 2018-2019, snäppet under genomsnittet i eurozonen.

Det förbättrade ekonomiska klimatet har bidragit till att konsumentförtroendet växlat upp rejält och det senaste halvåret stabiliserats på en rekordhög nivå. Det är framför allt en förbättrad tilltro till den allmänna ekonomiska utvecklingen som ligger bakom optimismen. Även om sysselsättningen stiger är inkomstökningarna svaga och utrymme att öka konsumtionen därmed begränsat. Sparkvoten är redan rekordlåg och ligger på minus vilket ger små reserver. Hushållens ansträngda ekonomi återspeglas i att konsumtionen inte ökar en takt som normalt skulle vara förenligt med det goda humöret. **Konsumtionen ökar med knappt 2 procent per år 2018-2019.** Även om ökad konsumtion bidrar till tillväxten är ekonomin i stort beroende av export och investeringar som draglok; en sämre omvärldsutveckling utgör därför den största nedåtrisen för prognosen.

De offentliga finanserna fortsätter att förbättras 2018-2019 drivet av både starkare konjunktur och konsolideringsåtgärder. Konkurrenskraftpakten minskar en del utgifter samtidigt som skatter sänks för att öka incitamenten att anställa och ta ett jobb. Skattekvoten faller samtliga prognosår samtidigt som underskottet faller från 1,7 procent av BNP 2017 till 1 procent av BNP 2019. Därmed kan den offentliga skulden som andel av BNP pressas ned något och väntas nå 61 procent av BNP 2019.

Tillväxten blir allt mer bredbaserad

- **Näringslivets lönsamhet har förbättrats**
- **Högst sysselsättningsgrad i eurozonen**
- **Hushållens konsumtion på väg att ta fart**

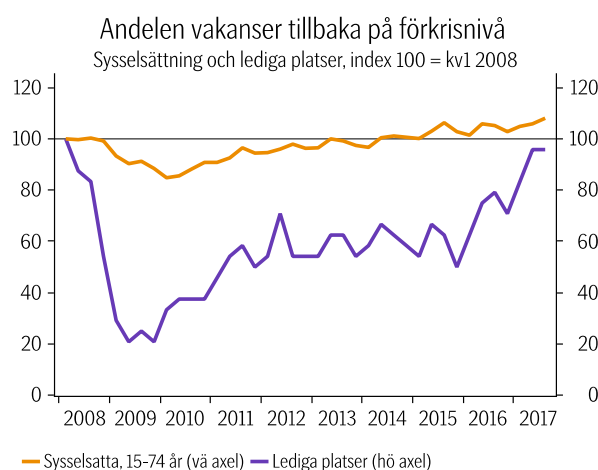
Liksom övriga baltiska länderna uppvisade Estland en stark tillväxt 2017. BNP ökade med 4,8 procent de tre första kvartalen. **Förbättrad lönsamhet** inom företagssektorn spelar en viktig roll för den ekonomiska expansionen; en välkommen förändring eftersom intäkterna sjunkit sedan början av 2015. **Positiva trender på Estlands största exportmarknader** och en förväntad ökning av inhemsk efterfrågan gör att **BNP väntas öka med 3,5 procent BNP 2018 och med 3,0 procent 2019.**

Den estniska ekonomin är starkt beroende av utrikes-handeln, vars tillväxt var något dämpad i fjol. Tredje kvartalet var exportbidraget till BNP till och med negativt. Nedgången orsakades av ett enda företag inom elektronikindustrin som fortfarande står för nästan 10 procent av total varuexport, vilket än en gång accentuerade hur liten ekonomin är. Andra stora företag ökade sin export betydligt. Den **allt starkare konjunkturen i eurozonen**, inklusive en **snabb återhämtning i Finland**, kommer att stärka exporten 2018. En viss försiktighet är emellertid berättigad, eftersom avmattningen på den svenska byggmarknaden kan hämma tillväxten för träindustrin. Försäljningen av färdigproducerade hus, möbler och andra träprodukter till Sverige står för en stor del av total varuexport. Sammantaget tror vi att exporten ökar med 4,3 procent år 2018 och 4,0 procent år 2019.

Byggsektorn gav 2017 det största bidraget till BNP-tillväxten och uppvisade en ökning av förädlingsvärdet med nästan 20 procent. Den privata sektorn har under ganska lång tid investerat i nya byggnader, medan den offentliga sektorns byggande **i hög grad är beroende av finansiering från EU: s strukturfonder**. Sammantaget ökade fasta investeringar med 16 procent de tre första kvartalen. Utöver byggandet hade investeringar i transportutrustning stor påverkan. Byggsektorn förväntas expandera också 2018, vilket i kombination med högt kapacitetsutnyttjande väntas leda till en ökning av investeringarna på 4,6 procent år 2018 från en redan hög bas. År 2019 förväntar vi oss en tillväxt på cirka 3,8 procent.

Starkt konsumentförtroende och en stor ökning av skattebefriade inkomster driver hushållens konsumtion 2018. Vi har dock en något försiktigare syn jämfört med vissa andra prognosmakare. Vi förväntar oss effekten får full kraft först under våren 2019 när myndigheterna börjar utbetala skatteåterbäringen. Vi räknar med att konsumtionen ökar med 4,3 pro-

cent 2018; en tydlig uppväxling jämfört med de 2,2 procent som noterades de tre första kvartalen 2017. Förra året begränsades privat konsumtion påtagligt av att hög inflation pressade hushållens reala köpkraft. HIKP ökade då med 3,7 procent drivet av stigande mat- och bränslepriser samt en betydande höjning av punktskatterna. Samma faktorer lyfter inflationen också 2018 **då HIKP väntas öka med 3,2 procent för att sedan dämpas till 2,5 procent 2019.**



Arbetsmarknaden blir allt hetare. **Under tredje kvartalet 2017 nådde sysselsättningsgraden 68,5 procent, ett rekord både i Estlands moderna historia och högst i hela euroområdet.** Vakansgraden steg till 2,3 procent, men den har ännu inte nått de nivåer som gällde före finanskrisen. I tjänstesektorn överstiger antalet lediga platser dock redan 2008 års nivåer. Därför är det inte förvånande att löneökningarna inte bromsar utan hölls uppe på 7,3 procent tredje kvartalet 2017. Höjningen av skattebefriad inkomst kan dämpa trycket, men eftersom lönenivåerna vanligtvis förhandlas fram på bruttobasis, kommer effekten inte att bli speciellt stor. Arbetslösheten ökar något under vår prognoshorisont på grund av en kommande reform som syftar till att öka arbetsmarknadsdeltagandet bland funktionshindrade.

Regeringens beslut att acceptera ett budgetunderskott de närmaste åren har väckt kritik. Med parlamentsvalet våren 2019 i sikte tenderar politikerna att genomföra reformer och investeringar som driver upp de offentliga utgifterna. Sett i ett EU-perspektiv är dock den estniska finanspolitiken mycket försiktig.

Med hög växel in i 2018

- **Investeringarna stiger men är långt ifrån nivåerna innan krisen**
- **Skattereform i blickfånget**
- **Inflödet från EU-fonderna toppar**

Den reviderade BNP-statistiken bekräftar att ekonomin växte med 5,8 procent under tredje kvartalet, den högsta nivån sedan 2011. Under årets första nio månader ökade BNP med 4,7 procent. Stark global konjunktur och positiva inhemska faktorer, delvis drivna av EU-fonder, **gav stabil tillväxtnivå 2017.**

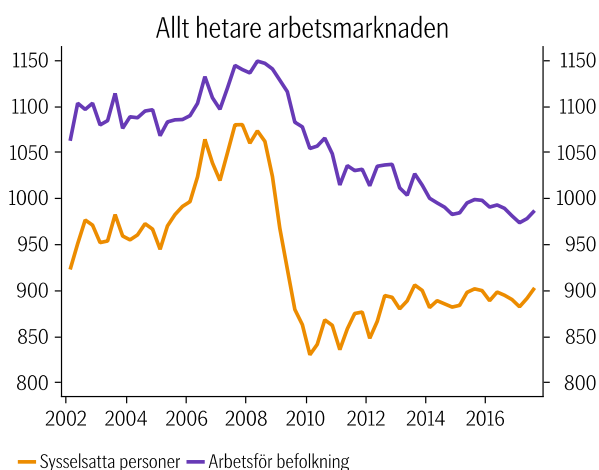
Under 2018-2019 väntas byggsektorn vara särskilt aktiv, driven av EU-medel och en stor ökning av antalet privata projekt. Goda globala konjunkturutsikter ger därtill stark tillväxt inom tillverkning och export: 6,5 och 4,5 procent i år. Sentimentsindikatorerna stiger och noteras på de högsta nivåerna sedan krisen. Det talar för att privat konsumtion fortsätter stiga. På utländska kapitalutflöden kan vissa negativa trender ligga kvar inom banksektorn, men kreditportföljen fortsätter öka långsamt. Osäkerheten dröjer sig också kvar inom transport- och lagringsindustrin, främst driven av svängningar i omsättning för järnvägs- och hamnsektorerna.

Utbudet av arbetskraft och möjligheten att öka kapacitetsutnyttjandet kommer att avgöra hur snabbt lettisk ekonomi kan växa de närmaste åren. Frågan om ojämlikhet i inkomster kommer att vara ett huvudtema. **Lettlands BNP-tillväxtprognos för 2018 är 4,1 procent och 3,7 procent år 2019.**

Inflationen har efter toppen på 3,4 procent i mars/april 2017 dämpats till 2,2 procent i slutet av i fjol. **Den genomsnittliga inflationen 2017 blev 2,9 procent.** På kort sikt kommer effekterna av externa faktorer på inflationen att vara begränsade och de inhemska krafterna dominerar. Snabb tillväxt och allt starkare arbetsmarknad med hög lönetillväxt blir inflationens viktigaste draglok. Dessutom påverkas inflationen av högre punktskatter från januari. **Risken i inflationsprognosen ligger på uppsidan vilket kan innebära att ekonomin är överhettad.** Det är för tidigt att prata om överhettning just nu, men det betyder inte att sådana risker inte materialiseras senare. Överhettningsrisken förvärras av det snabba inflödet av EU-pengar. När överhettningen väl kommer väntas den uppträda i vissa sektorer, framför allt i byggandet, och suga upp arbetskraft från andra sektorer. Detta lär pressa upp lönerna. Samtidigt är frågan vad som händer när EU-fonderna sinar och efterfrågan minskar? Kommer arbetskraften inom exempelvis

byggsektorn att hitta jobb i andra sektorer genom att acceptera lägre inkomster, eller flyttar man utomlands istället?

Under tredje kvartalet 2017 nådde genomsnittslönen 925 euro, vilket är 7,5 procent högre än för ett år sedan. Lönerna ökar i alla sektorer i intervallet 2,7 - 10,1 procent, med undantag för el, gas, värme och luftkonditionering (-4,3 procent) och fastigheter (-0,5 procent). Under vår prognosperiod kommer lönetillväxten att vara extremt uppskruvad. Vi väntar oss att lönerna kommer att öka med 8,2 procent i år och 7,2 procent 2019.



Källa: Statistics Latvia

Arbetsmarknaden blir allt stramare. Under tredje kvartalet 2017 sjönk arbetslösheten till 8,5 procent. 84 100 invånare var dock arbetssökande. Trots detta ökar trycket på arbetskraftsbrist och matchningsproblem. Det betyder att den genomsnittliga arbetslösheten förblir relativt hög. Vakanserna ökar pressen på politikerna att lösa problemet genom mer invandring. Men på parlamentsvalet i höst ligger ingen snabb lösning i korten. Efterfrågan på arbetskraft är speciellt stor inom konstruktion, handel, transport och tjänster. Invånarna fortsätter också att emigrera samtidigt som arbetskraften åldras. **I slutet av året har arbetslösheten fallit till 7,2 procent och till 6,4 procent i slutet av 2019.**

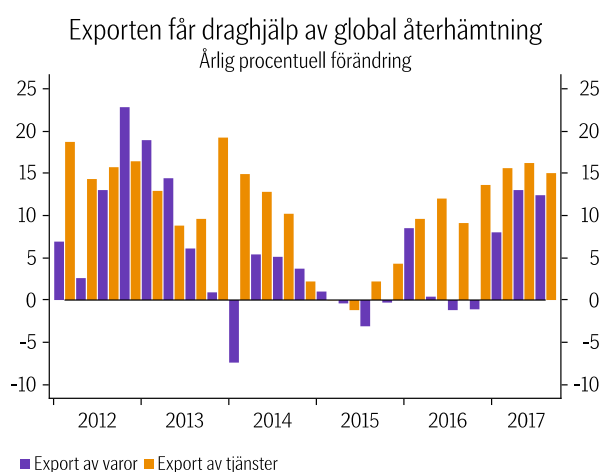
Ett av frågetecknen i år är skattereformens lansering och effektivitet. Det är svårt att avgöra nettoeffekten. Hur snabbt regeringen lyckas införliva nya normer och eliminera nackdelar samtidigt som hushåll och företagare utvärderar vinster mot förluster kan avgöra parlamentsvalet. Dessutom återstår det att se hur förändringarna påverkar statens budgetinkomster.

Saktar in, men fortsatt god tillväxt framöver

- **Investeringar växlar upp 2018**
- **Konsumtionen saktar in när inflationen är hög och arbetskraften minskar**

Tillväxten 2017 var den högsta sedan 2012. BNP ökade med 3,8 procent och stöttades av en kraftig exportökning och en investeringsåterhämtning. Även om konsumtionsuppgången mattades av rejält gav den ändå ett rejält tillväxtbidrag. Framöver kommer investeringarna ta över som en allt viktigare tillväxtdrivkraft **men en än långsammare konsumtionsuppgång kommer att begränsa BNP-tillväxten till 3,2 procent 2018 och 3,0 procent 2019.**

Den globala tillväxtuppgången har förbättrat orderläget för tillverkningsindustrin och produktionen ökade med 7,2 procent 2017. Kapacitetsutnyttjandet har nått nya rekordnivåer och det är inte troligt att företag i tillverkningsindustrin kan fortsätta att leverera lika stora tillväxtsiffror framöver trots att investeringarna ökar. Förra året var Litauen dessutom oväntat svårt **att attrahera nytt utländskt investeringskapital.** Detta berodde bl a på att utbetalningarna från EU:s strukturfonder försenades men i år kommer offentliga investeringar att växla upp.



Exportuppväxlingen är bredbaserad både i termer av geografi och produkter. På kort sikt finns en **osäkerhet kopplad till framför allt svenska bostadsmarknaden och en svagare dollar.** På sikt är problemen samma som tidigare – Litauens tillverkningsindustri och tjänsteexport har ett relativt lågt förädlingsvärde. Även om transportsektorn upplever en ny renässans så betalar den inga höga löner. Detta leder till

rekryteringsproblem av bl a lastbilschaufförer. Förra året fördubblades antalet arbetstillstånd för utländska gästarbetare (från huvudsakligen Ukraina).

Arbetslöshetsnedgången har saktat in och som årsgenomsnitt väntas nivån hamna på 7 procent 2018 och 6,8 procent 2019. En ojämн ekonomisk utveckling mellan regioner har lett till olika arbetslöshetsnivåer inom landet. **Matchningsproblem är också tydliga och att arbetsgivarna har svårt att hitta rätt kompetens bidrar till att arbetslösheten ligger kvar på en hög nivå.** Arbetskraften har fortsatt att minska på grund av nettoemigration och en åldrande befolkning. Men sista kvartalet 2017 kunde en positiv vändning skönjas. Antalet emigranter minskade och antalet immigranter (2/3-delar återvändande litauer) ökade markant. Bedömningen är att balansen mellan emigranter och immigranter kommer att förbättras i år.

Genomsnittliga löner ökade med 8 procent 2017; 2018-2019 väntar vi oss en svag nedgång till 7 procent. Skatter för låginkomsttagare blir något lägre 2018 så ökar den månatliga minimilönen med 20 euro till 400 euro och pensionerna ökar med 10 procent. Vi väntar oss att konsumtionen bromsar in ytterligare i år när inflationen ligger kvar på en hög nivå och antalet anställda minskar.

Förra årets punktskatt höjningar på alkoholhaltiga drycker bidrog med 0,8 procentenheter till den årliga inflationen på 3,7 procent. 2018 väntas inga sådana skatt höjningar. Den snabba uppgången i arbetskraftskostnader och ett högre oljepris kommer därmed att vara de huvudsakliga drivkrafterna för inflationen. **Vi väntar oss att inflationen saktar in till 2,8 procent 2018 och 2,5 procent 2019.**

Boprisuppgången mattades av mot slutet av 2017 när utbudet av nya lägenheter steg och efterfrågan stabiliserades. Priserna väntas 2018 öka i en långsammare takt än disponibla inkomster.

Litauens väntas nå ett offentligt överskott på 0,3 procent av BNP 2018. De kommande månaderna kommer regeringen att lämna förslag på hur skatte- och pensionssystemen ska reformeras. Vi väntar oss dock inga onfattande reformer 2019 eftersom både president och lokalval hålls det året.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
BNP OECD	1,8	2,4	2,5	2,2
BNP världen (PPP)	3,2	3,9	4,0	3,9
KPI OECD	1,1	2,3	2,0	1,9
Oljepris, Brent (USD/fat)	45,2	55,6	65,0	65,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr USD	2016	2017	2018	2019
BNP	18 906	1,5	2,3	2,8	2,5
Privat konsumtion	13 057	2,7	2,7	3,2	2,7
Offentlig konsumtion	3 287	0,8	0,1	0,7	0,6
Bruttoinvesteringar	3 126	0,6	4,1	3,9	3,1
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,4	-0,1	0,0	0,0
Export	2 241	-0,3	3,4	4,5	3,8
Import	2 806	1,3	3,9	4,4	3,0
Arbetslöshet (%)		4,9	4,4	3,8	4,0
KPI		1,3	2,1	2,1	2,1
Hushållens sparkvot (%)		4,9	3,4	2,8	3,1
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-4,4	-3,8	-4,2	-4,4
Bruttonskuld, offentlig sektor, % av BNP		107,1	108,1	108,4	108,8

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	10 515	1,8	2,3	2,5	2,2
Privat konsumtion	5 754	2,0	2,1	2,2	2,1
Offentlig konsumtion	2 169	1,8	1,2	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	2 078	4,5	4,5	4,5	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	4,8	4,7
Import	4 362	4,7	4,8	4,9	5,0
Arbetslöshet (%)		10,0	9,1	8,5	8,1
KPI		0,2	1,5	1,4	1,3
Hushållens sparkvot (%)		6,2	6,3	6,2	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-1,5	-1,0	-1,0	-0,9
Bruttonskuld, offentlig sektor, % av BNP		88,9	88,2	86,5	85,0

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
BNP				
Storbritannien	1,9	1,8	1,4	1,1
Japan	0,9	1,5	1,2	1,0
Tyskland	1,9	2,2	2,5	2,2
Frankrike	1,2	1,8	2,1	2,1
Italien	0,9	1,5	1,7	1,7
Kina	6,7	6,9	6,6	6,2
Indien	7,9	6,4	7,5	7,8
Brasilien	-3,6	1,1	2,7	3,0
Ryssland	-0,2	1,5	2,2	2,0
Polen	2,7	4,4	4,0	3,2
Inflation				
Storbritannien	0,6	2,7	2,4	1,7
Japan	-0,1	0,5	1,0	1,2
Tyskland	1,7	1,7	1,5	1,6
Frankrike	0,8	1,2	1,3	1,4
Italien	-0,1	1,5	1,3	1,3
Kina	2,0	1,6	2,3	2,5
Indien	5,0	3,3	5,5	5,5
Brasilien	8,8	3,5	4,0	4,3
Ryssland	7,1	3,7	3,8	4,0
Polen	-0,6	2,0	2,5	2,7
Arbetslöshet (%)				
Storbritannien	4,9	4,4	4,3	4,6
Japan	3,1	2,8	2,5	2,3
Tyskland	4,1	3,8	3,7	3,8
Frankrike	9,9	9,5	9,2	8,9
Italien	11,7	11,3	10,9	10,5

FINANSIELLA PROGNOSE

Officiella räntor		31-Jan	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
USA	Fed funds	1,50	2,00	2,50	2,75	2,75
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50
Storbritannien	Repo rate	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Obligationsräntor						
USA	10 years	2,72	2,90	3,10	3,20	3,30
Japan	10 years	0,08	0,10	0,10	0,10	0,10
Tyskland	10 years	0,70	0,80	1,00	1,30	1,50
Storbritannien	10 years	1,49	1,65	1,75	2,15	2,50
Växelkurser						
USD/JPY		109	111	103	102	100
EUR/USD		1,25	1,25	1,28	1,30	1,32
EUR/JPY		136	139	132	133	132
EUR/GBP		0,88	0,88	0,85	0,83	0,82
GBP/USD		1,42	1,42	1,51	1,57	1,61

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr SEK	2016	2017	2018	2019
BNP	4 405	3,2	2,6	2,6	2,4
BNP, dagkorrigerat		3,0	2,8	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	1 060	5,6	7,5	5,6	4,4
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)	31	0,0	0,0	0,0	0,0
Export	1 950	3,3	5,1	7,0	3,3
Import	1 737	3,4	6,7	7,7	3,2
Arbetslöshet (%)		6,9	6,7	6,2	6,2
Sysselsättning		1,5	2,3	1,8	1,0
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	2,5	3,0	3,3
Hushållens sparkvot (%)		3,3	2,2	3,4	1,4
Real disponibel inkomst		16,5	16,3	16,8	16,2
Bytesbalans, % av BNP		4,4	4,0	4,0	3,8
Statligt lånebehov, mdr SEK		-85	-62	-48	-50
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		1,2	1,3	1,1	1,0
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		42,2	40,3	37,7	35,4

FINANSIELLA PROGNOSE

	31-Jan	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,25	0,00	0,50
3-månaders ränta, STIBOR	-0,44	-0,50	-0,27	0,10	0,55
10-års ränta	0,90	1,05	1,50	1,90	2,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	20	25	50	60	60
USD/SEK	7,85	7,76	7,42	7,19	7,05
EUR/SEK	9,78	9,70	9,50	9,35	9,30
KIX	112,0	111,1	109,4	107,8	107,2

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	219	2,1	3,1	2,5	2,4
Privat konsumtion	119	1,8	2,0	1,8	1,8
Offentlig konsumtion	52	1,8	0,3	0,6	0,5
Bruttoinvesteringar	47	7,4	9,5	4,0	3,5
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)	0	0,5	-2,1	0,4	0,1
Exports	77	2,3	8,0	4,7	5,0
Imports	79	5,4	3,0	4,5	4,0
Arbetslöshet (%)		8,9	8,6	8,1	7,8
KPI, harmoniserat		0,4	0,8	1,1	1,4
Timlöneökningar		0,9	-0,5	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,4	-1,0	-0,5	-0,3
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	2,0	2,1
BNP (Fastlandet)	2 646	1,0	1,9	2,5	2,4
Privat konsumtion	1 374	1,5	2,6	2,7	2,6
Offentlig konsumtion	745	2,1	1,6	1,2	1,3
Bruttoinvesteringar	740	-0,2	4,2	3,3	2,5
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		1,4	-0,2	0,1	0,0
Export	1 155	-1,8	2,3	2,5	2,4
Import	1 024	2,3	3,3	3,6	2,7
Arbetslöshet (%)		4,7	4,2	3,8	3,6
KPI		3,6	1,9	1,8	1,8
KPI-JAE		3,1	1,4	1,5	1,7
Årslöneökningar		1,7	2,4	2,8	3,1

FINANSIELLA PROGNOSE

	31-Jan	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Folioränta	0,50	0,50	0,75	1,00	1,25
10-års ränta	1,79	1,80	1,85	2,10	2,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	109	105	95	80	80
USD/NOK	7,68	7,52	7,19	7,00	6,82
EUR/NOK	9,56	9,40	9,20	9,10	9,00

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr DKK	2016	2017	2018	2019
BNP	2 066	2,0	2,1	2,4	2,3
Privat konsumtion	987	2,3	1,8	2,9	2,5
Offentlig konsumtion	525	0,3	0,8	1,0	1,2
Bruttoinvesteringar	422	6,0	1,7	4,7	3,6
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		0,0	-0,2	-0,4	0,0
Export	1 107	2,9	3,9	3,6	3,6
Import	979	3,8	2,7	3,6	4,1
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,5	5,8	5,4	5,0
KPI, harmoniserat		0,0	1,1	1,2	1,4
Timplöneökningar		1,8	1,8	1,9	2,1
Bytesbalans, % av BNP		7,9	9,0	8,0	7,0
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

	31-Jan	Jun-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,30	0,55
10-års ränta	0,78	0,85	1,00	1,40	1,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	8	10	10	10	10
USD/DKK	5,98	5,95	5,81	5,72	5,64
EUR/DKK	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	3,8	3,2	3,0
Privat konsumtion	25	5,0	4,0	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	12,3	4,9	3,7
Import	28	3,5	12,4	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	2,1	4,5	4,1	3,7
Privat konsumtion	15	3,4	5,1	5,6	4,4
Offentlig konsumtion	4	2,7	4,1	3,4	3,1
Bruttoinvesteringar	5	-15,0	17,5	13,5	7,5
Export	15	4,1	5,0	4,5	3,5
Import	14	4,5	9,6	8,0	6,0
Arbetslöshet (%)		9,6	8,8	7,6	6,8
KPI		0,1	2,9	2,7	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,0	-0,6	-1,2	-1,1
Skuld, offentlig sector, % av BNP		40,5	38,6	37,3	36,5

ESTLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2016, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	21	2,1	4,4	3,5	3,0
Privat konsumtion	11	4,4	2,5	4,3	3,3
Offentlig konsumtion	4	1,9	1,0	2,2	2,5
Bruttoinvesteringar	5	-1,2	14,2	4,6	3,8
Export	17	4,1	2,9	4,3	4,0
Import	16	5,3	3,4	4,5	4,0
Arbetslöshet (%)		6,8	6,3	6,8	7,2
KPI		0,8	3,7	3,2	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,3	-0,3	-0,3	-0,4
Skuld, offentlig sector, % av BNP		9,4	9,2	8,8	8,7

Denna rapport publicerades den 6 februari 2018.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 31 januari 2018.

Robert Bergqvist
Chefekonom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Eurozonen, Finland
+46 8 506 23118

Erica Blomgren
SEB Oslo
Norge
+ 47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink
Redaktionsassistent
+ 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

Olle Holmgren
Sverige
+46 8 763 80 79

Andreas Johnson
Indien, USA
+46 73 523 77 25

Elisabet Kopelman
Makroekonom
+ 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

Karl Steiner
Tema: Volatilitetsgåtan
+46 8 506 23104

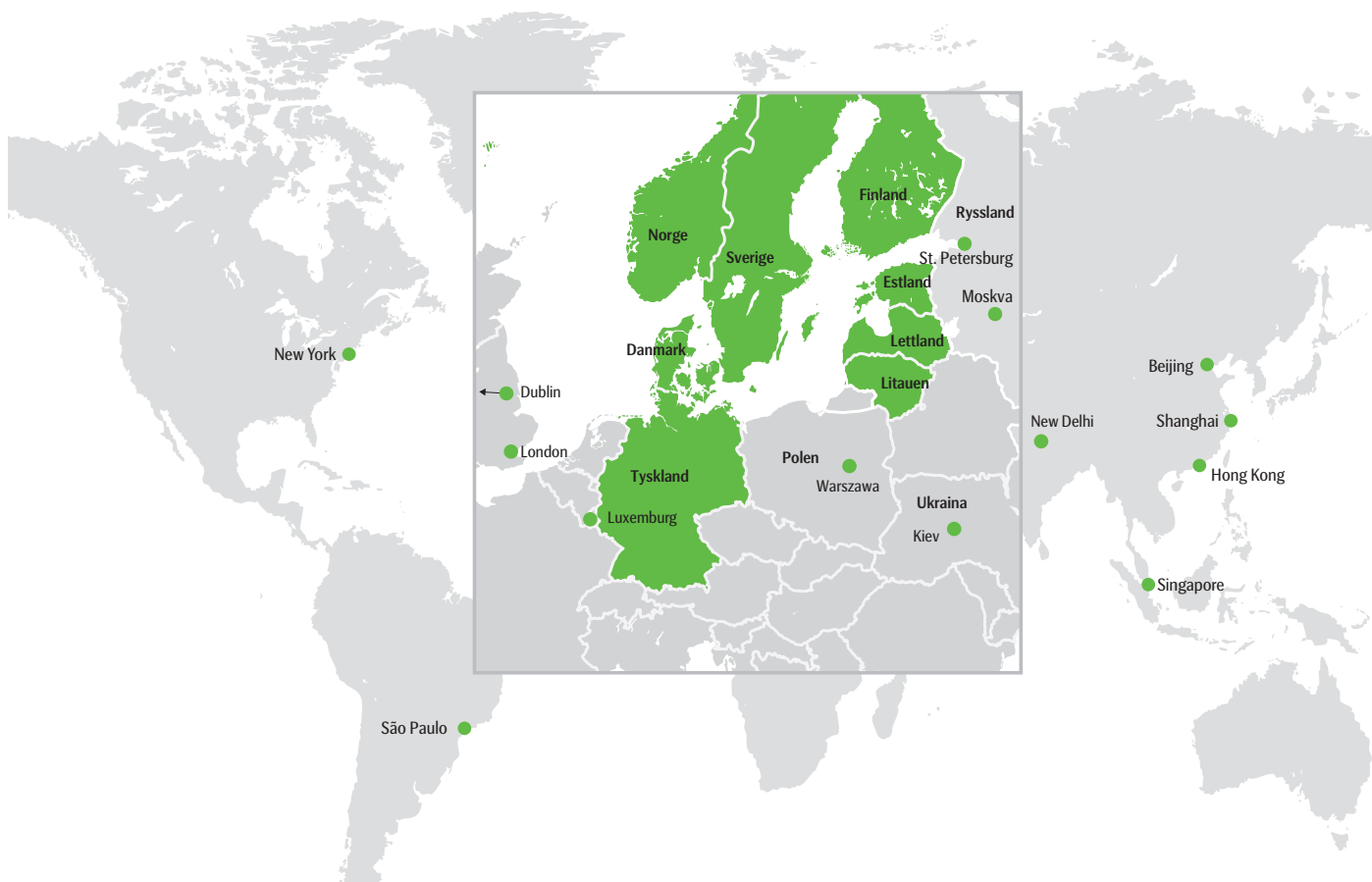
Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1008

Sean Yokota
SEB Singapore
Kina
+65 6505 0583

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, Tyskland och Storbritannien 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 31 december 2017 uppgick koncernens balansomslutning till 2 560 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 830 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.