

Maj 2018

Bred investeringsboom förlänger
global högkonjunktur

Svag krona ger inte mycket
stöd till svensk tillväxt

Nordic Outlook

Innehåll

04	Internationell översikt
10	Obligationsmarknaden
11	Valutamarknaden
12	Aktiemarknaden
13	USA
16	Eurozonen
19	Tema: Framtidens EU 2025
20	Japan
21	Storbritannien
22	Kina
23	Indien
24	Ryssland
25	Sverige
29	Tema. Kronan och Sverige
31	Tema: Svenska valet
33	Danmark
34	Norge
37	Finland
38	Estland
39	Lettland
40	Litauen
41	Nyckeldata
46	Kontakter

Internationell översikt

Bred investeringsboom förlänger global högkonjunktur

Sencykliska drivkrafter i form av stark arbetsmarknad och stigande investeringar ger fortsatt god global tillväxt, trots tillfällig svaghet i början av året. Politisk dramatik hämmar inte aktiviteten nämnvärt. Inflationen drar sig sakta uppåt i spåren av stigande löner och råvarupriser men penningpolitikens normalisering dröjer på många håll. Dollarresponsen förblir svag trots bestående ränteskillnader mellan USA och Väst Europa. Svensk tillväxt bromsar in när bostadsbyggandet faller tillbaka och stimulansen från svag krona blir marginell.

Efter en gradvis förstärkning under 2017 har **den globala ekonomin visat vacklande tendenser i början på 2018**. I USA var första kvartalet en besvikelse, men en arbetsmarknad som visar fortsatt styrka talar för att avmattningen är temporär. Också i eurozonen har indikatorerna fallit tillbaka, inte minst för exportsektorn. Den starka euron kan ha bidragit men förmodligen har mer tillfälliga effekter, bl a väderrelaterade, spelat en större roll. Att Storbritannien, trots ett svagt pund, sett en liknande utveckling talar emot valutans betydelse. För tillväxtekonomierna (EM) har euforin från 2017 övergått i oro för vikande tillväxt och negativa effekter av högre USA-räntor.

Huruvida världsekonomin kan fortsätta att växa över trend de närmaste åren avgörs av en mix av politiska och traditionellt cykliska frågeställningar. Med en rad omvälvande processer på gång som Brexit, EU:s försök att få nytt liv i integrationsarbetet, Trumps nya typ av amerikanskt ledarskap samt Rysslands, och framför allt Kinas, nya roll i världssamfundet är **osäkerheten kraftigt förhöjd**. Ett handelskrig mellan USA och Kina samt en eskalering av spänningarna i Mellanöstern, i spåren av USA:s beslut att frångå Iranavtalet, utgör de största riskerna. Vårt huvudscenari är dock att ett handelskrig mellan USA och Kina kan undvikas. Båda parter har mycket att förlora och Trumps agerande på andra områden tyder på att han kan se relativt begränsade eftergifter från motparten som en framgång som kan bli en tillgång i höstens mellanårsval. Också när det gäller Iranfrågan är det troligast att man kan undvika en eskalering, men oro för störningar i Irans oljeproduktion bidrar, tillsammans med andra underliggande faktorer, till att **vi nu räknar med ett högre oljepris än tidigare (85 USD/fat för brentolja 2019)**.

Erfarenheterna av att politiska skeenden trots allt sällan får stor effekt på den ekonomiska aktiviteten gör att den cykliska analysen blir avgörande. Mycket talar för att avmattningen i början på året var tillfällig. Arbetsmarknaden fortsätter att förstärkas, vilket tillsammans med stigande tillgångspriser lägger grunden för en stark utveckling av den privata konsumtionen trots en måttlig köpkraftsuppgång. Samtidigt ser vi en kraftig och synkroniserad uppgång i investeringar som svar på ett högt resursutnyttjande. Vi håller fast vid en optimistisk prognos där **global BNP växer med ca 4 procent per år både 2018 och 2019**. Revideringarna sedan februari är små.

En viktig fråga är i vilken grad utbudsrestriktioner kommer att bromsa expansionen. De senaste signalerna på inflations- och

lönesidan talar generellt för att centralbankerna snarast får fortsätta kämpa med en besvärande låg inflation. Huvudrisken på uppsidan ligger i att **uppgången i energi- och andra råvaror blir större** än vi räknar med och att **detta sedan sprider sig till generellt högre pris- och löneförväntningar**.

Den cykliska skillnaden mellan USA och övriga industriländer är större än vanligt, vilket präglar analysen av såväl real som finansiell ekonomi. Trots att USA:s arbetslöshet nu understiger 4 procent har löneresponsen varit måttlig, vilket också ger Fed vissa frihetsgrader. Den senaste tiden har det dock blivit ännu tydligare att Fed får gå ganska ensamt fram med räntehöjningar. Vi räknar med att Fed höjer styrräntan ytterligare tre gånger i år och sedan två gånger 2019 till 3 procent; en nivå som ligger nära den neutrala. Jämfört med Nordic Outlook i februari innebär det en uppjustering med 0,25 procent. För de flera andra centralbanker har vi däremot reviderat åt motsatt håll som en följd av mjuka signaler i spåren av oväntat låg inflation.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, IMF, SEB. PPP=Purchasing Power Parity (köpkraftskorrigerat)

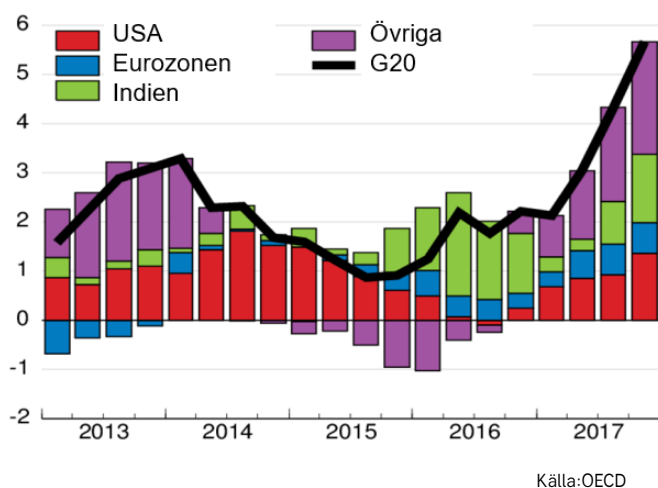
Trots att den amerikanska långräntan testat 3-procentsgränsen har avkastningskurvan flackat betydligt. Med ytterligare 5 höjningar från Fed kommer den trenden att fortsätta. Omvärldens generellt låga ränteläge i kombination med fortsatt stort Fedinnehav av amerikanska statspapper begränsar uppgången i 10-årsräntan som vi tror ligger på 3,40 procent vid slutet av 2019. Skillnaden gentemot Europa förblir dock stor; vår prognos är att den tyska långräntan bara når 1,30 procent vid samma tidpunkt medan motsvarande svenska ränta når 1,70 procent.

Trots en viss återhämtning den senaste månaden har dollarn reagerat försiktigt på utsikterna för än större skillnader i styr- räntor. Även om dollarn i viss mån väntas återta ytterligare för- lorad mark den närmaste tiden förblir växelkurskanalen relativt stum. När ECB närmar sig en normalisering kommer strukturella faktorer som talar till eurons fördel att åter göra sig gällande vilket gör att **EUR/USD handlas i intervallet 1,20-1,26 under 2019**. Den svenska kronan väntas fortsätta förstärkas efter den dramatiska nedgång som skett i spåren på Riksbankens signaler att ytterligare höja ribban för att kunna påbörja en normali- sering. **I slutet av 2019 räknar vi med att EUR/SEK står i 9,70.**

Börserna har den senaste tiden kastat av sig oron för stigande USA-räntor och hotande handelskrig. I stället är det tillväxt- utsikterna som står i fokus. Vår prognos innebär att **börserna ka stiga ungefär i takt med vinsterna**, det vill säga i storleks- ordningen **6 till 10 procent på tolv månaders sikt**. Men tillväxt- bilden rymmer inte längre någon acceleration och man bör räkna med ökad volatilitet i takt med att konjunkturen mognar och centralbanksstödet avtar allt mer. Bilden för de nordiska börserna är likartad den internationella. Svag krona ger stöd för svenska exportbolag men innebär utmaningar för internationella placerare vad gäller att parera svårförutsägbara valutarörelser.

G20: Synkroniserad investeringstillväxt

Bidrag från olika regioner, volym, årlig tillväxt



Bred investeringsuppgång driver BNP-tillväxten

När resursutnyttjandet börjar bli ansträngt långt in i en konjunkturuppgång är det frestande att lägga en prognos där BNP-tillväxten mattas av till sin trendmässiga takt. **Historien visar dock att en sådan typ av mjuklandning sällan inträffar.** Tvärtom brukar efterfrågan ha en stark dynamik sent i cykeln. I denna fas stärks normalt hushållens framtidstro av en het arbetsmarknad och starka balansräkningar i spåren av höga priser på aktier och bostäder. Detta mönster är också tydligt i nuläget, men en svag reallöneutveckling gör ändå att konsumtionen inte riktigt vill lyfta. **Däremot ser vi att investeringarna**

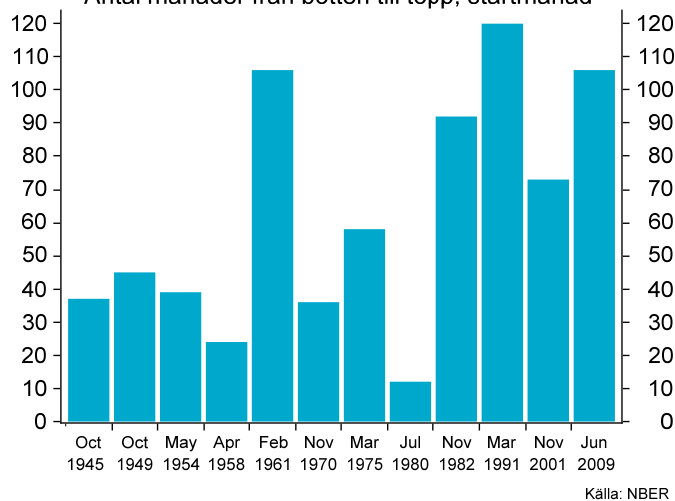
nu växer på bred front i många länder när kapacitetsutnyttjandet nått nivåer som driver fram en utbyggnad av produktionskapaciteten. Detta är dock lite tveeggat ur prognossynpunkt. En utbyggd produktionskapacitet förbättrar förstås möjligheterna för en varaktigt högre tillväxt. Samtidigt är investeringar den efterfrågekomponent som uppvisar störst svängningar och en investeringsboom har ofta utgjort slutfasen på en högkonjunktur. Att investeringsnivån som andel av BNP ligger klart lägre än den gjorde runt millennieskiftet minskar dock riskerna för stora bakslag. Mot denna bakgrund är det rimligt att tro att avmattningen i början av året var tillfällig. Vi behåller därför prognoser där BNP växer över trend. **I USA växer BNP med 2,8 procent i år och med 2,5 procent 2019.** Eurozonen när en tillväxt på 2,4 resp. 2,3 procent 2018-2019.

"This time is different" eller "business as usual"?

Den amerikanska konjunkturuppgången har nu pågått i snart 9 år; enligt NBER:s bedömning avslutades recessionen efter finanskrisen i juni 2009. Det innebär att vi långdmässigt just passerar högkonjunkturen på 1960-talet. Om vår prognos infrias kommer 1990-talets långa uppgång att slås i mitten på 2019. I ett sådant läge är det rimligt att fråga sig hur länge högkonjunkturen verkligen kan bestå. Att BNP-tillväxten sedan finanskrisens slut varit lägre än i tidigare återhämtningsperioder är ett argument som talar för uthållighet. Även om global skuldsättning nu är hög är det heller inte lika lätt att identifiera uppenbara excesser som förr eller senare måste utlösa en recession.

USA: Uppgången på väg att slå längdrekord

Antal månader från botten till topp, startmånad



Jämviktsmått för BNP och arbetslöshet skulle kunna vara ett verktyg för att avgöra hur länge uppgången kan hålla i sig. Tyvärr verkar inte sådana mått varit särskilt stabila, speciellt inte långt in i en konjunkturuppgång. När arbetslösheten börjar nå nivåer i paritet med gällande jämviktsskattningar, utan att löner och priser börjar accelerera (vilket varit fallet de senaste decennierna) ställs centralbanker och andra beslutsfattare inför ett dilemma. Ska man lita på sina tidigare skattningar och därmed påbörja en policynormalisering eller låta ekonomin testa hur långt ned arbetslösheten kan pressas utan att löner och priser tar fart? Fed verkar nu vara inne i en balansgång mellan dessa strategier **genom att fortsätta att höja räntan, men samtidigt också justera ned sin jämviktsbedömning.** I länder där centrala avtal spelar en stor roll för lönebildningen blir det extra svårt för centralbanker att inte justera sina bedömningar om parterna på arbetsmarknaden verkligen levererar låga löneökningar trots het arbetsmarknad. Samtidigt finns risker med att

släppa "ankaret" i konjunkturanalysen bl a för att inflationen har en benägenhet att ta fart väldigt sent på ett närmast konkracykliskt sätt, kanske framför allt i Sverige.

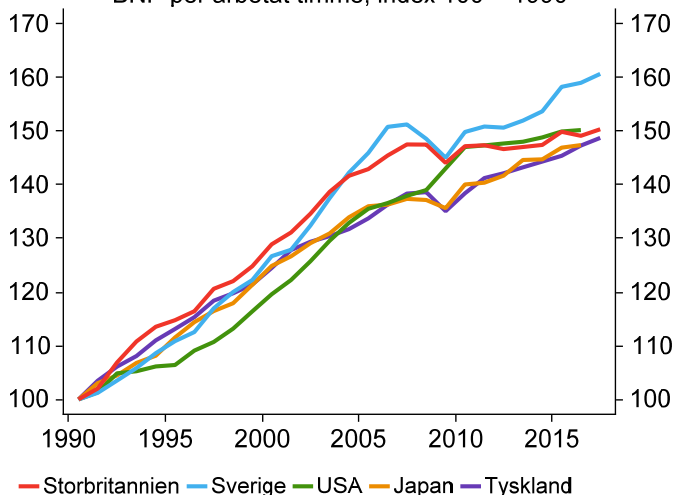
Det är dock inte bara beslutsfattares världsbild som sätts på prov. Långa uppgångsperioder brukar ofta leda till en lansering av teser om att ekonomins egenskaper förändrats på ett genomgripande sätt. Under senare delen av **1990-talet var temat att en "ny ekonomi" kunde leverera varaktigt högre produktivitetstillväxt**, vilket motiverade mycket höga börsvärderingar. **Åren före Lehmankraschen lanserades begreppet "The Great Moderation"** med idén att globalisering och andra underliggande förändringar innebar att världsekonomin framöver skulle kunna undvika stora cykliska svängningar. Att såväl börskraschen runt millenniumskiftet som Lehmankrisen på ett ganska brutalt sätt vederlade de nya teserna manar till försiktighet när det gäller att förkunna att "allt är annorlunda" denna gång.

Samtidigt kan man konstatera att idéer om att digitalisering och robotisering gör att vi snart står inför ett fjärde tekniksprång (efter ångmaskinen runt 1800, elektrifieringen runt 1880 och datoriseringen runt 1970) nu förs fram på bred front. Oavsett om de kommer att realiseras eller ej kommer de att påverka marknadsaktörers och beslutsfattares agerande framöver.

Viss nedåtbias i riskbilden

Vi har det senaste året laborerat med riskscenarier bl a grundat sig på 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 utraderats och där inflationsresponsen kommer med fördröjning.

Kan produktiviteten ta ny fart?
BNP per arbetat timme, index 100 = 1990



Källa: Macrobond

I inflationsanalysen på sid 8-9 diskuteras motiven till varför det tredje alternativet ligger till grund för vårt huvudscenario. Men diskussionen ovan visar att det åtminstone finns två alternativscenarier som måste beaktas. Om den amerikanska ekonomin verkligen står inför allvarliga flaskhalsproblem på arbetsmarknaden kommer den globala ekonomin att utvecklas betydligt svagare än i huvudscenariot. Sannolikheten för att utbudsrestriktioner till slut kommer att bryta uppgången ökar långsamt

ju längre tiden går och ju lägre arbetslösheten når. **Spridningseffekterna till Europa brukar bli så stora att hela industrivärlden går in i en recession** vid amerikanska nedgångar, även om man till en början tenderar att se goda möjligheter för en särkoppling (decoupling) mellan USA och Västeuropa.

Ett scenario där uppgången blir kraftigare, och framför allt mer långvarig, kan heller inte uteslutas. Ett fjärde tekniksprång där produktivitetsvinster från teknologiska landvinningar plötsligt börjar göra sig gällande och/eller i högre grad fångas upp i den ekonomiska statistiken kan vara en väg. Den mer traditionella investeringsuppgången vi nu ser kan också bidra till effektiviseringar och mildra flaskhalsproblematiken. **Vi lutar åt en viss bias mot det negativa scenariot** (20 procents sannolikhet gentemot 15 procent för det positiva).

Överdriven oro för EM-ekonomiers räntekänslighet

Ledande indikatorer för tillväxtekonomierna (EM) har, liksom i EU och i USA, vänt nedåt sedan december 2017 och tillgänglig statistik pekar på en BNP-avmattning första kvartalet. Detta har bidragit till att den eufori som präglade EM under 2017 vänts till oro för vikande tillväxt och finansieringsproblem orsakade av en starkare dollar och högre amerikanskt ränteläge. Vi ser dock oron som överdriven. I grunden är utsikterna fortsatt goda och som för industriländerna ser vi avmattningen som tillfällig. Plötsliga skift i riskbilden för amerikansk inflation och penningpolitik skapar ofrånkomligt volatilitet på EM-marknader, men generellt har inte åtstramningar från Fed varit negativt. Höjningarna från 1,0 till 5,25 procent 2004 till 2006 gick t ex hand i hand med starkare EM-valutor, stigande börser och minskande ränteskillnader gentemot mogna marknader. **Detta speglar ett återkommande mönster där god global tillväxt ger hög riskaptit ger kapitalflöden in i EM-ekonomierna.** Ett amerikanskt "stagflationsscenario" skulle dock slå hårt mot EM men ett sådant ter sig osannolikt. Att vi ser utsikter för en viss fortsatt uppgång i råvarupriser gynnar också generellt EM-aggregatet även om det slår olika mot olika länder. Turkiet och Indien är t ex känsliga för högre importkostnader för energi.

BNP-tillväxt, BRIC-länder
Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Sammantaget förutser vi en BNP-tillväxt för EM-ekonomierna runt 5 procent både 2018 och 2019. **Den kinesiska tillväxten dämpas gradvis enligt plan till 6,2 procent 2019** när Peking prioriterar en fortsatt skuldsanering samtidig som demografin också bidrar till inbromsningen. En starkare yuan minskar skuldbördan i dollar och bidrar också till att handelsrelationerna med USA blir mindre ansträngda. **Indiens ekonomi har återhämtat sig efter svackan i början på 2017** och BNP-tillväxten stiger gradvis till 7,5 procent 2019. Modiregeringen väntas avvakta parlamentsvalet våren 2019 innan större reformer genomförs. Stigande energipriser höjer inflationen och tvingar fram ränte-

höjningar under andra halvåret. **Den ryska ekonomin hämmas av västliga sanktioner, en relativt stram finanspolitik samt blockeringar i reformarbetet.** Stigande oljepris gynnar dock tillväxten och öppnar på sikt upp för mer offensiva satsningar.

Förbindelserna med EU och USA förblir spända, men detta har troligen små och övergående effekter på ekonomin och vi tror därför att rubeln tar tillbaka förlorad mark framöver.

Politisk dramatik med mindre ekonomiska följder

En rad politiska konflikter på olika områden innebär att osäkerheten idag är större än den varit de senaste decennierna. Även om erfarenheten visar att de ekonomiska följderna på medellång sikt inte blir så stora rör det sig om dramatiska skeenden som kan påverka världsekonomin på lång sikt. I denna ruta sammanfattas de viktigaste områdena:

Efter att det stora skattepaketet godkännts av kongressen i slutet av 2017 har Trump vänt blickarna utåt och börjat aktivera den protektionistiska agendan från valkampanjen. Annonseringen av tullar mot framför allt Kina har under våren lett till återkommande finansiell turbulens. Trots risker är vårt huvudscenario att ett fullskaligt handelskrig kan undvikas. Kina har hittills visat återhållsamhet och det kan räcka med mindre eftergifter för att Trump ska kunna ta hem poänger i höstens mellanårsval. Vi har också sett en amerikansk flexibilitet i Naftaförhandlingarna med Kanada och Mexiko samt i hanteringen av handelsavtalet med Sydkorea (KORUS).

Trump's beslut att dra sig ur Iranavtalet är den senaste dramatiska händelsen och har potential att få stora konsekvenser med tanke på spänningarna i Mellanöstern. Det finns dock möjligheter att EU-länderna kan få till stånd kompromisser som gör att en eskalering kan undvikas. Trumps agerande i relationerna med Nordkorea visar också att strategin snabbt kan svänga. Utsikterna för varaktiga störningar i Irans oljeexport har ändå bidragit till att vi **justerat upp prognosen för oljepriset till i genomsnitt 75 resp. 85 USD/fat (Brent) för 2018-2019**. Problemen i Iran och Venezuela i kombination med en väl fungerande överenskommelse mellan OPEC, Ryssland m fl hämmar utbudet samtidigt som den underliggande efterfrågan är stark. Det högre oljepriset underlättar också Rysslands möjligheter att hantera de utvidgade sanktionerna från USA och EU.

I Västeuropa kretsar frågorna bl a kring Brexitprocessen och hur EU:s framtidsfrågor ska hanteras nu när en tysk

storkoalition formats. I slutet av 2017 nådde parterna en deluppgörelse om Storbritanniens villkor för EU-utträdet. Att också en övergångslösning är på väg fördröjer det faktiska utträdet till slutet på 2020. Därmed kan förhandlingarna nu koncentreras sig på hur den framtida relationen ska se ut. Ett nytt handelsavtal mellan EU och Storbritannien är det viktigaste området, men gränsfrågan på Irland kan bli en nog så svår nöt att knäcka med dess potentiella risker. Förhandlingarna lär bli tuffa när särintressen i enskilda länder utmanas och EU-sidans enighet riskerar att gå om intet. Samtidigt ska den brittiska regeringen förankra ett framtida avtal i såväl sitt eget splittrade parti som i ett motsträvigt parlament. Osäkerheten fortsätter att pressa den brittiska ekonomin, främst på investeringssidan. Vi räknar dock alltså med att parterna når en överenskommelse eftersom kostnaderna för ett misslyckande är så stora.

De ökade förhoppningar på fördjupad integration inom EU och EMU efter Brexitbeslutet och Macrons seger i det franska presidentvalet ställs nu på prov. Konkret ligger fokus på att inrätta en europeisk valutafond, att fullborda den europeiska Bankunionen samt att inrätta ett nytt budgetinstrument för att ge enskilda länder större manöverutrymme att hantera asymmetriska chocker. Tyskland och Frankrike har lovat att lägga fram gemensamma "nya och stora förslag" vid kommande EU-toppmöte 28-29 juni. Resultatet ser dock ut att bli magert. Tysklands nya storkoalition CDU-SPD har hittills visat måttlig entusiasm för Paris och Bryssels försök att påskynda unionens integration. Ett huvudskäl till spänningar mellan Tyskland och Frankrike är att Paris ser fördelar med centralisering av olika typer av riskhantering kopplade till europrojektet medan Berlin räds att stater och privata aktörer uppmuntras till ökat risktagande och att tyska skattebetalare i slutänden får stå för notan. Det finns därför inte mycket som tyder på några större genombrott vid stundande toppmöte.

Synkroniserad nordisk tillväxt

De nordiska ekonomierna fortsätter att uppvisa stabil tillväxt över trend som också blivit allt mer synkroniserad. De små exportberoende ekonomierna gynnas alla av en stark global konjunktur samt fortsatt expansiv penningpolitik. I Danmark, Norge och Sverige börjar en stram arbetsmarknad i lite olika grad begränsa tillväxtpotentialen framöver. **Svenska BNP-tillväxten** bromsar nu in till 2,6 resp. 2,2 procent 2018-2019 när bostadsbyggandet faller tillbaka markant. Bostadspriserna har dock stabiliserats efter nedgången under senare delen av 2017 och vår prognos om att prisfallet begränsas till 10 procent står fast. Ett växande utbudsöverskott innebär dock osäkra utsikter också på lite längre sikt. Industrin tar gradvis över som den viktigaste tillväxtkraften, men högt kapacitetsutnyttjande begränsar stimulans effekterna av den svaga kronan. Samtidigt

innebär den svaga valutan påfrestningar på den redan pressade detaljhandeln via högre inköpspriser (se temaartikel).

Norsk tillväxt växlar upp och indikatorer pekar på en starkare konjunktur när högre oljepris och kostnadsbesparingar i oljesektorn ger positiva spridningseffekter. Hushållens konsumtion utvecklas relativt svagt när högre räntor drar ner köpkraften, men en stabilisering av bostadsmarknaden har ändå påtagligt minskat nedåtricken för den inhemska ekonomin. Sammantaget väntas BNP öka med 2,0 respektive 2,3 procent 2018 och 2019; fastlandsekonomin växer något snabbare, framförallt i år. **Finlands ekonomi har tagit sig upp på stabilare mark** men har mycket att ta igen; BNP når först i år samma nivå som 2008. Export och investeringar är de viktigaste drivkrafterna medan hushållens utrymme begränsas av en fortsatt stram finanspolitik och låga löneökningar i spåren av den s k Konkurrenskrafts-

pakten. BNP växer med ca 2,5 procent per år 2018-2019. Den **danska återhämtningen fortskrider** och ekonomin växer med 2-2,5 procent 2018-2019. Konsumtionen möter motvind från kreditåstramningar, men stigande bostadspriser bidrar ändå till att hålla hushållen på gott humör. Konsumtionen förblir därför främsta drivkraft men även investeringarna ökar.

Norden BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Nationella statistikbyråer, SEB

Seg och sencyklisk inflation ger centralbanksdilemma

Vår huvudsats i prognoserna är att analysera de ofta tröga trender i olika komponenter som styr inflationen de senaste decennierna. Trots dramatiska konjunktursvängningar och stora rörelser för råvaru- och producentpriser har kärninflationen i industriländerna varierat i ett så smalt intervall som 0,6 till 1,9 för aggregatet i grafen ovan. Variationen har varit något större för enskilda ekonomier, men även där har stabiliteten varit stor. En annan viktig observation är att kärninflationen stigit sent i cykeln; den toppade t ex 2002 och 2008 med tydlig fördröjning jämfört med tillväxtkulmen 2000 och 2007. Faserna med hög kärninflation föregicks av en relativt lång period med stark konjunktur, stigande världsmarknadspriser och stora prisuppgångar på energi och livsmedel. Dessa bidrog till att lyfta den totala KPI-inflationen över målen vilket drev upp inflationsförväntningarna och därmed påverkade lönebildningen på bredare front i ett sent skede. Denna närmast **kontracykliska inflationsdynamik skapar ett dilemma för centralbanker som de i flera fall misslyckats med att bemästra**. Framför allt är ECB:s och Riksbankens agerande 2001 och 2008 exempel på detta.

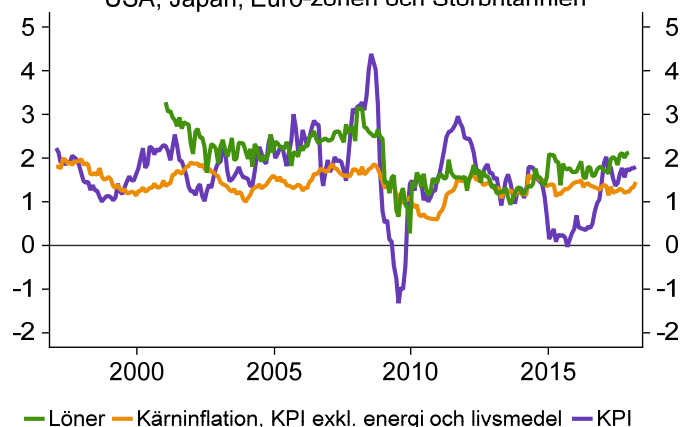
Dämpade löneökningar trots stram arbetsmarknad

Det är främst förändringar i löneökningstakten och i prismiljön på internationella råvarumarknader som kan förändra inflationsutsikterna. Generellt är löneökningarna fortfarande låga, främst i eurozonen och Japan. **I genomsnitt ligger de strax över 2 procent i de fyra största OECD-ekonomierna**, vilket generellt är lägre än vad som är förenligt med centralbankernas mål.

Det är ändå tydligt att **löneuppgångar i USA är kopplade till vändningar på arbetsmarknaden**. Att responsen nu varit svagare jämfört med förra decenniet kan bero på att arbetsmarknaden inte är lika stram som den öppna arbetslösheten antyder t ex beroende på att arbetskraftsdeltagandet nu är betydligt lägre än då. En förklaring kan också vara att vi ännu inte haft någon motsvarighet till den råvaruprisdrivna uppgången i headline-KPI 2004 och 2006 som ledde till högre inflationsförväntningar. Eurozonen ligger en bra bit efter USA när det gäller lönetryck. **De oväntat höga avtalen som slutits för den tyska industrin ger en viss uppväxling** men det kommer att dröja till detta sprider sig till andra länder. Även i Japan kan vissa tendenser till högre löner skönjas även om

responsen på att arbetslösheten fallit till sin lägsta nivå sedan början på 1990-talet varit en besvikelse.

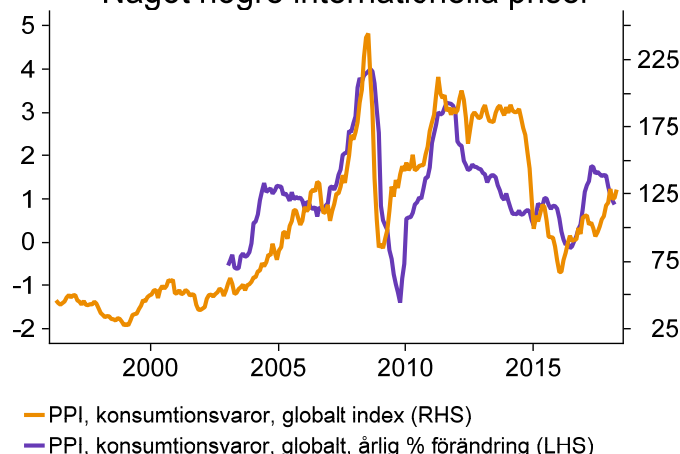
Stabil kärninflation, nedväxlade löner USA, Japan, Euro-zonen och Storbritannien



Källa: Macrobond, SEB

Det är **således inte troligt att resursläget i sig ska pressa upp lönerna så mycket att inflationsutsikterna förändras märkbart** de närmaste åren. Frågan är då om vi kan få en inflationsimpuls från råvarusidan som sätter press uppåt på insatsvarupriser och inflationsförväntningar. Internationella producentpriser har stigit de senaste två åren, men måttligt jämfört med 2000-talet. Den synkroniserade högkonjunktur kan dock pressa upp råvarupriserna ytterligare och den senaste tidens uppgång i oljepriset ger risker på uppsidan. **Men det finns också faktorer som talar mot att uppgången ska bli lika kraftig som förra decenniet** t ex att efterfrågan på råvaror från Kina inte lär bli lika dramatiskt hög som då. Potential för ökad produktion av råolja via den nordamerikanska skiffertekniken samt den snabba utvecklingen av substitut till fossila bränslen talar också emot dramatiska ökningar i råoljepriset.

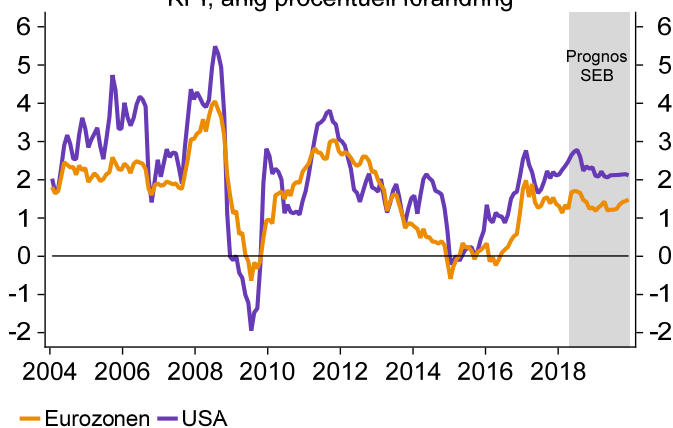
Något högre internationella priser



Källa: Macrobond, SEB

Vår slutsats blir att inflationsdynamiken i de flesta länder i stort följer mönstret de senaste decennierna. Vår prognos innebär att headline-KPI i USA kommer att ligga över 2 procent den närmaste tiden. Stigande producentpriser utgör en upptrisk men löneökningstakten är inte ens i USA tillräckligt hög för att skapa ett oroväckande högt underliggande inflationstryck. Det finns tecken på att inflationen kommer att röra sig uppåt även i eurozonen och Japan men inflationen lär förbli obekvämt låg för centralbankerna.

Stigande men låg inflation KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Styrränteskillnader allt större när Fed fortsätter upp

Normaliseringen av penningpolitiken går fortfarande långsamt och vår inflationsprognos bekräftar bilden av att de flesta centralbanker kämpar med besvärande låg inflation. Samtidigt öppnar ändå robust global konjunktur och ett alltmer avlägset deflationshot upp för **frågeställningen om vad centralbanker kan göra för att förbereda sig inför nästa recession**. Man kan t ex notera hur Internationella valutafonden (IMF) nu på ett mer bestämt sätt än tidigare betonar konjunkturstyrkan och inte längre lyfter fram riskerna med en bräcklig efterfrågan (sekulär stagnation). IMF har också återigen börjat varna för den höga globala skuldsättningen och ger därmed indirekt stöd till den falang inom centralbanksvärlden som förordar en normalisering.

Med en allt stramare amerikansk arbetsmarknad får **Fed fortsätta att gå ensamt fram bland de större centralbankerna**. Trots att de blandade inflations- och löneutsikterna ger vissa frihetsgrader räknar vi med att Fed höjer räntan ytterligare tre gånger i år följt av ytterligare två steg nästa år till 3,00 procent (2,75 procent i vår februariprognos). Det är i linje med Feds egna prognoser, men något mer än vad marknaden i dag diskonterar. **I eurozonen väntas ECB i juli besluta om att trappa ned storleken på obligationsköpen** under årets sista tre månader och därefter avsluta de kvantitativa stimulanserna. Därefter flyttas fokus till förändringar av styrräntor. Vi har senarelagt prognosen för den första höjningen av inlåningsräntan till juni 2019 och förutser sedan en höjning av refinäntan från noll till 0,25 procent i september. **I Storbritannien innebär oväntat låg tillväxt och inflation i början av året att tidigare annonserade höjningar under våren läggs på is**. Vi tror nu att nästa höjning kommer först 2019. **I Japan vägar centralbanken**, efter upprepade prognosmissar, **inte längre slå fast när inflationen kan väntas vara tillbaka vid målet**. Någon förändring av dagens ultralätta politik är därför inte aktuell under prognosperioden.

Oväntat låg kärninflation fick i april **Riksbanken att åter skjuta upp tidpunkten för räntehöjningar till slutet av detta år**. Det kraftiga fallet för valutan ser, i kombination med stigande priser på energi, ut att leda till att inflationen hamnar över målet under större delen av 2018. Så länge som Riksbanken vill se bevis på att stark konjunktur sätter spår i löner och tjänstepriser finns risk för ytterligare fördröjning. Vi tror nu att den första höjningen kommer i april 2019 följt av ett ytterligare steg under hösten. Det innebär att reporäntan i slutet av 2019 ligger på låga noll procent. **Den norska centralbanken har valt en annan väg än**

den svenska genom att lägga större vikt vid resursutnyttjande och acceptera en längre period med inflation under målet. Norges Banks räntebana indikerar nu en hög sannolikhet för septemberhöjning, vilken vi också tror centralbanken levererar. I slutet av 2019 ligger styrräntan på 1,25 procent.

Centralbankers styrräntor Procent

	9 Maj	Sep	Dec	Dec
	2018	2018	2018	2019
Federal Reserve	1,75	2,25	2,50	3,00
ECB (refiränta)	0,00	0,00	0,00	0,25
Bank of England	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	4,35	4,60
Riksbanken	-0,50	-0,50	-0,50	0,00
Norges Bank	0,50	0,75	1,00	1,25

Källa: Centralbanker, SEB

Pan-atlantisk dragkamp mellan ränta och valuta

Att USA går före i höjningscykeln är i linje med det historiska mönstret, men tidsförskjutningen och räntedifferensen blir ovanligt stor denna gång. **ECB ser ut att komma igång med sina höjningar först efter att USA:s styrränta nått 3 procent**; en nivå som Fed numera betraktar som neutral. Att korträntegapet fortsätter att växa speglar laggar i resursutnyttjande där den amerikanska arbetslösheten nu närmar sig historiska bottnar. Att dollarn inte reagerat mer på Feds höjningar skapar också en potential för större styrräntedifferenser; normalt skulle en apprecierande dollar ge USA-inflationen motvind från importpriserna. Omvänt skulle en svagare euro normalt ge lite inflationsstöd för ECB, men nu tenderar valutan istället att lägga en önskad broms på både tillväxt och inflation..

Mycket tyder således på att ECB kommer att möta nästa recession med ytterst lite ammunition på räntesidan. Det gör att de omstridda obligationsköpen (QE) nog blir ett bestående inslag i politiken. ECB har på senare tid lyft fram storleken på balansräkningen, inte bara förändringen, som ett viktigt policy-redskap som kan sätta tryck ned på räntorna även när nettoköpen upphör. Att QE-möjligheten ständigt står till buds ger **också finanspolitiken större möjligheter att mildra framtida recessioner** då ECB kan gå in och stödköpa i lägen när vikande marknadsförtroende för enskilda länder drar räntorna uppåt. Denna förändring blir särskilt påtaglig om planerna på en gemensamt finansierad europeisk valutafond förverkligas.

Även för USA:s del är manöverutrymmet vid en recession begränsat historiskt sett. De åtgärder som diskuterats är **höjt inflationsmål, införandet av (temporära) prisnivåmål samt övergång till nominellt BNP-mål ter sig ganska radikala**. En mindre dramatisk åtgärd vore att nu tillåta en viss "overshooting" av inflationen. Feds formuleringar om att inflationsmålet är symmetriskt kan tolkas som en acceptans för en period av inflation över målet som omväxling. Detta skulle också minska riskerna för ytterligare flackning av räntekurvan, vilket vissa Fed-ledamöter lyft fram som ett orosmoln.

Obligationsmarknaden

Långräntor divergerar när centralbanker drar åt olika håll

Vidgade skillnader mellan Feds och ECB:s agerande har gjort att spreaden mellan amerikanska och tyska långräntor stigit till högsta nivån sedan 1980-talet. Framöver vidgas skillnaderna i styrräntor än mer men måttligt inflationstryck och låga omvärldsräntor håller tillbaka de amerikanska långräntorna, vilket ger en mycket flack räntekurva. Riksbankens mjuka signaler har pressat ned ränteskillnaden mot Tyskland och vi ser förutsättningar för att differensen kan sjunka ytterligare på kort sikt.

Efter en kraftig uppgång i globala långräntor i början på året har vi sett ett växlande mönster den senaste tiden. Oro för handelskrig och geopolitiska spänningar har tidvis fått långa räntor att falla men förnyad riskapitet och stigande inflationsförväntningar har gjort att amerikanska räntor återtagit mark. Den amerikanska 10-årsräntan gick nyligen över "magiska" 3-procent för första gången sedan början 2014. Svag data och mjuka centralbankssignaler har tryckt ned tyska och svenska räntor till nivåer nära tidigare botten. Ökat gap mellan Fed och ECB avspeglas i att **differensen mellan 10-åriga tyska och amerikanska räntor vidgats till över 240 räntepunkter; högsta sedan 1980-talet.**

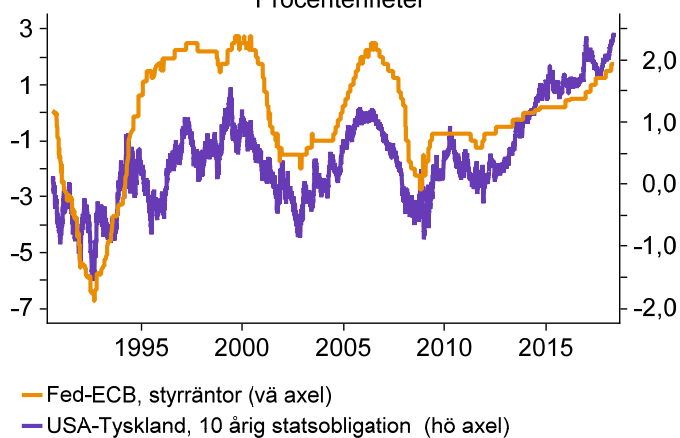
kring 45 punkter till runt 20 punkter vid slutet av 2019. Den flackare räntekurvan kommer att stå i fokus framöver **eftersom samtliga tio amerikanska recessioner under efterkrigstiden föregåtts av att kurvan inverterat.** Även om kurvan förblir positiv hela prognoshorisonten lär vi ligga tillräckligt nära noll för att traditionella samband ska signalera ganska stor recessionsrisk. Vår bedömning är dock att internationella långräntor hålls artificiellt låga. Trots att Fed har börjat banta sin balansräkning är man fortsatt en stor ägare av statsobligationer samtidigt som fortsatt exceptionell stimulanspolitik i Japan och eurozonen bidrar till att hålla nere även amerikanska långräntor. Detta talar för att kurvlutningen nu är mindre relevant än tidigare som indikator (se Nordic Outlook i november).

Vår bedömning att svagheten i Västeuropa första kvartalet var tillfällig talar, tillsammans med en gradvis normalisering från ECB, för att tyska räntor stiger från dagens bottennoteringar. Fortsatt låg inflation gör dock att ECB rör sig långsammare än vi tidigare räknat med. Vi har därför också justerat ned prognosen **för tyska 10-årsräntor till 0,80 resp. 1,30 procent vid slutet av 2018 och 2019.** Ränteskillnaden mellan USA och Tyskland väntas därmed ligga kvar på en hög nivå vid slutet av 2018 (235 punkter) för att sedan gå ihop under 2019 när ECB inleder sina räntehöjningar.

Riksbankens signalering om att senarelägga första räntehöjningen och en strategi att återinvestera de obligationer som förfaller under våren 2019 har pressat ned ränteskillnaden mellan svenska och tyska 10-åriga räntor som nu närmar sig de senaste årens bottennivåer kring 15 punkter. Givet vår prognos om att Riksbanken avvaktar med att höja räntan till 2019 och därtill köper mer obligationer än vad som emitteras kan spreaden minska ytterligare något. När Riksbanken väl påbörjar höjningar nästa år tror vi att spreaden åter vidgas något och i slutet av 2019 ligger på 40 punkter. **Den svenska 10-årsräntan väntas därför stå i 0,95 resp. 1,70 i slutet av 2018 och 2019.**

Skillnaden mellan norska och tyska räntor är fortsatt hög, vilket delvis förklaras av att Norges Bank inte har introducerat okonventionell penningpolitik. Vi väntar oss att Norges Banks räntehöjning håller 10-årsspreaden mot Tyskland kring 120 punkter i slutet av 2018. Under 2019 kommer högre tyska räntor och inledande räntehöjningar från ECB att få 10-årsspreaden att krympa till 85 punkter i slutet av året

Stora räntedifferenser mellan USA och Europa
Procentenheter



Källa: Macrobond Financial AB, Federal Reserve, Macrobond, SEB

I nuläget prisar marknaden in ytterligare 2 Fedhöjningar i år och i takt med en anpassning till vår prognos på 3 höjningar kommer korta räntor att stiga. Stigande korträntor tillsammans med gradvis högre inflation talar för att också långa räntor ska stiga. Också ökat emissionsbehov, efter en underfinansierad skattereform, samt Feds fortsatta bantning av balansräkningen, som vi bedömer motsvarar ungefär en räntehöjning under 2018, drar åt detta håll. Vår vy är dock att underliggande inflationstryck ännu är måttligt vilket tillsammans med fortsatt expansiv penningpolitik i andra delar av världen begränsar uppgången i amerikanska långräntor. Vår prognos är att 10-åriga amerikanska räntor stiger gradvis till 3,15 resp. 3,40 procent i slutet av 2018 och 2019. **Riskerna ligger dock tydligt på uppsidan.**

Ränteskillnaden mellan en 10-årig och en 2-årig amerikansk ränta väntas därmed fortsätta att falla från nuvarande nivå

Valutamarknaden

Diffusa drivkrafter ger osäkra utsikter

Drivkrafterna på FX-marknaden är i nuläget inte så tydliga och skiljer sig åt mellan valutor. Traditionella krafter som räntedifferenser och förväntningar på penningpolitik gör sig ibland gällande men är i flera fall helt satta ur spel. Uppblossande oro för handelskrig eller annalkande recession tar ibland överhanden om än inte varaktigt. Fedhöjningar väntas bidra till att USD tar tillbaka förlorad mark i närtid men på lite sikt rör sig EUR/USD åter mot 1,25. SEK förblir historiskt svag de närmaste åren även om dagens extremnivåer inte är hållbara.

Seg USD-återhämtning efter tidigare försvagning. Trots att ett antal faktorer, främst räntedifferenser, pekar i en positiv riktning har dollarn haft svårt att ta igen nedgången under 2017. Först i april blev en återhämtning mer tydlig. Dollarn förefaller påverkas negativt av strukturella rebalanseringsflöden när investerare och reservförvaltare minskar sin USD-exponering i takt med att en mer stabil ekonomisk och politisk situation i eurozonen gör euron mer attraktiv som reservvaluta. Den senaste statistiken visar också en tydlig diversifiering till andra valutor som yen och pund. Även den kinesiska yuansen verkar locka till sig ökade kapitalinflöden. Fortsatta räntehöjningar från Fed gör att vi räknar med dollarn återtar förlorad mark; EUR/USD väntas nå 1,16 vid kommande halvårsskifte. När andra centralbanker inklusive ECB på lite sikt också påbörjar en normalisering tror vi att dessa krafter tillsammans med dollarnegativa rebalanseringsflöden åter gör sig gällande och driver upp EUR/USD till 1,26 vid utgången av 2019.

Valutakurser

	09- Maj	Sep 2018	Dec 2018	Dec 2019
EUR/USD	1,19	1,16	1,20	1,26
USD/JPY	110	111	110	105
EUR/GBP	0,87	0,89	0,86	0,82
EUR/SEK	10,32	10,15	9,95	9,70
EUR/NOK	9,57	9,30	9,20	9,00

Källa: Centralbanker, SEB

Brexitförhandlingar styr pundets värde. Att parterna lyckats enas om villkoren för skilsmässan och om en nästan tvåårig övergångsperiod till den 31 december 2020 minskar risken för att Storbritannien ska lämna EU utan ett handelsavtal. Även om kniviga frågor som framtida handelsavtal och gränsförhållanden på Irland återstår är det tydligt att framstegen har gynnat det undervärderade pundet. Trots fortsatta risker innebär vårt positiva grundscenari för utgången av förhandlingarna att vi räknar med ett starkare pund på sikt och EUR/GBP når 0,86 i slutet av 2018. Den närmaste tiden tror vi dock att pundet kan tyngas av att svag tillväxt och sjunkande inflation kommer att

leda till att Bank of England inte levererar den räntehöjning man flaggat för.

Defensiva JPY-kvaliteter ställs mot negativa ränteutsikter.

Lägre global riskaptit tenderar regelmässigt att stärka yenen och så har också varit fallet i år. En generell starkare USD har dock tillfälligt pressat upp USD/JPY. Våra modeller tyder på att yenen fortfarande är långsiktigt undervärderad men samtidigt har vi svårt att se en allt starkare yen i en värld med ganska stark tillväxt och på sikt stigande långräntor utanför Japan. Prognosen innebär USD/JPY handlas i ett intervall mellan 105 och 110 under det närmaste året.

Envis Riksbank sätter kronan under stark press. Den senaste tidens dramatiska försvagning av den svenska kronan har delvis drivits av säsongsmässiga SEK-negativa flöden kopplade till vårens börsutdelningar. Men kollapsen beror främst på att Riksbankens fortsätter med sin exceptionellt mjuka penningpolitik och vid aprilmötet höjdes ribban ytterligare för den första leveransen. Korrigeringen i bostadspriser har också rest tvivel om någon räntehöjning överhuvudtaget blir aktuell. Även om Riksbankens agerande inte talar för någon snabb återhämtning av kronan är nuvarande nivåer attraktiva och har historiskt endast förekommit i kristider. Trots risker i ekonomin är en isolerad svensk recession osannolik. Vi räknar därför med försiktig återhämtning för kronan även om SEK kommer att ligga kvar på historiskt svaga nivåer hela prognosperioden. Vi tror att EUR/SEK når 10,15 vid slutet av Q3 2018 för att sedan falla ned till 9,95 i slutet av året.

NOK omotiverat svag. Även om den norska kronen har stärkts med ca 10 procent mot den svenska kronan sedan början på året verkar kronsvagheten i viss mån smitta av sig. NOK är alltså undervärderad och vi ser flera underliggande motiv till en rörelse mot mer fundamentalt motiverade nivåer. Ekonomin har återhämtat sig påtagligt sedan oljeprisrasen för några år sedan och trots låg inflation signalerar centralbanken en höjning senare i år. Därmed förstärks den redan stora räntedifferensen gentemot eurozonen och Sverige. Ett högre oljepris gör därtill att den norska staten inte behövde ta avkastningen på oljefonden i anspråk under inledningen av 2018 varför oljeintäkter återigen kan ge ett nettointflöde till oljefonden som stärker kronen. Vår bedömning är att EUR/NOK faller till 9,20 mot slutet av 2018 och sedan vidare till 9,00 under 2019.

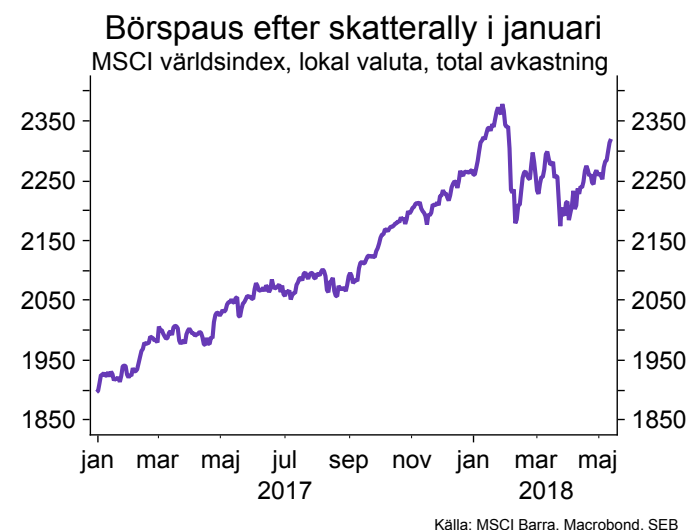
Aktiemarknaden

Positiva men mer osäkra börsutsikter

Under våren har den tidigare positiva börstrenden ersatts av mer volatila och trendlösa marknader. Den fortsatt positiva grundbilden talar för att detta är en korrektion snarare än ett trendbrott. Men tillväxtbilden rymmer inte längre någon acceleration, och en del placerare funderar nu på nästa trend efter nulägets goda tillväxtår. Vi räknar med modesta börsuppgångar en tid till, men också med större volatilitet när tillväxtutsikterna grumlade och centralbanksstödet avtar allt mer.

Efter det snabba fallet i början av februari har globala börsindex stått och stampat; ett mönster som känns igen från tidigare korrektioner. Att fjolårets närmast linjära uppgång, som därtill följdes upp av januarirallyt efter Trumps skattesänkningar, skulle brytas är snarast ett sundhetstecken. Nedgången har lett till att värderingen kommit ner till mer rimliga nivåer samtidigt som placerarkollektivet, enligt enkäter, vridit sina portföljer från tydligt riskbejakande till en något mer balanserad positionering.

De underliggande förutsättningarna är fortsatt ljusa, givet vår positiva tillväxtbild för 2018 och 2019. Den geografiskt breda expansionen återspeglas i vinstprognoserna. Konsensusprognosen pekar på **globala vinstökningar på runt 14 procent i år och närmare 10 nästa år**. Årets prognos dras upp av skattereformens effekter i USA där vinsterna väntas växa med dryga 17 procent. För bägge åren ligger också den aggregerade vinsttillväxten i Emerging markets något över snittet.



Låga räntor ger alltså stöd till börsen och att penningpolitiken börjar normaliseras utgör snarast en bekräftelse av den goda tillväxtbilden. Det normala mönstret är att börsen reagerar positivt under inledningen av en period med stigande räntor. Trots att konjunkturoptimismen bekräftas av de över lag starka kvartalsresultaten tvekar dock börserna denna vår. Oro för handelskrig har lyfts fram som en förklaring. Det bidrar sannolikt men vår bild är nog att placerarnas syn på hur länge den höga tillväxten består kommer att avgöra börsutvecklingen på några kvartals sikt.

Börsens egenskap som ledande indikator (historiskt har börserna oftast vänt ner 6-12 månader innan konjunkturen) gör att pensionsförvaltare och andra långsiktiga investerare **redan tvekar att öka aktieandelen i portföljerna trots den ljusa makrobilden**.

Signaler om snabbare höjningar från centralbanker, främst Fed, och obligationsräntor i USA på något mer normala nivåer innebär att även impulserna från räntevärlden rör sig mot den punkt där medvind byts till motvind. Den långa perioden av överskott på likviditet har bidragit till att dämpa volatiliteten på börserna. När denna dras tillbaka skapas risk för högre volatilitet framöver.

Den positiva grundbilden och bristen på intressanta alternativ gör att vi ännu inte ser några stora flöden ut från börserna. Givet att även 2019 blir ett bra tillväxt- och vinstår bör det finnas skäl för fortsatta, om än mer modesta, börsuppgångar. Så här sent i cykeln ser vi begränsat utrymme för värderingsdrivna börsuppgångar. Dagens värdering, med ett globalt P/E-tal på strax över 15 på 12-månaders prognosticerade vinst ser vi dock som rimlig i förhållande till historiska snitt och dito räntenivåer. Det implicerar att börserna **borde kunna stiga ungefär i takt med vinsterna, det vill säga i storleksordningen 6 till 10 procent på tolv månader**. Framöver gäller att för varje kvartal som går med dagens förväntansbild närmar vi oss punkten när det blir aktuellt att överväga att reducera risken i portföljen. Men man kan å andra sidan hävda att om den sidledes börsrörelsen fortsätter, samtidigt som vinster fortsätter uppåt, blir börsvärderingen gradvis mer attraktiv. Tecken på att tillväxtfasen förlängs skulle därför sannolikt utgöra bränsle för större och/eller längre uppgångar.

Svaga kronan både plus och minus för börsen

Internationalisering och synkroniserad tillväxt gör att den globala bilden i allt väsentligt också gäller för de nordiska börserna. Värderingen är i linje med eurozonen **och vi förväntar oss en vinsttillväxt på runt 9 procent för bolagen i vårt nordiska aggregat i år och nästa år**. Ett högre inslag av cykliska sektorer och svag valuta som gynnar exportbolagen talar för Stockholmsbörsen, liksom en god direktavkastning. Svåröversäglbara valutarörelser gör dock att en del internationella placerare verkar tveka med svenska investeringar vilket dämpar potentialen. Omvänt gäller att kronfallet har gett SEK-baserade investerare mer avkastning på sina globala placeringar och därmed nya skäl att höja andelen svenska aktier något, vilket sammantaget skapar potential för en hygglig börsutveckling.

USA

Fortsatt tillväxt över trend, handelsspänningar en nedsidesrisk

Efter en tillfällig svacka första kvartalet i år väntas BNP fortsätta växa klart över trend kommande kvartal drivet av stark arbetsmarknad, skattesänkningar och företagsinvesteringar. Amerikansk handelspolitik har blivit tydligt protektionistisk och eskalerande handelsspänningar mellan USA och Kina är en nedsidesrisk. Inflationen väntas accelerera under 2018 och Fed höjer styrräntan ytterligare tre gånger i år och två gånger 2019 samtidigt som minskningen av centralbankens balansräkning fortsätter enligt plan.

Den goda utvecklingen för amerikansk ekonomi fortsätter även om **första kvartalet** åter blev något av en besvikelse. **BNP-tillväxten bromsade in till 2,3 procent** i uppräknad årstakt jämfört med nära 3 procent sista kvartalet 2017. I likhet med tidigare år kan den svaga inledningen förklaras av tillfälliga faktorer bl a att privat konsumtion dämpades av försenad skatteåterbäring. Inbromsningen i konsumtion ska också ses mot bakgrund av den mycket starka uppgången fjärde kvartalet.

Aktiviteten i ekonomin väntas åter accelerera andra kvartalet. Sentimentsindikatorerna har visserligen försvagats något senaste tiden men från rekordhöga nivåer. Underliggande tillväxtförutsättningar förblir expansiva när arbetsmarknaden fortsätter stärkas och skattesänkningarna lyfter hushållens köpkraft. Kapacitetsutnyttjandet fortsätter krypa uppåt, vilket i kombination med gynnsammare skattevillkor ger incitament för företagen att öka sina investeringar. Trots stark utveckling för exporten, som får fortsatt stöd av god extern efterfrågan, väntas inte nettoexporten ge något större tillväxtbidrag. Importen ökar i än snabbare takt än exporten och kommer att få en extra skjuts av skattesänkningarna. Risken för en eskalering i handelskonflikten mellan USA och Kina utgör en nedsidesrisk men troligen kan ett handelskrig undvikas. Sammantaget håller fast vid prognosen att **BNP ökar med 2,8 procent 2018** och med **2,5 procent 2019**.

följer upp med **två höjningar** under **2019**. Styrräntan stannar därmed på 3,0 procent i slutet av prognosperioden.

Protektionism en nedsidesrisk för tillväxten

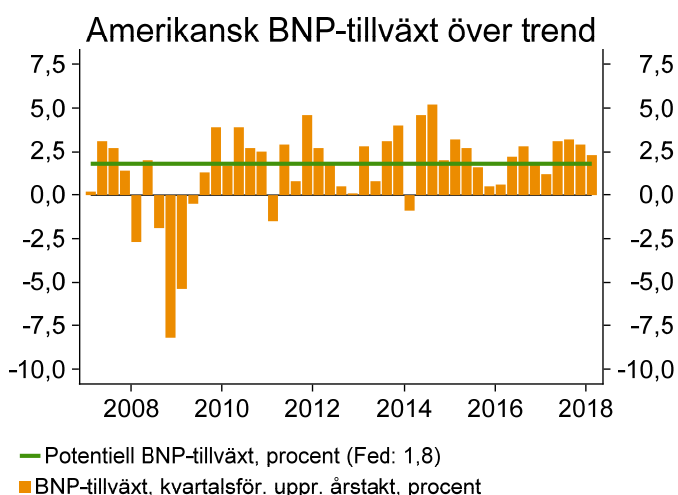
Med tanke på Trumps hårda protektionistiska retorik i valkampanjen blev handelspolitiken förvånansvärt avvaktande under hans första år i Vita huset. Visserligen drog sig USA ur förhandlingarna om frihandelsområdet TPP men några tullar på kinesisk import infördes inte. Trump bröt inte heller Naftaavtalet utan nöjde sig med att inleda omförhandlingar. Fokus under 2017 låg istället på inhemska frågor med försöken att avskaffa Obamacare samt driva genom skattepaketet.

Under 2018 har fokus skiftat mot utrikespolitiska frågor och **handelspolitiken har svängt i tydlig protektionistisk riktning**. Trump kalkylerar med att en hård för handelspolitik är populär bland kärnväljarna och gynnar Republikanerna i mellanårsvalet i november. I mars annonserades importtullar på stål och aluminium och i början av april även tullar på importvaror från Kina motsvarande 50 miljarder USD som sedan ska utvidgas med motsvarande 100 miljarder dollar. Kina har snabbt svarat med egna förslag på tullar. Åtgärderna ledde till börsnedgångar drivet av oro för eskalering. **Vårt huvudscenario är dock att handelskrig kan undvikas**. Det kan räcka med att Kina gör vissa eftergifter för att Trump ska kunna ta hem poänger om amerikanska framgångar i mellanårsvalen. Naftaförhandlingarna och hanteringen av USA:s handelsavtal med Sydkorea (KORUS) visar på amerikansk flexibilitet och det finns goda möjligheter att nå en Naftaöverenskommelse. Dessutom har Kina än så länge visat viss återhållsamhet i sina motåtgärder. De åtgärder som hittills annonserats av USA och Kina skulle även om de genomförs fullt ut få små realekonomiska effekter.

Även om handelsspänningarna inte eskalerar i närtid finns det **ingen enkel lösning på motsättningarna mellan USA och Kina**. USA:s stora bilaterala underskott kommer att bestå samtidigt som Kinas stormaktsambitioner och president Xis känslighet för kritik på hemmaplan sätter gränser för kompromissviljan. Det går därför inte att utesluta att läget på sikt försämras rejält.

Skattesänkningar ger ökande budgetunderskott

Tillväxten får lite extra skjuts från det skattesänkingspaket som klubbades i slutet av 2017. Företagen gynnas av en sänkning av bolagsskatten samt en sänkning av beskattningen av utlandsvinster. Hushållen kan glädjas åt lägre beskattning samt fördubblat grundavdrag men skattesänkningarna gynnar

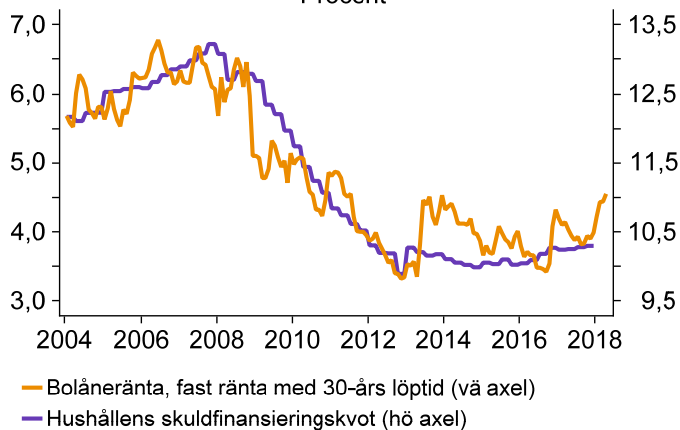


Fed höjde som väntat styrräntan i mars och vår bedömning är att centralbanken **höjer ytterligare tre gånger 2018** och sedan

framförallt höginkomsthushåll. **Skattesänkningarna väntas höja BNP-tillväxten med omkring 0,3 respektive 0,4 procentenheter 2018 respektive 2019** tack vare ökade investeringar och konsumtion vilket bidrog till att vi reviderade upp BNP-prognosen i Nordic Outlook februari.

Skattesänkningarna är till stor del ofinansierade och försvagar därmed statsfinanserna. Dessutom nåddes i februari en budgetöverenskommelse som kommer att öka de federala utgifterna med omkring 0,7 procent av BNP 2018. Det federala budgetunderskottet väntas stiga till över 5 procent av BNP 2019. På kort sikt är budgetunderskottet inget stort problem men på lite sikt ser läget värre ut. Det politiskt obundna *Tax Policy Center* presenterade i slutet av april en uppdaterad analys av USA:s statsfinanser. Tönen i rapporten är pessimistisk. Trots god tillväxt och full sysselsättning ökar underskotten och kommer att förbli stora så länge inte betydande åtgärder genomförs. Vår bedömning är att statsskulden kommer att öka till 110 procent av BNP år 2021.

Boräntor och skulder låga men stigande



Källa: Federal Reserve, Freddie Mac, Macrobond, SEB

Tillfällig svacka för konsumtionen

Ökningen av konsumtionen bromsade första kvartalet in till 1,1 procent jämfört med höga 4,0 procent fjärde kvartalet. Urstark sysselsättningsstillväxt i kombination med skattesänkningar och försiktigt accelererande lönetillväxt puffar på köpkraften. Den senaste tidens oljeprisuppgång har dock tryckt upp bensinpriserna, vilket dämpar inkomstutvecklingen en del. Hushållens låga sparkvot på strax över 3 procent utgör ett visst osäkerhetsmoment och ökat sparande hämmade i viss mån konsumtionen första kvartalet. Men samtidigt har de amerikanska hushållen under ganska lång tid bantat sin skuldsättning och hushållens kostnader för att finansiera sina skulder motsvarar nu strax över 10 procent av inkomsterna jämfört med toppen på över 13 procent 2007. Den låga skuldkvoten dämpar behovet av sparande framöver och gör hushållen mindre känsliga för räntehöjningar jämfört med situationen före finanskrisen. Räntorna på både bostadslån och konsumentlån har börjat stiga i kölvattnet av Feds åtstramning men ökningarna är ännu för små för att få någon mer betydande effekt på konsumtionen. Sammantaget förblir privat konsumtion en viktig drivkraft för tillväxten och **vi förutspår ökning på 3,0 resp. 2,7 procent 2018-2019.**

Bra fart på investeringar, litet stöd från nettoexport

Investeringarna har återhämtat sig rejält under 2017 och första kvartalet 2018 blev bidraget till BNP-tillväxten 1,2 procentenheter. Sedan Nordic Outlook februari har oljepriset fortsatt stiga vilket stimulerar investeringarna i olje- och gruvsektorerna. Industriproduktionen sköt fart ordentligt 2017 och kapacitetsutnyttjandet har passerat 78 procent vilket är nära de 80 procent där företagen mer tydligt börjar öka sina investeringar. Lågt utbud av bostäder kombinerat med god efterfrågan ger stöd till bostadsinvesteringar men flaskhalsproblem i byggsektorn utgör en dämpande faktor. Sammantaget ser utsikterna fortsatt goda ut och vår prognos är att **investeringarna ökar med 4,3 procent 2018 och med 3,0 procent 2019.**

Den tidigare försvagningen av dollarn i kombination med stark omvärldskonjunktur har fått amerikansk export att skjuta fart. Stark inhemsk efterfrågan slår dock igenom på importen som också ökat i snabb takt. Hushållens skattesänkningar i kombination med ökade företagsinvesteringar kommer att ge stimulans till importen även framöver vilket innebär att **tillväxtbidraget från nettoexporten väntas bli litet.**

Hur stram är egentligen arbetsmarknaden?

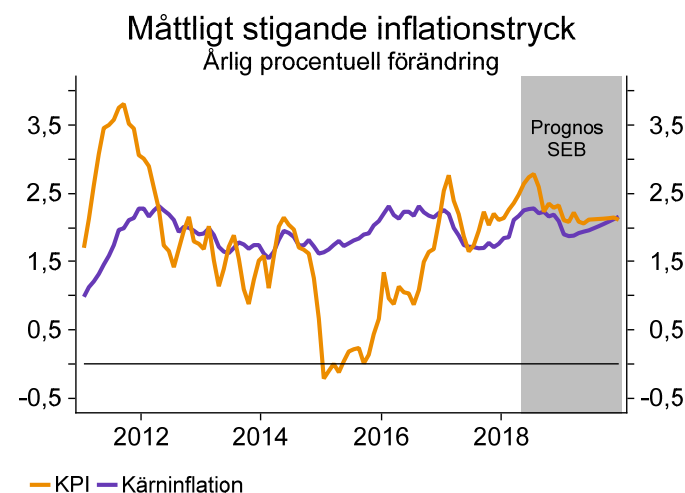
Arbetsmarknaden fortsätter stärkas och sysselsättningen har växlat upp ytterligare i början av 2018. I genomsnitt har strax under 200 000 nya jobb skapats per månad det senaste halvåret. Samtidigt har deltagandegraden krupit uppåt och arbetslösheten **föll i april till 3,9 procent, vilket är den lägsta nivån sedan år 2000.** Flera indikatorer pekar just nu på att mängden lediga resurser är mycket begränsad och flaskhalsproblemen är tydliga inom delar av arbetsmarknaden t ex byggsektorn. Att snabba ökningarna av sysselsättningen kan ske samtidigt som löneökningarna förblivit måttliga talar å andra sidan mot generella överhettningstendenser. Svårigheterna att tolka situationen på arbetsmarknaden speglas i Feds analys genom tydliga skillnader mellan olika ledamöters bedömningar. I mars reviderades centralbankens estimat för långsiktig jämviktsarbetslöshet ned till 4,5 procent och det är sannolikt att man kommer att göra **ytterligare nedjusteringar av synen på jämviktsarbetslösheten.**

Framöver väntas tillväxten i sysselsättningen dämpas och fortsatt stigande efterfrågan på arbetskraft kommer i högre grad att ta sig uttryck i accelererande lönetillväxt. Lönetillväxten har visserligen redan växlat upp men ökningstakten är fortfarande klart låg mot bakgrund av den strama arbetsmarknaden. Arbetslösheten väntas falla en bit ytterligare för att **i slutet av prognosperioden ligga kring 3,5 procent**, nära den lägsta nivån sedan 1960-talet. Deltagandegraden kommer att fortsätta stiga långsamt men den nuvarande nivån kring 63 procent ligger ännu klart under toppnivån på strax över 67 procent 2000. Demografiska faktorer gör dock att deltagandegraden inte väntas kunna nå tillbaka till denna nivå.

Inflationstrycket stiger

KPI-inflationen har accelererat från den senaste botten i juni 2017 och låg i april på 2,5 procent. Kärninflationen låg samma månad kvar på 2,1 procent efter att föregående månad nått över 2 procent för första gången sedan februari 2017. Inflationsökningen i april mars drevs till stor del av stigande bensinpriser och en viss dämpning väntas under de närmaste månaderna. På lite sikt kommer dock inflationen åter att

accelerera. **Mått som årsgenomsnitt väntas KPI öka med 2,4 procent 2018 och med 2,1 procent 2019.**



Källa: Macrobond, SEB

Producentprisinflationen har fortsatt accelerera, till en del drivet av tidigare dollarförsvagning men även som en följd av ett stigande underliggande pristryck. Kärn-PPI ökar nu i den snabbaste takten på sju år. Även delindex från inköpschefsindex pekar på att företagen möter stigande priser.

Fed reviderade i mars upp prognosen för kärn-PCE vid slutet av 2019 marginellt men behöll prognosen att inflationen ligger strax under målet på 2 procent vid utgången av 2018. Vår prognos är att **kärn-PCE mått som helårsgenomsnitt ökar med 2,0 procent 2018 och med 2,2 procent 2019**. Förväntningar om försiktigt accelererande inflationstakt innebär att Fed kan fortsätta med sin gradvisa åtstramning av penningpolitiken.

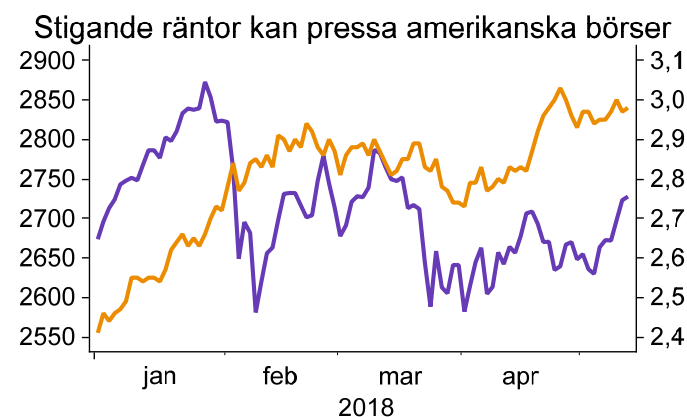
Fed höjer till 3 procent 2019

Fed höjde som väntat räntan på marsmötet. Fedledamöternas individuella prognoser för räntebanan ("dot plots") skiftade tydligt mot totalt fyra räntehöjningar 2018 men inte tillräckligt för att ändra medianprognosen från 3 höjningar. Fed presenterade också en betydligt mer optimistisk syn på tillväxten och BNP-prognoserna för 2018 och 2019 reviderades upp. Skattesänkningarna och de utökade budgetutgifterna väntas få en "betydande" effekt på tillväxten. Inflationsprognoserna lämnades dock i stort sett oförändrade även om det är tydligt att Fed nu känner sig mer bekvämt med prognosen att huvudmålet kärn-PCE kommer att ligga nära målet på 2 procent vid slutet av 2018. Vår bedömning är att Feds officiella prognos ändras till totalt fyra höjningar 2018 när centralbanken presenterar uppdaterade prognoser i juni. **Vi håller därmed fast vid prognosen om ytterligare tre räntehöjningar i år.** Samtidigt väntas minskningen av Feds balansräkning fortsätta enligt plan där återinvesteringar gradvis sjunker. Reduceringen bedöms vara genomförd kring 2020-2021.

För 2019 och framåt är osäkerheten större vilket accentueras av tydliga skillnader mellan enskilda Fedledamöter. Givet vårt makroskenario där PCE-inflationen stabiliserar sig kring målet på 2 procent samtidigt som tillväxten börjar bromsa in försiktigt mot slutet av 2018 är bedömningen att **Fed nöjer sig med två höjningar 2019** och att styrräntan stannar på 3,0 procent.

Det finns dock **tänkbara scenarier där Fed tvingas till antingen fler eller färre räntehöjningar.** Med en allt stramare arbetsmarknad och en expansiv finanspolitik sent i konjunkturcykeln

kan man **inte utesluta att inflationstakten stiger mer tydligt.** Ett sådant scenario skulle **tvinga Fed att dra upp takten ytterligare** när det gäller räntehöjningarna. Några Fedledamöter har också öppnat för ett sådant scenario där styrräntan skulle behöva höjas till över 3 procent redan 2019.



Källa: Standard & Poor's, Macrobond Financial AB, Macrobond, SEB

Ett **annat scenario är att Fed tvingas avbryta räntehöjningarna för att undvika ett policymisstag.** Scenariot aktualiserades i slutet på april då den amerikanska tioårsräntan bröt igenom den psykologiskt viktiga nivån på 3 procent. Att ränteuppgången kopplades till ökad inflationsoro, drivet av oljeprisuppgången i kombination med Feds optimistiska syn på tillväxten, ökade förväntningarna på en mer aggressiv penningpolitik vilket i sin tur resulterade i börsoro och starkare dollar. Om långräntorna inte alls reagerar kan å andra sidan en flackare avkastningskurva skapa frågetecken när Fed fortsätter marschen uppåt. En invertering av avkastningskurvan (högre korta än långa räntor) har nämligen historiskt varit en indikation på recession. Nedåtpress på obligationsräntorna från QE-program och det extremt låga ränteläget i andra OECD-länder kan dock vara argument för att signalvärdet i nuläget inte är så starkt.

Fed har dock kommunicerat att man inte är speciellt orolig över börs- och långränteutvecklingen. Den **volatilitet vi hittills sett är långtifrån tillräcklig för att stoppa Feds räntehöjningar.** En relativt måttlig prisnivå på husmarknaden i kombination med nedbantade skulder i hushållssektorn innebär också att den makroekonomiskt viktigaste delen av ekonomin har ökat sin motståndskraft mot räntehöjningar. Vi tror därför att frågan om eventuella policymisstag kopplade till Feds höjningsplaner främst blir aktuella bortom vår prognoshorisont.

Eurozonen

Tillfällig tvekan men fortsatt tillväxt över trend

Trots en tvekande inledning av året, bl a beroende på väderrelaterade faktorer, dominerar tillväxtkraften de närmaste åren. Stark arbetsmarknad, lättare finanspolitik samt god global efterfrågan väger tyngre än motvind från stark euro och handelsoro. BNP ökar med 2,4 respektive 2,3 procent 2018-2019. Trots att allt fler företag flaggar för rekryteringsproblem förblir löne- och inflationstakten låg, vilket tillsammans med vissa strukturreformer möjliggör en ytterligare nedgång i arbetslöshet. ECB höjer räntan först sommaren 2019.

Efter att eurozonens ekonomi gradvis stärkts under 2017 dominerade besvikelser i början på 2018. Turbulensen kring internationell handelspolitik i kombination med stark euro har gett en viss osäkerhet gällande utsikterna för exportberoende euroekonomier. **Vår bedömning är dock att avmattningen under årets första månader inte är speciellt oroande.** Tillfälliga vädereffekter har bidragit till svag statistik samtidigt som en förbättrad arbetsmarknad indikerar fortsatt underliggande styrka. Indikatorerna ligger också på en fortsatt hög nivå; nedgången i inköpschefsindex (PMI) i februari och mars följde efter att januarsiffran nått 10-årshögsta. EU-kommissionens indikator ESI uppvisar ett liknande förlopp; även om nedgången ter sig dramatisk så ligger nivån fortfarande högre än för ett år sedan och **indikerar fortsatt tillväxt över trend.** Indikatorerna har också stabiliserats i april och i en del fall vänt uppåt. Vi behåller därför en positiv tillväxtprognos för 2018 och 2019 även om den kvartalsmässiga tillväxttakten toppade under senare delen av 2017.

mattas (Se Tema: Framtidens EU på sid 19). Den nya tyska stor koalitionen lär bromsa Paris och Bryssels försök att snabba upp tempot i den ekonomisk-politiska integrationen. Därmed tyder det mesta på att **EU fortsätter att skynda långsamt. Att fokus nu ligger krävande förhandlingar avseende** Brexit, EU:s nya långtidsbudget och att få bankunionen på plats ökar sannolikheten för att större strukturfrågor (Europeisk valutafond mm) kommer att få ligga mer i vänteläge.

BNP prognoser

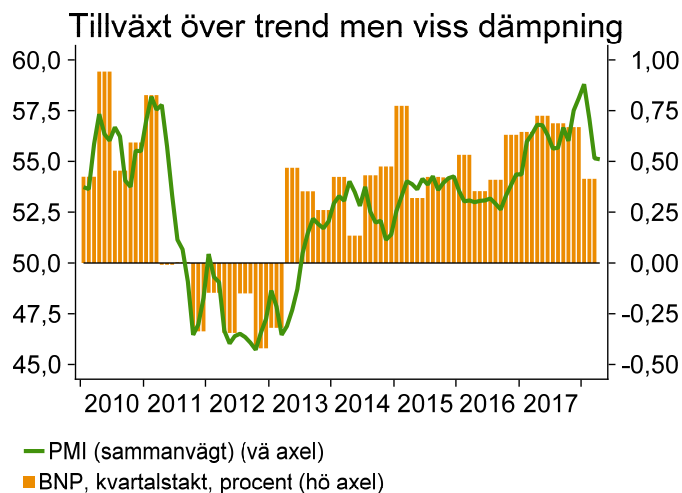
Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019
Tyskland	2,2	2,4	2,1
Frankrike	1,9	2,0	2,2
Italien	1,5	1,6	1,8
Spanien	3,1	3,1	3,0
Eurozonen	2,4	2,4	2,3

Källa: Eurostat, SEB

Finanspolitiken tar steg i offensiv riktning

Det **offentliga underskottet minskade 2017 för åttonde året i rad** och har nu fallit till 0,9 procent av BNP efter att ha toppat på 6,3 procent 2009. Utvecklingen drevs initialt av sparprogram men nu har den goda konjunkturen tagit över som drivkraft. Tyskland redovisade 2017 överskott för fjärde året i rad samtidigt som det franska underskottet för första gången sedan 2008 låg lägre än 3 procent av BNP. Spanien är nu det enda land som ligger över EU:s gräns på 3 procent av BNP, men avvikelserna utgör bara några tiondelar. Olika nivå på statskulden gör dock att utrymmet **för en finanspolitisk omsvängning skiljer sig åt.** Att behoven av nya sparpaket nu är borta bidrar i sig till en mer expansiv finanspolitik och därtill öppnas plånboken för stimulanser. Mest tydligt är **omsvängningen i Tyskland** där den nya storkoalitionen planerar att spendera ca 0,5 procent av BNP per år för reformer. Det bättre läget gör också att det blir lättare att genomföra strukturella reformer, som i t ex Frankrike, när behovet av att finansiera t ex skattesänkningar är mindre. **Sammantaget bidrar en lättare finanspolitik med ett par tiondelar i högre tillväxt 2018-2019.** Att fler länder lättar på finanspolitiken framöver gör att förbät-



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Vänteläge för ekonomisk-politisk integration

Politiskt blir 2018 ännu ett händelserikt år. Brexitförhandlingarna går in i avgörande skede. En ny EU-budget ska förhandlas och regionen ska försöka fördjupa samarbetet på flera områden. Därtill kan läggas (den eviga) frågan om Greklands skuldsättning och lång väntan på ny regering (denna gång i Italien). Sammantaget ser **EUforin som dominerat en tid ut att**

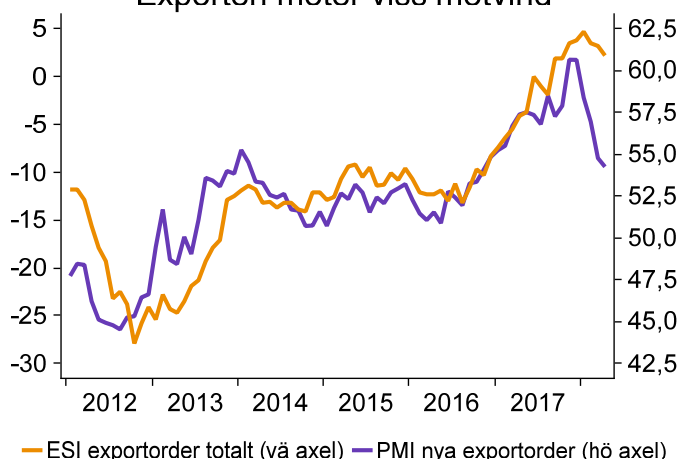
ringen av de offentliga finanserna bromsar in. Underskottet för eurozonen som helhet väntas nå 0,6 procent av BNP 2019. Den offentliga bruttoskulden faller 2019 under 85 procent av BNP.

Bredbaserad tillväxt både geografiskt och sektoriellt

Nedgången i indikatorer i början på året var bredbaserad, men det finns en del intressanta skillnader. PMI i Frankrike har det senaste halvåret generellt legat högre än i Tyskland, vilket indikerar att andra större ekonomier kan ta över stafettpinnen när utbudsrestriktioner börjar göra sig gällande i Tyskland. Vi räknar ned att tillväxten i Frankrike, Italien och Spanien ligger kvar klart över trend också 2019, vilket gör att BNP-tillväxten i eurozonen från helhet dämpas måttligt från 2,4 procent i år till 2,3 2019 trots att Tyskland bromsar in (men fortsätter att växa över trend).

Eurons appreciering (ca 10 procent jämför med för ett år sedan såväl mot dollarn som handelsvägt) ger motvind för exporten men den svaga industriproduktionen i början på året berodde troligen i första hand på vädereffekter och säsongsmässiga variationer. Trots handelshot och eurostyrka har företagen en fortsatt mycket positiv syn på produktionen kommande månader. Enligt ESI är **företagen också fortsatt nöjda med orderläget även om en nedgång i nya order ger en nedåtrisk**. Sammantaget tror vi exporten kommer att öka med 4,5-5,0 procent per år 2018 och 2019. Den generella återhämtningen i regionen gör dock att importen ökar snabbare än exporten framöver. Därmed minskar det stora överskottet i bytesbalansen gradvis men ligger kvar över 3 procent av BNP under hela prognosperioden. Skillnaderna inom regionen är dock stora; det tyska överskottet ligger kvar kring 8 procent av BNP medan övriga länder sammantaget ligger nära balans. Det innebär att Tyskland även i fortsättningen kommer att utstå kritik inte minst från USA men lär stå fast vid försvarslinjen att man inte kan påverka valutans betydelse för konkurrenskraften och att finanspolitiken nu blir mer expansiv.

Exporten möter viss motvind



Källa: IHS Markit, European Commission (DG ECFIN), Macrobond, SEB

Stigande kapacitetsutnyttjande bidrar till att industriinvesteringarna växlar upp; osäkerhet kring handelsförutsättningar är knappast tillräckligt stor för att stoppa företagens expansiva planer. Att bopriserna stiger i regionen bidrar till att även bostadsinvesteringarna växlar upp. Senaste boprisstatistiken visar en uppgång i årstakt kring 7 procent i Spanien och runt 4 procent i Tyskland och Frankrike medan priserna i

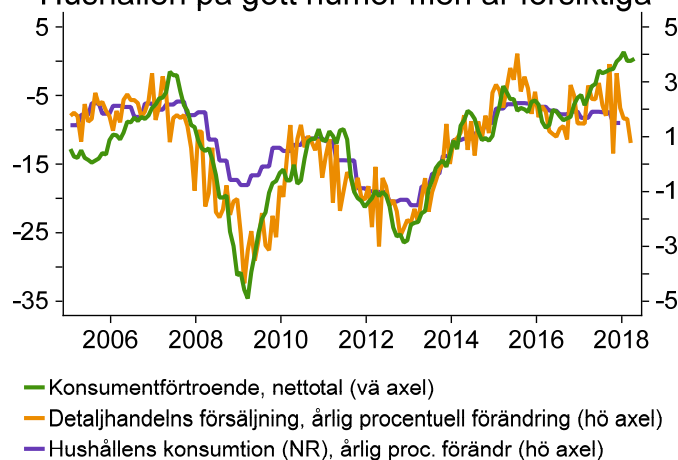
Italien stabiliserats efter flera års fall. Sammantaget räknar vi med att investeringar ökar med ca 4 procent per år 2018-2019

Dämpad konsumtion trots optimistiska hushåll

Konsumentförtroendet har de senaste månaderna legat kvar nära de senaste 30 årens toppnivåer trots tappet i näringslivsindikatorer. Framför allt bidrar den succesivt förbättrade arbetsmarknaden till att hålla humöret på topp men lättare finanspolitik och stigande bopriser i spåren av det extrema ränteläget har också betydelse. Att inflationen växlat upp något och därmed dämpat köpkraften samtidigt som sparkvoten börjat stiga något från nedpressade nivåer har dock bidragit till att konsumtion och detaljhandel utvecklats oväntat svagt. Framöver ger stark, arbetsmarknad och stigande tillgångspriser ett fortsatt gynnsamt konsumtionsklimat men så länge inte lönerna tar fart förblir realinkomstökningarna modesta.

Konsumtionen ökar något snabbare 2018-2019 jämfört med de senaste åren och ökar med ungefär 2 procent per år.

Hushållen på gott humör men är försiktiga



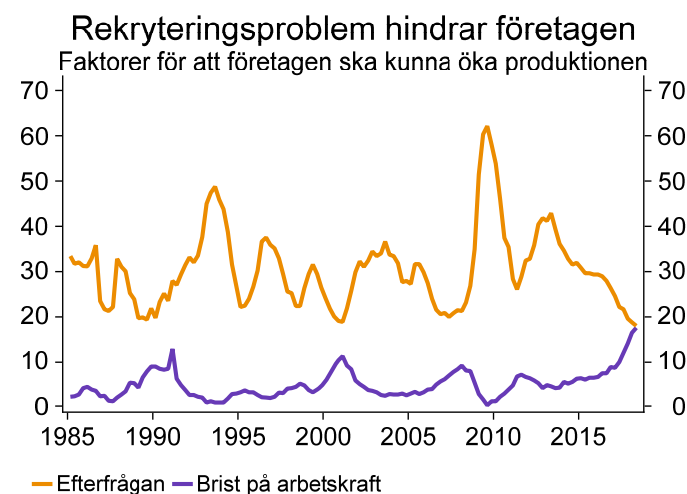
Källa: Eurostat, European Commission (DG ECFIN), Macrobond, SEB

Arbetsmarknaden fortsätter att visa styrka

Arbetslösheten var 8,5 procent i mars; 1 procentenhet lägre än för ett år sedan och den lägsta nivån sedan december 2008. Sysselsättningen passerade i mitten av 2017 toppnivån före krisen och det senaste året har antalet jobb i regionen som helhet ökat med 2,3 miljoner. Flest nya jobb skapas i Spanien och Tyskland men även Frankrike och Italien bidrar. Det mesta för att den positiva trenden på arbetsmarknaden fortsätter. Mätt som årsgenomsnitt **faller arbetslösheten faller till 8,4 respektive 7,9 procent 2018 och 2019**. Det är dock tydligt att företag i vissa länder, framför allt Tyskland, nu får svårare och svårare att rekrytera personal. Enligt EU:s barometer är nu arbetskraftsbrist ett lika vanligt hinder som bristande efterfrågan för företagens expansion, vilket är unikt sedan mätningarna började 1985. Även i länder med hög arbetslöshetsnivå tycks bristen på kvalificerad arbetskraft vara ett växande problem, vilket reser frågan hur långt arbetslösheten kan sjunka.

Generellt ganska hög arbetslöshet, stigande förvärvsfrekvens, geografisk rörlighet för arbetskraften samt fortsatta behov av att förbättra konkurrenskraften i många länder verkar fortsatt dämpande på löneökningstakten. Visserligen kan vi se vissa signaler från främst Tyskland på att det goda ekonomiska läget gör att facken lyckas förhandla sig fram till högre löneökningar. Överlag förblir dock löneresponsen svag och vi räknar med att

de genomsnittliga löner växlar upp måttligt i regionen som helhet från strax under 2 procent 2017 till 2,5 procent 2019. Av de stora länderna leder Tyskland uppgången, löneökningarna klättrar uppåt 3-3,5 procent, samtidigt som Italien och Spanien ligger kring 1 procent. I kombination med en del struktur-reformer på arbetsmarknaden indikerar detta att **jämvikts-arbetslösheten ligger en bit under vår prognos på 7,8 procent i slutet av 2019.**



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

Inflationen fast kring 1,5 procent

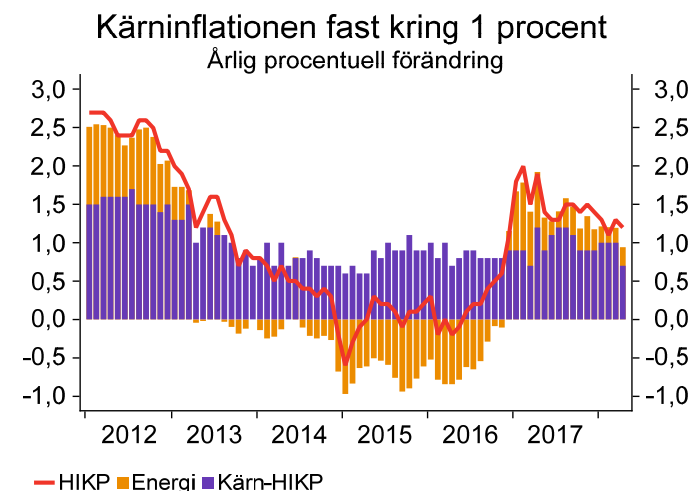
Efter uppstudsens till 2 procent i början på 2017 har HIKP-inflationen fallit tillbaka och det senaste året legat kring 1,5 procent. Trots att regionen tydligt växlat upp tillväxtnässigt och arbetsmarknaden fortsätter att stärkas **förblir pristrycket lågt.** Det krävs förmodligen lite bredare löneökningar för att inflationens ska stiga mer påtagligt. Kärninflationen är än mer trög-rörlig och har legat stabilt kring 1 procent ända sedan 2013. Sett över en längre tid tycks det krävas positiva bidrag från t ex mat och energi för att inflationen sammanlagt ska nå upp mot 2-procentsmålet. Vi ser nu att energipriser klättrat upp vilket ger en viss inflationsimpuls, men samtidigt dämpar eurostyrkan effekten. Kärninflationen väntas ligga kring 1 procent till i början av 2019 innan den långsamt stiger mot 1,5 procent mot slutet av året. **Inflationen (HIKP) ligger kvar kring eller strax under 1,5 procent under hela prognosperioden.**

ECB: Sanningens ögonblick närmar sig

Trots god tillväxt gör den sega inflationsuppgången att ECB:s normaliseringsprocess blir utdragen och om något långsammare än vi tidigare väntat oss. Efter den senaste förlängningen av obligationsköpen till och med september i år väntar vi oss **inga nya konkreta beslut rörande penningpolitiken den närmaste tiden.** Dragkampen mellan ECB:s hökar och duvor fortgår dock indirekt via kommunikation i form av tal, läckor till medier, pressmeddelanden och presskonferenser. Vår övergripande vy att vinterns ekonomiska svaghets signaler är övergående ger stöd för att normaliseringsprocessen tydliggörs med början i sommar. Vår prognos tyder dock också på att **låg inflation förblir en huvudvärk även efter 2018.**

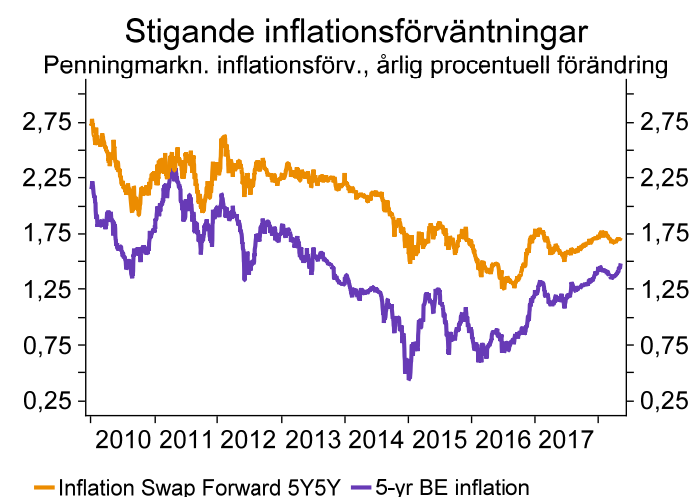
ECB har tydligt kommunicerat att **obligationsköpen ska avslutas först och styrräntorna höjas därefter.** Vår bedömning är nästa viktiga signal avseende slutfasen av obligationsköpen kommer i juli. Draghi har indikerat att ett beslut kommer i

sommar och troligen vill ECB vänta så länge som möjligt med att beslutet. Vi tror då att man förlänger köpen en sista gång med 3 månader, till slutet av 2018, och att **köpen från och med oktober minskas till 15 miljarder euro per månad.** Vi väntar oss att ECB då även kommunicerar att **obligationsköpen därefter** avslutas men att förfall och kuponger återinvesteras.



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

När väl ECB lagt ut en plan för att avsluta obligationsköpen **riktas fokus mot räntesignalering.** ECB:s kommunikation är i nuläget att räntorna ska ligga på dagens nivå en längre tid efter att obligationsköpen avslutats, vilket marknadsprissättningen tolkar som 6-9 månader. Vi väntar oss att denna signalering kommer att konkretiseras av ECB, t ex genom en tidpunkt när man avser att höja räntan första gången. Vår prognos är att **ECB i juni 2019 tar ett första steg och att depositräntan då höjs** med 15 punkter till -0,25 procent. Denna höjning kan ECB försöka tona ner genom att kalla den en teknisk justering som normaliserar räntekorridoren till 25 räntepunkter. Den första **höjningen av refinansräntan med 25 punkter kommer i september 2019.** Efter att kan kämpat med eurozonskrisen och låg inflation under hela sin 8-årsperiod som ECB-chef blir denna refinansräntehöjning Draghis första och sista innan hans mandat går ut i november 2019.



Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

Tema: Framtidens EU 2025

Tiden rinner ut för att komma i mål 2019

Inför EU-toppmötet i juni driver Frankrike och kommissionen på länder i allmänhet och Tyskland i synnerhet att påskynda valutaunionens integrationsprocesser. Att ECB:s penningpolitik har problem att möta nästa lågkonjunktur riktar fokus på eurozonens eventuellt gemensamma finanspolitik. En viktig skiljelinje mellan länder gäller dock synen på riskspridning och riskreducering; kreditriskerna är i dag, trots ekonomiska framgångar, alltför höga för att t ex Tyskland ska vilja ta större skuldansvar. Resultatet från toppmötet väntas därför bli magert.

Tyskland och Frankrike har under våren lovat att vid kommande **EU-toppmöte 28-29 juni** lägga fram gemensamma "nya och stora förslag" för att förändra/fördjupa EU- och eurosamarbetet. Resultatet ser dock ut att bli ganska magert. Tysklands nya storkoalition CDU-SPD har hittills visat **måttlig entusiasm** för Frankrikes och EU-kommissionens försök att påskynda unionens ekonomiska, finansiella och politiska integration. Därtill har förändringar i Europas **säkerhetspolitiska läge**, t ex genom ökade spänningar gentemot Ryssland, fått Berlin att tvivla på fördelarna med ett EU-samarbete som går i olika hastigheter.

Den stora globala recessionen 2008-09, med därefter ständigt återkommande eurokriser, har blottat Europas **ekonomiska, finansiella och institutionella svagheter**. Det är svagheter som måste adresseras för att euron inte ska fastna i evig instabilitet. Det är också naturligt att integrationsarbetet tar utgångspunkt i euron då euroländernas ekonomier, efter att Storbritannien lämnat EU, står för 85 procent av EU:s totala BNP. Det ger icke-euroländer som Sverige och Danmark ett visst utanförskap.

Kommande förändringar i ECB:s penningpolitik gör att också att eurosamarbetet möter nya utmaningar. Dels ska penningpolitiken **normaliseras**. ECB:s omfattande köp av bl a statspapper upphör 2018; köpen har de facto fungerat som en finanspolitisk union. Dels har eurozonens **penningpolitik begränsat manöverutrymme att hantera nästa lågkonjunktur**. Därför riktas också strålkastarljuset mot den i dag nationella decentraliserade finanspolitiken och ett sannolikt ökat behov av policysamordning/koordinering. Att eurozonens genomsnittliga offentliga skuld ligger på nära 90 procent av BNP (och varierar mellan 180 och 9 mellan euroländerna) är en utmaning och ökar risken för politiska spänningar.

Men **huvudskälet** till att t ex Berlin och Paris – och andra EU-länder – fortfarande står långt ifrån varandra torde mer handla om ansvarsfördelning: hur ska **unionens fortsatt stora kreditrisker hanteras, spridas mellan länder/institutioner och därmed reduceras** – riskspridning och riskreducering är otvetydigt två sidor av samma mynt. Medan t ex Paris ser fördelar med centralisering av euroriskerna räds Berlin att stater och privata aktörer uppmuntras till ökat risktagande och att länder (läs: tyska skattebetalare) i slutänden får stå för notan. Tysklands grundtanke är att medlemsländer ska ha ansvar för den ekonomiska politiken och fullt ut ta konsekvenser av potentiellt negativa effekter.

EU- och euroländernas banker och stater är sett ur ett balansräkningsperspektiv direkt och indirekt fortsatt sammanlänkade. Därför får negativa förtroendespiraler lätt fotfäste. Andelen **osäkra lån** i EU:s banksystem har visserligen fallit de senaste åren men är kvar på höga nivåer i t ex Grekland (45 procent av total lånestock), Portugal (15 procent), Italien (12 procent) och Irland (12 procent). Bankerna har samtidigt uppmuntrats att äga statspapper i länder med en **hög offentlig skuld**: Grekland (179 procent av BNP), Italien (132 procent), Portugal (126 procent) och Spanien (98 procent). **Så länge skuldnivåerna är höga torde intresset från Berlin att snabbt fördjupa EMU vara begränsat.**

Redan 2015 publicerade EU-kommissionen "Fem presidenters rapport" i syfte att adressera problem för att kunna färdigställa Europas ekonomiska och monetära union. Förra våren utvecklades tankarna ytterligare i Vitboken om EU 2025. På EU-toppmötet 28-29 juni finns ett antal initiativ att diskutera (se ruta). Hela diskussionen är tänkt att **kulminera i maj 2019** (i rumänska staden Sibiu), efter att Storbritannien lämnat EU och strax innan valen till EU-parlamentet. I Sibiu ska EU:s stats- och regeringschefer **deklarera löften om hur EU ska se ut från 2025**.

Några initiativ för förstärkt EU/EMU-samarbete

EU-kommissionen har identifierat följande områden där beslut bör tas för att fullborda EMU ekonomiskt/finansiellt:

1. Inrätta **Europeisk valutafond EMF**; i praktiken ges Stabilitetsfonden ESM (i dag med utlåningskapacitet 700 mdr euro) utökade befogenheter – EMF kan därtill kopplas till unionens gemensamma resolutionsfond SRF (med 55 mdr euro 2023) som en extra finansiell säkerhetsmekanism.
2. Slutför **bankunionen** genom att bl a koppla EMF till SRF och införa en paneuropeisk insättningsgaranti (EDIS)
3. Inrätta ett **nytt budgetinstrument** för att ge euroländer stöd att hantera asymmetriska chocker.

Stegen mot ett fördjupat EU/eurosamarbete är både komplexa och politiska. **Att EU-länderna ska vara i mål redan i maj 2019 förefaller vara en utopisk tanke.**

Japan

Stora tvivel om Bank of Japan vågar öppna exitdörren 2019

Japan överraskar tillväxtmässigt men framstegen på inflationsområdet går långsamt. Företag och hushåll har besvärande låga inflationsförväntningar. För att Bank of Japan på allvar ska inleda en monetär normaliseringsprocess 2019 måste BNP-tillväxt och inflation uppvisa att de är "självgående" utan stöd från Abenomics. Men nedåtriskerna för främst inflationen dominerar. En snar monetär exit gör att även små svår vunna framgångar snabbt kan gå för-lorade. Därför fortsätter Bank of Japan med sin ultralätta penningpolitik också 2019.

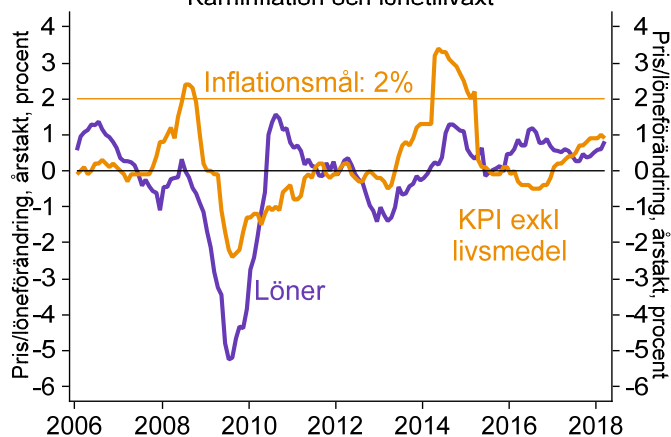
Japan avslutade 2017 med ett starkt fjärdekvartal som gav en BNP-tillväxt för helåret på preliminärt 1,7 procent. Det är klart över trend (0,5 procent enligt OECD). Återhämtningen, den längsta på flera decennier, stöttas av stark global konjunktur, rekordhög företagsvinster och unikt expansiv ekonomisk politik. Första kvartalet 2018 har dock inletts med vissa tillväxtbesvikelser.

BNP-tillväxten för 2018 och 2019 väntas bli 1,2 och 1,0 procent. Tillväxten mattas när finanspolitiska stimulanser klingar av 2018, den tidigare uppskjutna moms höjs i oktober 2019 från 8 till 10 procent, OS-relaterade investeringar minskar och penningpolitikens exitstrategi debatteras.

Kort- och medelfristiga risker för Japans ekonomi är främst kopplade till geopolitisk osäkerhet, handelskrig och eventuell snabb inbromsning i Kina. En ökad global riskaversion skulle stärka yenen, försämra exporten och därmed minska företagens redan svaga vilja att investera och höja löner. Det är ett scenario som skulle förvärras av ett alltför snabbt avslut på Abenomics och öppna dörren för deflationskrafternas återkomst.

Japan: En bra bit kvar till 2%-målet

Kärninflation och lönetillväxt



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

Arbetslösheten ligger kvar på 2-2,5 procent 2018-2019. Det är den lägsta nivån på 25 år. Utvecklingen imponerar ytterligare då reformer gradvis lyckats öka deltagandegraden hos kvinnor och utrikes födda. Det är positiva signaler för Japans långsiktiga och stora demografiska utmaning. Ökat utbud av arbetskraft, liksom digitalisering och robotisering, bidrar dock till den för inflationsmålet alltför tröga löneaccelerationen.

Premiärminister Abe, som tillträdde i slutet av 2012, är indragen i korruptionsanklagelser som minskat hans chanser att bli omvald till ledare för LDP i september. Det tillför osäkerhet om framtiden för Abenomics som ännu inte uppnått målen avseende t ex att sätta definitiv punkt för deflationsekonomin, hantera den demografiska motvinden och presentera en trovärdig plan för att sanera rekordhög offentlig skulder; en plan har utlovats till sommaren. **Budgetunderskottet 2018-2019 blir 3-3,5 procent av BNP**, vilket är drygt 1 procentenhet lägre än 2017. Den **offentliga skulden ligger kvar på höga 235 procent av BNP**.

Att produktionsgapet nu är slutet och motsvara en överhettning på 1-1,5 procent ökar förutsättningarna för Bank of Japan (BOJ) att nå sitt inflationsmål på "uthålligt över 2 procent". Regeringen försöker också uppmuntra företag att höja lönerna med 3 procent 2018. Likväl präglas företagens löne- och prissättningsstrategier av stor försiktighet och man är, enligt t ex Tankan-rapporten, fortfarande inte övertygade om att inflationen är på väg upp. Tre- och femåriga inflationsförväntningar ligger på nivåer nära 1 procent. Hushållens förväntningar ligger ännu lägre: 0,5-1,0 procent. Vår prognos är att **KPI-inflationen (exklusive livsmedel) landar på 1,0 respektive 1,3 procent 2018 och 2019** (0,5 procent 2017).

BOJ och dess chef Kuroda, som nu sitter på sin andra mandatperiod, har börjat förbereda kommunikationen kring en exitstrategi för landets mångåriga exceptionella penningpolitik. Årlig tillväxttakt i monetära basen ligger fortfarande på över 9 procent, den korta styrrentan hålls på -0,1 procent och köpen av statspapper görs på ett sätt så att 10-åriga statsrentan ligger "nära 0 procent".

Bakgrunden till att Kuroda initierat en exitdiskussion är logisk då BOJ trots sig kunna nå inflationsmålet våren 2019. Vår analys visar dock att inflationsprognosen är för optimistisk och nedåtrisken för stor. En antydning till nya tvivel även inom BOJ framkom också vid BOJ:s senaste penningpolitiska möte i april. Vi räknar därför med **oförändrad japansk penningpolitik 2018-2019**. Vår prognos för **USD/JPY är 110 i slutet av 2018 och 100 i slutet av 2019**.

Storbritannien

Risk för knockout i sista ronden av förhandlingarna

Brexitförhandlingarna går in i sista ronden och förhoppningen är att en uppgörelse nås under fjärde kvartalet i år, men risken är stor att nationella särintressen stör förhandlingarna. Lägre inflationen gynnar hushållen när lönerna växer något snabbare på en stark arbetsmarknad. Tillväxten bromsar trots det upp under 2018 och vi ser en ljusning först under senare delen av 2019. Trots andra signaler tidigare i år avvaktar centralbanken med ytterligare höjningar till nästa år när inflationen faller under målet i slutet på 2018.

Efter en överenskommelse om utträdesvillkoren i slutet på förra året och med en övergångslösning på plats som fördröjer det faktiska utträdet till slutet på 2020 kvarstår "bara" villkoren för den framtida relationen i Brexitförhandlingarna. Främst handlar det om ett handelsavtal mellan EU och Storbritannien och att lösa gränsfrågan på Irland, men också om samarbeten på en rad andra områden som t ex utbildning och säkerhet. Vi räknar med tuffa förhandlingar när särintressen i enskilda EU-länder utmanas och den enighet som hittills dominerat på EU-sidan riskerar att gå om intet. Samtidigt ska den brittiska regeringen förankra ett framtida avtal i ett splittrat regeringsparti och parlament. **Inget är på plats förrän allt är på plats så förhandlingarna lär skapa turbulens under året.** Vi räknar alltså med att parterna når en överenskommelse eftersom kostnaderna vid ett misslyckande antagligen är stora.

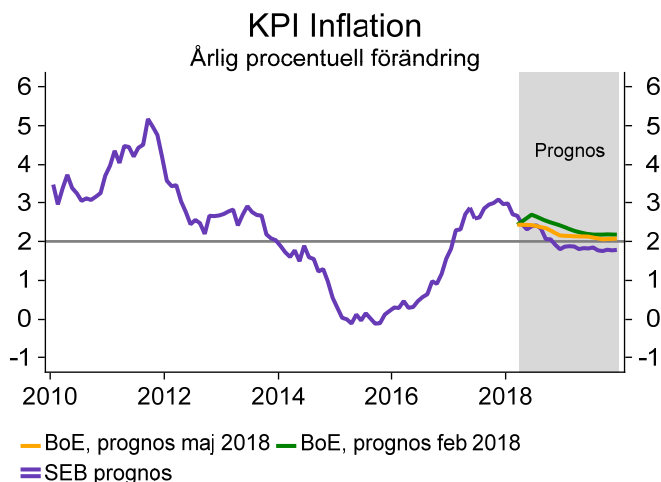
Den starka arbetsmarknaden är nog det främsta utropstecknet för brittisk ekonomi. Sysselsättningen fortsätter att öka och i genomsnitt har det tillkommit ca 90 000 nya jobb varje månad sedan början av 2017 samtidigt som arbetslösheten nu är nere på 4,2 procent. I denna miljö borde lönetillväxten vara större än de 2,8 procent i årstakt som noterades i februari. Att arbetslösheten verkar bita sig fast på låga nivåer bör rimligen leda till snabbare lönetillväxt under prognosperioden.

Konsumtion utgör drygt 60 procent av BNP och hushållens efterfrågan har länge varit motorn för brittisk tillväxt. Under ett antal år gynnades hushållen av stigande sysselsättning och högre huspriser. Den dämpade löneutvecklingen och ett svagt pund efter EU-omröstningen har dock pressat hushållen finansiellt samtidigt som huspriserna har planat ut. Sparandet har successivt fallit och är nu nere på historiskt låga nivåer, vilket gör hushållen sårbara om utvecklingen skulle försämrats. Det närmaste året lär konsumtionen fortsätta bidra positivt till tillväxten, men i något mindre utsträckning än de senaste åren.

Den svagare inhemska utvecklingen har delvis kompenseras av stark exportutveckling som har gynnats av ett svagt pund. Under sista kvartalet 2017 bromsade dock exporten upp påtagligt. Framöver räknar vi med ett starkare pund, vilket borde dämpa exporten något. Osäkerheten om EU-utträdet har hållit tillbaka investeringarna, men med en övergångslösning på plats och hyfsade utsikter för att förhandlingarna sannolikt mynnar ut i en ny överenskommelse bör investeringarna kunna öka under 2019. Sammantaget räknar vi därför med att BNP-

tillväxten bromsar upp ytterligare **2018 till 1,2 procent för att sedan åter tillta till 1,6 procent 2019, givet att parterna kan nå en lösning i Brexitförhandlingarna.**

Den brittiska centralbanken verkar ta EU-utträdet med ro. Höjningen av styrräntan i november tolkade vi som en återställare av sänkningen i chockvågorna av Brexitomröstningen. Signalerna om ytterligare en höjning har dock varit tydliga under våren. En betydligt snabbare nedgång i inflationen än centralbankens tidigare prognos och mycket svag tillväxt under första kvartalet tvingade dock centralbanken till eftertanke. Även om en stram arbetsmarknad riskerar att pressa upp löner räknar vi med att **lägre inflation och EU-utträde omöjliggör höjningar under 2018 och att nästa höjning inte kommer förrän i augusti 2019.**



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

Det undervärderade pundet har återhämtat sig en del under våren till följd av framstegen i Brexitförhandlingarna och stramare penningpolitik. **Fortsatt osäkerhet avseende det brittiska utträdet gör dock att en viss riskpremie för pundet alltså är motiverad.** Vi räknar därför med att pundet fortsätter att handla på en ganska svag nivå mot euron innan det stärks under senare delen av 2018 när utträdesförhandlingarna mynnar ut i en uppgörelse. EUR/GBP ligger på 0,86 i slutet på 2018 och 0,82 vid utgången av 2019.

Kina

Fortsatt skuldsanering med expansiv ekonomisk politik

Kina väntas leverera fortsatt hög, men enligt plan, mer dämpad BNP-tillväxt 2018-2019. Pekings prioriterade skuldsanering, som dämpar inhemsk ekonomi, balanseras av periodvis mer expansiv penning och finanspolitik. Kinesiska yuanen stärks ytterligare mot dollarn, delvis som ett uttryck för omvärldens ökande aptit på kinesiska aktier och obligationer. Starkare yuan minskar även risken för oönskade inflationsöversraskningar medan (dollar)skuldsaneringen underlättas och handelsrelationen Peking-Washington kan bli mindre ansträngd.

Kinas BNP-tillväxt dämpas något framöver efter att ha överraskat på uppsidan 2017. Bakgrunden är en ekonomisk politik som gradvis görs mer restriktiv, en viss demografisk motvind och mindre expansiva kreditförhållanden. Även tjänstesektorn, som utgör mer än 50 procent av ekonomin, påverkas negativt. **BNP-tillväxten 2018 blir 6,6 procent** (6,9 procent 2017) – dvs i linje med regeringens fastställda BNP-mål på "runt 6,5 procent" – för att mattas till **6,2 procent 2019**.

Den ekonomiska politikens huvuduppgift är i dag att reducera Kinas finansiella stabilitetsrisker samt överkapaciteten i vissa industrisektorer för att därmed inte äventyra den politiska stabiliteten. President Xi har påtagligt stärkt sin maktbas det senaste halvåret. Det ökar sannolikheten för reformer. Xi väntas fokusera mer på tillväxtens innehåll snarare än specifika tillväxtmål vilket ökar risken för besvikelser i det kortare perspektivet.

Den inhemska tillväxten 2018 och 2019 hålls tillbaka av begränsningar av kreditillväxten som kylvat av aktiviteten i byggsektorn och fastighetsmarknaden och därmed också dämpar privat konsumtion. Även exporten dämpas något framöver bl a på grund av en starkare valuta (se nedan).

Inflationen har visat tecken på att stiga och låg på i genomsnitt 2,2 procent första kvartalet 2018. Det är en tydlig uppgång jämfört med 1,6 procent för 2017. **I år och nästa år väntas inflationen stiga ytterligare till 2,3 och 2,5 procent** men ändå stanna under det informella inflationsmålet på 3 procent. En starkare yuan och något lägre BNP-tillväxt än tidigare minskar inflationsrisken och ökar sannolikheten för att inflation under 2018 och 2019 överraskar på nedsidan.

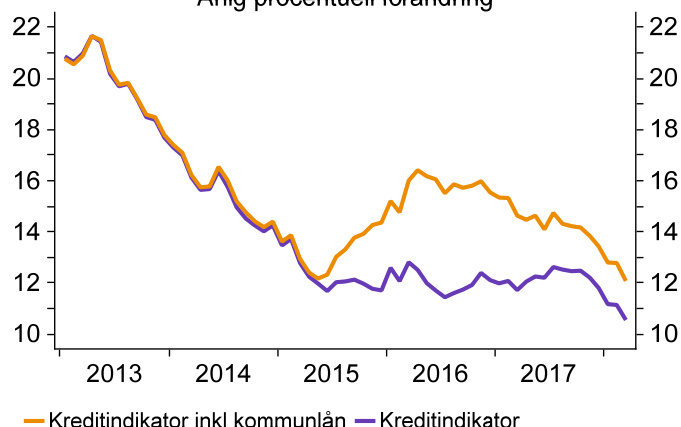
Under 2017 höll centralbanken (PBoC) penningpolitiken neutral med beredskap för att kunna strama åt. Under 2018 har dock politiken förskjutits mot en viss monetär lättnad. Tex har reservkraven sänkts (effektivt från 25 april) med 1 procentenhet för att delvis stötta tillväxten. Vi räknar med att kraven sänks med ytterligare 1 procentenhet under andra halvåret 2018. Nästa år bedöms PBoC återvända till en stramare penningpolitik för att inte äventyra den övergripande målsättningen att bringa ned de finansiella stabilitetsriskerna; **under första kvartalet 2019 höjs styrräntan med 25 punkter till 4,60 procent**.

Centralbanken lättar inte på monetära gasen

Beslutet att sänka reservkravet är i första hand ett sätt att förändra likviditetsstrukturen i banksystemet; banker måste använda den frigjorda likviditeten till att betala tillbaka lån som erhållits genom upplåningsfaciliteten (MLF). Eventuell överskottslikviditet ska dock lånas ut till småföretag som förväntas påverkas mest negativt av regeringens vilja att skuldsanera ekonomin och minska riskerna. Budskapet är dock klart: åtgärden är inte ämnad att gynna fastighetsutlåning, skuggbanker eller skuldsatta statliga bolag.

Kinesiska yuanen har stärkts med runt 3 procent mot dollarn hittills under 2018. Rörelsen fortsätter och **i slutet av 2018 noteras USD/CNY till 6,10**, en förstärkning som delvis drivs av att globala investerare viktat upp kinesiska aktier och obligationer i sina portföljer. När PBoC höjer räntan **2019 stärks yuanen ytterligare till 5,80 mot dollarn**. Därmed hämmas exporten något medan handelskritiken och hoten från USA kan mildras.

Kreditillväxten har redan bromsat in
Årlig procentuell förändring



Källa: SEB

Huvudprognosen är att finanspolitiken förändras endast marginellt 2018-2019. De årliga **budgetunderskotten landar på 3-4 procent av BNP**. Risken är dock att underskotten kan växa, och finanspolitiken bli mer expansiv, om ekonomin bromsar in oönskat mycket p g a statliga och kommunala bolags skuldsanering.

Indien

Tillväxten skjuter fart men oljeprisuppgången oroar

BNP-tillväxten har skjutit fart och det mesta pekar på att aktiviteten i ekonomin accelererar ytterligare något. En orosfaktor är dock oljeprisuppgången som genom Indiens omfattande nettoimport av olja påverkar både inflation, underskott i bytesbalans och statsbudget samt rupien. Centralbanken oroar sig för inflationen och väntas höja styrräntan under andra halvåret 2018. I april-maj 2019 genomförs val till underhuset och sittande Modiregering väntas avvakta med fler större reformer till efter valet.

Indien har tagit sig ur tillväxtsvackan första halvåret 2017. Fjärde kvartalet accelererade BNP-tillväxten till 7,2 procent i årstakt och det mesta pekar på att aktiviteten i ekonomin sköt fart ytterligare något första kvartalet 2018. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin steg något i april och ligger över 50-strecket samtidigt som näringslivets förtroendeindikatorer steg första kvartalet. Industriproduktionen har tagit fart rejält senaste månaderna samtidigt som stigande bilförsäljning och ökande antal flygresor indikerar att även privat konsumtion accelererat. **Vår prognos är att BNP ökar med 7,3 procent 2018 och med 7,5 procent 2019.**

Indiens stora **nettoimport av olja** gör att **prisökningar får negativa effekter** på flera olika sätt. Att underskottet i handelsbalansen ökat har skapat en viss oro men givet vår prognos att oljepriset inte fortsätter uppåt lär inte underskottet växa speciellt mycket ytterligare. Regeringen har dessutom infört importskatter på guld för att bromsa en viktig drivkraft till försvagad handelsbalans. Indien är heller inte speciellt exponerad för en mer protektionistisk amerikansk handelspolitik då handelsflödena länderna emellan är små i förhållande till ekonomiernas storlek.

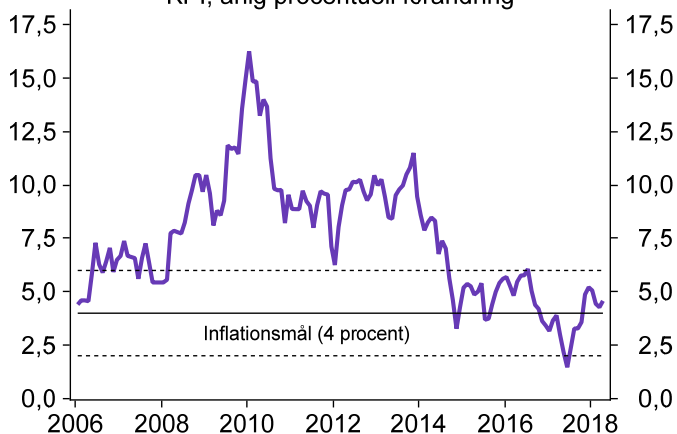
helårsgenomsnitt **väntas inflationen hamna på 4,8 procent 2018 och 5,0 procent 2019.**

Centralbanken har låtit styrräntan ligga kvar på 6,0 procent sedan sänkningen i augusti 2017. Trots att inflationen dämpats något senaste månaderna visar protokollet från aprilmötet att centralbanken oroar sig för stigande priser. Banken hänvisar till ökande inhemsk efterfrågan, högre oljepris samt stigande inflationsförväntningar. Även oron över en mer expansiv finanspolitik lever vidare. Regeringen har sänkt bränsleskatterna och infört ett mindre ambitiöst mål att få ned budgetunderskottet till 3,3 procent av BNP för budgetåret som inleddes 1 april. Det hökaktiga protokollet har fått räntorna att stiga och ger stöd till vår **prognos att centralbanken höjer styrräntan till 6,50 procent andra halvåret i år.**

Regeringspartiet BJP och premiärminister Modi tycks ha ett starkt stöd bland såväl väljare som näringsliv inför **valet till underhuset i april-maj 2019**. Modi-regeringen har drivit igenom ett antal både större och mindre reformer som t ex privatiseringar, nationell försäljningsskatt, bankrekapitalisering, samt avreglering av direktinvesteringar i vissa industrier. Man har dock inte lyckats reformera den hårt reglerade arbetsmarknaden eller lagstiftningen kring landköp. Några större initiativ väntas inte innan valet och utan omfattande reformer på dessa områden kommer Indien inte att kunna nå det ambitiösa målet på en BNP-tillväxt på 8-10 procent. För att nå genombrott på dessa känsliga områden behöver BJP en majoritet i överhuset (Rajya Sabha). Valsystemet gör dock att det kommer att dröja innan detta kan uppnås.

Även valutan påverkas av oljeprisuppgången. Sett i ett längre perspektiv har **rupien** utvecklats starkare än de flesta EM-valutorna men sedan årsskiftet har försvagningen mot dollarn varit tydlig och nivån är nu den svagaste sedan februari 2017. Deprecieringen kan förklaras av stigande underskott i bytesbalansen samt oro kring statsfinanserna. Detta har också sammanfallit med en inbromsning av kapitalinflödena till följd av den markerade börsnedgången i februari och mars. Valuta-reserven har dock ökat rejält och utgör tillsammans med förväntningar om accelererande tillväxt stabiliserande faktorer. **Vår prognos är att rupien vid slutet av 2018 och 2019 står i 65,0 respektive 63,0 mot dollarn.**

Indiens inflation över målet
KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Indian Ministry of Statistics & Programme Implementation (MoS&PI), SEB

Ett högre oljepris bidrar även till att pressa inflationen uppåt. KPI-inflationen dämpades under början av 2018 men accelererade i april till 4,6 procent vilket är över målet på 4 procent. Kärninflationen väntas fortsätta uppåt drivet av stigande kapacitetsutnyttjande och god lönetillväxt. Mätt som

Ryssland

Ekonomisk återhämtning hämmas tillfälligt av sanktioner

Rysk ekonomi ser ut att växa något långsammare än väntat i år på grund av återhållsam finanspolitik, samt lägre förtroende bland företagen efter hot om ytterligare sanktioner. Trots tal om strukturella reformer väntas inga genomgripande förändringar men en omprioritering av statsutgifterna till fördel för skola och sjukvård verkar vara på gång. Rubeln försvagades kraftigt i april, men när den politiska oron läggs sig väntas rubeln stärkas och räntorna fortsätta ner.

Rysk BNP-tillväxt stannade vid 1,5 procent 2017 efter att ekonomin mattats av markant fjärde kvartalet. Detta berodde främst på lägre oljeproduktion i spåren av överenskommelsen med OPEC samt nerskärningar i försvarsutgifterna. Tillgänglig statistik tyder på tillväxten fortsatt i ungefär samma takt i början på 2018. Privat konsumtion utgör den främsta drivkraften då investeringarna bromsat in och nettoexporten blivit en hämsko. Inbromsningen är mest tydlig i tillverkningsindustri och byggsektorn bl a för att statliga utgifter i högre grad gynnat konsumtion och tjänstesektorer. De amerikanska sanktioner som i början på april infördes mot företag och personer med anknytning till president Putin har dämpat aktiviteten ytterligare andra kvartalet. Vi väntar oss dock att en återhämtning sker under andra halvåret och att **BNP-tillväxten blir 1,8 procent 2018 och 2,2 procent 2019** då företag vant sig vid sanktionerna och ett lite högre oljepris öppnar upp för en viss finanspolitisk stimulans.

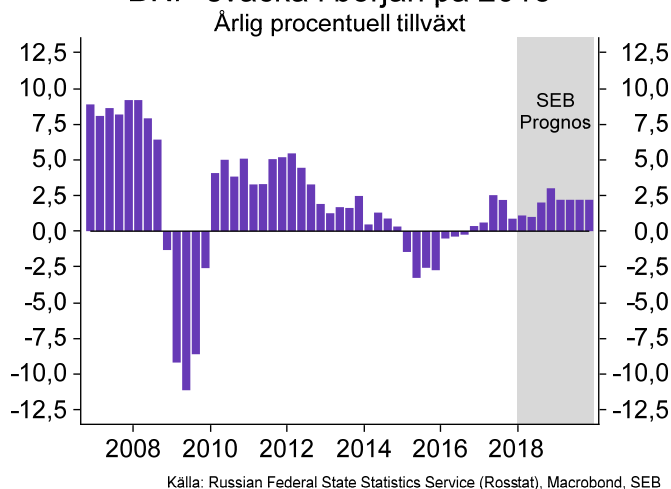
Budgetunderskottet på 1,5 procent vittnar om en återhållsam finanspolitik trots en svår ekonomisk situation. Finansministeriet förespråkar en balanserad budget, men Ryssland är i stort behov av bättre infrastruktur, sjukvård och skolor. Fattigdomen har ökat med cirka 20 procent sedan 2014 och befolkningen väntar sig en förbättring i offentlig service vilket sannolikt kommer leda till att **budgetunderskottet hamnar på runt 2 procent av BNP**. Statsskulden är dock så låg som 17 procent av BNP och även om den ökar något kommer den att ligga kvar på en internationellt sett låg nivå.

Rysslands internationella reserver har fortsatt att öka gradvis, vilket är ett tecken på att kapitalutflödena minskat. Även om utflödena tar lite fart efter införandet av sanktionerna kommer det stora oljebaserade bytesbalansöverskottet generera ett överskott också i den totala externa betalningsbalansen. Volatiliteten kommer vara högre framöver då införandet av ytterligare sanktioner mot individer och företag sannolikt kommer införas.

I sitt tal till nationen la president Putin fram en vision som ska göra Ryssland till en av världens fem största ekonomier. Det är dock osannolikt att så genomgripande strukturella reformer som behövs för att lyfta tillväxtpotentialen kommer att genomföras. Putins övertygande seger i presidentvalet i mars 2018 minskar känslan av att reformerna brådskar samtidigt som särintressen och korruption försvårar reformarbetet. Ökade satsningar på skola och sjukvård innebär dock en förbättring av sammansättningen av statens utgifter. Mest sannolikt är att man **finansierar omfördelningen genom att höja pensionsåldern** vilken för närvarande är 60 för män och 55 för kvinnor.

Relationerna med EU och USA kommer att förbli spända, men vi räknar med att politiska händelser kommer att ha relativt små och övergående effekter på rysk ekonomi. Så länge tillväxten fortsätter, inflationen hålls nere och statsfinanserna är under kontroll kommer räntenivån så sakteliga att sjunka. Rubeln har försvagats kraftigt mot dollarn sedan början på april på grund av sanktionerna och dollarns nyvunna styrka i spåren av uppskrivade förväntningar på fedthöjningar. När förväntningarna stabiliseras igen kommer **rubeln att stärkas och sluta 2018 på 60 och 2019 på 63 mot dollarn**.

BNP-svacka i början på 2018



Inflationen höll sig kvar på låga 2,4 procent i april trots en kraftig försvagning av rubeln. Den kommer dock öka de kommande månaderna då den inhemska efterfrågan stiger och matpriserna ser ut att vara på väg upp igen. Inflationen kommer ändå att ligga kvar under inflationsmålet på 4,0 procent både 2018 och 2019, vilket ger centralbanken utrymme att återuppta räntesänkningarna som fördröjdes efter rubelns kraftiga försvagning i april. Vi väntar oss att **styrräntan sänks från dagens 7,25 procent till 6,50 procent i slutet av 2018 och till 6,25 procent i slutet av 2019**.

Sverige

Inbromsning men tillväxten fortsatt över trend

Ekonomi fortsätter att växa över trend men tillväxtkrafterna skiftar. Bostadsbyggandet växlar ner 2018 och industrin tar över som tillväxtmotor. Hushållen är på gott humör; sysselsättningen ökar men låga löneökningar bidrar till konsumtionstvekan och sparkvoten ligger kvar på en hög nivå. KPIF ligger över 2 procent stora delar av 2018 men Riksbanken fortsätter att spela ett högt spel och höjer först i april; sannolikheten ökar för att Sverige går in i nästa lågkonjunktur med en centralbank som har små möjligheter att agera.

Riksbankens exceptionella penningpolitik sätter på olika sätt allt större avtryck i den svenska ekonomin. BNP-tillväxten fortsätter ligga över trend de närmaste åren även om drivkrafterna skiftar. Den inhemska efterfrågan mattas betydligt när bostadsbyggandet i år vänder ned efter de senaste årens snabba expansion. Därtill bidrar högre energipriser och svagare krona till att dämpa hushållens köpkraft. Exporten tar i viss mån över som draglok med stöd av svag valuta och stark internationell efterfrågan, men högt kapacitetsutnyttjande och försiktigt investeringsbeteende gör att kronförsvagningen får ganska små volym-effekter. Sammantaget räknar vi med att **BNP växer med 2,6 procent i år och med 2,2 procent 2019**; en nedjustering med 0,2 procentenheter nästa år jämfört med februari.

Stark sysselsättning har den senaste tiden bidragit till en tydligare nedgång i arbetslösheten. Även om jobbtillväxten mattas något framöver tror vi att arbetslösheten fortsätter nedåt och understiger 6 procent under andra halvåret 2018. Trots att andelen arbetsgivare med rekryteringsproblem ligger kvar på historisk toppnivå har löneökningarna varit fortsatt dämpade. Även om lönerna växlar upp gradvis är takten inte tillräckligt hög för att hålla KPIF över inflationsmålet på 2 procent. Svagare växelkurs och högre energipriser gör dock att **KPIF kommer att ligga över målet under större delen av 2018**. KPIF exklusive energi ligger dock kvar under 2 procent både 2018 och 2019.

Trots att inflation och inflationsförväntningar ligger nära målet fortsätter Riksbanken att ställa hårda villkor för att ens med små steg påbörja normaliseringen av den extrema penningpolitiken. Vid aprilmötet senarelades den första räntehöjningen till slutet av 2018. Vår inflationsprognos indikerar dock att tidpunkten kan komma att senareläggas ytterligare och att det **dröjer till april 2019 innan räntan höjs**. Senare under året höjs räntan ytterligare en gång så att reporäntan vid slutet av 2019 ligger på 0,0 procent. Med denna penningpolitik kommer kronan att förbli svag även om vi tror på en viss uppgång från dagens svaga nivå. I september räknar vi med att **EUR/SEK når 10,20 för att sedan stärkas till 9,95 vid slutet av 2018**.

Riksbanken spelar ett högt spel genom att bibehålla den extrema penningpolitiken trots en ekonomi i högttryck. Sannolikheten ökar för att Sverige går in i nästa lågkonjunktur med högt belånade hushåll, höga bostadspriser och en **centralbank som har små möjligheter att motverka en nedgång**. Därtill finns också en risk för att inflationstrycket tilltar

sent i cykeln på det sätt som skedde 2001 och 2008 och att den fackliga sidan då kräver kompensation på lönesidan. Riksbanken kommer då att ställas inför ett svårt dilemma och **kan mycket väl tänkas agera på ett sätt som förvärrar nedgången**.

Regeringens satsningar i valårsbudgeten ger **en ganska expansiv finanspolitik både i år och nästa år**. Övriga starka offentliga finanser gör ändå att den regering som tillträder efter höstens val har ett ganska stort manöverutrymme (se temartikel). Detta beror bl a på att budgetmålet 2019 sänks till 0,33 procent av BNP jämfört med tidigare 1 procent i linje med den breda parlamentariska överenskommelsen 2016. Finanspolitiken har därmed ganska goda förutsättningar att agera om vi går in i en lågkonjunktur i en situation då penningpolitikens ammunition är högst begränsad. Däremot är det svårt att se hur höstens val ska kunna bryta de senaste 8 årens beslutsförklaring i viktiga strukturfrågor, främst inom bostads- skatte- och arbetsmarknadspolitik. Vårt huvudscenari är att en **moderatledd minoritetsregering i någon form tar vid efter valet**.

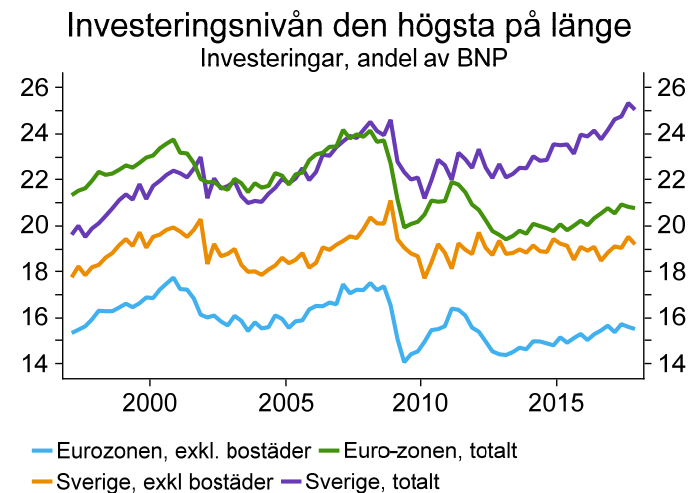
Industrin tar över som tillväxtmotor

Under senaste halvåret har hårddata i form av orderingång och industriproduktion bekräftat den uppgång i förtroendeindikatorer som påbörjades redan i slutet av 2016. Drivkraften är främst en bredbaserad uppgång i omvärldsefterfrågan, framförallt på den europeiska huvudmarknaden. En svag krona har också gett stöd men i takt med det allt högre resursutnyttjandet i industrin blir **marginaleffekten på exportvolymen allt svagare av ytterligare valutadepreciering** (se temartikel om växelkursen och tillväxten).

Den svaga tjänsteexporten det senaste året utgör ett osäkerhetsmoment. Branschspecifika problem inom t ex telekom är en förklaring, men den bredare avmattningen för transport, rese-tjänster och finansiella tjänster är svårare att förklara. Delvis kan utplaningen vara en reaktion på den mycket snabba expansionen 2015 och första halvåret 2016. Sammantaget tror vi på en återhämtning bl a mot bakgrund av att tjänsteexportens uppgång har varit stabil i Tyskland och de flesta andra EU-länder. Totalt beräknas exporten öka med 7,0 procent i år och 4,7 procent 2019, **vilket är en betydande acceleration jämfört med förra årets ökning på 3,7 procent**.

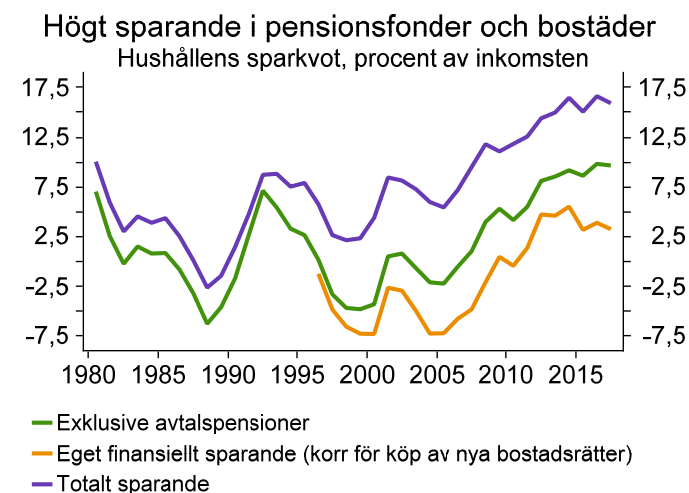
Investeringarna har ökat i en god och relativt jämn takt de senaste fyra åren med en uppgång av bostadsbyggandet på

nästan 90 procent under perioden som den främsta drivkraften. Även investeringar i kommuner och privata tjänstesektorer har varit relativt expansiva liksom byggandet utanför bostadssektorn. Industrin har dock agerat försiktigt med en svagt fallande trend i ett femårsperspektiv. Sammantaget har investeringarna de senaste fyra åren i genomsnitt ökat med ca 6 procent per år. Detta har lyft investeringarnas andel av BNP till ca 25 procent; **den högsta nivån sedan 1990 och klart högre än EU-snittet på 21 procent.**



Källa: Eurostat, SCB, SEB

Framöver förändras bilden av fallande bostadsbyggande. Vi räknar med att **antalet påbörjade lägenheter faller från 65 000 år 2017 till ca 50 000 per år 2018-19**. Bidraget till de totala investeringarna minskar därmed i år med ca 4 procentenheter jämfört med 2018 medan motsvarande omslag i bidrag till BNP-tillväxten uppgår till 1,2 procentenheter. En acceleration för andra investeringar, framförallt för industrin, kompenserar delvis och gör att totalt beräknas investeringarna öka med 4,5 procent i år och 3,0 procent 2019.



Källa: SCB, SEB

Svagare realinkomster bromsar konsumtionen

Trots stark arbetsmarknad och stigande köpkraft har hushållens konsumtionsagerande varit fortsatt försiktigt. Även om flera faktorer förblir gynnsamma mattas nu inkomstutvecklingen jämfört med 2017 och vi har även justerat ned prognosen sedan februari. Hushållens framtidstro har försvagats en del

samtidigt som stigande energipriser och generellt högre importpriser via svagare växelkurs **reducerar de reala disponibla inkomsterna med totalt mer än en procent åren 2018-2019**. Samtidigt mattas den starka uppgången i sysselsättning vilket också bidrar till att uppgången i real köpkraft stannar vid 2,3 resp. 1,5 2018-2019. Vi ser heller inga starka motiv till att hushållen ska dra ned sitt sparande eftersom flera strukturella faktorer ligger bakom den rekordhögsta nivån. Det reala sparandet drivs upp av det höga bostadsbyggandet samtidigt som sparande via kollektiva avtalspensioner förblir högt. Därtill kommer att hushållens köp av nya bostadsrätter (som till skillnad från köp på andrahandsmarknaden registreras som finansiellt sparande) kommer att ligga på en hög nivå de närmaste 2-3 åren. Vi tror nu att **hushållens konsumtion ökar med knappt 2 procent både 2018 och 2019**; en nedjustering med nästan 0,5 procentenheter per år sedan februariprognosen.

Hushållens ekonomi

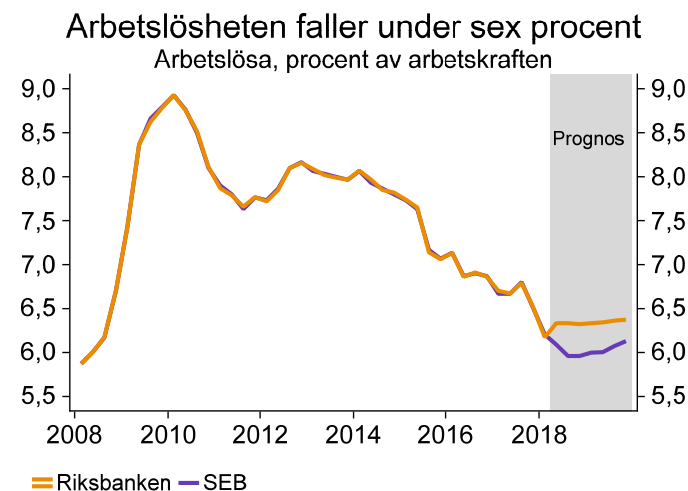
Procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
Real disponibel inkomst	3,5	2,2	2,3	1,5
Privat konsumtion	2,2	2,4	1,8	1,8
Sparkvot, % av inkomst	16,6	15,9	16,3	15,9

Källa: SCB, SEB

Stabilare bopriser men lägre omsättning

Efter att ha fallit brant under senare delen av 2017 har bostadspriserna, justerat för säsongsmässiga variationer, varit stabila under första kvartalet i år. Sedan toppen i augusti har priserna enligt Valuegards Hoxindex fallit med 6-7 procent. Kortsiktiga indikatorer såsom SEB:s Boprisindikator tyder på stabila, eller svagt stigande, priser de närmaste månaderna. På kortare sikt har därmed sannolikheten för en mjuklandning av bopriserna ökat och **vår bedömning om att prisfallet ska stanna runt 10 procent står fast**. Samtidigt ökar utbudet av bostäder ganska snabbt, inte minst på grund av omfattande nybyggnation i storstäderna, vilket gör att **osäkerheten om prisutvecklingen på lite längre sikt består**.

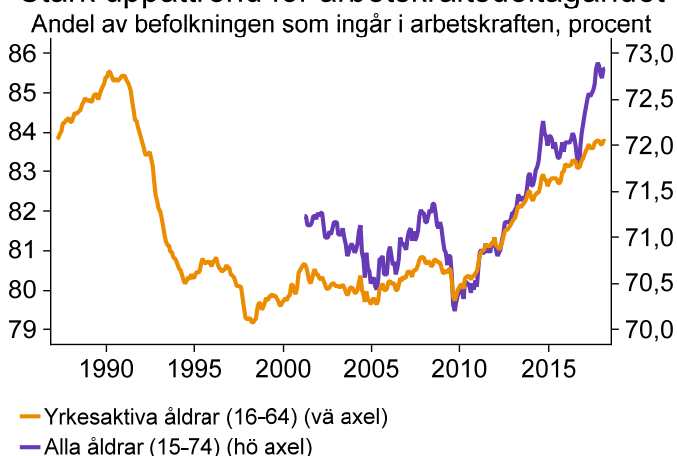


Källa: Riksbanken, Macrobond, SEB

Tydligare nedgång i arbetslösheten till slut

Snabbt ökande arbetsdeltagande innebar att arbetslösheten i stort sett var oförändrad under andra halvåret 2017. I början av 2018 har dock arbetsdeltagandet planat ut, samtidigt som sysselsättningen fortsatt att öka snabbt, vilket gjort att arbetslösheten vänt tydligt nedåt. Framåtblickande indikatorer signalerar en mer blandat utveckling framöver bl a genom svagheter i byggsektorn men också genom att detaljhandeln dragit ned sina anställningsplaner betydligt. Nedgångarna kommer dock från en hög nivå och sysselsättningen väntas växa i fortsatt ganska god takt på 1,7 resp 1,0 procent 2018 och 2019. Vi räknar med att **arbetslösheten faller under 6 procent** under andra halvåret 2018, vilket ligger under Konjunkturinstitutets bedömning av jämviktsnivån. Så länge löneökningarna ligger kvar på relativt låga nivåer är det dock svårt att avgöra om arbetsmarknaden är överhettad. På längre sikt kommer förmågan att integrera den stora mängden nyanlända att avgöra potentialen för ytterligare sysselsättningsexpansion. De åtgärder som hittills vidtagits är knappast tillräckliga och det är därför troligt att arbetslösheten vänder uppåt under 2019 och når en nivå som är högre än i de flesta andra länder i Nordeuropa.

Stark uppgång för arbetskraftsdeltagandet

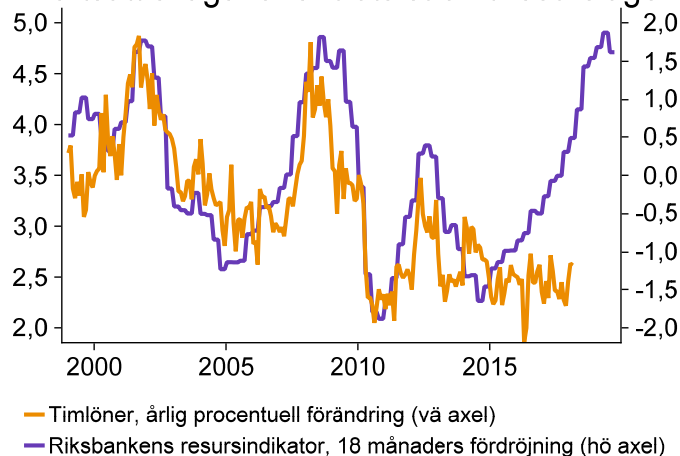


Källa: SCB, Macrobond, SEB

Svag lönerespons trots högt resursutnyttjande

Efter en trendmässig uppgång sedan slutet av 2013 sjönk resursutnyttjandet enligt Riksbankens indikator något första kvartalet. Med BNP-tillväxt fortsatt över trend och med sjunkande arbetslöshet förblir resursutnyttjandet högt även om en något svalare arbetsmarknad kan göra att det faller tillbaka ytterligare något. Rekryteringsproblem har hittills inte medfört något tydligt upptryck på löner, även om en viss uppväxling skett i kommuner och landsting samt inom vård och utbildningstjänster inom näringslivet. Övåntat höga tyska löneavtal lär påverka nästa svenska avtalsrörelse men de gällande avtalen på 2,2 procent ligger ändå fast till början av 2020. Vi fortsätter tro på att **ansträngt resursläge gradvis kommer att pressa upp lönerna till knappt 3,5 procent 2019**. Anekdotiska signaler om ett högt lönetryck på bredare front samt en högre ökningstakt i nationalräkenskapernas lönemått utgör uppåtrisker medan avsaknaden av en tydlig uppåt trend i nuläget drar åt motsatt håll.

Fortsatt svaga löner trots stramt resursläge



Källa: Medlingsinstitutet, Riksbanken, SEB

Kärninflationen kvar under målet

Inflationen föll tillbaka i början av året, även om högre energipriser gjorde att KPIF nådde 2,0 procent i mars. Fortsatt uppåtryck på energipriser, som dessutom får extra kraft av en svagare krona, gör att **inflationen bedöms ligga lite över två procent under stora delar av 2018**. Exklusive energi är dock inflationstrycket betydligt mer dämpat. Efter att ha legat nära 2 procent i mitten på 2017 har KPIF exklusive energi fallit tillbaka till knappt 1,4 procent och nedgången väntas fortsätta den närmaste tiden. Den markanta nedgången i tjänsteinflationen fortsätter och beror på baseeffekter från höga prisökningar på bl a banktjänster förra sommaren. Även prisökningar på livsmedel dämpas i linje med utvecklingen i Europa. Mot slutet av året stiger KPIF exklusive energi drygt till 2,0 procent främst drivet av de senaste månadernas kronförsvagning. Högre löneökningar och ett tilltagande internationellt pristryck håller uppe inflationen under 2019. **KPIF beräknas öka med i genomsnitt 1,8 procent 2019 och KPIF exklusive energi med 1,7 procent;** KPIF understiger även i slutet av 2019 2-procentsmålet.

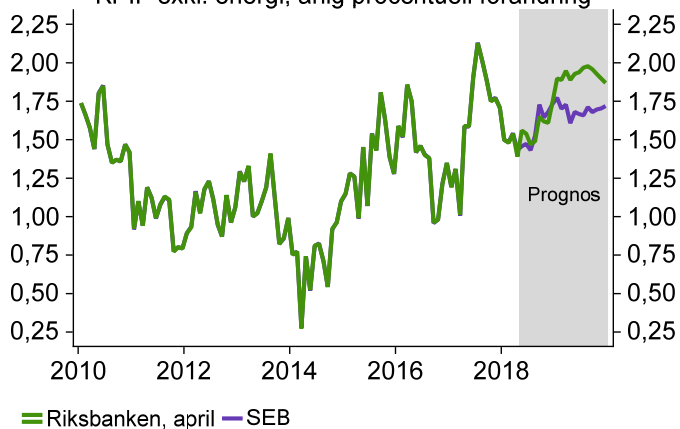
Räntehöjning dröjer till början av 2019

Vid räntebeskedet i april överraskade Riksbanken åter marknaden genom att sänka räntebanan mer än väntat. Tidpunkten för första räntehöjningen senarelades till slutet av 2018. Reporäntebanan signalerar en reporänta på -0,31 procent efter decembermötet, vilket ger en sannolikhet på ca 75 procent för en 25-punkters höjning innan utgången av 2018.

Vi har valt senarelägga vår Riksbanksprognos ytterligare och räknar nu med att **det dröjer till april 2019 innan vi får en första höjning**. Vi tror sedan att ytterligare en höjning genomförs under 2019 så att **reporäntan i slutet av året ligger på 0,0 procent**. Bakgrunden är direktionens starka fokus på att underliggande inflation ska vara i linje med målet innan man är beredd att genomföra en höjning samt att man inte verkar se något problem med den exceptionellt svaga kronan. Vår KPIF-prognos är visserligen i linje med Riksbankens i år, men vi tror att Riksbankens prognos för KPIF exkl. energi (som vanligt) alltför snabbt når 2 procent i början på 2019. Eftersom Riksbanken därtill lyfter fram vikten av att tjänsteinflationen stiger är det tänkbart att Riksbanken i ett senare skede kommer att signalera att man ser den del av inflationen som drivs av svagare växelkurs som tillfällig.

Kärninflation under Riksbankens prognos

KPIF exkl. energi, årlig procentuell förändring



Källa: Riksbanken, Macrobond, SEB

Givet att vår inflationsprognos slår in kommer det att **krävas en ökad flexibilitet från direktionen för att höjningar överhuvudtaget ska bli aktuella under 2019**. Att ECB närmar sig en höjning och att löneökningstakten i Sverige växlar upp talar ändå för att motiven för höjning är tillräckligt starka i början på 2019. Riksbanken har dock försatt sig i en besvärlig situation genom de senaste årens exceptionella fokus på små avvikelser i inflationstakten. Sannolikheten ökar för att Sverige går in i nästa lågkonjunktur med högt belånade hushåll, höga fastighetspriser och en centralbank som kommer att ha små möjligheter att motverka nedgången är stor. Om det dessutom uppstår ett visst inflationstryck sent i cykeln på samma sätt som skedde 2001 och 2008 är det dessutom möjligt att Riksbanken väljer att avvakta (eller till och med höja räntan) och därigenom förvärrar nedgången ytterligare.

Fortsatt låg räntespread gentemot Tyskland

I linje med våra prognoser har räntemarginalen för statsobligationer mot Tyskland pressats ihop under våren. Drivkrafterna har varit flera. Starka statsfinanser har lett till minskande obligationsemissioner samtidigt som Riksbanken fortsatt sina obligationsköp. Därtill har förväntningarna på räntehöjningar skjutits framåt i tiden. Dessa krafter verkar även framöver men de kommer inte att förstärkas. Riksgälden har signalerat att ytterligare neddragningar av emissionsvolymen inte är aktuella även om statsfinanserna åter skulle överraska positivt. Marknadens förväntningar på räntehöjningar är nu redan nedtryckta. Den allt sämre likviditeten på marknaden för statsobligationer skapar osäkerhet, men så länge Riksbanken fortsätter sina köp är det mindre troligt att svenska obligationer kommer att handlas med riskpremie. Vi räknar med att spreaden gentemot Tyskland för 10-åriga obligationer ligger kvar på nuvarande låga nivåer runt 15 räntepunkter under resten av 2018. Under 2019 fortsätter vi att tro på lite vidgade marginaler eftersom Riksbanken höjer tidigare än ECB. Detta gör att **den 10-åriga statsobligationsräntan ligger på 1,70 procent i slutet av 2019**.

SEK återhämtar sig trots envis Riksbank

Trots stark internationell och svensk konjunktur har kronan försvagats dramatiskt hittills i år och i början av maj nådde EUR/SEK 10,70; den klart svagaste nivån sedan finanskrisens mest akuta fas. Riksbankens har gång på gång överraskat marknaden med en extrem inriktning av penningpolitiken och efter

att i april ha höjt ribban ytterligare när det gäller villkoren för att påbörja en normalisering blev reaktionen kraftig.

Underliggande förändringar kan också spela roll. Sveriges starka balansräkning har försvagat kronans tendens att stärkas vid stigande riskapitet. Med en stor positiv utlandsfordran, bl a genom ackumulerade bytesbalansöverskott, hamnar SEK i vissa avseende i samma kategori som andra defensiva valutor som yen och euro. När negativ styrränta och stort överskott på likviditet pressar ner svenska interbankräntor och andra korträntor till extremt låga nivåer blir **kronan en närmast "perfekt" finansieringsvaluta**. Stora internationella kapitalförvaltare kan utnyttja ränteläget och sedan sälja kronor och köpa andra valutor som ger en högre avkastning. Strategierna kan därtill vara trendföljande och successivt utöka kronnegativa positioner i en fallande krontrend.

Eftersom vi inte ser några tecken på att utländska förvaltare går ur sina innehav av svenska aktier, statspapper eller bostadsobligationer ser vi ingen generell försvagning av förtroendet för svensk ekonomi. Men **förtroendet är också grundmurat för att Riksbanken ska behålla sin penningpolitik intakt** och endast mycket långsamt genomföra en normalisering mot positiv repo-ränta. Framöver kommer inflationsutfallen att vara mycket viktiga för kronans utveckling, vilket accentuerades av påtaglig återhämtning efter en mindre överraskning på uppsidan när aprilinflationen redovisades 9 maj. En annan trigger skulle kunna vara en förändrad retorik från Riksbanken när det gäller synen på kronans effekt på inflationen och att de nu känner sig mera trygga med inflationsutvecklingen. Tidigare välkomnade Riksbanken en svagare valuta som ett sätt att få upp inflationen, men nu har man skapat ny osäkerhet genom att öppna upp för att denna typ drivkraft för inflation endast är temporär. Eftersom löneökningarna fortfarande är lägre än vad som på sikt är förenligt med inflationsmålet kan Riksbanken, om man så önskar, alltid hänvisa till att underliggande inflationskrafter ännu inte finns på plats.

Även om vi inte tror att vare sig inflationssiffror eller Riksbankens retorik kommer förändra bilden i någon större utsträckning kommer kronan troligen långsamt återta förlorad mark. En positiv faktor är att perioden med aktieutdelningar, som ger säsongsmässiga kronnegativa flöden när utländska placerare växlar in kronor, nu är avslutad. Med inflation över målet under resten av 2018 kommer vi troligen också att få se både en tilltagande kritik mot Riksbankens expansiva penningpolitik och förväntningar om att den ska upphöra. **Vi tror att EUR/SEK därför sjunker långsamt ned till 9,95 i slutet 2018**. Under 2019 räknar vi med att kronan fortsätter att återhämta sig långsamt och att EUR/SEK står i 9,70 vid slutet av året medan USD/SEK då är nere i 7,70.

Enligt traditionella jämviktsberäkningar är kronan även vid prognosperiodens slut klart undervärderad. **Vår egen huvudbedömning är att jämviktskursen ligger runt 9,10-9,20**. Ett alternativt angreppssätt, där konkurrenskraften beräknas utifrån utvecklingen av relativ enhetsarbetskostnad, indikerar dock att jämvikten kan ligga högre och inte avvika så mycket från 9,70. Orsaken är att de svenska enhetsarbetskostnaderna ökat snabbare än i omvärlden.

Tema: Kronan och Sverige

Små BNP-effekter av kronsvaghet vid högt resursutnyttjande

En växelkursförsvagning av den storleksordning vi sett det senaste året skulle normalt ge en tillväxtstimulans på 0,5-0,6 procent fördelade på 2 år. Men i ett läge med mycket högt resursutnyttjande i exportsektorn, osäkra investeringsförutsättningar samt en detaljhandel under strukturell press förändras balansen mellan positiva och negativa effekter påtagligt. Vi bedömer därför att stimulanseffekten nu netto är nära noll. Dagens krondepreciering sker således under ogynnsamma omständigheter och riskerar att skapa nya obalanser framöver

Växelkursrörelser har präglat den svenska ekonomins utveckling under lång tid. Efter Bretton Woodssystemets kollaps i början på 1970-talet hade Sverige svårt att hitta en roll i det internationella valutasystemet. Att löne- och prisbildningen kom i otakt med omvärlden ledde till återkommande devalveringscykler som formade ekonomiska aktörers agerande. Under de senaste 25 åren med rörlig växelkurs har valutärörelserna också varit relativt stora. Ofta har de drivits av relativa skillnader i ekonomiska förhållanden mellan Sverige och omvärlden, främst Västeuropa. Därtill har SEK, liksom flera andra mindre valutor, haft en tendens att försvagas under perioder med svag internationell konjunktur; allra tydligast illustrerat av kollapsen under Lehmankrisen.

På så sätt har kronrörelser bidragit till att mildra konjunktursvängningar i Sverige genom att exportindustrin fått högre vinstmarginaler och tagit marknadsandelar genom att hålla nere priser (i utländsk valuta). Företag som konkurrerar med utländska aktörer på den svenska marknaden får också en konkurrensfördel som stärker inhemsk produktion. En svagare valuta har dock också ett pris bl a genom att hushållens reala inkomster pressas av högre importpriser. I nuläget har denna effekt mildrats av att många företag har svårt att få igenom högre priser i konsumentledet men då pressas istället vinstmarginalerna, vilket i sin tur går ut över investerings- och anställningsplaner.

Flera valutakanaler har betydelse på + och -sidan

Den dramatiska försvagningen vi sett det senaste året när kronan försvagat med 6,5 procent mot euron och med 5 procent handelsvägt (KIX) **avviker från tidigare stora kronförsvagningar** genom att den sker i en internationell högkonjunktur och i ett läge med en närmast överhettad svensk arbetsmarknad. Detta förändrar i hög grad analysen av balansen mellan positiva och negativa konsekvenser.

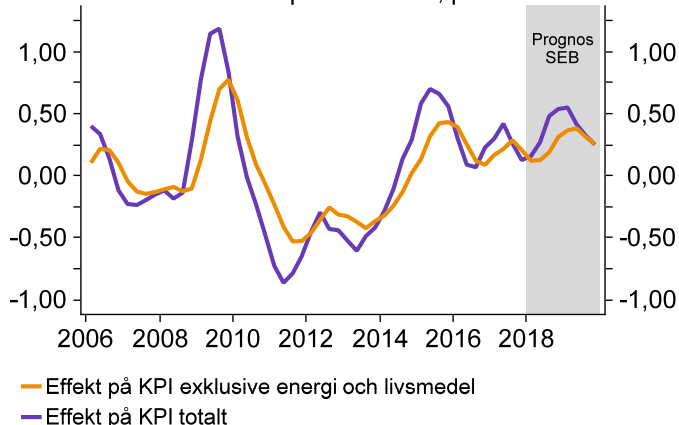
För att få en bild av hur en kronförsvagning av storleksordningen 5 procentiga normalt påverkar BNP och sysselsättning har vi skattat växelkursens effekter på export, hushållens konsumtion och investeringar baserade på data mellan 1993 och 2017. Därefter diskuteras vilka speciella faktorer som kan göra att resultatet i nuläget avviker från det historiska snittet.

Export: Exporten skattas med en modell med internationell marknadstillväxt, växelkurs och relativ arbetskraftskostnad. Marknadstillväxten är den dominerande faktorn för export-

utvecklingen. Även växelkursen påverkar signifikant och visar att en 5 procent svagare växelkurs ökar exporten med ca 3,5 procent över tre år; den största effekten kommer andra året.

Hushållens konsumtion: Konsumtionen skattas med hjälp av hushållens disponibla inkomster, hushållens tillgångar och arbetslöshet. En kronförsvagning med 5 procent minskar hushållens reala inkomster med drygt 0,5 procent något som dämpar konsumtion med 0,3 procent enligt modellen.

Svag krona urholkar hushållens reala inkomster
Växelkursens effekt på inflationen, procentenheter



Källa: Macrobond, SEB

Investeringar: Investeringarna styrs främst av efterfrågans utveckling och där får exportens starka utveckling tydligt positiv effekt. Svagare konsumtion och högre investeringspriser verkar i motsatt riktning. Effekten på investeringar skattas till 2 procent.

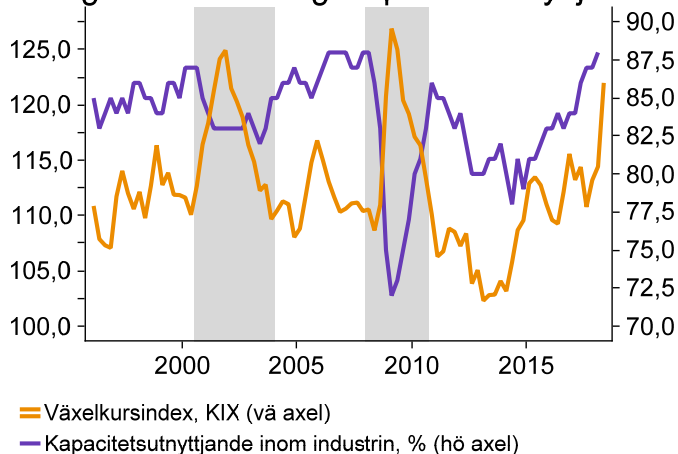
Vår **sammanvägda bedömning** är att 5 procents svagare växelkurs under normala förhållanden lyfter BNP-nivån med ca 0,5-0,6 procent under en tvåårsperiod. Vi har då också korrigerat för 1) importinnehåll i olika efterfrågekomponenter 2) att inhemska producenter kan ta marknadsandelar från utländska konkurrenter 3) att spridningseffekter från den initiala exportimpulsen har en positiv effekt på inhemsk efterfrågan.

Nya förutsättningar ger försvagad BNP-effekt

Vår skattning baseras på data från 1993 och framåt dvs perioden med rörlig växelkurs efter kronans fall i november 1992. Förmodligen var effekterna något större under den tidigare perioden då olika former av temporära valutapeggar bröts av

4-5 större devalveringar. Framför allt gäller det investerings- sidan där företagen då tyckte sig ha stabilare planeringsförut- sättningar när det gäller konkurrenskraften. Däremot finns det flera skäl till att tro att **effekterna i dagsläget är betydligt svagare än under skattningsperioden**. Inte minst är det osäkert om exportvolymerna verkligen kan växla upp ytter- ligare i en situation när kapacitetsutnyttjande inom industrin redan i utgångsläget ligger nära historiska toppnivåer. Med ett högt resursutnyttjande finns förutsättningar för investeringar att ta över som växelkursdriven tillväxtkraft. Men industri- företagens relativt försiktiga investeringsbeteende beror säkert på att man inte bedömer att dagens svaga SEK-nivå är hållbar. Därmed hämmas stimulanseffekten också via denna kanal.

Svag krona trots högt kapacitetsutnyttjande

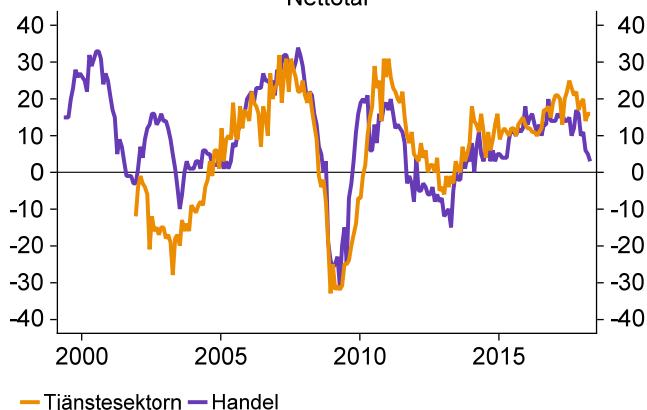


Källa: Konjunkturinstitutet, Riksbanken, SEB

Man kan också befara att den negativa effekten på den inhemska efterfrågan är större än vad skattningarna visar. Handeln genomgår för närvarande en hård strukturomvandling drivet bl a av ökad internethandel med stagnerande butikshandel som följd. I en sådan situation blir det extra pålägsamt att inte kunna vältra över stigande valutadrivna inköpspriser på konsumenter. Effekterna är svåra att kvantifiera men en varningssignal är att detaljhandelns förtroendeindikator i april föll till en nivå nära det historiska snittet samtidigt som man drog ned sina anställningsplaner till den lägsta nivån sedan 2014. Även konsumentförtroendet och framtidstron inom privata tjänstesektorn har fallit under våren; något som med stor sannolikhet kan kopplas till pressade marginaler och dämpade realinkomster. En orolig bostadsmarknad och stigande energipriser som höjer inköpspriser och urholkar realinkomster lika mycket som växelkursen spelar förstås också in.

Sammantaget drar vi slutsatsen att en rad faktorer bidrar till **BNP-effekterna av dagens svaga krona** är mycket mindre än den tidigare och troligen **ligger nära noll**. Avseende sysselsättning är nettoeffekten sannolikt negativ med tanke att de "förlorande" sektorerna är betydligt mer sysselsättningsintensiva än exportindustrin.

Handeln drar ned på anställningsplanerna



Källa: Konjunkturinstitutet

Lömskt samspel mellan lönebildning och kronrörelse

Timing- och hållbarhetsaspekter bör också beaktas när man diskuterar konsekvenserna av dagens extremt svaga valuta. Även om Riksbanken underkänner motiven för att samla ammunition inför nästa konjunkturedgång finns andra aspekter att beakta, inte minst samspelet med lönebildningen. De senaste två avtalsrörelserna har fackens modesta lönekrav berott på att oväntad låg inflation under ganska lång tid gett goda reallöneökningar. Historiskt har facken dock istället varit vaksamma mot att stigande importpriser ska gröpa ur medlemmarnas köpkraft. I det perspektivet **har det fackliga stödet för dagens exceptionella penningpolitik varit lite avvikande**. I nästa avtalsrörelse 2020 är det inte osannolikt att klimatet har förändras och facken känner press från medlemmarna att kräva kompensation för en importprisdriven inflation. I viss utsträckning kan Riksbanken se det som ett bevis för att inflationsmålet fått tillbaka sin trovärdighet som ankare i lönebildningen. Men risken är dock uppenbar att vi får en "overshooting" i löneökningarna vid fel tidpunkt och att detta förstärker den typ av sencyklisk bromsinflation som ofta förekommit i Sverige och som skapade stora problem för Riksbanken 2001 och 2008.

Det finns flera andra uppenbara risker för baksmälla när penningpolitiken nu trycker ner gasen ytterligare. Effekterna av långvarigt extrema räntenivåer kan bidra till ökande klyftor och sociala spänningar genom skenande tillgångspriser. Att sambandet mellan hushållens framtidstro och bostadspriserna försvagats under en längre tid är ett annat exempel på hur ekonomins aktörer känner en osäkerhet inför hållbarheten av det pågående penningpolitiska experimentet. Konsekvenserna av detta blir **att politikens verkningkraft försvagas också på kort sikt**.

Sammanfattningsvis kan man konstatera att kronans benägenhet att försvagas i internationellt oroliga tider bidragit till att stabilisera den svenska ekonomin under perioden med rörlig växelkurs. Den föregående devalveringsperioden visade sig bli en återvändsgränd som försvagade omvandlingstrycket och därmed produktivitetstillväxten i ekonomin. Det hindrar dock inte att det finns en del lärdomar att dra från den tidens tänkande när det gäller effekter av valutarörelser. Att pågående penningpolitiska experiment nu har lett till en stor kronförsvagning i ett läge då **ekonomin har synnerligen dåliga förutsättningar att skörda frukterna av ytterligare förstärkt konkurrenskraft** är olyckligt.

Tema: Svenska valet

Dött lopp inför valet – när får vi en handlingskraftig regering?

Med en ekonomi på högvarv och statsfinanser i gott skick har krona för krona principen ersatts av sencykliska spenderbyxor. Men efter åtta år av svaga minoritetsregeringar blir det alltmer angeläget att ta nya grepp inom politikområden som arbetsmarknad, integration, bostäder och skatter. I rådande opinionsläge är det dock svårt att se hur en handlingskraftig regering ska kunna ta vid efter valet. Valrörelsen lär präglas av konfrontation och taktisk positionering; vägledning om hur strukturella utmaningar ska hanteras får därmed vänta

Efter en försiktig inledning på mandatperioden släppte regeringen krona-för-krona-principen i budgeten för 2018. Starka statsfinanser ökade frestelserna att **lägga en expansiv valbudget** med breda satsningar för att nå så många väljare som möjligt. Nya beslut ger **en stimulansdos på 0,5 procent av BNP** per år 2018-20 efter i stort sett neutral politik 2015-2017. Framöver avtar den offentliga finansiella medvinden när tillväxten saktar in samtidigt som sammansättningen blir mindre gynnsam när BNP i högre grad drivs av industri och export istället för skattetunga delar som konsumtion och bostadsbyggande. Ändå kommer även **tillträdande regering att ha ett hyfsat stort finanspolitiskt manöverutrymme**. Prognoserna pekar på ett budgetöverskott runt 1 procent av BNP för både 2018 och 2019. Eftersom regeringen bedömer att svensk ekonomi nu har ett resursutnyttjande som är högre än jämvikt ligger dock det strukturella saldot en bit under gällande enprocentmål. Enligt den blocköverskridande överenskommelse som slöts 2016 sänks dock överskottsmålet från 1,0 till 0,33 procent av BNP 2019. Annorlunda uttryckt tjuvstartade regeringen med att tillämpa den nya nivån redan i år, men det påverkar inte utrymmet framöver nämnvärt.

kan stå inför en ny översyn som leder till ytterligare lättnader i budgetramverket. **Rent statsfinansiella motiv för en stramare finanspolitik är därför inte speciellt starka.**

Rikshushållare eller stabiliseringspolitiker?

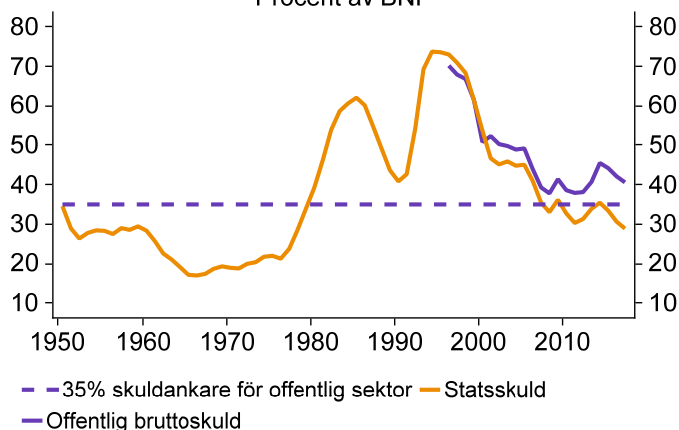
Finanspolitikens inriktning ska också ses i ett stabiliseringspolitiskt perspektiv. På samma sätt som i USA och Tyskland hade **det varit bättre om man tryckt på gasen i ett tidigare skede** med mindre ansträngt resursläge. Det är dock ganska vanligt att finansministern **slits mellan rollen som "rikshushållare"** som ska fördela utrymmet som en stark ekonomi skapat och rollen som **"keynesiansk"** stabiliseringspolitiker som istället ska spendera när ekonomin är svag. Att rådande ekonomisk-politiska ramverk med inflationsmål och rörlig växelkurs ger Riksbanken huvudansvaret för stabiliseringspolitiken gör att finansministern i första hand ska koncentrera sig på att uppfylla mål för budgetunderskott och statsskuld. Om den ekonomiska politiken blir alltför expansiv är det i första hand Riksbanken som ska strama åt. Om regeringen och finansministern tar över den rollen kan det tolkas som att man inte riktigt litar på Riksbankens omdöme. Att Riksbanken (Martin Flodén) har deklarerat att de kan behöva stöd från finanspolitiken med tanke på penningpolitikens begränsade manöverutrymme vid nästa konjunkturedgång står inte i strid med denna rollfördelning. I detta fall handlar det ju om att Riksbanken kan behöva eldunderstöd av finanspolitiken och inte att finanspolitiken drar åt ett annat håll än penningpolitiken.

Allt tydligare behov av strukturpolitiska grepp

Även om detaljer och timing kan diskuteras är vår syn att såväl tidigare alliansregering som nuvarande rödgröna **lyckats ganska bra med att hitta en balans** för finanspolitikens allmänna inriktning. I nuläget finns många angelägna satsningar på utgiftssidan som bl a kan mildra spänningar kopplade till integrationsutmaningar och eroderande samhällskontrakt. Men samtidigt som starka statsfinanser medger en offensiv finanspolitik är det **nu viktigt att prioritera strukturpolitiska grepp**, vilket inte minst accentueras av att Sverige har en av de högsta arbetslöshetsnivåerna i Nordeuropa samtidigt som arbetsgivare rapporterar om rekordstora rekryteringsproblem.

Efter snart åtta år med minoritetsregeringar blir **bristen på handlingskraft inom detta område alltmer kännbar**. Blocköverskridande uppgörelser har kunnat nås inom t ex försvars-

Lägsta statsskulden sedan 1977
Procent av BNP



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Man ska därtill beakta att den offentliga skulden nu är på väg ned till det skuldankare (35 procent av BNP) som också gäller enligt överenskommelsen. Om budgetmålet verkligen uppfylls på medellångsikt kommer skulden att pressas nedåt ytterligare. Målkonflikt mellan överskott- och skuldmål gör att det vi snart

och energipolitik men på **ideologiskt mer heta områden har beslutsförlamningen varit påtaglig**. De mest angelägna områdena rör framöver **bostad- och skattepolitik** där en rad sammanhängande frågor som behöver lösas. Det gäller bl a behovet av att reformera hyresrätten för att öka rörligheten på bostadsmarknaden samtidigt som byggandet kan hållas uppe. På skattesidan ligger den sammantagna kapitalbeskattningen lågt i ett internationellt perspektiv. På sikt är en avvikelse svår utan att tvingas till ohållbart höga inkomstskatter. Att t ex återinföra fastighetsskatten eller reducera ränteavdraget är dock politiskt mycket svårsmält och med sviktande bostadspriser är inte heller tidpunkten speciellt lämplig i närtid.

Partierna har dock knappast förberett väljarna på att systemförändringar kan bli nödvändiga. Förmodligen behöver **båda de politiska blocken ta itu med ideologiska skygglappar**. T ex har den stora utomeuropeiska invandringen lett till att många arbetssökande har en låg utbildningsnivå vilket ökar behoven av att sänka trösklarna till arbetsmarknaden men motståndet mot t ex låglönejobb är stor på den röd-gröna sidan. Allianspartierna å sin sida verkar ha svårt med att korrigera brister och avarter i de långtgående avregleringar inom t ex välfärdssektorn som man genomförde under tidigare regeringsperiod.

Jämnt mellan blocken lopp inför valet 2018

Procent; opinionsläge samt valresultat

	April 2018	Valet 2014
Socialdemokraterna (S)	28,4	31,0
Miljöpartiet (MP)	4,1	6,9
Vänsterpartiet (V)	8,1	5,7
S+MP+V	40,6	43,6
Moderaterna (M)	23,0	23,3
Centerpartiet (C)	9,7	6,1
Liberalerna (L)	4,4	5,4
Kristdemokraterna (KD)	3,4	4,6
M+C+L+KD	40,5	39,4
Sverigedemokraterna (SD)	14,8	12,9

Källa: Sammanvägt enligt Kantar Sifo

Ingen kraftfull regering i sikte

Med nuvarande opinionsläge där båda blocken uppvisar ett stabilt opinionsstöd runt 40 procent är det **svårt att se att en handlingskraftig regering ska kunna bildas efter höstens val**. Med Liberalerna, Miljöpartiet och Kristdemokraterna nära 40 procentsspärren kan deras vara eller inte vara i riksdagen avgöra vilket block som blir störst. Historiskt har dock röststöd ("kamrat 4 procent") gjort det ovanligt att partier åker ur riksdagen. Det har endast hänt vid tre tillfällen under efterkrigstiden (Vänsterpartiet 1968, Miljöpartiet 1991, Ny Demokrati 1994).

Valrörelsen kommer knappast att bringa så mycket klarhet i vare sig framtida förutsättningarna för regeringsbildningen eller möjligheterna att uppnå strukturpolitiska genombrott. Olika mätningar visar att väljarna nu prioriterar områden som integration/invandring samt lag och ordning högre än tidigare. Traditionella välfärdsfrågor som sjukvård och skola ligger

fortsatt högt, men har liksom jobben och svensk ekonomi fallit något sedan förra valet. Upptakten till valrörelsen visar att både S och M satsar på att framstå som den främsta garanten för att upprätthålla lag och ordning samt kvalitén inom skola, vård och omsorg. Samtidigt har man också intresse av att vänster/högerkonflikten hålls levande i valrörelsen bl a för att bromsa SD:s uppgång. Hittills har detta främst manifesterats i att M profilerar sig på att bringa ned kostnaderna för ett antal bidragsformer medan S aviserat att man kan tänka sig att skattehöjningar för "de rikaste". En **uppskruvad polemik kan försvåra möjligheterna att nå breda uppgörelser** efter valet. Men samtidigt är det **inte ovanligt att man snabbt kan byta fot** om man verkligen är angelägen att ta itu med svårösta frågor. Den stora skattereformen i början på 1990-talet är ett exempel. I valrörelsen 1988 uteslöt t ex S stora marginalsattesänkningar men bara några månader senare ställde man sig bakom det utredningsförslag som i stort sedan implementerades.

I ambitionen att nå breda väljargrupper kommer **blocken tro-ligen att fortsätta att internt "glida isär"**. För Alliansens del innebär det t ex att M kommer att fortsätta fokusera på att (i kamp med S) ta tillbaka väljare från Sverigedemokraterna genom att profilera sig i "hårda frågor". C:s uppgift blir istället att behålla de väljare som lämnat främst MP i besvikelse över kompromissandet i regeringen i t ex flyktingpolitiken. I kampen om denna väljargrupp blir det viktigt för både C och L att behålla dörren gentemot SD stängd. Att Alliansen därmed ter sig mer splittrad och mindre regeringsduglig är ett pris man säkert är beredd att betala. Nuvarande regeringspartier har nog ännu mindre bekymmer med att visa upp en intern splittring eftersom de inte verkar speciellt lockade av att fortsätta att regera i minoritet under förutsättningar liknande de nuvarande.

I regeringsfrågan kommer partierna i första hand att göra utspel om **vilka konstellationer som inte är aktuella**. Om inte opinionsläget drastiskt förändras är dock huvudscenariot att någon form av **M-ledd minoritetsregering tar över efter valet**. Tiden är knappast mogen för en storkoalition (M+S). C:s linje att S skulle agera stödparti till Alliansen är knappast realistiskt. Första-handsvalet för S, en koalition där C och L ingår, är inte heller sannolik eftersom de politiska riskerna för mittenpartierna med att splittra alliansen och möjliggöra en fortsatt S-dominans i regeringen ter sig orimligt stora. Även om de rödgröna blir största blocket är det därför inte troligt att Allianspartierna kan acceptera den "lightvariant" av Decemberöverenskommelsen som i praktiken gällt de senaste åren. Först om en M-ledd regering skulle misslyckas med att hantera de svåra balansakter den kommer att ställas inför, inte minst i relationerna till SD, tror vi att blocköverskridande regeringskoalitioner blir aktuella.

Men även om beslutskraften i den svenska politiken förblir svag är det **svårt att se att detta ska leda till några större finansiella orosreaktioner**. Trots allt är de offentliga finanserna i mycket gott skick relativt omvärlden och jämfört med de långvariga regeringskriser som förlamat politiken i många europeiska länder är problemen kring den svenska regeringsbildningen inte speciellt stora. Förmodligen skulle en M-ledd regering att dra finanspolitiken i något mindre expansiv riktning i början på mandatperioden. Att genomföra de bidragsnedskärningar man nu aviserat skulle vara i linje med det historiska mönstret att en ny regering börjaren mandatperiod med lite beskare medicin för att sedan satsa mer offensivt när nästa val närmar sig.

Danmark

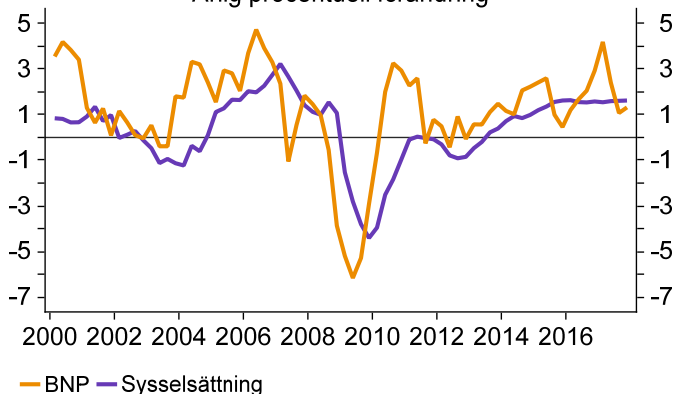
Återhämtningen lunkar på

Efter en återhämtning under fjärde kvartalet landade tillväxten på 2,2 procent under 2017. Vi väntar oss att BNP fortsätter att växa i en takt av 2-2,5 procent under 2018. Konsumtionen möter motvind från kreditåttstramningar men underliggande drivkrafter består. Investeringarna i näringslivet och byggsektorn är på väg att accelerera med stöd av global efterfrågan. Finanspolitiken förblir i stort sett neutral och den danska kronen återvänder till mitten av sitt intervall mot euron.

Återhämtningen i dansk ekonomi fortsätter, med stöd av stark sysselsättningsstillväxt, stigande bopriser och konfidenta hushåll och företag. En försiktig åtstramning av kreditvillkoren utgör den främsta motvinden. **Vår prognos om en BNP-tillväxt kring 2-2,5 procent är i stort sett oförändrad.** Att BNP växte med 4 procent i årstakt under kvartal fyra är en bekräftelse på att bakslaget kvartal tre var tillfälligt. En upprevidering av 2017, från 2,1 till 2,2 procent matchas av en marginell nedjustering av BNP-tillväxten 2018 från 2,4 till 2,2 procent medan prognosen för 2019 är oförändrad på 2,3 procent.

Sysselsättningen förblir ett tillväxtankare

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

Konsumtionen fortfarande den främsta drivkraften

Konsumtionen tog fart under kvartal 4, drivet av högre bilförsäljning, då konsumenterna skjutit på bilköp i väntan på sänkta skatter. Med fortsatt stöd för inkomster och konsumentförtroende från robust arbets- och bostadsmarknad bör denna styrka bestå in i 2018. Hushållens utgifter förmådde inte hålla jämna steg med inkomsterna i fjol, vilket innebär att sparkvoten ligger på höga nivåer trots ett förtroendelyft. Förklaringen är sannolikt den åtstramning av lånevillkoren som gjordes av danska Finanstilsynet under första kvartalet, vilket begränsar möjligheterna att sätta sprätt på stigande husförmågenheter. Ekonomin i stort kan dock absorbera effekterna av makrotillsynsåtgärder. Med stigande sysselsättning och reallöner behöver skuldsättningen inte stiga. Vi väntar oss att konsumtionen ökar med 2,5-3 procent per år, upp från 1,5 procent i fjol.

Exporten var oväntat svag i fjol, delvis av statistiktekniska skäl, vilket gör en vändning trolig. Investeringarna borde också

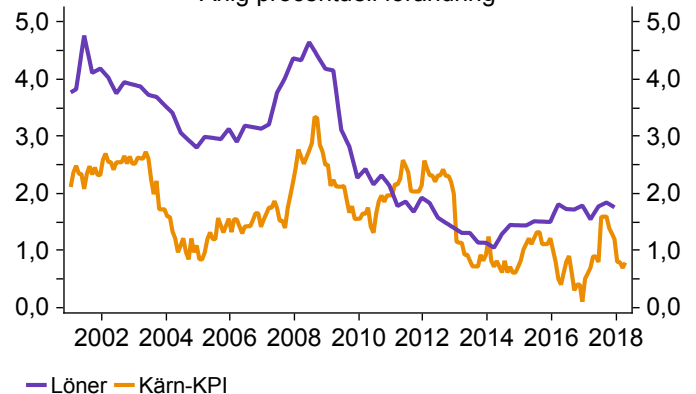
accelerera i år. Företagens investeringar får stöd av stigande kapacitetsutnyttjande, snabb vinsttillväxt i företagen och stark global efterfrågan. Bygginvesteringarna lyfts samtidigt av fortsatta prisstegringar och låga bolåneräntor.

Ingen risk för överhettning

Sysselsättningen var rekordhög i mars. Det väcker frågor kring hur ansträngd arbetsmarknaden egentligen är. Arbetslösheten trendar lägre mot 4,5 procent vid prognosperiodens slut. Med en lönetillväxt på under 2 procent, minskad skuldsättning som andel av inkomster, rekordstora överskott i bytesbalansen på 9 procent av BNP och ett normalt kapacitetsutnyttjande syns ändå få tecken på att ekonomin är på väg att överhettas.

Stabila löner innebär liten nedsida för kärn-KPI

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Denmark, Macrobond, SEB

KPI har fortsatt att sjunka och rörde sig ytterligare nedåt i mars. Lönetillväxten ligger kvar nära 2 procent, vilket indikerar en kärninflation under 1 procent. Inflationstrycket i ekonomin fortsätter därmed att avta. Trots låga utfall i början av året tror vi att inflationen når 1,3 procent 2019.

Finanspolitiken är i stora drag neutral. De nyligen avslutade löneförhandlingarna i offentlig sektor avslutades utan konflikt, men med högre löneökningar än tidigare år. Båda dessa faktorer är milt stimulerande. Med kronen tillbaka över 7,45 mot euron, är risken för ensidiga aktioner från Danmarks Nationalbank liten. Riskerna för tillväxtprognosen är i stort balanserade, med möjlig tillväxtacceleration globalt efter ett svagt första kvartal men nedåtrisker från oväntat snabb monetär åtstramning eller oförutsedda effekter från inhemsk makrotillsynspolitik.

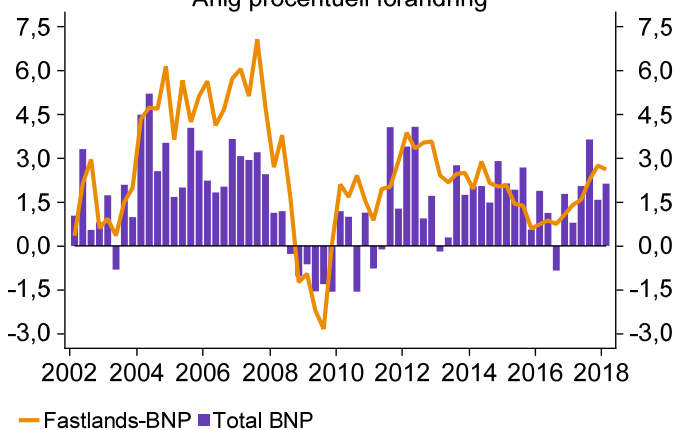
Norge

Husmarknaden har passerat det värsta

Tillväxten i fastlandsekonomin tog fart 2017 och indikatorer tyder på att uppsvinget håller i sig. Oljesektorn har gått in i en ny stark uppgångsfas, med positiva efterfrågeeffekter på övrig ekonomi. Husmarknaden visar en övertygande stabilisering vilket minskar nedåtriskerna för inhemsk efterfrågan, men privat konsumtion kommer ändå att vara svag ur ett norskt perspektiv när räntehöjningarna till slut börjar bita. Kraftfull transmissionsmekanism talar för gradvisa höjningar, något som också stöds av beskedliga inflationsutsikter.

Aktiviteten i den norska ekonomin har stigit markant och fastlandsekonomin växte i fjol med hela 1,9 procent, i linje med den långsiktiga trenden och upp från 1,0 procent 2016. Sentimentsindikatorer och goda fundamenta talar för att uppsvinget håller i sig. Den förändrade sammansättning av tillväxten, som vi beskrev i Nordic Outlook februari, har blivit ännu tydligare. Oljesektorn ökar aktiviteten och återupptar investeringarna vilket har positiva återverkningar på oljeservicenäringen. Den globala konjunkturuppgången ökar därtill efterfrågan på norsk export och spår på optimismen i tillverkningsindustrin. Ökade investeringar i näringslivet väger upp för ett minskat bostadsbyggande. Att bostadspriserna oväntat, men övertygande, stabiliserats i början av året undanröjer en nedåtrisk för inhemsk efterfrågan.

En robust ekonomisk återhämtning
Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway, Macrobond, SEB

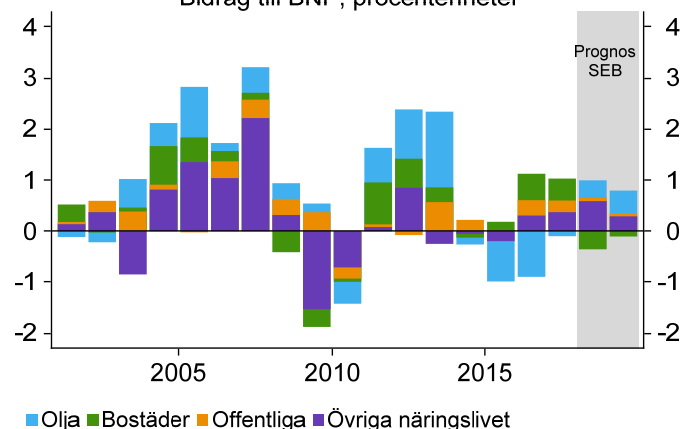
Tillväxten under första kvartalet var starka 0.6 procent för fastlands-BNP jämfört med sista kvartalet i fjol. Sammansättningen av tillväxten var dock en besvikelse då den slutliga inhemska efterfrågan föll kraftigt. Att detta markerade starten på en ny trend verkar, att döma av den starka trenden i olika enkätbaserade indikatorer, osannolikt. Därtill pekar de samlade tillväxtutsikterna i Norges Banks regionala nätverksrapport på en viss acceleration under första halvan av året. Vi prognostiserar en tillväxt i fastlands-BNP på 2,5 procent 2018 och 2,4 procent 2019. Vår prognos är oförändrad från februari och är liktydig med tillväxt över trend eftersom potentiell tillväxt kan uppskattas till 1,5 till 2,0 procent. Positiva bidrag från oljerelaterade investeringar kommer att lyfta total

BNP med 2,0 procent under 2018 och 2.3 procent i 2019. Förhöjd osäkerhet kopplad till spänningar inom världshandeln, vilket kan hämma aktiviteten i näringslivet, är en ny nedåtrisk för prognosen.

En ny uppgångsfas har inletts

De senaste fyra årens kraftiga kontraktion för investeringarna i oljesektorn går nu mot sitt slut. Vi har tidigare belyst olika tecken på en ny uppgångsfas. Högre oljepriser i kombination med rejäla besparingar och disciplinerade investeringsbeslut har bidragit till positiva kassaflöden och stärkt förtroendet i oljebolagen. Därtill är reservsättningsgrader och reservbuffertar på historiskt låga nivåer och utrymmet för ytterligare kostnadsneddragningar av någon betydelse är begränsat. Denna kombination har blivit startpunkten för en mängd nya offshore-projekt och flera redan definierade projekt väntas bli godkända senare i år, vilket kan väntas understödja en fortsatt uppgång. Vi har lyft vår prognos för investeringar i sektorn ytterligare till 6,0 och 9,5 procent under 2018 respektive 2019.

Stigande bruttoinvesteringar
Bidrag till BNP, procentenheter



Källa: Macrobond, SEB

Den kraftiga vändningen för oljeinvesteringarna har positiva andrahandseffekter på övrig ekonomi. Fjölårets förbättrade konkurrenskraft bland norska oljeservicebolag har resulterat i en förbättrad orderingång när inhemska bolag tilldelas en ökad andel i olika servicekontrakt. Detta kommer att bidra till att bredda och upprätthålla uppgången i investeringarna. Investeringsplanerna i tillverkningsindustrin är tillbaka på förkrisnivåer och kreditstillväxten i företagssektorn accelererade

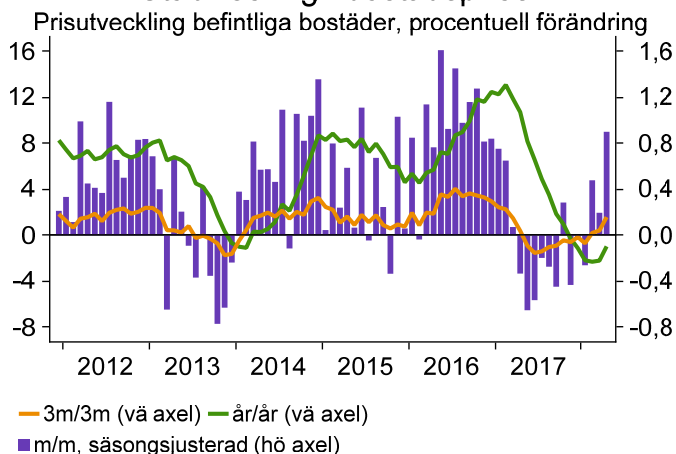
under loppet av 2017. Vår prognos är att näringslivets investeringar ökar med 7,4 procent under 2018 och 3,6 2019.

Det starka sentimentet inom industrin är utbrett inom olika sektorer. Den synkroniserade vändningen i global industri har skapat bättre villkor för den exportberoende insatsvaruindustrin. Starkare global och oljeleraterad efterfråga kommer att understödja produktion och export inom fastlandsekonomin de kommande åren. Vi väntar oss att exporten av traditionella varor stiger med 4,5 procent under 2018. På grund av stigande inhemsk efterfråga och en hög importandel i oljesektorn blir nettoexporten svagt negativ under 2018 och 2019.

Husmarknaden har passerat botten

Priserna på befintliga bostäder toppade i mars 2017 och den påföljande korrigeringen skapade oro för en husmarknads-kollaps. Dessa farhågor har visat sig överdrivna; priserna har ökat stadigt under de senaste tre månaderna fram till april, vilket bekräftar att botten är passerad. Nedgången stannade i slutänden på ytterst måttliga 2,9 procent och efter den senaste förnyade uppgången ligger prisnivån bara 1,3 procent under toppen. Oslo går i täten för uppgången och där har priserna icke säsongsrensat stigit med 8,3 procent från december i fjol. Den senaste tidens positiva trend är dock märkbar i alla större städer. Att utbudet på andrahandsmarknaden normaliserats i kombination med en alltför solid efterfrågan har varit avgörande i stabiliseringen på husmarknaden. Vår tidigare förväntan om en mjuklandning har visat sig vara alltför försiktig och vi väntar oss nu oförändrade priser under 2018. Starkare arbetsmarknad och ökad köpkraft fortsätter att stötta återhämtningen. Utsikterna till högre bolåneräntor och ett ökat utbud av nya bostäder kommer dock att dämpa uppgången. Vår prognos är en prisuppgång på måttliga 1,5 procent under 2019.

Stabilisering i bostadspriser



Källa: Real Estate Norway (Eiendom Norge), Macrobond, SEB

Nya bolåneregler under våren väntas leda till en harmonisering av lånereglerna mellan Oslo och övriga landet. Därutöver har det varit en livlig diskussion kring åtgärder för att underlätta för förstahandsköpare att komma in på marknaden. Skuldtaket på fem gånger bruttoinkomst behålls troligen då hushållens skuldsättning är kvar på rekordhöga nivåer. Strama lånevillkor väntas därför dämpa vändningen i bopriserna.

Bostadsinvesteringarna steg markant under 2016 och 2017. Den senaste korrigeringen i bostadspriserna har lett till en brant nedgång i igångsättningarna som föll med 20 procent under första kvartalet i år jämfört med samma period i fjol. Nybyggnadsaktiviteten förblir negativ och svag försäljning av

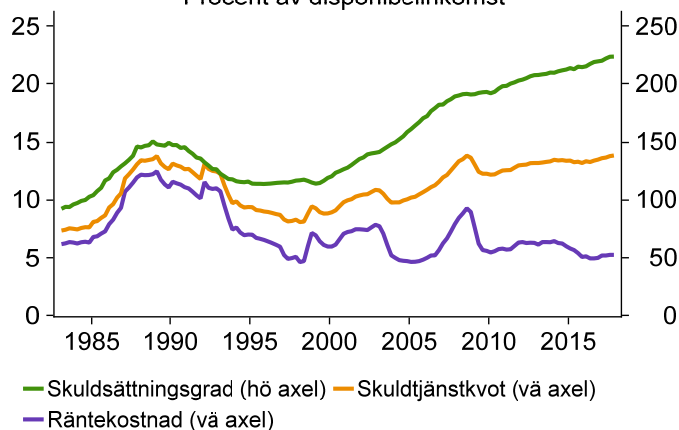
nya bostäder kommer att tynga byggandet framöver. Bostadsinvesteringarna sjönk kraftigt under sista kvartalet i fjol, vilket gett en svag start på 2018. Vi har sänkt vår prognos och väntar oss nu en nedgång i bostadsinvesteringarna på 6,5 procent 2018 och 2,0 procent 2019. Bruttoinvesteringarna kommer ändå att ge ett positivt bidrag till tillväxten eftersom vändningen inom näringslivets investeringar mer än väl kompenserar för lägre bostadsinvesteringar.

Kraftfull transmissionsmekanism

Ihållande hög skuldtillväxt har gjort hushållen mera räntekänsliga. Andelen hushåll som äger sin bostad är relativt hög på 77 procent och nästan 95 procent av hushållen har rörliga räntor på sina bolån. Norges Banks kommande räntehöjningar kommer därför att påverka hushållens disponibelinkomster negativt. Räntekostnaderna är i nuläget låga, 5 procent av disponibelinkomsterna, men en historiskt hög skuldtjänstkot (räntor plus amorteringar som andel av inkomst) på 13 procent tyder på att konsumtionen är känslig om den förväntade uppgången i löner och sysselsättning inte skulle materialiseras.

Hushållens skuld och räntebörda

Procent av disponibelinkomst



Källa: Norges Bank, Macrobond, SEB

Vårt huvudscenario är att hushållens skulder är hanterbara och fortfarande lämnar utrymme för en viss ökning i privat konsumtion framöver. Privat konsumtion stärktes tydligt under 2017, drivet av en återhämtning för varukonsumtionen. Vändningen avspeglar en förnyad tillväxt i hushållens reala disponibelinkomster tack vare högre jobbtillväxt och förbättrad reallönetillväxt. Dessa faktorer kommer att fortsätta att ge stöd för konsumtionen och lätta på trycket från högre räntor. Vi väntar oss att privat konsumtion växer med 2,4 procent 2018 och ytterligare 2,6 procent 2019. Risken för att sparkvoten stiger när räntorna framöver börjar höjas utgör en nedåtrisk för vår konsumtionsprognos.

Få lediga resurser på arbetsmarknaden

Både arbetslösheten enligt AKU (Arbetskraftsundersökningen) och registrerad arbetslöshet har trendat lägre sedan 2016. Nedgången har varit bredbaserad och drivits av förnyad sysselsättningsväxt. Ett snabbare inflöde av nya vakanser och positiva anställningsplaner i olika enkätundersökningar tyder på en fortsatt god efterfrågan på arbetskraft. Utbudet av arbetskraft har också stigit under de senaste kvartalen men deltagandegraden är kvar på historiskt låga 70 procent. Även med hänsyn taget till den långsiktigt negativa trenden borde det finnas utrymme för arbetskraften att växa ytterligare under de kommande åren. Vi

väntar oss därför en endast gradvis nedgång i AKU-arbetslösheten till 3,7 och 3,5 procent under 2018 och 2019.

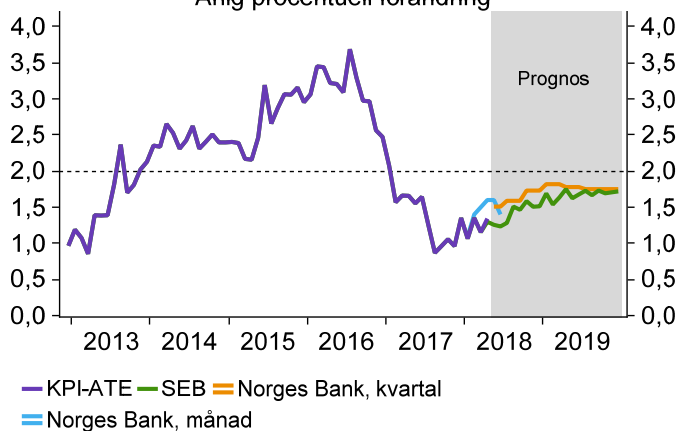
Norges Banks bedömning av jämviktsarbetslösheten ligger, enligt vad vi förstår, nära 2,5 procent för registrerad arbetslöshet. Det innebär att det inte längre finns särskilt mycket slack kvar på arbetsmarknaden och att gapet i praktiken är slutet, men måttliga löneökningar gör detta osäkert. Viljan att bevara konkurrenskraften kommer att hålla löneökningar på en måttlig nivå i historisk jämförelse. Stramare arbetsmarknad, tillväxt över trend och förbättrad lönsamhet hos företagen bör ändå leda till lite högre lönetillväxt kommande år. Vår prognos är årliga löneökningar på 2,9 respektive 3,2 under 2018 och 2019.

Inflation under målet

Inflationstakten föll brant mellan sommaren 2016 och hösten 2017, från nära 4 procent till under 1 procent. Nedgången drevs av lägre priser på importerade varor, vilket speglade svängningar i växelkursen. Varuinflationen har därefter stabiliserats på en låg nivå, åtminstone undantaget volatila priser på mat och energi. Växelkursen väntas bara ge ett försumbart bidrag till inflationen under de kommande 3 till 6 månaderna. KPI-ATE-inflationen (exklusive skatter och energi) var bara drygt 1 procent i början av 2018. Vi väntar oss att den ökar gradvis, men bristen på tydlig trend för växelkursen gör denna bedömning mindre säker. Den viktigaste drivkraften bakom uppgången i KPI-ATE är kopplad till en normalisering av priserna på livsmedel efter fjolårets fall. Vi tror att högre matpriser kan lyfta den årliga förändringen i KPI-ATE med ett par tiondelar till sommaren.

Gradvis uppgång i inflationen

Årlig procentuell förändring



Källa: Norges Bank, Macrobond, SEB

Det inhemska inflationstrycket har varit svagt under senare år, delvis som en avspiegling av nedpressade löneökningar. Även om vi väntar oss en acceleration i lönerna under de kommande åren kommer ökningen inte att räcka för att ta inflationen tillbaka till målet. Högre tjänsteinflation bör ändå resultera i en stabilisering 2019. Vi delar Norges Banks bedömning om att inflationen bottenar ur i sommar men fortsätter att se nedåtrisker i förhållande till centralbankens inflationsbana. KPI-ATE väntas öka med 1,3 procent i år och 1,7 procent under 2019. Stigande priser på energi, både olja och el, kommer att lyfta KPI-inflationen till 2,2 respektive 1,7 procent.

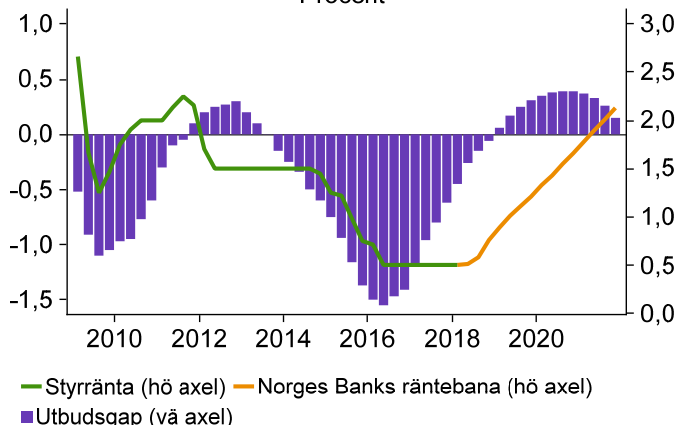
Take-off i september

Norges Bank har hållit räntan oförändrad på 0,50 procent sedan mars 2016. Kärninflationen har förblivit låg och trots att inflationsmålet sänkts till 2,0 från 2,5 procent kommer KPI-ATE

att underskrida målet under hela prognosperioden. Ett lägre siffrsatt inflationsmål har dock i sig ingen stor betydelse för penningpolitiken i närtid givet Norges Banks flexibla mandat, som lägger större vikt vid utvecklingen i realekonomin. Förväntningar om stark tillväxt, ett stängt utbudsgap och en stabilisering av huspriserna bör ge stöd för en uppgång i inflationen över tid. Det gör det allt svårare att förena den låga nivån på styrräntan med goda inhemska fundamenta. En räntehöjning rycker därför närmare och Norges Bank har indikerat att starten går i höst. Vi väntar oss en första höjning i september, men den kraftfulla transmissionsmekanismen talar för en välkommunicerad och ytterst gradvis höjningscykel. Vi väntar oss därefter i snitt 2 höjningar per år, vilket tar styrräntan till 1,25 procent i slutet av 2019.

Högre kapacitetsutnyttjande stödjer höjning

Procent



Källa: Norges Bank, Macrobond, SEB

Fundamentalt stöd för starkare NOK

Den norska kronen borde gynnas av stark ekonomisk tillväxt och kommande räntehöjningar. Vår förväntan om en höjning i september följt av två höjningar per år är inte helt diskonterad av marknaden. Avtagande oro för en husmarknadskollaps gör det också lättare att hålla fast vid en ljus syn på kronen. Uppgången i oljepriset har inte lyckats stärka kronen märkbart, vilket illustrerar den svaga korrelationen mellan växelkursen och oljepriset. Kronan är dock billig i förhållande till sin långsiktiga jämviktskurs och när Norges Bank drar upp räntan finns flera skäl att vänta sig en starkare krone. Vi väntar oss att EUR/NOK-kursen gradvis sjunker till 9,20 respektive 9,00 i slutet av 2018 och 2019.

Obligationsräntorna stiger på Norges Bank

Norska obligationsräntor handlas med en stor premie gentemot sina tyska motsvarigheter. Detta speglar delvis det faktum att Norges Bank inte har introducerat några kvantitativa lättnader. Högre tyska räntor, drivet av en politikomläggning från ECB, borde därför inte få samma effekt på norska räntor. Utgivandet av den nya 10-års obligationen via syndikering innebär heller inte samma brantning av räntekurvan eftersom det minskar utbudet på andrahandsmarknaden. Gynnsamma utsikter för kronen och en attraktiv ränta i förhållande till utlandet talar för en jämförelsevis bättre avkastning i norska statsobligationer. Vi väntar oss att Norges Banks räntehöjning håller 10-årsspreaden mot Tyskland kring 120 punkter i slutet av 2018. Under 2019 kommer högre tyska räntor och inledande räntehöjningar från ECB att få 10-årsspreaden att krympa till 85 i slutet av året.

Finland

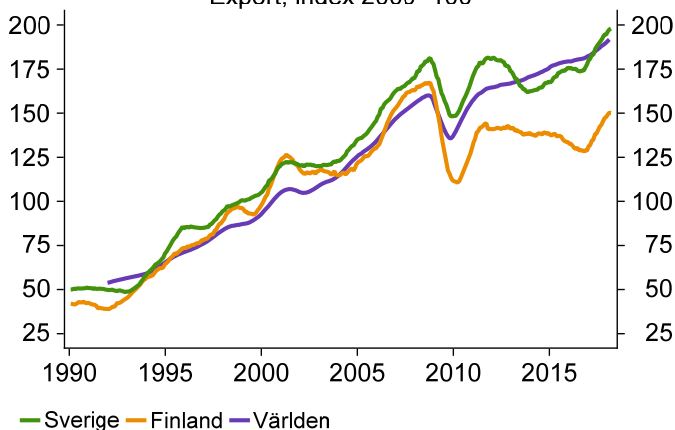
God tillväxt men mycket återstår efter lång lågkonjunktur

Den finska ekonomin står på tydligt fastare mark. Tillväxten förra året var den starkaste sedan 2010 och exporten har återtagit viss förlorad mark. Utvecklingen framöver drivs av fortsatt god export- och investeringsutveckling. Hushållen är på gott humör, men lågt sparande och svaga löneökningar gör att de är försiktiga trots att sysselsättningen stiger. BNP ökar med 2,5 respektive 2,4 procent 2018-2019; utvecklingen är i linjemed resten av Norden och marginellt bättre än euro zonen som helhet.

Tillväxtuppväxlingen är positiv men samtidigt **inte tillräcklig för att ta igen det gap som vuxit fram mellan Finland och övriga nordiska länder och eurozonen** det senaste decenniet. Med vår tillväxtprognos når Finland i år tillbaka till BNP-nivå 2008 medan eurozonen ligger knappt 10 och Sverige ca 20 procent högre.

I linje med övriga eurozonen har indikatorer växlat ned under de senaste månaderna men **företagen ser fortsatt positivt på läget** och EU-kommissionens ESI ligger nära tidigare konjunkturtoppar. Indikatorbilden har egentligen pekat på en ännu starkare tillväxt, framför allt 2017 än vad som realiserats. En kraftig lageravveckling höll dock tillbaka BNP-tillväxten under 2017; det stora positiva tillväxtbidraget från nettoexporten neutraliserades av lika stort negativt bidrag från lager.

Finsk export har äntligen växlat upp
Export, index 2000=100



Källa: CPN, Macrobond, SEB

Företagens syn på orderläget är gott både för hemma- och exportmarknad trots en liten nedgång den allra senaste tiden. Produktionen i tillverkningsindustrin växer för närvarande med ca 5 procent och väntas ligga kvar på den nivån 2018-2019. Konkurrenskraftspakten bidrar till att stärka exportsektorn men den starka euron hämmar i allt högre grad framför allt gentemot svenska företag som gynnas av den rejält undervärderade kronan. Finsk exporten gynnas också av god tillväxt för viktiga handelspartners; just nu är expansionen som mest tydlig på marknader utanför EU. Normalt ökar importen i linje med inhemsk efterfrågan och export men det sker nu med en viss eftersläpning, till del beror det på lageravvecklingen 2017. Att

exporten ökade snabbare än importen bidrog till att **bytesbalansen 2017 var positiv för första gången sedan 2010** och den väntas ligga kvar kring 0,5 procent av BNP 2018-2019. Kapacitetsutnyttjandet fortsätter att klättra och därmed också företagens behov av att nyinvestera. Investeringar öka med ca 4 procent per år 2018-2019, vilket är något långsammare jämfört med de senaste två årens snabba uppgång. Maskininvesteringarna ökar snabbast men även bostads- och övriga investeringar stiger. Antalet byggnadstillstånd har dock fallit något senaste tiden, men ligger över nivån för ett år sedan.

Bostadspriserna stiger svagt och byggandet är koncentrerat till de expansiva större regionerna. Hushållen på rekordgott humör men är ändå försiktiga mot bakgrund av växlande fundamenta. Även om sysselsättningen ökar så bidrar svag reallöneökning till att uppgången i köpkraften ökar endast svagt samtidigt som sparkvoten är negativ. Sammantaget räknar vi med att **hushållens konsumtion ökar med knappt 2 procent per år 2018-2019.**

Arbetsmarknaden förbättras successivt, men arbetslösheten ligger fortsatt på en hög nivå. Det finns tydliga **tecken på att matchningsproblemet håller tillbaka nedgången i arbetslöshet**. Antalet rapporterade lediga platser är det högsta som noterats sedan mätningarna startade på 1960-talet, vilket talar för både geografiskt och kompetensmässig arbetskraftsbrist. **Arbetslösheten väntas falla till 7,5 procent 2019**, men för att kunna pressa ner arbetslösheten ytterligare krävs ytterligare strukturåtgärder som t ex utbildningssatsningar och incitament att flytta till de delar av landet där arbetsmarknaden är hetast.

Löneökningarna hålls tillbaka av konkurrenskraftspakten men stiger ändå något till 2-2,5 procent 2019. Inflationstrycket förblir svagt och lägre än i eurozonen generellt. Det beror delvis på lågt lönetryck men främst på det låga efterfrågetrycket i den inhemska ekonomin. Mat och energi ger ett visst upptryck, men en starkare euro motverkar effekten. **Inflationen stiger med 1,1 respektive 1,4 procent 2018-2019.**

Finanspolitiken fortsätter att vara stram. Det offentliga underskottet föll till nioårslägsta 2017 motsvarande 0,6 procent av BNP, och fortsätter att falla till strax under nollstrecket 2019. Den offentliga skulden når under 2019 åter under EU:s skuldgräns på 60 procent av BNP.

Estland

Tillväxt i linje med trend efter fjolårets ryck

Estlands BNP-tillväxt överträffade alla förväntningar och var med 4,9 procent den högsta sedan 2011. Tillväxten dämpas nu till 3,5 resp. 3,0 procent 2018 och 2019, vilket mer är i linje med den långsiktiga trenden. Tillväxten blir också mer balanserad med både inhemska och externa drivkrafter. En nedväxling av industriproduktionens ökningstakt i kombination med osäkra effekter av den nu sjösatta skattereformen ökar dock osäkerheten i prognosen. En stram arbetsmarknad begränsar också tillväxtpotentialen på medellång sikt.

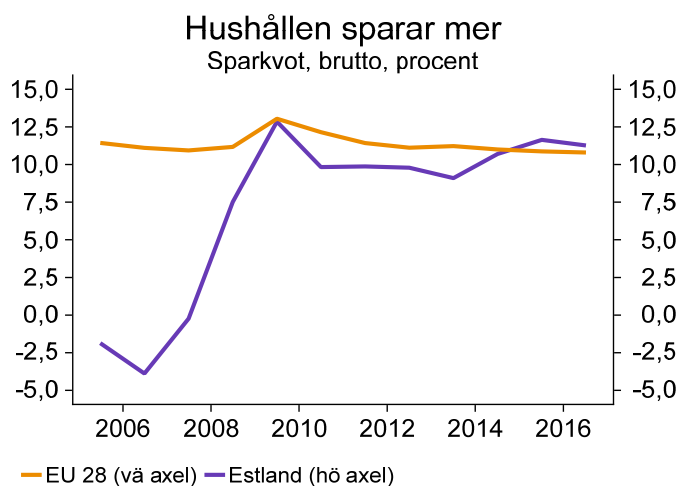
Flera institutioner har den senaste tiden justerats upp sina BNP-prognoser. Vi är dock mer försiktiga **och låter prognosen på 3,5 resp. 3,0 procent för 2018-19 ligga kvar**. Estlands industriproduktion mattades av något första kvartalet och noterade en 6 procentig ökning. Eftersom 70 procent av industriproduktionen exporteras är den externa efterfrågan avgörande. Nedgången i den svenska byggsektorn har hämmat exporten av skogsprodukter, möbler och monteringsfärdiga hus. Eftersom vi tror att svagheten i eurozonen första kvartalet var tillfällig förutser vi ändå en sammantaget **ganska god exportutveckling med ökningstal på drygt 4 procent både 2018 och 2019**.

Svag produktivitet utgör ett mer långsiktigt problem för industrin som här tappat mark gentemot övriga näringsgrenar. Detta beror på att estländska företag opererar i ett ganska smalt band i förädlingsvärdeskedjan och där områden med högt förädlingsvärde som t ex marknadsföring och produktutveckling ofta sker utomlands. Andelen arbetskostnader av totala förädlingsvärdet är redan ett av de högsta inom EU, vilket kan **tvinga företag som är beroende av billig arbetskraft att lämna landet**. Samtidigt finns få produktiva sektorer som kan suga upp överskottet på arbetsmarknaden.

Den låga investeringsbenägenheten i näringslivet fortsätter också att utgöra ett problem. Under 2017 påbörjades visserligen en expansion i absoluta termer **men som andel av näringslivets omsättning var förändringen marginell**. Efter att ha kulminerat andra kvartalet 2017 har industrins kapacitetsutnyttjande trendat nedåt, vilket indikerar att man inte ska vänta sig någon plötslig uppgång i investeringsaktiviteten. Emellertid bidrar tillgängligheten till EU:s investeringsfonder till att stimulera de offentliga investeringarna. Sammantaget förutser vi en uppgång i investeringarna på 4,6 procent 2018.

En ny inkomstbeskattning har trätt i kraft i år, som innebär en höjning av grundavdraget från EUR 180 till EUR 500 för de som tjänster mindre än EUR 1 200 per månad. För inkomster över denna nivå avtar värdet av avdraget successivt för att helt upphöra vid inkomster över EUR 2 100. Eftersom reformen tar sikte på grupper med högre konsumtionsbenägenhet förutser vi en påtaglig uppgång i privat konsumtion. Ökningen i detaljhandelns omsättning med 5 procent i löpande priser första kvartalet tyder dock inte på att effekterna av skattereformen var speciellt stora. Med tanke på osäkerheten i statistiken behåller vi vår prognos om en total konsumtionsökning på 4,3 procent för 2018, men utan en uppväxling i detaljhandeln den närmaste tiden blir en nedrevidering nödvändig. Konsumtionen

fortsätter framöver att hållas tillbaka av en **inflation som ligger kvar något över 3 procent i år för att sedan dämpas till 2,5 procent 2019**.



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Förutom skattereformen gynnas konsumtionen av en mycket stark arbetsmarknad. **Estlands sysselsättningsgrad i åldern 15-74 låg 2017 högst i EU på 67,8 procent**. Stark efterfrågan på arbetskraft har inneburit att Estland är en av få tidigare sovjetrepubliker som har en positiv nettomigration, vilket nu varit fallet tre år i rad. Ändå är utrymmet för ytterligare uppgång i sysselsättningen begränsat, vilket sätter restriktioner för den framtida BNP-tillväxten. Pågående arbetsmarknadsreform som syftar till att få ut svagare grupper på arbetsmarknaden kan öka arbetsutbudet en del, men bidrar också till att arbetslösheten ökar marginellt till 6,0 resp. 6,2 procent 2018-2019.

Brist på arbetskraft har drivit upp löneökningarna. De senaste tre åren har **genomsnittslönen ackumulerat ökat med hela 22 procent och beräknas nå 1300 euro**. Eftersom lönekostnaderna fortfarande är betydligt lägre än i t ex de nordiska länderna verkar inte konkurrenskraften ha försämrats i speciellt hög grad. Vår bedömning är dock att löneökningstakten dämpas något till lite drygt 5 procent 2019.

Den starka inkomstillväxten har inte bara lyft konsumtionen utan har också gått till ökat sparande. Efter att ha legat på en extremt låg nivå före finanskrisen har de estländska hushållens sparkvot de senaste åren legat i paritet med EU-snittet. Utlåningen har tagit fart men hushållens banktillgodohavanden växer ännu snabbare, med nära 10 procent i årstakt.

Lettland

Bra fart i ekonomin men inte utan risker

Lettland uppvisar fortsatt hög och bredbaserad BNP-tillväxt klart över trend. En försiktig inbromsning ligger i korten på grund av tilltagande resursproblem kopplade främst till arbetsmarknaden. Kostnadstrycket är på väg upp men genomslaget på inflationen dröjer. Därför ökar hushållens realinkomster i närtid och bidrar till BNP-tillväxten. Osäkerheten efter problemen för ABLV Bank inverkar på tillväxten även om det negativa BNP-bidraget bedöms bli marginellt. Bytesbalansen väntas uppvisa underskott framöver på ca 2 procent av BNP.

Lettland uppvisade under **2017** den högsta BNP-tillväxten på sex år: **4,5 procent**. Inledningen på 2018 följer samma mönster: första kvartalets BNP ökade med 4,3 procent med stöd av ökat bygande (+35 procent), stigande varuexport (+15 procent), en god utveckling för både detaljhandel och industriproduktion och stöd från EU:s strukturfonder. **Prognosen är att tillväxten 2018 blir 3,7 procent och 2019 3,5 procent**, klart över potentiell nivå (3 procent enligt IMF). Dämpningen förklaras främst av kapacitetsrestriktioner och begränsad tillgång på arbetskraft men även av en sämre utveckling för järnvägstransporter och finansiella tjänster (se fördjupningsrutan).

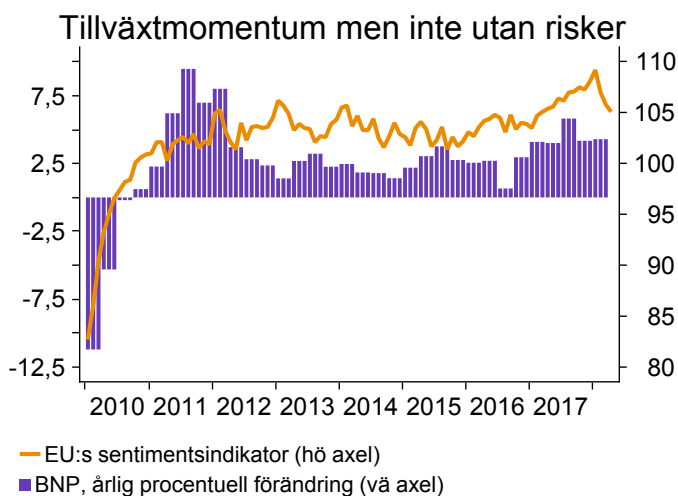
inflationen åter börjat stiga och ligger nu på drygt 2 procent; varuinflationen är fortfarande ca 1,5 procent och tjänsteinflationen knappt 4 procent. Uppgången i livsmedelpriser är troligen på väg att dämpas men högre energipriser och högre löner verkar i motsatt riktning. **I år blir inflationen 2,7 procent** (2,9 procent 2017) för att dämpas till **2,5 procent 2019**. Riskerna för inflationen 2018-2019 ligger på uppsidan på grund av en högre lönetillväxt. Vår löne- och inflationsprognos innebär påtagligt **stigande reallöner** som stimulerar privat konsumtion.

ABLV Bank tvingas upphöra med verksamheten

Efter att USA:s finansdepartement i februari 2018 publicerat sin FinCEN-rapport, Financial Crimes Enforcement Network, tvingades Lettlands tredje största bank att upphöra med sin verksamhet. ECB fastslog att banken på grund av likviditetsproblem (sannolikt) inte kunde uppfylla sina åtaganden. Ytterligare 11 banker är under press att se över den del av verksamheten som är riktad mot utländska kunder; en tidsgräns är uppsatt för att uppfylla kraven. Att exporten av finansiella tjänster minskar kan inverka negativt på BNP med uppemot 0,5 procent av BNP; exporten föll 2017 med 17 procent jämfört med 2016. Därtill finns en risk att banker missar tidsgränsen vilket tillför osäkerhet.

De offentliga finanserna är solida med en total skuld på 40 procent av BNP 2017 och ett marginellt budgetunderskott på 0,5 procent av BNP. På grund av en kommande skattereform, parlamentsvalet i höst och ökad press på offentliga utgifter ökar **budgetunderskottet till 1,2 och 1,1 procent av BNP 2018 och 2019**. Den expansiva finanspolitiken riskerar att bli procyklisk och därmed öka riskerna för en gradvis försämrad konkurrenskraft. En stark tillväxt gör dock att den offentliga skulden faller ca 2 procentenheter till 38 procent under prognosperioden. Överlag är således de offentliga finanserna i linje med EU:s krav.

Styrkan i den inhemska ekonomin bidrar till att landets finansiella sparande (bytesbalansen) är på väg mot underskott på drygt 2 procent av BNP. Ett ökat kostnadstryck i kombination med avtagande global tillväxttakt kan försämra Lettlands externposition och öka landets behov av utlandsfinansiering.



Källa: Latvian Central Statistical Bureau, Macrobond, SEB

Lettiska arbetslösheten faller sammanlagt 2 procentenheter i år och 2019 till 6,8 procent. Tillgången på arbetskraft blir alltmer ansträngd vad gäller både rätt erfarenhet och utbildning. Behovet av arbetskraft finns i alla sektorer. Problemet illustreras tydligt av att antalet lediga jobb i såväl privat som offentlig sektor ökat med 22 respektive 12 procent på **årsbasis(?)**. Därmed riktas fokus på det växande behovet att påskynda reformer som höjer produktiviteten och därmed dämpar det nu stigande kostnadstrycket. Det goda läget för ekonomin ger politikerna manöverutrymme att genomföra reformer men höstens val försenar åtgärder.

Lönerna steg med i genomsnitt **7,9 procent 2017**. Bristen på arbetskraft innebär en ytterligare uppväxling av lönetillväxten till **8,2 procent 2018 och x,x procent 2019**. Under våren har infla-

Litauen

Fortsatt stabil tillväxt

Första kvartalet 2018 växte BNP med 3,6 procent på årsbasis drivet av fortsatt stabil uppgång i industriproduktion och investeringar. Tvärtemot andra EU länder förbättrades sentimentet under första kvartalet, vilket väcker vissa frågetecken. Lönerna ökar snabbt vilket är positivt för hushållen men försämrar konkurrenskraften. Regeringen har presenterat riktlinjer för sitt reformarbete vilka innehåller en del välkomnade förslag men riskerar samtidigt att försämra budgetsaldot.

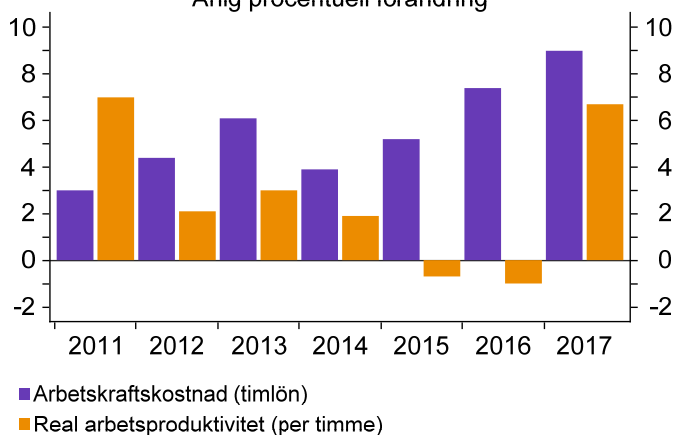
Tillväxten står på stabil mark, och vi håller fast vid prognosen att BNP ökar med 3,2 procent 2018 och 3,0 procent 2019. Vår prognos för i år kan te sig försiktig men vi väntar oss att tillväxten gradvis växlar ner under andra halvåret när exporten bromsar in. Den huvudsakliga uppåtrisen är om investeringarna ökar mer än väntat t ex genom att EU-strukturfonder används mer och snabbare eller företagen blir mer investeringsvilliga.

Trycket på arbetsmarknaden ökar, även om fallet i arbetslöshet väntas bromsa in i år och migrationens nettobalans förbättras. Under första kvartalet **minskade antalet personer som emigrerade från Litauen med en tredjedel** och förhoppningsvis är det inte bara en tillfällighet. Det finns fortsatt många företag som är villiga att expandera och skapa nya arbetstillfällen men brist på kvalificerad arbetskraft begränsar tillväxten. Sysselsättningsgraden fortsätter att öka, men ligger på en klart lägre nivå än i de nordiska länderna. Antalet arbetare från Ukraina och andra icke-EU länder har ökat kraftigt men de arbetar ofta som chaufförer eller inom byggsektorn och minskar därför inte bristtalen inom branscher med högre förädlingsvärde.

Den rådande situationen på arbetsmarknaden är tydligt positiv för arbetstagarsidan som gynnas av **snabbt ökande löner**. Vi väntar oss att genomsnittliga löner ökar med 7 procent årligen 2018-2019. Uppgången stöds även av att minimilönen ökat från 380 till 400 euro per månad och av de miniminivåer för sociala avgifter som introducerats. Det sistnämnda bidrog till att öka antalet anställda som officiellt tjänar minst minimilönen men samtidigt ökade antalet arbetslösa som tidigare arbetade deltid. Anställda i offentlig sektor kräver högre löner men sådana löneökningar kommer att bero på produktivetsförbättringar inom hälso- och sjukvård och utbildning då den totala lönekostnaden för dessa sektorer redan är hög i ett EU-perspektiv.

Något överraskande ökade real arbetsproduktivitet i den snabbaste takten i EU förra året men kostnaden för arbetskraften ökar fortsatt snabbare än produktiviteten, vilket är **en utmaning för konkurrenskraften**. Produktivetsuppgången är till stor del cyklisk samtidigt som strukturella förbättringar endast sker långsamt.

Förbättrad produktivitet men snabb löneökning
Årlig procentuell förändring



Källa: SEB

Inflationen föll tillbaka under våren när baseeffekter från förra årets ökade punktskatter på alkohol föll ur årstalen. Samtidigt trycker höga löneökningar upp tjänstepriser vilket gör att Litauen har en av EU:s högsta inflationstaker. Vi ligger kvar med vår prognos **att inflationen ökar med 2,8 procent 2018 och 2,5 procent 2019**.

Långsammare tillväxt i transithandel (huvudsakligen till Ryssland) är en viktig faktor till att exporten bromsar in i år. Det kommer att vara svårt att uppnå lika stor exportuppgång även till EU-länderna eftersom många exportörer möter flaskhalsar i produktionen, både vad gäller arbetskraft och allmän produktionskapacitet pga tidigare underinvesteringar.

I april presenterade regeringen riktlinjer för reformer av skatte- och pensionssystemet. Lägre skatt på arbete är kärnan i förslaget, men vi är inte fullt övertygade om att förslagen är tillräckliga för att reducera storleken på den grå arbetsmarknaden så att statens inkomsttapp täcks. I maj 2019 äger president- och kommunval rum. Politikerna är därmed fokuserade på att vara generösa mot väljarna men nuvarande redan ansträngd konjunkturläge är det inte rätt tid för stimulanser. Finanspolitiken överlag blir milt expansiv både 2018 och 2019.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2016	2017	2018	2019
BNP OECD	1,8	2,5	2,5	2,3
BNP världen (PPP)	3,2	3,8	4,0	3,9
KPI OECD	1,1	2,3	2,3	1,9
Oljepris, Brent (USD/fat)	45	55	75	85

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr USD	2016	2017	2018	2019
BNP	19 754	1,5	2,3	2,8	2,5
Privat konsumtion	13 654	2,7	2,8	3,0	2,7
Offentlig konsumtion	3 407	0,8	0,1	1,0	0,6
Bruttoinvesteringar	3 295	0,6	4,1	4,3	3,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,4	-0,1	0,0	0,0
Export	2 420	-0,3	3,4	4,4	3,6
Import	3 022	1,3	4,0	4,3	2,9
Arbetslöshet (%)		4,9	4,4	3,8	3,7
KPI		1,3	2,1	2,4	2,1
Hushållens sparkvot (%)		4,9	3,4	3,1	3,3
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-4,4	-3,8	-4,6	-5,1
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		107,1	108,1	108,7	109,1

Eurozonen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	10 516	1,8	2,4	2,4	2,3
Privat konsumtion	5 754	2,0	1,7	1,8	2,0
Offentlig konsumtion	2 169	1,8	1,2	1,3	1,5
Bruttoinvesteringar	2 078	4,6	2,9	4,3	4,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)	0	-0,1	0,1	0,0	0,0
Export	4 847	3,4	5,1	4,9	4,5
Import	4 362	4,8	4,3	4,8	4,8
Arbetslöshet (%)		10,0	9,1	8,4	7,9
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	-0,9	-0,7	-0,6
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		89,0	86,7	85,6	83,3

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

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

Finansiella prognoser

Officiella räntor		09-May	Sep-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
USA	Fed funds	1,75	2,25	2,50	3,00	3,00
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refiränta	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Obligationsräntor						
USA	10 år	3,00	3,10	3,15	3,40	3,40
Japan	10 år	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Tyskland	10 år	0,56	0,70	0,80	1,10	1,30
Storbritannien	10 år	1,46	1,55	1,65	1,95	2,15
Växelkurser						
USD/JPY		110	111	110	106	100
EUR/USD		1,19	1,16	1,18	1,22	1,26
EUR/JPY		130	129	130	129	126
EUR/GBP		0,87	0,88	0,86	0,83	0,82
GBP/USD		1,36	1,30	1,37	1,47	1,54

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr SEK	2016	2017	2018	2019
BNP	4 604	3,2	2,4	2,6	2,2
BNP, dagkorrigerat		3,0	2,7	2,7	2,2
Privat konsumtion	2 030	2,2	2,4	1,8	1,8
Offentlig konsumtion	1 198	3,1	0,4	0,8	0,5
Bruttoinvesteringar	1 149	5,6	6,0	4,5	3,0
Lagerinvesteringar, förändr i % av BNP föregående år	35	0,0	0,1	0,0	0,0
Export	2 086	3,3	3,7	7,0	4,7
Import	1 894	3,4	5,0	6,7	4,0
Arbetslöshet (%)		6,9	6,7	6,0	6,0
Sysselsättning		1,5	2,3	1,7	1,0
Industriproduktion		3,5	4,5	6,0	5,0
KPI		1,0	1,8	1,9	1,8
KPIF		1,4	2,0	2,0	1,8
Timplöneökningar		2,4	2,4	2,9	3,3
Real disponibel inkomst		3,5	2,2	2,3	1,5
Hushållens sparkvot (%)		16,6	15,9	16,3	15,9
Bytesbalans, % av BNP		4,2	3,2	3,6	3,7
Statligt lånebehov, mdr SEK		-85	-62	-70	-40
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		1,2	1,3	1,1	0,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		42,1	40,6	37,3	34,8

Finansiella prognoser	09-May	Sep-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,50	-0,25	0,00
3-månaders ränta, STIBOR	-0,36	-0,50	-0,52	-0,25	0,00
10-års ränta	0,71	0,85	0,95	1,40	1,70
10-års räntedifferens mot Tyskland	15	15	15	30	40
USD/SEK	8,71	8,75	8,43	8,03	7,70
EUR/SEK	10,32	10,15	9,95	9,80	9,70
KIX	120,1	118,7	116,5	114,7	113,5

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	219	2,1	2,6	2,5	2,4
Privat konsumtion	119	1,8	1,6	1,8	1,8
Offentlig konsumtion	52	1,8	1,3	0,6	0,5
Bruttoinvesteringar	47	7,4	6,3	4,0	3,5
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)	0	0,1	-1,6	0,4	0,1
Exports	78	3,5	7,8	4,7	5,0
Imports	79	5,7	3,5	4,5	4,0
Arbetslöshet (%)		8,9	8,6	8,1	7,8
KPI, harmoniserat		0,4	0,8	1,1	1,4
Timplöneökningar		1,1	-1,0	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-0,3	0,7	0,5	0,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,8	-0,6	-0,4	-0,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		63,0	61,4	60,0	58,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr NOK	2016	2017	2018	2019
BNP	3 209	1,1	1,9	2,0	2,3
BNP (Fastlandet)	2 695	1,0	1,9	2,5	2,4
Privat konsumtion	1 406	1,5	2,3	2,4	2,6
Offentlig konsumtion	759	2,1	2,0	1,2	1,3
Bruttoinvesteringar	766	-0,2	3,5	3,8	2,3
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		1,4	-0,1	-0,1	0,0
Export	1 165	-1,8	0,8	2,9	2,5
Import	1 047	2,3	2,2	3,5	2,7
Arbetslöshet (%)		4,7	4,2	3,7	3,5
KPI		3,6	1,9	2,2	1,7
KPI-JAE		3,1	1,4	1,4	1,7
Årslöneökningar		1,7	2,3	2,9	3,2

Finansiella prognoser	09-May	Sep-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Folioränta	0,50	0,75	0,75	1,00	1,25
10-års ränta	1,82	1,90	1,95	2,10	2,15
10-års räntedifferens mot Tyskland	126	120	120	100	85
USD/NOK	8,08	7,97	7,80	7,46	7,14
EUR/NOK	9,58	9,25	9,20	9,10	9,00

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr DKK	2016	2017	2018	2019
BNP	2 145	2,0	2,2	2,2	2,3
Privat konsumtion	1 015	2,3	1,5	2,8	2,5
Offentlig konsumtion	536	0,3	1,2	2,0	1,2
Bruttoinvesteringar	437	6,0	3,7	4,5	3,6
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		0,0	0,1	-0,6	0,0
Export	1 184	2,8	4,5	3,2	3,6
Import	1 033	3,8	4,1	3,4	4,1
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		6,5	5,4	5,0	4,6
KPI, harmoniserat		0,3	1,1	0,6	1,0
Timplöneökningar		1,8	1,7	1,8	2,3
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 prognoser	09-May	Sep-18	Dec-18	Jun-19	Dec-19
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,05	0,30
10-års ränta	0,64	0,80	0,90	1,20	1,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	8	10	10	10	10
USD/DKK	6,28	6,41	6,31	6,10	5,90
EUR/DKK	7,45	7,44	7,44	7,44	7,44

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	42	2,3	3,9	3,2	3,0
Privat konsumtion	27	5,0	3,8	3,6	3,5
Offentlig konsumtion	7	1,3	1,0	1,3	1,3
Bruttoinvesteringar	8	-0,5	7,3	9,0	6,0
Export	34	3,5	13,6	5,1	3,7
Import	33	3,5	12,8	6,2	4,5
Arbetslöshet (%)		7,9	7,1	6,7	6,5
KPI		0,7	3,7	2,8	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,3	0,5	0,3	0,2
Skuld, offentlig sector, % av BNP		40,1	39,7	36,0	38,0

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	25	2,1	4,5	3,7	3,5
Privat konsumtion	15	3,4	5,1	5,4	4,4
Offentlig konsumtion	4	2,7	4,1	3,5	3,1
Bruttoinvesteringar	5	-15,0	16,0	14,0	7,2
Export	15	4,1	4,4	3,5	3,2
Import	14	4,5	9,2	8,0	6,0
Arbetslöshet (%)		9,6	8,7	7,6	6,8
KPI		0,1	2,9	2,7	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,0	-0,5	-1,2	-1,1
Skuld, offentlig sector, % av BNP		40,5	40,1	39,4	38,3

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2016	2017	2018	2019
BNP	21	2,1	4,9	3,5	3,0
Privat konsumtion	11	4,4	2,2	4,3	3,3
Offentlig konsumtion	4	1,9	0,8	2,2	2,5
Bruttoinvesteringar	5	-1,2	13,1	4,6	3,8
Export	17	4,1	2,9	4,3	4,0
Import	16	5,3	3,5	4,5	4,0
Arbetslöshet (%)		6,8	6,3	6,0	6,4
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

Kontakter

Robert Bergqvist

Chefekononom
Japan
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé

Prognoschef
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall

Eurozonen, Finland
+46 8 506 23118

Erica Blomgren

SEB Oslo
Norge
+47 2282 7277

Ann Enshagen Lavebrink

+ 46 8 763 80 77

Richard Falkenhäll

Storbritannien,
Valutamarknaden
+46 8 506 23133

Lina Fransson

Obligationsmarknaden
+46 8 506 232 02

Dainis Gasputis

SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Johan Hagbarth

Aktiemarknaden
+46 8 763 69 58

Per Hammarlund

Ryssland
+46 8 506 231 77

Olle Holmgren

Sverige
+46 8 763 80 79

Melody Jiang

SEB Singapore
Kina
+65 6505 0584

Andreas Johnson

Indien, USA
+46 73 523 77 25

Elisabet Kopelman

+ 46 8 506 23091

Elizabeth Mathiesen

SEB Köpenhamn
Danmark
+45 2855 1747

Mihkel Nestor

SEB Tallinn
Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas

SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

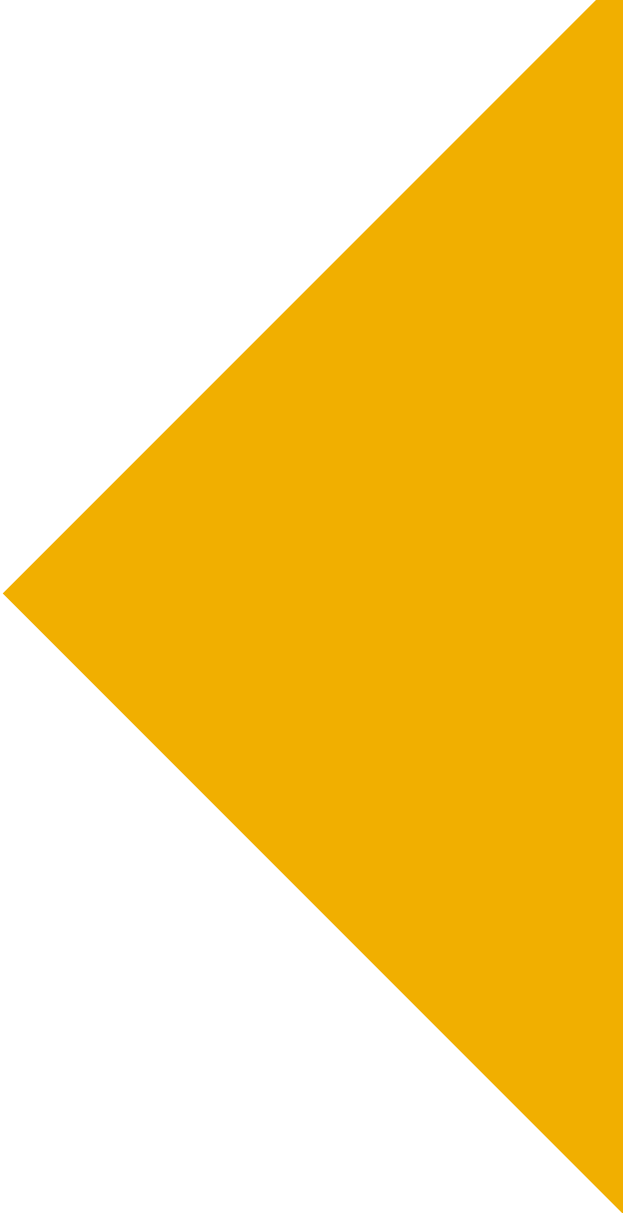
Denna rapport publicerades
den 16 maj 2018.

Avstämning för valuta- och
räntenoteringar var den 9 maj
2018.

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 mars 2018 uppgick koncernens balansomslutning till 2 903 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 854 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.

Läs mer om SEB på www.sebgroup.com/sv