

September 2018

Konjunkturrell medvind starkare än
politisk motvind

Låg inflation trots fortsatt svensk
tillväxtkraft

Nordic Outlook

Innehåll

04	Internationell översikt
14	USA
17	Tema: Trumps handelskrig
19	Eurozonen
22	Japan
23	Storbritannien
25	Kina
26	Indien
27	Ryssland
28	Sverige
33	Tema: Svenska valet
37	Danmark
38	Norge
41	Finland
42	Estland
43	Lettland
44	Litauen
45	Nyckeldata
50	Kontakter

Internationell översikt

Tillväxt över trend trots större politiska risker

Den globala högkonjunkturen trotsar förhöjd politisk osäkerhet ett par år till. Sencyklisk energi från investeringar och optimistiska hushåll, förstärkt av expansiv finanspolitik, väger tyngre än handelsstörningar. Lönekningarna förblir måttliga trots rekordlåg arbetslöshet. Detta håller tillbaka inflationen även om uppåtrisker ökar i en miljö med högt resursutnyttjande. Dollarn tappar när fler länder försiktigt hänger på Fed. Börsen etablerar ett mer defensivt mönster där kurserna inte fullt ut stiger i takt med vinstutvecklingen.

Den globala ekonomin har visat blandade tendenser den senaste tiden. **Svackan i eurozonen har blivit mer utdragen än väntat och även kinesiska indikatorer har varit oväntat svaga.** Flera andra viktiga tillväxtekonomier (EM) har också drabbats av finansiell turbulens driven av olika faktorer som handelsstörningar, vikande tillväxt och negativa effekter av högre räntor i USA. **Å andra sidan accelererade BNP-tillväxten i USA markant andra kvartalet** och även i Indien, Japan och Storbritannien har utropstecknen dominerat. Den senaste tiden har också präglats av en strid ström av politiska händelser som satt avtryck på de finansiella marknaderna som eskalerande handelskrig, utvidgade amerikanska sanktioner mot t ex Iran, Ryssland och Turkiet samt den nya italienska regeringens hot att bryta mot EU:s budgetramverk.

Det har därigenom blivit allt tydligare att världen står inför betydande utmaningar kopplade till bl a **Donald Trumps** nyckfulla ledarskap, ekonomiska och politiska komplikationer i **brexit-processen** samt det komplicerade geopolitiska läget i **Mellanöstern** med bl a kriserna i **Iran** och **Turkiet**. Detta ger en förhöjd ekonomisk osäkerhetsnivå och på marginalen ser handelshindren ut att bli mer omfattande än vad som tidigare låg i vårt huvudscenario. Samtidigt har motståndskraften i världsekonomin bekräftat vår syn att det är de underliggande konjunkturkrafterna som i första hand avgör utvecklingen de närmaste åren. Stora investeringsbehov, optimistiska hushåll och expansiv politik skapar nu en stark sencyklisk efterfrågeimpuls och vi behåller vår relativt optimistiska prognos om en **global BNP-tillväxt på 4,0 resp. 3,9 procent för 2018 och 2019**. Mindre revideringar för olika regioner tar således ut varandra. Utvecklingen 2020 är mer osäker, men vi ser goda utsikter för att global ekonomi kan fortsätta växa något över sin trend på 3,5 procent. Det strama resursläget i t ex USA, Japan och Tyskland leder till en nedväxling, men vi tror att BNP i EM-ekonomierna kan fortsätta växa med ca 5 procent trots finansiella påfrestningar kopplade till bl a Feds räntehöjningar. De flesta europeiska ekonomier har också lediga resurser som möjliggör en fortsatt expansion.

Har vi rätt i vår prognos kommer USA **i mitten av 2019 att slå sitt efterkrigsrekord när det gäller en ekonomisk uppgångs varaktighet**. Man kan peka på några olika förklaringar till att uppgången blir så exceptionellt lång, t ex att Lehman-krisen för ett decennium sedan var ovanligt djup och återhämtningen därefter varit syrefattig med relativt dämpad tillväxt.

Ekonomins utbudssida blir viktig för uppgångens varaktighet. Den öppna arbetslösheten i USA är nu nere på ungefär samma rekordlåga nivåer som vid millennieskiftet, men **andra indikatorer tyder på att resursläget nu är något mindre ansträngt än då**. Löner och inflation är långsamt på väg upp, men den måttliga takten ger Fed fortsatt stora frihetsgrader. Även i länder som Japan, Tyskland och Storbritannien är arbetslösheten nere på nivåer vi inte sett på decennier, men där får centralbankerna i huvudsak ändå fortsätta kämpa med obekvämt låg inflation. Det finns dock vissa uppsiderisker för våra relativt låga inflationsprognoser. Dessa är kopplade till att vi i rådande konjunkturläge kan underskatta spridningseffekter från högre energipriser samt inflationseffekterna av extremtorka och handelsstörningar.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
USA	2,2	3,0	2,5	1,9
Japan	1,7	1,1	1,0	0,8
Tyskland	2,2	2,0	1,9	1,7
Kina	6,9	6,6	6,3	6,0
Storbritannien	1,6	1,3	1,8	1,9
Eurozonen	2,4	2,1	2,1	1,9
Norden	2,3	2,2	2,4	2,2
Baltikum	4,3	3,6	3,3	2,8
OECD	2,5	2,5	2,3	2,1
EM	4,8	5,1	5,1	5,1
Världen, PPP	3,8	4,0	3,9	3,8

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

Att Fed under lång tid fått gå relativt ensamma fram med räntehöjningar har öppnat upp stora differenser gentemot andra utvecklade ekonomier på olika löptider. I denna miljö har dollarn apprecierats markant mot EM-valutor medan rörelserna mot t ex euro och yen inte varit så stora. Vi räknar med att Fed fortsätter höja till en styrräntenivå på 3 procent i mitten av 2019.

Därefter genomför man ytterligare en höjning till 3,25 procent vid slutet av 2020. Nu verkar också **en försiktig normalisering av penningpolitiken vara på gång på bredare front**, trots fortsatt lågt inflationstryck. Centralbankerna i Storbritannien och Kanada har nyligen genomfört räntehöjningar och Norges Bank har tydligt signalerat en höjning vid mötet den 20 september. Vår prognos är att styrräntenivån i både Storbritannien och Norge når 1,75 procent i slutet av 2020. ECB bekräftade vid sitt möte i juni att obligationsköpen avslutas i år och att nästa steg blir en räntehöjning, om än troligen först efter nästa sommar. Riksbanken fortsätter att gå mot strömmen genom att fokusera på underliggande svag inflation och vi tror, liksom tidigare, att första höjningen senareläggs till april 2019. Riksbanken kommer även på längre sikt att släpa efter andra centralbanker med liknande ekonomisk miljö och vi förutser att man, liksom ECB, når en styrräntenivån på 0,75 procent mot slutet av 2020.

I rådande miljö har finansiella marknader fortsatt att slitas mellan konjunkturstyrka och politisk oro från handelskrig eller andra störningar som t ex krisen i Turkiet. I huvudsak står sig ändå vårt huvudscenario med små tillväxteffekter från politiska risker och gradvis normaliserade centralbanksräntor. Obligationsräntor drar sig i denna miljö långsamt uppåt de närmaste åren, men stannar på historiskt låga nivåer. I USA talar stark konjunktur, fortsatta Fedhöjningar och ett ökande budgetunderskott för högre långräntor men samtidigt bromsar måttliga inflationsförväntningar, centralbankers stora obligationsinnehav (genom QE-programmen) och en generellt låg avkastningsmiljö i omvärlden. Vår prognos är att **10-åriga USA-räntor ligger nära 3,50 procent** i slutet av prognosperioden medan **tyska motsvarigheter inte når högre än 1,40 procent**. Skillnaden gentemot USA krymper därmed något från dagens historiskt höga nivåer kring 250 räntepunkter. Svenska 10-årsräntor väntas kortsiktigt närma sig tyska men handlas i slutet av perioden en halv procentenhet över på **1,90 procent**.

Den senaste tidens styrkebesked i orostider tyder på att dollarn återfått sina defensiva egenskaper. Vi tror att EUR/USD bottnar ur under hösten i en miljö med lite högre riskbenägenhet och att USD därefter gradvis försvagas när andra centralbanker minskar gapet till Fed. **I slutet av 2020 handlas EUR/USD på 1,28**. Vår syn att Storbritannien, trots allt, når ett avtal med EU om framtida relationer bäddar för en förstärkning av pundet. Den svenska kronan förblir den närmaste tiden under tryck från Riksbanken och oro för globala handelsstörningar. **EUR/SEK väntas röra sig kring 10,50 under resten av året**. Osäkerhet kring regeringsbildningen efter valet kan pressa upp den ytterligare något men tidigare erfarenheter tyder på att effekten blir liten och kortvarig. I takt med att Riksbanken höjer räntan stärks kronan till 9,70 i slutet av 2020; alltså svagt i förhållande till långsiktig jämvikt.

Industriländernas börser har den senaste tiden visat motståndskraft mot olika hotbilder och är kvar nära historiska toppnivåer. Ändå kan nu ett mer **försiktigt sencykliskt beteende skönjas, vilket sätter viss press på värderingar**. Utsikter till fortsatta vinstlyft kring 10 procent per år gör ändå att världsindex väntas ge en positiv avkastning kring normala 6-8 procent under kommande 12 månader.

Sencyklisk kraft eller mjuklandning?

Svårigheterna med att hitta trovärdiga recessionsindikatorer utgjorde ett huvudtema i förra NO. Jämviktsmått för BNP eller arbetslöshet är oftast inte tillräckligt stabila för att ligga till grund för domslut om hur länge återhämtningen kan fortgå. Det vanliga är att prognosmakare, för att komma ur dilemmat, prognostiserar någon form av "mjuklandning" där BNP-tillväxten antingen "somnar in" runt sin trendmässiga takt eller sjunker ytterligare något lägre men ändå håller sig på behörigt avstånd från recession. **Historien visar dock att en sådan typ av mjuklandning sällan inträffar**. Tvärtom brukar efterfrågan ha en stark dynamik sent i cykeln bl a för att **investeringarna tar fart** när kapacitetsutnyttjandet nått nivåer som på allvar sätter press på en utbyggnad av produktionskapaciteten. Att öknings-takten för G20-ekonomierna investeringar växlat upp kraftigt det senaste året tyder på att vi nu kommit in i en sådan fas.

Hushållens framtidstro brukar också vara stark sent i cykeln när arbetsmarknaden är het och förmögenheter lyfts av stigande priser på aktier och bostäder. Detta mönster är tydligt i nuläget, men en svag reallöneutveckling har ändå gjort att konsumtionen inte riktigt lyft. I USA växlade dock konsumtionen upp rejält andra kvartalet och även om man ska vara försiktig med att dra slutsatser av enskilda kvartalssiffror visar reviderad statistik att de amerikanska hushållen har ett betydligt högre sparande än vi tidigare trott. **Sparandet som andel av inkomsterna har reviderats från 3 till 7 procent**, vilket ökar potentialen för en mer varaktig konsumtionsdriven tillväxt.

Procykliska stimulanser spär på sencyklisk styrka...

I nuläget spär också finanspolitiska stimulanser på tendensen till dynamisk efterfrågan sent i cykeln. Vare sig Ronald Reagan eller Donald Trump är amerikanska presidenter man förknippar med något större stabiliseringspolitiskt finlir. Men Reagans stora skattesänkningar i början och mitten av 1980-talet genomfördes i ett läge med hög arbetslöshet. Att penningpolitiken vid denna tid behövde vara stram för att pressa tillbaka efterhängset höga inflationsförväntningar gjorde att de finanspolitiska stimulanserna **kom lägligt också ur ett policymix-perspektiv**. Trumps skattesänkningar kontrasterar tydligt mot detta genom att de kommer i ett läge då **arbetslösheten redan är nere på rekordlåga nivåer**. Därmed riskerar de **att pressa upp ränteläget** genom ökande inflationsrisker och höga emissionsvolymmer av statspapper i spåren av vidgade budgetöverskott.

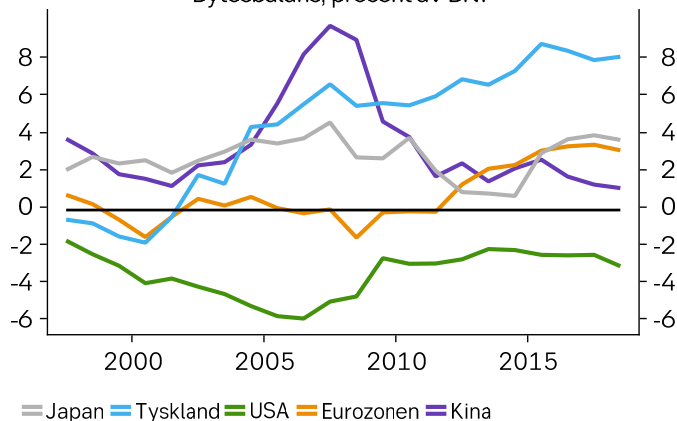
...och förvärrar globala obalanser

Också tyska stimulanser i ett hett arbetsmarknadsläge bidrar till att finanspolitiken i OECD-området får en procyklisk inriktning. Det är ändå svårt att se detta som något större problem med tanke på att Tyskland under en längre tid fått kritik för att en alltför stram politik bidragit till ökande obalanser såväl internt inom eurozonen som på global nivå. Denna aspekt är fortfarande högaktuell och Internationella valutafonden (IMF) varnar nu för att **över- och underskotten i olika länders finansiella sparande (bytesbalansen) är riskabelt stora**. Länder med omotiverat högt sparande återfinns i norra Europa (t ex Tyskland, Nederländerna och Sverige) och Asien (Kina, Sydkorea och Singapore). USA och Storbritannien är de viktigaste exemplen på ekonomier med oroande lågt sparande. Trumps expansiva finanspolitik bidrar genom högre import och ökat budget-

underskott till att USA:s bytesbalansunderskott åter växer till på 3-4 procent av BNP. Därmed ökar nettoskulden mot utlandet ytterligare (i dag 39 procent av BNP och över "varningsgränsen" 35 procent). I Tyskland ligger nu statsbudgeten på plus och överskottet i bytesbalansen är rekordstort på ca 8 procent av BNP. Därmed växer landets enorma nettofordran på omvärlden från dagens 60 procent av BNP. Dessa sparobalanser **kan förvärra de handelspolitiska spänningarna, speciellt mellan USA och EU/Tyskland.**

Tyska överskott förvärrar globala obalanser

Bytesbalans, procent av BNP



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

Hur stora finansiella obalanser 10 år efter Lehman?

Såväl IMF som BIS (Bank for International Settlement) varnar också för att de globala obalanserna kan öka instabiliteten i det finansiella systemet. För 10 år sedan, den 15 september 2008, ansökte Lehman om konkursskydd. I vilken utsträckning nya finansiella stabilitetsrisker vuxit fram sedan dess spelar stor roll för hur länge den rekordlånga återhämtningen kan fortgå.

I dag är det globala banksystemet mer transparent, reglerat och kapitalstarkt. Tillsynsmyndigheter samarbetar globalt och det finns finansiella räddningsfonder (t ex ESM). Många länder har implementerat olika typer av makrotillsynsverktyg för att tämja kreditcykeln som komplement till finans- och penningpolitiken.

Å andra sidan är världen i dag rekordskuldsatt; total skuldsättning som andel av global BNP har ökat 40 procentenheter till 260 procent. Delvis är den ökade offentliga skuldsättningen en del av den akuta krishantering som sjuöskades direkt efter Lehman. I flera länder, t ex USA, Japan och Kina, har dock den offentliga skulden ökat ytterligare de senaste fem åren genom nya finanspolitiska stimulanspaket.

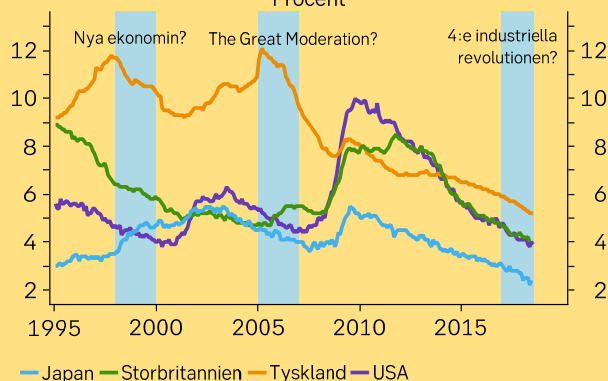
Den långa perioden med mycket expansiv penningpolitik har också drivit fram ökad privat skuldsättning och stigande tillgångspriser. Att ränteläget framöver förblir lågt historiskt sett underlättar för alla att betala räntor på skulderna och motiverar högre tillgångspriser. Vi ser dock en risk i att de senaste årens jakt på avkastning underlättat för företag att finansiera sig utanför banksystemet genom emissioner av obligationer. **Nya placerare kan komma att agera på ett annorlunda sätt jämfört med t ex banker** om olika tillgångsslag hamnar under stress. Finansiella faktorer kan onekligen fungera dels som en utlösande faktor för en ekonomisk nedgång, dels som en förstärkande mekanism (kreditkontraktion).

Positiv eller negativ spiral präglar riskbilden

Den långvariga konjunkturuppgången i kombination med ett nytt politiskt landskap med förhöjd osäkerhetsnivå skapar en ovanligt komplicerad riskbild. Vårt huvudscenario innebär att vi de närmaste åren kommer in i något av en positiv spiral. Den finns goda skäl för att den starka efterfrågedynamiken ska hålla i sig och vår relativt positiva syn på utbudssidan möjliggör en fortsatt tillväxt över trend för global ekonomi. De flesta centralbanker, även Fed, har i denna miljö stort manöverutrymme att stötta ekonomin. Detta bidrar till att ge börserna fortsatt lyftkraft. Tesen om att vi är på väg in i en **Fjärde industriell revolution, där digitalisering och robotisering** med full kraft är på väg förändra ekonomin, indikerar därtill att det kan finnas en uppsida i vår prognos.

Rekordlåg arbetslöshet

Procent



Källa: Macrobond, SEB

Det är dock inte svårt att identifiera flera typer av hot som kan stoppa denna positiva spiral. Handelskriget kan eskalera till nivåer som ger betydligt större effekter. IMF skissar t ex på ett scenario där en upptrappning och indirekta effekter kan dämpa USA:s tillväxt med 2 procent ackumulerat över en 3-årsperiod (se temaartikel sid 17). Skulduppbyggnaden i Kina utgör ett annat potentiellt hot som är svårare att analysera. Misstron mot Italien har åter tilltagit den senaste tiden, vilket accentuerar fortsatta långsiktiga utmaningar i eurozonen. Historien manar också till ödmjukhet när det gäller prognosmakares argument för långa och stabila framtidsprognoser. Tesen om den Nya ekonomin användes i slutet av 1990-talet bl a för att motivera skyhöga börsvärdering. Åren före Lehman-kraschen fanns tankar om att den stora moderationen (The Great Moderation) infunnit sig med idén att globalisering och andra underliggande förändringar innebar att världsekonomin framöver skulle kunna undvika stora cykliska svängningar. Att såväl börskraschen runt millennieskiftet som Lehman-kraschen på ett brutalt sätt vederlade de nya teserna **manar till försiktighet när det gäller att förkunna att "allt är annorlunda" denna gång.**

Sammantaget dominerar riskerna på nedsidan. Vi står fast vid en måttlig bias med 20 procents sannolikhet för en sämre utveckling och 15 procent för en bättre. Men det finns också en **växande negativ bias i amplituden på riskscenarierna**; potentialen uppåt är relativt begränsad medan en mer dramatisk recession inte kan uteslutas.

Börsvärderingen ter sig dock inte uppseendeväckande hög.

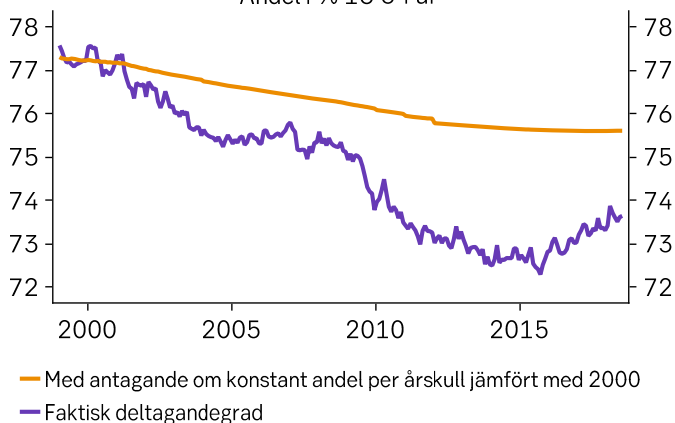
Man kan t ex jämföra dagens P/E-tal för amerikanska S&P 500 på ca 17 (ned från 19 i januari) med toppnivån på runt 24 under börsboomen i slutet av 1990-talet. Å andra sidan föregicks Lehmankraschen inte av ansträngda börsvärderingar utan P/E-talet kulminerade på måttliga 15 före Lehmankrasen. De amerikanska hushållen, som spelade en huvudroll under finanskrisens utbrott, har också pressat sina skulder markant och har därtill ett hälsosamt högt sparande. Huspriser i USA ligger också i reala termer ca 20 procent under toppnivåerna 2006.

Arbetsmarknaden i USA inte lika stram som år 2000

Även om flera ledande industriländer nu har en historiskt mycket låg arbetslöshet är utvecklingen i USA ojämfortligt viktigast för de globala konjunkturutsikterna på medellång sikt. Den öppna arbetslösheten är nu nere i paritet med nivån runt millennieskiftet och månadsnoteringen på 3,8 procent i maj var den lägsta sedan 1960-talet. Lite bredare mått tyder dock på att **resursläget inte är lika stramt som det var år 2000**. Den s k undersysselsättningen (U6) var då nere under 7 procent jämfört med dagens 7,5 procent. Sysselsättningsgraden ligger nu på 73-74 procent; ca 4 procentenheter lägre än toppnoteringar runt 2000. Demografiska faktorer spelar stor roll för detta, men om man rensar för detta och gör en kalkyl med konstant arbetsdeltagande i varje enskild årskull (se graf) antyds en betydande potential för fortsatt uppgång. Om denna kan realiseras eller inte avgörs av utvecklingen på en rad vitt skilda områden som t ex drogrelaterade samhällsproblem, pensionsnivåer, kvinnors roll i arbetslivet samt avgiftsnivåer i utbildningssystemet. Sammantaget ser vi utsikter för att sysselsättningsgraden kan öka en del från dagens nivå och att helhetsbilden talar för att **den öppna arbetslösheten kan komma ner på nivåer runt 3,5 procent**. Det innebär att det finns utsikter för en fortsatt BNP-tillväxt över trend ytterligare en tid. För år 2020 ser vi dock skäl från både utbuds- och efterfrågesidan till att BNP-tillväxten saktar in till ca 2 procent.

USA: Utrymme för ökat arbetsdeltagande

Andel i % 15-64 år



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

Inflationen vid ett nytt vägskal

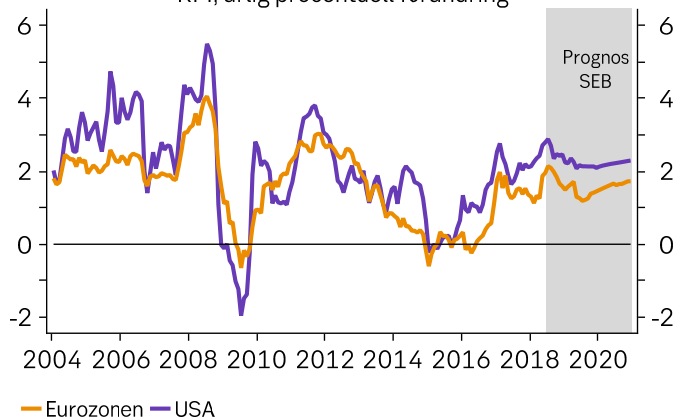
Med rekordlåg arbetslöshet i många länder blir kopplingen mellan arbetsmarknad och pris- och lönebildning (Phillipskurvan) allt viktigare. Huvudintrycket är fortfarande att löneresponsen är relativt svag. Detta kan bero på att strukturella förändringar som **robotisering, automatisering och globalisering försvagat arbetstagarnas förhandlingsposition**.

En annan förklaring till den svaga löneresponsen är att mängden lediga resurser är större än vad som tidigare antagits, t ex till följd av att fler arbetslösa återvänder till arbetsmarknaden när jobb möjligheterna ökar eller på grund av ofrivilligt deltidarbete. Därmed skulle det kunna vara så att **vi ännu inte nått den kritiska nivå (Phillipskurvas knä) där lönerna kan tänkas ta fart**.

Men bilden är inte entydig. Det tyska löneavtalet på IG Metalls område slöts i våras på högre nivåer än väntat och den senaste tiden har vi sett tydliga tecken på högre löneökningar i Japan. I USA kan man observera ett stabilt samband mellan stigande sysselsättningsgrad och högre löner. IMF påpekar också att den låga löneökningstakten **till stor del kan förklaras av att ökningstakten för produktiviteten trendmässigt saktat in**. Detta skulle i sin tur kunna bero på att andelen jobb i sektorer med låg produktivitetsnivå ökat. En liknande vägningseffekt, som dämpar genomsnittlig löneökningstakt, uppkommer när nu en ovanligt stor andel erfaren arbetskraft lämnar arbetsmarknaden. Om dessa förklaringar stämmer hålls ändå enhetsarbetskostnaden uppe, vilket betyder att **den löneökningstakt som på sikt är förenlig med inflationsmålet är lägre än tidigare**.

KPI-inflationen faller tillbaka

KPI, årlig procentuell förändring



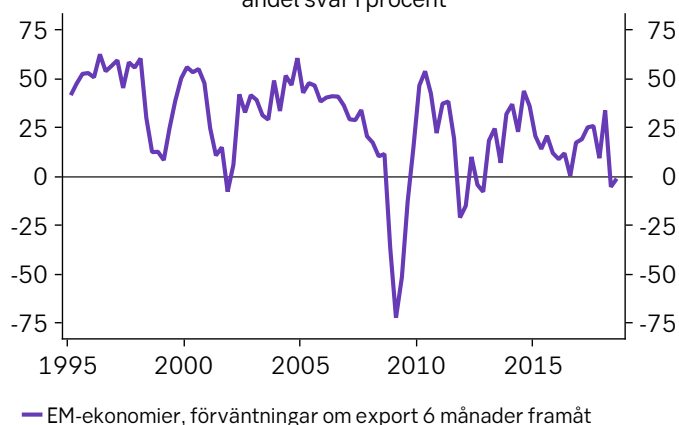
Källa: Eurostat, BLS, SEB

Den faktiska inflationstakten har den senaste tiden dominerats av en energiprisdriven uppgång och i USA har KPI-inflationen nått 2,9 procent. Vår huvudprognos är att KPI-inflationen faller tillbaka i de flesta länder när dessa prisökningar faller ur 12-månaderstalen. I USA är det också sannolikt att bidraget från hyror faller tillbaka från dagens uppdrivna nivå. I länder som Storbritannien och Sverige dämpas inflationen också framöver när inflationsimpulsen från valutaförsvagningar klingar av. Att kärninflationen under en mycket lång period trendmässigt legat klart under 2 procent talar för en fortsatt låg prognos som innebär att de flesta centralbanker även framöver får kämpa för att nå upp till inflationsmålet. Men samtidigt har riskbilden förändrats. I rådande mogna högkonjunktur **kan man inte utesluta större spridningseffekter från energi- och valutadrivna inflationsimpulser** och det är också ganska ovanligt med fallande inflation i denna konjunkturfas oavsett drivkrafter. Därtill kan det förändrade politiska landskapet skapa inflationsrisker från tullar och andra handelshinder samt, på litet längre sikt, effekter av minskad internationell öppenhet.

Oroande avmattning för EM-ekonomier

Tillväxtindikatorer för EM-ekonomierna har gradvis mattats sedan december 2017, vilket har skapat oro på valuta- och aktiemarknader. Inköpschefsindex (PMI) för tillverkningsindustrin har fallit trendmässigt hittills i år vilket är oroväckande eftersom detta brukar vara ett bra känslspröt för riskapiten. Avmattningen har varit tydligast i exportsektorn och företagen i de stora EM-ekonomierna förväntar sig fallande leveranser den närmaste tiden. Svackan i EU, och framför allt i Tyskland, har troligen haft betydelse. Många råvaruberoende EM-ekonomier har påverkats negativt av att råvarupriserna började falla i slutet på maj i spåren av vikande industrisentiment. Hot om eskalerande handelskrig, mellan framförallt USA och Kina, har troligen redan påverkat klimatet. Men med tanke på att en mycket **liten andel av global handel berörs är det troligt att effekterna blir små** om/när de väl realiserar. Att fraktkostnaderna (Baltic Dry Index) börjat stiga ger också hopp eftersom detta ofta varit en tidig indikator på stigande produktion.

EM-företag väntar sig lägre exportvolym
andel svar i procent



Källa: Institute for Economic Research (Ifo), Macrobond, SEB

Marknadsreaktionerna har varit spektakulära de senaste 4-5 månaderna. SEB:s aggregerade **valutaindex för EM föll till rekordlåga nivåer i augusti** när valutakrisen i Turkiet i viss mån spred sig till andra högriskvalutor. Stabiliseringen av den turkiska liran den senaste tiden beror i hög grad på en dold räntehöjning och minskad likviditet i terminsmarknaden. Turkiets bytesbalansunderskott kommer att minska men en rad andra faktorer som också bidrog till liras fall finns dock kvar t ex diplomatiska spänningar med USA inklusive hot om sanktioner, hög inflation, svag centralbank samt behov av refinansiering av den stora kortfristiga utlandsskulden. Därmed kvarstår risker för nya kraftiga valutaras. Det är troligt att länder som Sydafrika, Indien, Indonesien, Brasilien och Mexiko, som är känsliga för en nedgång i global riskapitet, återigen skulle drabbas. Turkiets situation utgör dock specialfall och eftersom den turkiska ekonomin bara står för 1,7 procent av global BNP **är risken ganska liten för att vi står inför något som liknar Asien-krisen 1997 eller Rysslandskrisen 1998**. Därmed är det också sannolikt att en generell nedgång i EM-valutorna skulle bli tillfällig.

En kraftig inbromsning i Kina utgör istället en större risk för global ekonomi och speciellt EM-ekonomierna. Den ekonomiska avmattningen de senaste månaderna har dock lett till att de kinesiska myndigheterna lättat på penning- och kreditpolitiken samt på de produktionsrestriktioner som syftar till att skydda miljön. Ytterligare eskalering av handelskonflikten mellan USA

och Kina är en risk som stigit de senaste månaderna, men vårt huvudscenario är att parterna når någon form av förhandlingslösning då en bred konflikt skulle skada både amerikansk och kinesisk ekonomi. Att president Trump sannolikt vill uppvisa framgång inför mellanårsvalet i november 2018 talar också för att vi går mot en överenskommelse som Trump kan hävda är en följd av att hans hårda nypor tvingat kineserna till förhandlingsbordet. Vi väntar oss därför att Kina undviker en hårdlandning och att **BNP-tillväxten mattas gradvis från 6,6 procent i år till 6,3 procent resp. 6,0 procent 2019-2020**.

BNP-tillväxt, BRIC-länder

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Kina	6,9	6,6	6,3	6,0
Indien	6,4	7,5	7,8	7,8
Brasilien	1,0	1,5	2,9	3,0
Ryssland	1,5	1,7	1,7	2,0
EM-ekonomier, totalt	4,8	5,1	5,1	5,1

Källa: OECD, SEB

Sammantaget innebär detta att vi, trots olika risker, behåller en positiv bild av tillväxtutsikterna under prognosperioden. Enligt officiell statistik ser BNP-tillväxten första halvåret ut att ha hållits uppe hyfsat för EM-aggregatet som helhet. Framöver kan den gradvisa inbromsningen i Kina kompenseras av **accele-ration i framför allt Indien, Brasilien, Indonesien och Filippinerna** samt avseende 2020 också i Ryssland, Sydafrika och Mexiko. Expansiv finanspolitik stimulerar investeringar och produktion i bygg- och tjänstesektorer blir viktiga drivkrafter som gör att BNP-tillväxten som årsgenomsnitt förblir runt 5 procent 2018-2020. Med en sådan hög tillväxt kommer utbudsrestriktioner i fokus också för EM-ekonomier. I nuläget kan vi se att inflationen generellt är på väg upp i långsam takt, främst som en följd av valutaförsvagningar men i vissa länder, t ex Indien, också drivet av alltmer ansträngt resursutnyttjande. Centralbankerna i EM-ekonomierna har svarat med att strama åt penningpolitiken och höja styrräntorna, ibland även mellan schemalagda penningpolitiska möten. Då flertalet ekonomier närmar sig fullt kapacitetsutnyttjande tror vi att inflationen fortsätter uppåt om än i långsam takt, vilket kommer leda till gradvis högre räntor i EM.

Norden växer över trend trots osäker omvärld

De nordiska länderna fortsätter att uppvisa stabil tillväxt och länderna gynnas av en god internationell konjunktur och expansiv ekonomisk politik. Handelsstörningar innebär generellt ett extra stort hot mot små exportberoende ekonomier men de hinder USA nu är på väg att införa får bara marginella effekter. I Sverige, Norge och Danmark bidrar resursrestriktioner till att bromsa tillväxten mot slutet av prognoshorisonten medan Finland har utrymme att ta igen en del mark som förlorats under de senaste 10 årens stagnation.

Svensk BNP överraskade positivt andra kvartalet och tillväxten hålls uppe över trend när stigande export och industriinvesteringar mildrar effekterna av lägre bostadsbyggande. Sannolikheten för mjuklandning på bostadsmarknaden har

därtill ökat även om stort utbud ger fortsatt prispress. Arbetslösheten faller under 6 procent men inflationstrycket förblir lågt. Stor osäkerhet inför valet och regeringsbildningen ger endast kortvariga effekter på finansiella marknader. **Den norska tillväxten är robust**, men sammansättningen förändras. Oljesektorn återhämtar sig i spåren av lite högre prisnivå samtidigt som bostadsbyggandet bromsar in. BNP accelererar från ca 1,5 procent 2018 till knappt 2,5 procent de två följande åren. **Dansk ekonomi saktar tillfälligt in 2018 då BNP-tillväxten stannar på 1,5 procent.** Stark arbetsmarknad och stigande realinkomster bidrar dock till att BNP-tillväxten åter accelererar till 2,5 procent 2019 för att sedan åter dämpas till 2,0 procent 2020. **Finland har visat motståndskraft** mot global osäkerhet hittills i år och tillväxten har växlat upp. Ökad produktion och företagsoptimism spiller över på arbetsmarknaden, vilket stärker hushållens köpkraft efter flera år av låga löneökningar och offentliga besparingar. BNP ökar med drygt 3 procent i år och 2,3 procent 2019-2020.

Norden BNP-tillväxt Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Sverige	2,3	2,9	2,4	2,3
Norge	2,0	1,4	2,4	2,4
Danmark	2,3	1,5	2,5	2,0
Finland	2,8	3,1	2,3	2,3

Källa: Nationella statistikbyråer

Normalisering av penningpolitiken på allt fler håll

Efter nära ett decennium med rekordlåga styrräntor och konventionella stimulansåtgärder ser **en försiktig normalisering av penningpolitiken nu ut att vara på gång på bredare front**. Allt fler centralbanker har hängt på Fed med försiktiga åtstramningar. Bank of Canada höjde i juli räntan för andra gången i år till 1,50 procent. Bank of England tog i början på augusti ytterligare ett steg till 0,75 procent. Näst på tur är Norges Bank som tydligt signalerat en höjning till 0,75 procent vid nästa möte 20 september. ECB bekräftade vid sitt möte i juni att obligationsköpen avslutas i år och att nästa steg blir en räntehöjning, om än troligen först efter nästa sommar. Bank of Japan kommer att tillåta större avvikelser för den 10-åriga styrräntan, vilket kan öppna för något högre räntor framöver, även om politiken med tillgångsköp och kontroll över räntekurvan består.

Det är intressant att notera att **desså åtgärder inte motiveras av några omedelbara inflationsrisker**. Pristrycket är fortsatt måttligt, speciellt om man exkluderar tillfälliga energiprisimpulser och valutaeffekter i t ex Storbritannien. Centralbankerna får således agera utan att riktigt veta i vilken grad Phillipssambandet mellan arbetslöshet och pris- och lönebildning verkligen gäller. Men med en arbetslöshet på historiskt mycket låga nivåer verkar man **ändå agera pragmatiskt och i högre grad beakta avigsidorna med den lätta penningpolitiken**. Det gäller t ex risker för ohållbar skulduppbyggnad i en miljö där utrymmet för penningpolitiken att städa upp efter nya finansiella bubblor kommer vara ytterst begränsat. Därtill kommer riskerna att bestående låga räntor leder till ineffektiv resursallokering och improduktiva investeringar. Riskerna med detta agerande är heller inte så stora eftersom den låga

inflationen ger centralbankerna flexibilitet att slå av på takten om den positiva utvecklingen i ekonomin skulle brytas.

Centralbankers styrräntor Procent

	23 Aug	Dec 2018	Dec 2019	Dec 2020
Federal Reserve	2,00	2,50	3,00	3,25
ECB (refiränta)	0,00	0,00	0,25	0,75
Bank of England	0,75	0,75	1,25	1,75
Bank of Japan	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
PBoC (Kina)	4,35	4,35	4,35	4,35
Riksbanken	-0,50	-0,50	0,00	0,75
Norges Bank	0,50	0,75	1,25	1,75

Källa: Centralbanker, SEB

Fed på väg tillbaka till neutral ränta

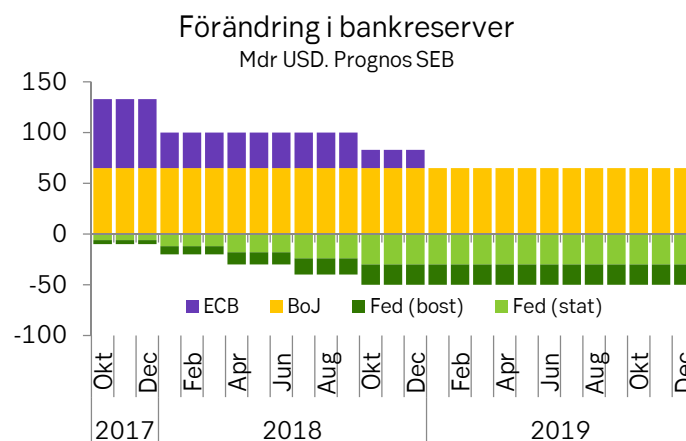
Den höga USA-tillväxten andra kvartalet har gett ökat stöd för vår prognos om totalt fyra räntehöjningar i år följt av ytterligare två nästa år, aningen mindre än **Feds** egna prognoser men alltså jämt snabbare än marknadsprissättningen. Vi tror att Fed höjer räntan ännu en gång 2020 till 3,25 procent, vilket skulle motsvara en mildt åtstramande räntenivå. **ECB** väntas gå försiktigt fram efter att obligationsköpen avslutas i år. Vi tror att ECB justerar upp sin inlåningsränta till -0,25 procent efter nästa sommar och att hela korridoren höjs i slutet av året vilket ger en refiränta på 0,25 procent. Höjningarna fortsätter sedan så att refiräntan mot slutet av 2020 når nivån 0,75 procent. Osäkerheten kring Brexit fortsätter att kasta en skugga över brittisk ekonomi och vi tror att **Bank of Englands** nästa höjning dröjer till andra halvåret 2019 när Storbritannien officiellt har lämnat unionen. I **Japan** är den beslutade höjningen av konsumtions-skatten i oktober nästa år ett skäl att skynda långsamt med åtstramningen och vi tror att styrräntan ligger kvar på -0,10 procent under hela perioden. Bland EM-ekonomierna är det penningpolitiska mönstret betydligt mer blandat och i **Kina** har bromsad tillväxt i spåren av tidigare kreditåtstramning samt oro för effekterna av handelskriget med USA fått centralbanken att genomföra olika typer av lättnader.

I Norden syns en tydlig skillnad i sättet att resonera kring penningpolitik och inflation. **Norges Bank** har valt ett framåtblickande perspektiv, med fokus på framtida löneimpulser från stigande resursutnyttjande och viss hänsyn till finansiella obalansrisker från huspriser/utlåning. Man accepterar samtidigt att det tar längre tid för inflationen att nå målet. Den aviserade höjningen i september följs av två höjningar per år under 2019 och 2020 till 1,75 procent. I Sverige tror vi att oväntat låg underliggande inflation leder till att **Riksbanken** senarelägger den första räntehöjningen till april 2019, men i en miljö där andra centralbanker börjar normalisera kan man inte utesluta en leverans redan i december i år på 10 eller 25 räntepunkter. Under 2019 och 2020 tror vi att räntan höjs med två respektive tre steg per år, vilket ger 0,75 procent, samma styrräntenivå som ECB, i slutet av perioden.

Centralbankernas balansräkning sväller ytterligare

Fed har sedan hösten 2017 i förutsägbara steg ökat sin månadsvisa bantning av den penningpolitiska portföljen (med totalt 8 procent till dagens knappa 4 000 miljarder dollar). **I höst når Fed maxnivån 50 miljarder dollar per månad**, d v s papper som går till förfall och inte återinvesteras. Vår prognos är att Fed fortsätter avveckla portföljen i denna takt. Samtidigt **trappar ECB ned månatliga köp från 30 till 15 miljarder euro**; köpen upphör vid årsskiftet och portföljen behålls under prognosperioden. För **Bank of Japan gäller att balansräkningen tillåts fortsätta växa** i en årstakt på knappt 70 miljarder dollar. Sammantaget **ökar** dessa tre centralbankers balansräkning (ökning av monetära basen) med **730 miljarder dollar i år** (+5 procent). **Under 2019 växer balansräkningen med ytterligare 180 miljarder dollar**. För hela globala centralbankssystemet

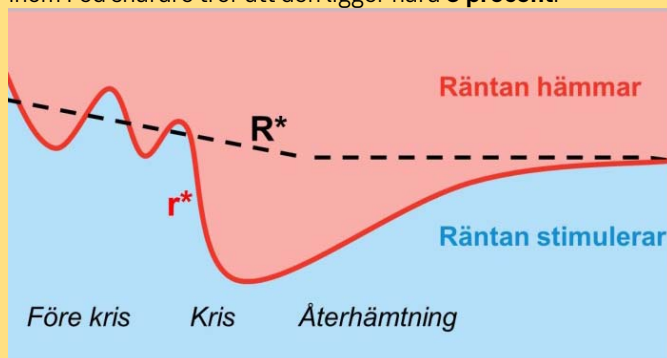
har monetära basen de senaste 10 åren därmed ökat med 16 000 miljarder dollar (motsvarar ca 20 procent av global BNP).



I blickfånget – Feds neutrala ränta

Feds fortsatta räntehöjningar kommer att intensifiera diskussionen om den neutrala räntenivån, d v s den nivå där styrräntan slår över och börjar **hämna den ekonomiska tillväxten**. Slutsatser om nivån avgör även när det är dags att **ändra kommunikationen runt politiken**: idag anser Fed att "penningpolitiken är fortsatt expansiv". Språkbruket kan i sin tur påverka marknadens bedömning av recessionsrisker m m.

New York Feds nye chef **John Williams**, som numera innehar en permanent plats i Feds räntebeslutande kommitté, har inriktat sin **forskning mot området "neutral ränta"**. Denna ränta (jämviktsräntan **R***) anger således när styrräntan **vare sig stimulerar eller hämmar** ekonomisk utveckling. **Williams hävdar** att denna nivå är **2,5 procent** medan majoriteten inom Fed snarare tror att den ligger nära **3 procent**.



Neutrala räntan är inte konstant utan **varierar över tiden** (se principskiss). Man definierar två olika typer av neutral ränta; en som enbart beror på strukturella trender (**R***) och en som därtill påverkas av tillfälliga chocker (**r***). En genomgång av olika centralbanksanalyser visar **enighet om tre slutsatser**:
1. Den strukturella jämviktsräntan **R*** har **fallit påtagligt** de senaste decennierna p g a åldrande befolkningar som ökar sparandet samtidigt som bl a svag produktivitet hållit tillbaka kapitalefterfrågan; den uppkomna **sparobalansen** pressar neutrala räntan (se streckad linje i skissen).

2. Den stora recessionen 2008-2009 orsakade ekonomiska chocker som försvagade penningpolitikens verkningskraft och därmed tillfälligt pressade ned **r*** ytterligare (se heldragen linje).

3. Fallande neutral ränta är ett **globalt fenomen** och **den neutrala reala räntan** ligger i dag på ungefär **samma nivå i många ekonomier: 0,5 procent**. Det innebär att för centralbanker som har inflationsmål på 2 procent är den **neutrala nominella styrräntan 2,5 procent**.

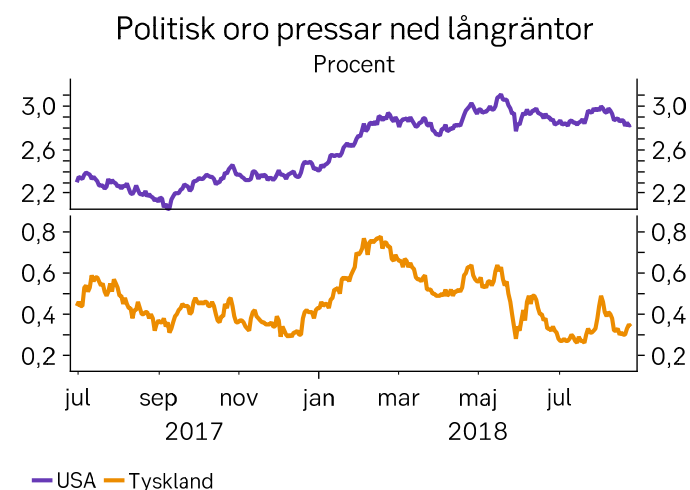
Nivåbedömningar av neutrala räntan spelar roll på flera sätt:

1. Det ger en bild av hur **stort utrymme** centralbanker har att kunna sänka nominella styrräntan i en framtida lågkonjunktur.
2. Den påverkar bilden av hur **långa räntor** kommer att utvecklas framöver.
3. Uthålligt lägre kort- och långräntor påverkar rimligheten i dels den **rekordhöga globala skuldsättningen**, dels dagens värdering av olika tillgångsslag.

Vår slutsats är i likhet med tidigare att USA:s neutrala nominella ränta just nu ligger på **run 2,5 procent men att den framöver stiger till ca 3 procent**. Det innebär att Feds slutnivå på 3,25 procent i vår prognos bara ligger marginellt över neutral nivå. Att man dessutom, trots en bantad balansräkning, kommer att ha kvar en **förstorad penningpolitisk portfölj** (QE-politiken) gör att riskerna för att detta ska bryta konjunkturuppgången är ganska små. Våra prognoser för obligations-, valuta- och aktiemarknaden tyder också på att USA:s totala finansiella förhållanden har utsikter att ligga kvar på expansiva nivåer, vilket också underlättar Feds uppgift. En styrränta på 3,25 procent i slutet av 2020 ter sig således ganska avvägd givet ekonomins ökade räntekänslighet och behovet av att kunna höja mer om inflationen stiger oväntat kraftigt.

Obligationsräntor slits mellan olika drivkrafter

Trots att flera faktorer talat för stigande globala långräntor har uppgången varit beskedlig. Den amerikanska 10-åriga statsobligationsräntan har visserligen stigit med 40 räntepunkter sedan årsskiftet, men har i stort rört sig sidledes sedan slutet av januari. För den tyska 10-årsräntan har hela uppgången i början på året raderats och nivån är nu cirka 10 punkter lägre än vid årsskiftet. Konjunkturstyrka och Feds bestämda höjningsplaner har tidvis fått genomslag på amerikanska långräntor och vid ett par tillfällen har 10-årsräntan tagit klivet över den symboliskt viktiga 3-procentsnivån. Men detta har avlösts av perioder som har dominerats av oro för handelskrig eller andra störningar som t ex eskaleringen av krisen i Turkiet. I euroområdet har konjunkturbesvikelser och osäkerhet kring Italien fått tyska räntor att falla drastiskt sedan mitten på maj.



Dragkampen mellan olika drivkrafter lär fortsätta. I USA väntas konjunkturen ge fortsatta styrkebesked och vår prognos för fedhöjningar är något aggressivare än nuvarande marknadsprissättning. Skattesänkningar och andra Trumpstimulanser innebär att årets budgetunderskott ser ut att bli det största sedan 2012. Detta bidrar i sin tur till att emissionsvolymerna i 10- och 30-åriga obligationer i nominella termer blir de största någonsin och därtill ska läggas effekter av Feds bantning av balansräkningen. Ännu en faktor som talar för stigande räntor rör den skattefrist som löper ut 15 september. Till dess kan amerikanska företag dra av pensionsinsättningar till den skattesats som gällde före skattereformens sänkning från 35 till 21 procent. Denna möjlighet har bidragit till tillfälligt högre insättningar, vilket i sin tur ökat efterfrågan på långa statspapper och pressat ned räntorna.

Det är lite svårare att värdera de krafter som håller tillbaka ränteuppgången. På kortare sikt är det troligt att fortsatt oro för eskalerande handelskonflikter bidrar till att fördröja ompriseringen av Fedutsikterna. Därtill är löne- och inflationstrycket fortsatt måttligt och **marknadens inflationsförväntningar på 5-10 års sikt**, mätt som skillnaden mellan en nominell och real ränta, **har fallit med 10-20 punkter sedan toppen i maj**. Marknaden tycks således inte vara säker på huruvida en sedvanlig sencyklisk inflationsimpuls hinner komma innan en recession bryter ut. Sammanvägningen av dessa faktorer har lett till en marginell nedjustering av ränteprognosen jämfört med maj. Vi håller dock fast vid bilden att den amerikanska 10-årsräntan passerar 3-procentsnivån till årsskiftet. Därefter

förutser vi **en långsam rörelse upp till en nivå runt 3,50 procent mot slutet av prognosperioden.**

De korta marknadsräntorna har stigit i spåren av Feds räntehöjningar och ränteskillnaden mellan en 10-årig och en 2-årig statsobligation har, sedan Feds första höjning i december 2015, **fallit från runt 120 räntepunkter till nuvarande nivå på 25 punkter**. Denna skillnad väntas fortsätta minska i takt med ytterligare Fedhöjningar, men avkastningskurvan behåller en viss positiv lutning under hela prognosperioden. Eftersom samtliga tio amerikanska recessioner under efterkrigstiden föregåtts av att kurvan inverterat (kortare räntor blivit högre långa) står den flackare räntekurvan i fokus för såväl Fed som marknadsaktörer. Tolkningen skiljer sig en del mellan de olika ledamöterna men den generella synen är att avkastningskurvan bara är en av många faktorer som bör övervägas vid utformningen av penningpolitiken. Vi har också tidigare argumenterat för att kurvlutningen blivit en mindre relevant konjunkturindikator genom att långa USA-räntor pressas ned till artificiellt låga nivåer av QE och omvärldens extremt låga ränteläge.

10-åriga statsobligationsräntor

	22-Aug	Dec 2018	Dec 2019	Dec 2020
USA	2,83	3,05	3,35	3,45
Tyskland	0,35	0,50	1,10	1,40
Sverige	0,53	0,60	1,50	1,90
Norge	1,66	1,70	2,05	2,30

Källa: Centralbanker, SEB

Även om konjunktursvackan i Västeuropa blivit mer utdragen än väntat motiverar utsikterna framöver en gradvis normalisering av ECB:s penningpolitik. ECB:s besked i juni att en räntehöjning dröjer till efter sommaren 2019 var dock något mjukare än väntat och lär lägga ett lock på korta europeiska räntor en bit in på nästa år. Att ECB väntas hålla fast vid sin plan och avsluta QE vid årsskiftet motiverar något högre långräntor, även om fortsatta återinvesteringar dämpar effekten. Givet den nedpressade nivån på tysk 10-årsränta ser vi potential för en större uppgång i europeiska långräntor än amerikanska när sentimentet vänder. Det är främst under loppet av 2019 som rörelsen sker då den tyska 10-årsräntan väntas stiga från 0,50 till 1,10 procent i slutet av året för att sedan fortsätta uppåt i långsammare takt under 2020. **Ränteskillnaden mellan USA och Tyskland krymper långsamt ned mot ca 200 punkter från dagens nivå något över 250 punkter.** Också prognosen för tyska räntor är dock något nedjusterad jämfört med maj.

Ränteskillnaden mellan svenska och tyska 10-åriga räntor har ökat sedan maj. Inledningsvis berodde detta på mer hökaktiga förväntningar på Riksbanken, men på senare tid är det mer en följd av att svenska räntor inte måktat med att följa med i de tyska räntornas stora nedgångar. Enligt marknadsprissättningen har förväntningarna på en första riksbankshöjning senarelagts efter två månader med KPIF exkl energi under Riksbankens prognos och en majoritet i direktionen som är fortsatt orolig för låg tjänste- och underliggande inflation. Givet vår prognos om att Riksbanken avvaktar med att höja räntan till 2019 och därtill köper mer obligationer än vad som emitteras tror vi att **spreaden åter kan gå ihop till runt 10 punkter**. Under början av nästa år vidgas den igen för att i slutet av 2019 ligga på 40

punkter. Den svenska 10-årsräntan väntas därmed stå i 0,60 resp. 1,50 procent i slutet av 2018 och 2019 och fortsätta stiga under 2020 när Riksbanken höjer räntan långsamt.

Förrändringar i riskapitet ger större valutarörelser

Valutamarknaden kännetecknades under sommaren av låg aktivitet med sidledes rörelser för de större valutorna. Efter att Turkiets finansiella kris eskalerat har dock valutorna börjat röra på sig. Längre var den turkiska liras försvagning ganska isolerad, men **när krisen nu börjat påverka den globala riskapiteten har också andra EM-valutor smittats**. Defensiva valutor såsom dollar och yen har generellt stärkts på bekostnad av främst mindre valutor som t ex SEK. Valutamarknaden behåller troligen detta reaktionsmönster om krisen i Turkiet eller andra viktiga EM-länder blossar upp igen. Det innebär också att de valutor som tappat mark under augusti har potential att stärkas om situationen i Turkiet stabiliseras.

Under våren stärktes USA-dollar rejält och efter några månaders stabilisering tog rörelsen åter fart när krisen i Turkiet eskalade. **Vi tolkar dollarns rörelser hittills i år som ett tecken på ett förändrat reaktionsmönster.** Under en lång period har dollar varit en av de valutor som har gynnats av stigande riskapitet, men under 2018 verkar de defensiva egenskaperna ha återkommit och de lär kvarstå framöver. Dollarn förefaller däremot alltjämt påverkas negativt av att reservförvaltare fortsätter att dra ned sin relativa dollarexponering. Takten i nedgången i globala valutareservers USD-andel saktade dock in i början på året jämfört med 2017. Vi tror heller inte att Feds fortsatta räntehöjningar ger USD något större stöd framöver. Att president Trump tydligt visat att han ogillar en stark dollar kan också ha viss psykologisk betydelse även om han inte har några konkreta möjligheter att påverka kursen. Med en någorlunda optimistisk syn på rådande internationella oroshärdar, t ex Turkiets kris, räknar vi med att **EUR/USD på kort sikt kan fortsätta något lägre men vänder uppåt igen och når 1,15 i slutet av 2018**. Under 2019 och 2020 förutser vi en ytterligare dollarförsvagning när andra centralbanker minskar gapet till Fed och EUR/USD når 1,28 i slutet av 2020.

Valutakurser

	22-Aug	Dec 2018	Dec 2019	Dec 2020
EUR/USD	1,16	1,15	1,20	1,28
USD/JPY	110	110	102	100
EUR/GBP	0,90	0,87	0,82	0,80
EUR/SEK	10,52	10,50	10,00	9,70
EUR/NOK	9,69	9,30	9,00	8,90

Källa: Centralbanker, SEB

Brexitförhandlingarna utveckling fortsätter att vara den dominerande drivkraften för det brittiska pundet. Den kraftigt undervärderade valutan gynnades under våren av framstegen i förhandlingarna, men under sommaren har ökade politiska motsättningar inom den brittiska regeringen lett till förnyad försvagning. Trots stora svårigheter när det gäller frågor som framtida handelsrelationer och gränsfrågan på Irland behåller vi en positiv syn på möjligheterna att nå ett avtal. Tillsammans med stöd från stramare penningpolitik resulterar det i ett

starkare pund på sikt. Den närmaste tiden är det troligt att pundet tar ytterligare stryk innan ett avtal finns på plats och det lär därtill dröja innan centralbanken följer upp räntehöjningen i augusti. Vår prognos är att EUR/GBP stiger över 0,90 i närtid för att sedan gradvis falla tillbaka till 0,80 i slutet av 2020 givet att förhandlingarna mynnar ut i ett avtal som ger ett mjukt och kontrollerat utträde. Skulle förhandlingarna stranda eller avtalet förkastas av något EU-land eller av Storbritanniens parlament och medföra att Storbritannien lämnar EU utan avtal nästa år är risken att pundet försvagas rejält, speciellt mot USD.

Den japanska yens defensiva egenskaper har varit tydliga hittills i år. Börsfrossa, handelspolitiska spänningar och nu senast turkietoron har alla bidragit till starkare yen. Att dollarn betett sig på ett likartat sätt har dock begränsat rörelserna i USD/JPY. Våra modeller tyder på att yenen fortfarande är långsiktigt undervärderad, men vi har ändå svårt att se en tydlig yenförstärkning i en värld med hyfsad tillväxt och något stramare penningpolitik i omvärlden. Prognosen innebär att USD/JPY handlas i ett intervall mellan 105 och 110 i år och 2019 för att på längre sikt röra sig ned mot 100.

Riksbankens agerande har påverkat kronan negativt under en längre tid. Sänkts räntebanan vid septembermötet innebär det fortsatt osäkerhet hos marknadsaktörer om det överhuvudtaget kommer att skapas tillräckliga förutsättningar för att Riksbanken ska se en räntehöjning som motiverad. Minusräntan gör det oattraktivt att deponera kapital i kronor och sätter därmed press på valutan. Turerna kring kommande riksdagsval, med en alarmistisk rapportering av internationella medier, kan också komma att påverka kronan negativt även om den normalt är relativt okänslig för politisk osäkerhet. EUR/SEK blir troligen kvar på svaga nivåer under hösten och i samband med valoro kan kursen nå en bit över 10,50. Trots att det politiska läget klarnar något under slutet av året räknar vi med EUR/SEK ligger kvar runt 10,50 vid årsskiftet för att sedan återhämta sig något till 10,00 i slutet av 2019.

Den norska kronan har inte reagerat speciellt mycket på den ekonomiska stabiliseringen i spåren av högre oljepris och centralbankens tydliga signaler om en räntehöjning redan vid septembermötet. Sommarens rekyll nedåt i oljepriset från knappt 80 till närmare 70 USD/fat samt lägre global riskapitet kan vara förklaringar till att inte köpare attraheras av valutan. Utsikter för ett något högre oljepris framöver och leverans av centralbanken väntas dock bidra till att den långsiktigt undervärderade kronan börjar stärkas. Rörelsen får efterhand stöd av att oljepriset rör sig mot 85 USD/fat samt av en betydande räntedifferens mellan Norge och eurozonen/Tyskland. Vår bedömning är att EUR/NOK faller till 9,30 under 2018 och NOK sedan fortsätter att gradvis förstärkas till 8,90 i slutet av 2020.

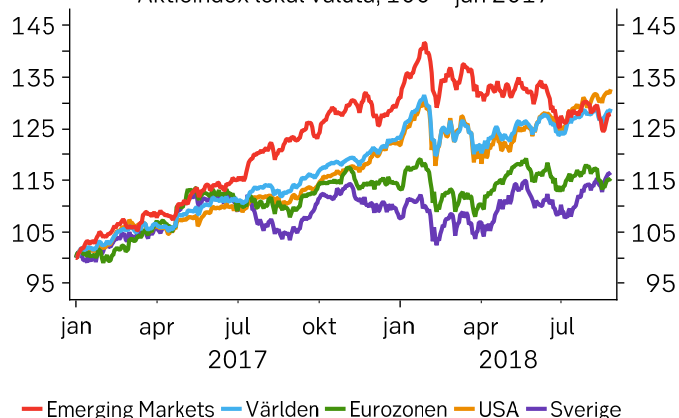
Börserna på väg in i en defensiv fas trots god tillväxt

Starka rapporter har gett stöd för börserna under sommaren och världsindex har rört sig svagt uppåt/varit stabilt, trots handelskrig och Turkietkrisen. Mönstret från i fjol med stadigt stigande kurser under låg volatilitet har ersatts av mer begränsade uppgångsfaser med tydligt högre volatilitet. Vi ser två förklaringar till detta trendsifte. Den ökade handelspolitiska oron, på sistone förstärkt av risker kopplade till eskaleringen av Turkietkrisen och dess smittoeffekter, har gett placerarna taktiska skäl att reducera risken. Detta nya mönster är också typisk för den sencykliska fas vi befinner oss i, där placerarna

gradvis börjar anpassa sig till förväntningar om kärvare tider under nästa fas i konjunkturen. Bryter man ner utvecklingen för olika sektorer/tillgångsslag **bekräftas bilden av ett mer riskavert sencykliskt beteende**. Amerikanska aktier har t ex klarat sig betydligt bättre än EM-börser, läkemedelsbolag har attraherat kapital på bekostnad av mer cykliska aktier och mer riskfyllda kreditexponeringar tappar mark mot statsobligationer. Vad gäller vissa EM-börser som t ex den kinesiska är fallen redan över 20 procent vilket historiskt brukar beskrivas som en ny trend snarare än en rekyl.

Försiktigare och mer volatila börser

Aktieindex lokal valuta, 100 = jan 2017



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

Ökat fokus på börsvärderingen är också typiskt för ett mer försiktigt sencykliskt marknadsklimat. De senaste månadernas kombination av god vinstutveckling och sidledes börser har flyttat ner P/E-talen, räknat på förväntade vinster på 12 månaders sikt, från ansträngda nivåer till mer bekväma. Globalt har noteringen rört sig från ca 17 ner till drygt 15. USA ligger fortsatt i topp och där har P/E-talet sjunkit till knappa 17 från tidigare nivåer över 18 som vi inte sett sedan IT-bubblan. Värderingen i Europa och EM är försiktigare med P/E-tal runt 14 resp. 12. Här bör dock en annorlunda sektorsammansättning noteras, korrigerat för detta hamnar EM:s P/E-tal på dryga 13. Med tanke på att vinstprognoserna konvergerar för nästa år talar värderingsargumentet därmed för de relativt sett lägre värderade marknaderna, Europa och EM. Högre inslag av cykliska sektorer (särskilt för EM) kan dock skapa motvind längre fram när konjunkturen kommer in i en lugnare fas.

Att P/E-talen kommit ner från toppen är rimligt i ett läge med förväntningar om gradvis lägre vinsttillväxt på sikt. **Vi ser därför små utsikter till stigande värdering framöver;** det mest sannolika är att P/E-talen över tid kommer ner ytterligare något. Synen på längden på den starka cykeln avgör sannolikt börsutvecklingen på lite sikt. **Vår relativt optimistiska konjunkturprognos,** inte minst för 2020 då vi förutser en högst modest dämpning av global BNP-tillväxt, **ger stöd för vår relativt positiva börssyn för de kommande tolv månaderna.** Bristen på attraktiva alternativ (rekordlåga räntor och små kredit-spreadar) skapar därtill motståndskraft under perioder med ett mera kylslaget börsklimat.

De cykliska drivkrafterna finns utan tvekan fortfarande kvar. **Vi har just bevittnat en av de starkaste rapportperioderna** på länge. I USA bidrar skattereformen till stora vinstökningar av engångskaraktär, men också de underliggande vinsterna

utvecklas väl. Konsensusprognoserna pekar mot en **global vinsttillväxt på 12-13 procent för 2018** (med USA nära 20 procent) och en nästan lika stor uppgång nästa år då utsikterna för amerikanska vinstökningar är mer i linje med det samlade snittet. Den senaste tiden har dock regionbilden börjat gå isär något då prognoserna för USA justerats upp en hel del medan Europa legat i stort still, vilket sannolikt är en spegling av divergensen i makrobilden med uppjusterade tillväxtprognoser för USA, men vissa nedrevideringar för Europa.

Sencykliskt marknadsbeteende med begränsade utsikter till stigande värdering begränsar dock potentialen och skapar risk för högre volatilitet under särskilt de närmaste månaderna, givet den politiska osäkerheten och i väntan på tydligare signaler från bolagens rapporter för tredje kvartalet. I vårt huvudscenario räknar vi dock inte med mer än tillfälliga marknadstörningar från politikhall. På något års sikt räknar vi med att börserna har kapacitet att stiga nästan i takt med vinstökningarna på runt 10 procent; motvind från något lägre värderingar ger en total potential på 6-8 procent inklusive utdelningar för de kommande 12 månaderna.

För svenskt vidkommande har sensommaren inneburit en stark period på börserna. Helårsavkastningen ligger nu några procentenheter över världsbörsernas genomsnitt. Mätt från inledningen av fjolåret släpar dock Stockholmsbörsen fortfarande efter världsbörserna med 4-5 procentenheter efter den svaga perioden i fjol höstas med bostadsoro etc. Med vinstökningar strax under 10 procent och ett P/E-tal på 15 återfinns Stockholmsbörsen i det europeiska mittfältet. En hög andel cykliska sektorer och en svag krona ger den exporttunga börsen stöd i det korta perspektivet. Starkare valuta kan bli ett problem på sikt, men kortsiktigt kan tecken på att kronan bottnat ur och vänder uppåt ge ett ökat utländskt intresse givet den låga startpunkten.

USA

Stark efterfrågan men handelsoro och resursbrist bromsar

Aktiviteten i ekonomin sköt som väntat rejäl fart andra kvartalet efter en avmattning i början av året. Förbättringen av arbetsmarknaden fortsätter och driver i kombination med skattesänkningarna och investeringar som ökar i god takt tillväxten. Inflationstrycket stiger utan dramatik men om USA:s importtullar utökas ytterligare kommer det slå igenom på både konsumentpriser och tillväxt. Fed höjde åter styrräntan i juni och väntas följa upp med ytterligare två höjningar i år.

Efter en inbromsning första kvartalet **tog den ekonomiska aktiviteten åter rejäl fart andra kvartalet** då BNP-tillväxten accelererade från 2,2 procent till 4,1 procent i uppräknad årstakt. Uppväxlingen drevs till övervägande del av privat konsumtion. Indikatorer tyder på att även tredje kvartalet inletts starkt. Arbetsmarknaden fortsätter att stärkas vilket i kombination med skattesänkningar bidrar till rekordhøgt konsumentförtroende. Investeringarna väntas fortsätta öka i god takt. Vi räknar nu med att **BNP ökar med 3,0 respektive 2,5 procent 2018-2019** vilket innebär en upprevidering med 2 tiondelar 2018. År **2020** bromsar tillväxten in till **1,9 procent** när resursrestriktioner i högre grad gör sig gällande samtidigt som effekterna av skattesänkningarna mattas. **Fed** höjde som väntat åter styrräntan i juni och vår bedömning är att centralbanken **höjer ytterligare två gånger 2018** vilket följs upp med **två höjningar** under **2019** och **en höjning 2020**.

resursläget redan är stramt. Att i en sådan situation driva upp den offentliga skulden till ca 110 procent av BNP samt öka budgetunderskottet till över 5 procent minskar det finanspolitiska manöverutrymmet i ett vikande konjunkturläge.

Demokraterna väntas ta över Representanthuset

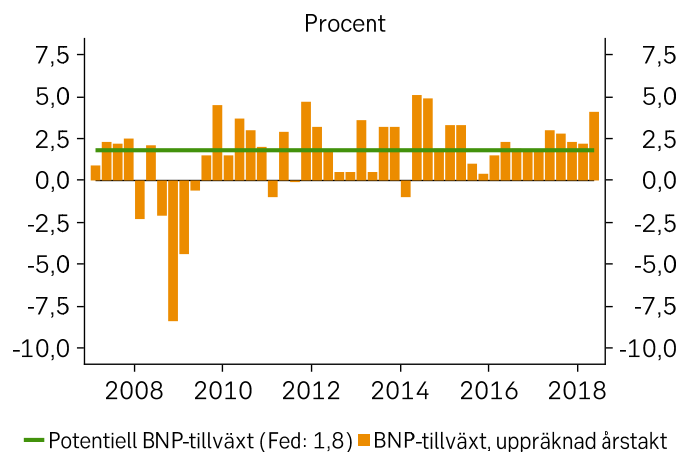
Den 6 november genomförs val till kongressen. Trumps popularitet har visserligen stigit från bottenivåerna vid slutet av 2017 men ligger ändå relativt lågt och historiskt har presidentens stöd varit viktigt för det egna partiets valresultat. Trumps polariserande personlighet och politik bidrar sannolikt till att öka valdeltagandet såväl bland motståndare som sympatisörer. Republikanerna gynnas dessutom av den starka arbetsmarknaden och stigande disponibelinkomster. Det mest troliga utfallet är att **Demokraterna tar över kontrollen över Representanthuset**, där valet gäller samtliga 435 platser, medan **Republikanerna behåller sin majoritet i Senaten**. Visserligen har man bara en knapp senatsmajoritet men partiet gynnas denna gång av valsystelet där bara en tredjedel av platserna står på spel. Demokraterna står i november inför den svåra utmaningen att försvara ett stort antal senatsplatser i delstater där Trump vann presidentvalet 2016. En delad kongress innebär att det kommer att bli svårare att driva igenom lagstiftning vilket minskar utrymmet för stora reformer under andra halvan av Trumps mandatperiod.

Fortsatt gynnsamt konsumtionsklimat

Konsumtionen ökade andra kvartalet med 4,0 procent och gav därmed ett bidrag till BNP-tillväxten på hela 2,7 procentenheter. Även om ökningstakten drevs upp av en väntad rekyl efter det svaga första kvartalet förblir **privat konsumtion** den **viktigaste drivkraften för tillväxten**. Ökande sysselsättning, något högre löneökningar samt skattesänkningar ger stigande disponibelinkomster även om dyrare bensin i kölvattnet av högre oljepris dämpar uppgången.

Kraftigt reviderade siffror visar också att hushållens sparande är betydligt högre än vad tidigare statistik indikerat. **Sparkvoten** ligger nu **nära 7 procent**, mer än dubbelt så högt som före finanskrisen. Vi har tidigare sett den låga sparkvoten som en nedsidesrisk för privat konsumtion men de uppreviderade siffrorna innebär i stället att hushållen har ett betydande utrymme för konsumtion. Hushållens balansräkningar är också starka genom att skuldkvoten gradvis pressats ned samtidigt som stigande priser på aktier och bostäder ökat förmögen-

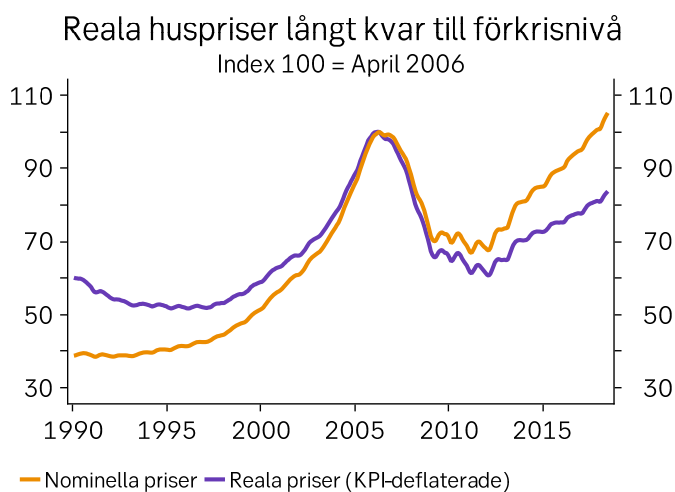
BNP-tillväxt fortsatt över trend



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

Den största nedåtrisen är kopplad till USA:s eskalerande **handelsspänningar** (se temaartikel sid 17), främst gentemot Kina men även mot Europa samt Kanada och Mexiko. De tullar som redan införts får begränsade effekter men en **eskalering kan bryta investeringsuppgången** genom att amerikanska företag senarelägger planerade utbyggnadsinvesteringar. **Huvudscenariot är att USA inför ytterligare tullar på kinesiska varor motsvarande 200 miljarder dollar** förutom de tullar motsvarande 50 miljarder USD som redan införts. På lite längre sikt finns också risker kopplade till den procykliska finanspolitiken. Stimulanserna kommer i ett skede då

heterna. I nominella termer ligger nu huspriser på historiska rekordnivåer men i reala termer är det fortfarande nästan 20 procent kvar till toppnivåerna före finanskrisen. Vår prognos är att **konsumtionsökningen hamnar på 3,0 procent 2018 och 2,8 procent 2019**. År **2020** dämpas ökningen till **2,1 procent** när sysselsättningen planar ut och impulsen från skattesänkningarna blir mindre.



Källa: Core Logic, Macrobond, SEB

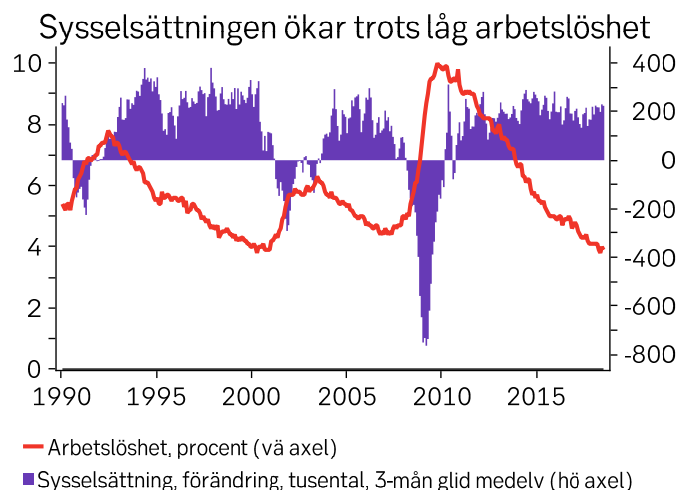
Starka investeringar men osäkerhet kring exporten

Investeringsstillväxten bromsade visserligen in något andra kvartalet men från en snabb ökningstakt och tillväxtbidraget blev nära en procentenhet. **Flera faktorer talar för att företagens investeringar ska fortsätta öka i god takt.** Kapacitetsutnyttjandet har krupit uppåt under 2018, även om det är en bit kvar till de 80 procent där investeringarna normalt skjuter fart på allvar. Samtidigt stimulerar det högre oljepriset investeringar i gruv- och oljeindustrin där kapacitetsutnyttjandet redan är mycket högt vilket pekar på att behovet av investeringar i sektorn kommer att hålla i sig. Skattesänkningarna skapar incitament för företag att tidigare lägga investeringar vilket ger lite extra stimulans 2018 och 2019. Samtidigt gör en allt stramare arbetsmarknad med flaskhalsproblem och tilltagande svårigheter att rekrytera personal att det skapas än starkare drivkrafter för företagen att öka sina investeringar. Vår prognos innebär att investeringarna ökar med 5,0 respektive 3,0 procent 2018-2019 för att sedan dämpas ytterligare till 2,5 procent 2020. Det finns en **risk att osäkerhet kring handelspolitik och tullar får företag att avvaka med investeringar**. Ännu syns inga sådana tendenser i hårddata men det är inte svårt att hitta anekdotisk information om att företag tvekar av detta skäl, vilket också Fed lyft fram.

Handelskonflikterna skapar **osäkerhet kring USA:s export**. Andra kvartalet fick exporten en extra skjuts då exportörer försökte förekomma Kinas importtullar på livsmedel (främst sojabönor och majs) och nettoexporten gav ett rejält bidrag till BNP-tillväxten (en procentenhet). Att dollarn de senaste månaderna återtagit förlorad mark dämpar dock exportuppgången framöver och under tredje kvartalet väntas en rekyl för livsmedelsexporten som faller tillbaka rejält jämfört med föregående kvartal. Samtidigt gör god inhemsk efterfrågan, som eldas på av skattesänkningarna, att importefterfrågan blir fortsatt stark. **Utrikeshandelns kraftiga bidrag till BNP-tillväxten under andra kvartalet** ser därmed ut att ha varit **tillfälligt** och nettoexporten väntas inte bli någon viktig drivkraft för amerikansk ekonomi framöver.

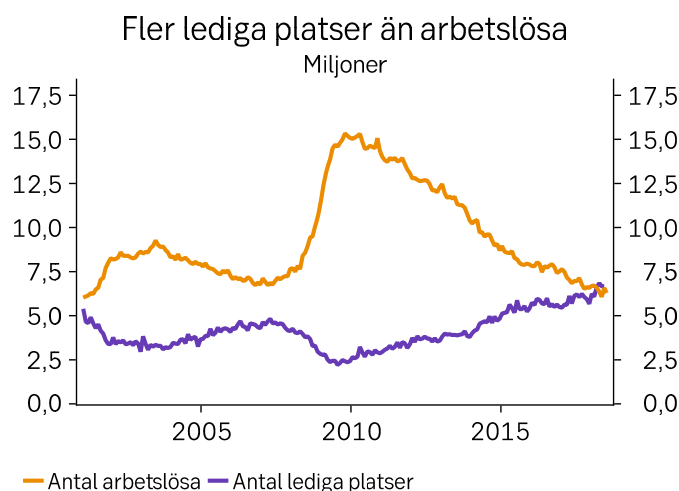
Arbetsmarknaden testas allt tydligare

Arbetslösheten är nu nere på sin lägsta nivå sedan år 2000. Noteringen på 3,8 procent i maj har inte hållit i sig mer varaktigt sedan 1960-talet. Trots detta fortsätter sysselsättningen att imponera i det sencykliska konjunkturläget. Under första halvåret 2018 ökade antalet jobb med i genomsnitt 224 000 per månad. De senaste månadernas ökning härrör framförallt från gruv- och tillverkningssektorerna. Arbetslösheten var i augusti 3,9 procent vilket är klart under Feds uppskattning av långsiktig jämviktsarbetslöshet på 4,5 procent.



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

Vår bedömning är att arbetsmarknaden fortsätter förbättras ytterligare ett tag. Andelen företag som anger att det är svårt att nyrekrytera låg i juni nära rekordnivån från 1983 vilket tyder på att arbetslösheten kommer att falla ytterligare. Ett annat tecken på att arbetsmarknaden fortsätter stramas åt är att **antalet lediga tjänster nu överstiger antalet arbetslösa**, ytterligare ett exempel på arbetsmarknadens styrka. Prognosen är att arbetslösheten minskar i långsam takt under resten av 2018 för att plana ut kring 3,5 procent 2019-2020. Historiskt har den amerikanska arbetslösheten legat nära sin bottennivå under ganska lång tid. När uppgången väl kommer i samband med recessionsutbrott brukar uppgången bli ganska dramatisk och pågå under en period av 2 till 2½ år.



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

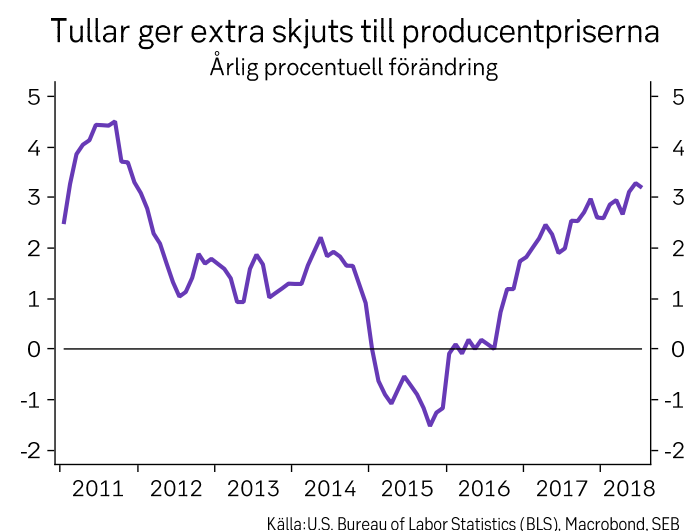
Det finns tecken på att de **flaskhalsproblem** som varit synliga en tid på arbetsmarknaden börjar tillta. Feds regionala

konjunkturrapport Beige Book pekar på allt större svårigheter för företag att rekrytera kvalificerad personal. Tecknen är tydligast inom byggsektorn men innefattar en rad yrken såsom lastbilschaufförer, arbetare inom tillverkningsindustri och IT-personal. Ökande flaskhalsproblem på arbetsmarknaden bidrar till att BNP-tillväxten börjar bromsa in mot slutet av 2019 och under 2020.

Trots låg arbetslöshet är **löneökningarna fortsatt måttliga** även om vissa lönemått pekar på en starkare utveckling. Löneökningarna var i juli 2,7 procent i årstakt (BLS-data), en viss uppväxling jämfört med 2016 och 2017 men en långsammare ökningstakt än vad som förväntas i nuvarande konjunkturläge. Vi håller dock fast vid synen att sysselsättningsökningen kommer att dämpas och i stället ersättas av accelererande lönetillväxt.

Ökat inflationstryck från flera håll

Inflationstrycket fortsätter att tillta långsamt. KPI-inflationen har dragit sig uppåt sedan början av 2018 och var i juli 2,9 procent även om baseeffekter förklarar en stor del av den senaste uppgången. Även kärninflationen har vänt upp. Så länge löneökningarna förblir måttliga är det dock osannolikt att vi får se någon kraftigare inflationsuppgång. **Mått som helårs-genomsnitt väntas KPI-inflationen hamna på 2,5 procent 2018 och 2,2 procent 2019 och 2020.** Deflatorn för privat konsumtion (PCE) uppgick i juni till 2,2 procent och Feds målvariabel kärn-PCE låg på 1,9 procent, strax under målet på 2 procent. Skillnaderna gentemot KPI förklaras till stor del av sjukvårdspriser. Vår prognos är att **kärn-PCE** som mätt som årsgenomsnitt ökar med **1,9 procent 2018** och med **2,2 procent 2019 och 2020**. Fed räknar med att inflationen kommer att ligga i paritet med målet och prognosticerar kärn-PCE till 2,1 procent 2019 och 2020.



De **tullar** som redan införts har inte påverkat KPI-inflationen. Importtullarna på stål och aluminium berör inte konsumenter direkt och USA:s tullar på import från Kina har utformats för att i så stor utsträckning som möjligt undvika konsumentprodukter och därmed skydda hushållen mot direkta prisökningar. Detta kommer dock att bli omöjligt när tullarna utökas.

Producentpriserna har accelererat tydligt sedan början av 2018 och ökade i juli med 3,2 procent i årstakt. De främsta drivkrafterna var förmodligen ökande råvarupriser på världsmarknaden i kombination med en viss dollarförsvagning men stål- och aluminiumtullarna har också spätt på

prisuppgångarna på företagets insatsvaror. Barometerdata visar också på stigande inflationsförväntningar i producentledet även om detta till viss del drivs av bensinprisuppgången.

Fed väger stark ekonomi mot handelsoro

Fed höjde som väntat styrräntan till 2 procent vid junimötet.

Samtidigt lyftes Fedledamöternas individuella prognoser för räntebanan ("dot plots") så att de nu indikerar ytterligare två höjningar i år och tre höjningar 2019. Feds officiella prognos för resten av 2018 ligger därmed i linje med vår egen. Efter sju höjningar sedan december 2015 börjar räntan nu närma sig Feds egen bedömning av den neutrala styrräntenivån på 2,9 procent, vilket gör prognoserna framöver mera osäkra.

Även om Feds egen prognos indikerar att räntehöjningarna ska fortsätta 2019 och 2020 och **Fed** har en optimistisk syn på tillväxten har man även **kommunicerat att eskalerande handelskonflikter är en nedsidesrisk**. Fed-chefen Powell varnade i juli för att ett eskalerande tullar skulle driva upp inflationstakten och samtidigt hämma tillväxten. I vårt huvudscenario där ett allvarligt handelskrig undviks är vår bedömning dock att Feds räntehöjningar fortsätter och vi förutspår ytterligare två höjningar 2019 och en höjning 2020, vilket innebär att **styrräntan hamnar på 3,25 procent vid slutet av 2020**.

Feds balansräkning har hamnat i fokus efter **kritik** mot att bantningen orsakat volatilitet på finansiella marknader i tillväxtekonomierna. Argumentet är att kombinationen av bantad balansräkning och en kraftig ökning av obligationsutbudet drivet av USA:s stigande budgetunderskott bidrar till att pressa ned dollarlikviditeten. Fed skulle därmed behöva sakta in eller helt avbryta reduktionen av balansräkningen. Detta är dock osannolikt då man haft en tydlig ambition att minskningen av balansräkningen ska bygga på förutsägbarhet. Fed har kommunicerat att balansräkningens storlek ska minskas till intervallet 2400- 3500 mdr dollar. Om Fed följer sin liggande plan dröjer det till slutet av 2019 innan man når den övre delen av intervallet. Efter snart ett år med minskande balansräkning börjar vi dock närma oss den punkt där Fed mer precist behöver specificera den långsiktigt rimliga storleken på balansräkningen. Vi räknar dock med att en sådan specificering dröjer till början av 2019.

I juni bestämde Fed även att **presskonferenser** från och med januari ska anordnas efter varje penningpolitiskt möte i stället för vartannat möte. Förändringen skulle kunna tolkas hökaktigt då varje penningpolitiskt möte nu i praktiken är "live" även om Feds ekonomiska prognoser även fortsättningsvis uppdateras vartannat möte. Även om Fed förnekar detta ger förändringen större flexibilitet och en konsekvens är att det kan bli svårare att förutspå tajming på Feds höjningar kommande år.

Tema: Trumps handelskrig

Mångfacetterat och beklagligt men tillväxtmässigt hanterbart

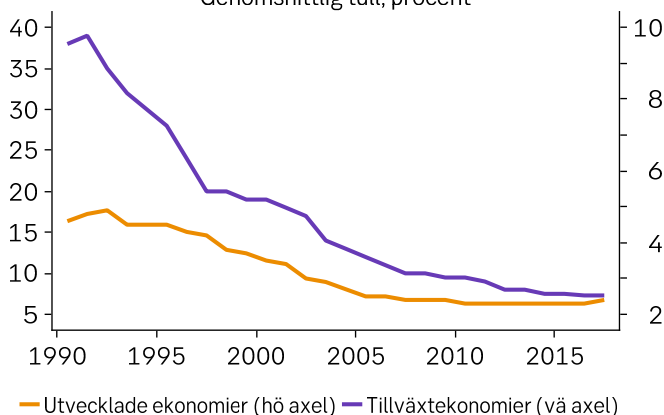
Nivån på världens importtullar har varit i en fallande trend de senaste 30 åren. Men ökad populism ger bränsle åt protektionism och handelskriget intensifieras under hösten. Idag väljer USA och resten av världen olika färdriktning för handelspolitiken. Effekten på global tillväxt är fortfarande hanterbar även med nya tullar – med USA som största förloraren – men förvärras om riskaptiten påverkar bl a tillgångspriser negativt. Centralbanker kan ställas inför dilemmat att både hantera högre inflation och nedåtrisker för tillväxt- och tillgångspriser.

President Trump har infört importtullar under 2018 med hänvisning till "nationell säkerhet". Därmed har han dragit in **USA i ett handelskrig mot resten av världen**; i första hand mot Kina, EU, Kanada, Mexiko och Japan. Omvärlden har å sin sida besvarat USA:s nya aggressiva handelspolitik med att dels införa **tullar på USA-varor** (se box på s 18), dels försöka **utöka och fördjupa**, inte försämma, **handelssamarbetet länderna emellan**. Därför är handelskriget 2018 bilateralt, inte multilateralt som på 30-talet.

Världen har hittills prioriterat sänkta tullar

En majoritet av världens ekonomier har de senaste 30 åren sett fler för- än nackdelar med att sänka tullar och därmed stimulera global handel. Och detta trots att världen 2008-2009 bevittnade den värsta ekonomiska krisen sedan den stora depressionen på 30-talet. Enligt statistik från Världsbanken var **genomsnittstullen för tillväxtekonomier 40 procent i början på 1990-talet – i dag är den drygt 5 procent**. För **utvecklade ekonomier** har tullsatsen fallit **från 5 till drygt 2 procent**. Global handel har därmed skapat lyft för ekonomisk tillväxt, välbstånd och inkomster för många människor i utvecklingsländerna. Handeln har också medverkat till prispress som skapat utrymme för låga räntor och stigande realinkomster i många utvecklade länder.

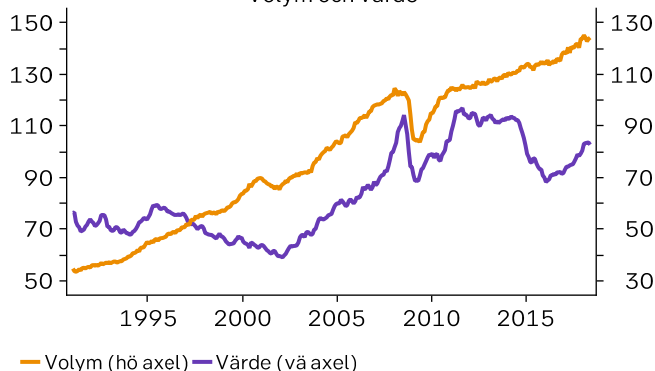
Importtullar i nedåtgående trend
Genomsnittlig tull, procent



Tullar är dock **inte det enda verktyget** som länder kan använda för att vinna fördelar på handelsområdet. Man kan t ex låta **valutan** försvagas eller ha **administrativa rutiner** kring handel som

är onödigt krångliga och långsamma. Mycket talar för att t ex Kina, trots förnekande, har låtit valutan försvagas med 8 procent mot dollarn de senaste månaderna för att dels markera missnöje med USA:s handelspolitik, dels underlätta för Kinas exportindustri när tullar försämrar kinesiska företags konkurrenskraft.

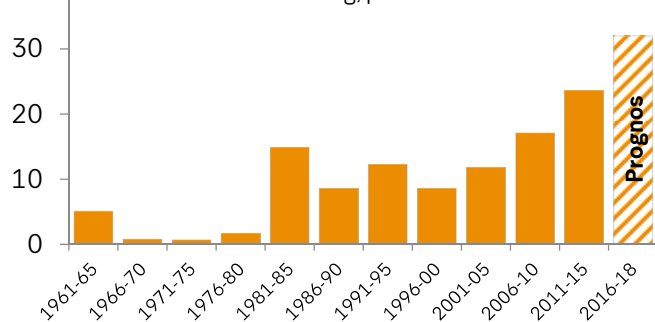
Global handel i uppåtgående trend
Volym och värde



Växthusmiljö för populism och protektionism

Val- och folkomröstningar i EU och USA de senaste åren visar att **antietablissemangskrafter har medvind**. Det innebär att populismen växer vilket ger syre till mer protektionism och isolationism framöver. Ökad **ekonomisk ojämlikhet**, främst inom länder, och migrationsströmmar ökar ytterligare spänningarna. Vi står samtidigt på tröskeln till stora teknologiska skift (ibland benämnt **4:e industriella revolutionen**) som skapar stora möjligheter men även politiska spänningar när arbetsmarknad och välfärds- och utbildningssystem ska anpassas till en ny värld.

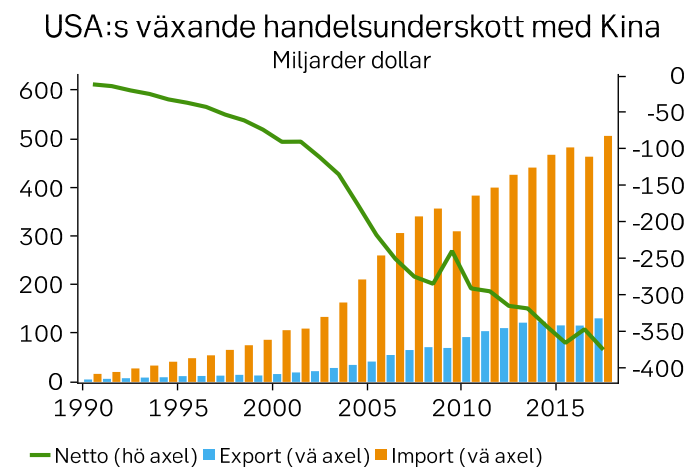
Globalt: Ökat stöd för populistiska partier
1968-i dag, procent



Finns det någon logik i Trumps handelskrig?

Historien visar att **USA har förlorat** på att införa handelshinder. George W Bushs införande av ståltullar våren 2002 gav t ex negativa effekter på tillväxt och jobb och de avskaffades redan efter ca 18 månader. Ändå tycks Trump ha flera bevekelsegrunder för att fortsätta sitt handelskrig ett tag till:

- 1. Infria vallöften.** Trump vann presidentvalet på löften om att ta tillbaka amerikanska industrijobb genom att omförhandla handelsavtal som NAFTA och TPP och att införa tullar på varor tillverkade i Kina och Mexiko. Med mellanårsvalet den 6 november behöver presidenten leverera.
- 2. Minska importläckaget.** När Trump sänker skatter och ökar offentliga utgifter (ca 1 700 miljarder dollar under två år) kommer också importen att öka. Med tullar fördras importen och efterfrågan kan styras mot amerikanska varor.
- 3. Bromsa utlandsskuldens tillväxt.** Många år med stora handelsunderskott gör att USA i dag har en skuld till utlandet på netto 7 888 miljarder (41 procent av BNP). En så stor skuld gör landet sårbart även om USA har en speciell reservvalutastatus.
- 4. Skaka om systemet.** Genom att hota med tullar tvingas länder till förhandlingsbordet. Därmed kan hinder synliggöras och hanteras på sätt som leder till ökad handeln länder emellan.



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

Handelskrig påverkar tillväxt, inflation och börs

Ett handelskrig med höjda importtullar påverkar realekonomin via i huvudsak två kanaler – direkt och indirekt.

- **Direkt:** minskad handel, störningar i globala produktionskedjor samt höjda kostnader för importerade varor (d v s inflation);
- **Indirekt:** osäkerhet sänker investerings- och konsumtionsviljan och inverkar negativt på tillgångspriser, t ex börser.

Både IMF och Bank of England (BOE) har redovisat beräkningar¹ på tullarnas effekter på tillväxt och inflation. De har något olika antaganden om hur tullarna kan komma att justeras framöver.

IMF utgår från dels **genomförda** tullar, dels **aviserade** (per den 16 juli, d v s nya tullar i handeln USA/Kina samt biltullar). Därtill adderas den indirekta effekten (**förtroendechock**). I detta scenario (worst-case) **sänks global BNP med ca 1,3 procent t o m 2021**. Motsvarande siffra för **USA är ca 2,0 procent**.

BOE antar att USA framöver **tredubblar importtullarna** mot **alla** handelspartners, d v s höjer tullarna med 10 procentenheter. Den direkta effekten bedöms ackumulerat sänka global BNP **1,2 procent t o m 2021**. Motsvarande siffra för **USA är ca 2,5 procent**. Tas hänsyn också till den indirekta effekten dubblas den negativa effekten. BOE drar även slutsatsen att världen och USA får ackumulerat 1,1 och 0,8 procentenheter högre prisnivå 2021. Det illustrerar därmed policydilemmat för centralbanker.

Handelskrig: USA, Kina och EU – de olika stegen

Handelskriget har gradvis trappats upp som framgår av tidsschemat nedan. Man kan notera att BOE:s skattningar tyder på att Kinas handelshinder mot USA är betydligt större än motsvarande hinder från USA och EU. Med de åtgärder som nu är på väg ökar därtill denna skillnad ytterligare.

Genomsnittliga bilaterala importtullar. Procent

Tullar införda av...	USA	Kina	USA	EU
...på import från...	Kina	USA	EU	USA
Nuvarande	2.6	9.1	3.3	3.0
Annonserade (5/7) inkl Trumps biltullar	4.5	14.9	6.2	7.2

Jan: USA inför tullar på solpaneler och tvättmaskiner
2 april: Kina inför tullar på USA-varor (\$ 3 mdr)
1 jun: USA inför tullar på stål/aluminium
25 jun: EU inför tullar på USA-varor (\$ 3 mdr)
6 jul: USA/Kina inför tullar på varandras varor (\$ 34 mdr)
10 jul: USA vill införa tullar på kinesiska varor (\$200 mdr)
25 jul: USA och EU enas om att fortsätta förhandla
3 aug: Kina vill införa tullar på USA-varor (\$ 60 mdr)
23 aug: USA/Kina inför tullar på varandras varor (\$ 16 mdr)

Beklagligt men tillväxtmässigt hanterbart

Det är ofrånkomligt att USA:s förändrade handelspolitik innebär nedåtrisker för t ex tillväxten. Vår bedömning är dock att IMF och BOE tenderar att överdriva effekterna om man även beaktar en rad modererande faktorer:

- 1.** Hittills införda tullar får **små effekter på global tillväxt** om inte världen plötsligt drabbas av riskaversion. Det gäller även om tullarna höjs ytterligare (enligt IMF:s antaganden).
- 2.** Handelskriget är fortfarande bilateralt (mellan USA och resten av världen) – **inte multilateralt**. Att EU och Japan nu fått ett frihandelsavtal på plats för ett område som motsvarar en tredjedel av världsekonomin bekräftar viljan till mer frihandel.
- 3.** **USA** är det land som drabbas tillväxtmässigt hårdast vilket bör påverka den amerikanska opinionen.
- 4.** Tullar medverkar till att **styra om handelsflöden** vilket också **gynnar flera länders tillväxt**. **Högt resursutnyttjande** i många länder kan dock försvåra globala produktionsomflyttningar.
- 5.** Den ekonomiska politiken kan åter föras i mer **expansiv riktning** för att ge tillväxtstöd; se t ex Kina.

Sammantaget blir slutsatsen av beräkningarna och resonemanget ovan att i frånvaro av plötslig riskaversion så har **global tillväxt fortsatt motståndskraft** mot störningar även om handelskriget skulle eskalera ytterligare något.

¹ "G-20 Surveillance Note", IMF, 18 juli 2018, samt "From Protectionism to Prosperity", Mark Carney, Bank of England, 5 juli 2018.

Eurozonen

Utdragen nedväxling men fortsatt goda utsikter

Den svaga inledningen på 2018 varade längre än väntat men vi ser fortsatt positivt på regionens utveckling. Barometrar ligger trots fall på nivåer som indikerar tillväxt över trend även om handelsoro utgör nedåtrisker. Ökad sysselsättning visar att företagen ser fortsatt expansion framöver. En starkare arbetsmarknad och finanspolitisk stimulans ger hushållen stöd. BNP ökar med runt 2 procent per år 2018-2020. Inflation och löner stiger men är låga givet ökande resursutnyttjande. ECB höjer räntan först efter sommaren 2019.

Tillväxtbesvikelser har dominerat första halvåret och svackan har blivit mer utdragen än väntat. Samtidigt hänger ett antal risker över regionen. Handelskrig och Brexit hämmar export och investeringar men effekterna blir troligen begränsade. Italienska regeringen utmanar EU:s budgetregelverk med högre räntor som resultat. **Samtidigt finns flera styrketecken** och vi fortsätter att ha en positiv syn på tillväxtutsikterna. Arbetsmarknaden går i rätt riktning, det offentliga underskottet är på lägsta nivån på 10 år, vilket öppnar för vissa stimulanser, och barometrar indikerar, trots viss nedgång, tillväxt över trend. Trots att vi förutser en viss rekyl uppåt under hösten gör det svaga första halvåret att vi **reviderar ner tillväxtprognosen några tiondelar för 2018 och 2019 till 2,1 procent**. År 2020 mattas BNP-tillväxten något bl a beroende på en allt stramare tysk arbetsmarknad.

att skapa friktion mellan Bryssel och enskilda medlemsländer. I en sådan miljö kommer man troligen att lägga fokus på att lösa de mest akuta frågorna som är nödvändiga för att hålla ihop EU-samarbetet och lägga de visionära delarna åt sidan. Valet till europaparlamentet nästa vår bidrar dessutom till en ovilja att ta upp känsliga frågor kring EU:s utvidgade roll. Vi tror att Brexit-förhandlingarna slutförs men att det först på mållinjen finns ett förslag på avtal på plats mellan EU och Storbritannien. Den politiska situationen i Italien förblir osäker genom hotet om reformer som bryter mot eurozonens budgetregler. Bedömningen är dock att avskräckande exempel från andra länder som tvingats till stora saneringsprogram gör att regeringen försöker hitta en medelväg där vallöften genomförs under en mer utdragen tidsperiod för att undvika en kraftig ränteuppgång.

BNP prognoser

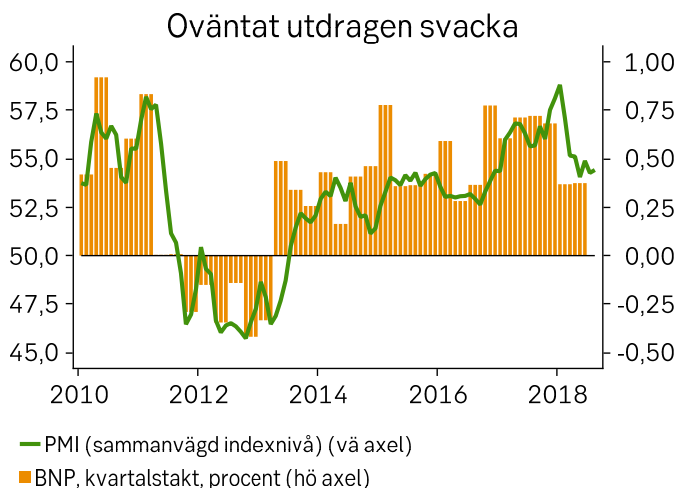
Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
Tyskland	2,2	2,0	1,9	1,7
Frankrike	2,2	1,7	1,9	2,1
Italien	1,5	1,2	1,4	1,5
Spanien	3,1	2,8	2,6	2,2
Eurozonen	2,4	2,1	2,1	1,9

Källa: Eurostat, SEB

Stabilisering efter utdragen svaghet

Perioden med **negativa dataöverskningar** har varit mer **utdragen än väntat** och även kvartal 2 blev en besvikelse. Indikatorfallet är bredbaserat men nedväxlingen har skett från uppskrivade nivåer med kulmen kring årsskifter 2017-2018. Senaste månaderna har vi sett en stabilisering på nivåer som ger stöd **för vår prognos om BNP-tillväxt en bit över trend de närmaste åren**. Tillväxtprofilen går åt lite olika håll framöver när Tyskland, vars arbetslöshet ligger på rekordlåg nivå, möter utbudsproblem och bromsar in trots en expansiv finanspolitik samtidigt som reformer i Frankrike börjar bära frukt. **Exporten har mött motvind** från en starkare valuta och globalt svagare efterfrågan och föll första kvartalet för första gången på 5 år. Industriproduktionen och orderingång har hittills i år påverkats av tillfälligt negativa faktorer, men barometerdata visar att

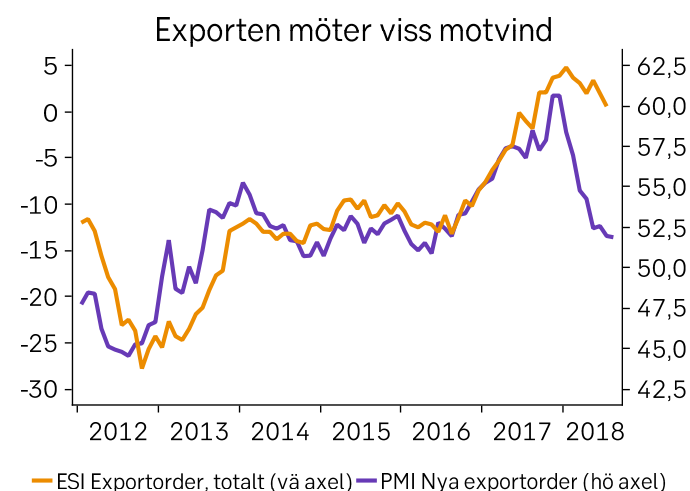


Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Politisk osäkerhet en del av vardagen

Inte oväntat har arbetet med att fördjupa den ekonomisk-politiska integrationen tappat fart i en miljö med **fokus på Brexit och handelskrig samt framgångar för euroskeptiska krafter i flera nationella val**. Den ambitiösa plan som Bryssel la fram 2017 har nu ersatts med en mer realistisk väg framåt där **frågor kring bankunionen, försvar och migration är i fokus**. Även framöver kommer integrationsarbetet att föras i motvind där slutförandet av Brexit-förhandlingar, hantering av handelskonflikter med USA och villkoren för en ny EU-budget kommer

orderstockarna ändå är starka. Export, investeringar och **industriproduktion hämmas framöver av osäkerhet avseende handelskrig och Brexit** även om effekterna är svårbedömda. Krisen i Turkiet ger effekter främst via kopplingarna till europeiska banker. Exporten påverkas bara marginellt då endast 1,5 procent av eurozonens export går till landet. Exporten till Iran är ännu mindre och uppgår till endast 0,2 procent vilket gör sidoeffekterna av de amerikanska sanktionerna försumbara för eurozonens totala export. Att världshandeln fortsätter att växa trots handelsstörningar gör att exporten ökar med ca 4 procent per år 2018-2020. Importen ökar något snabbare och **bytesbalansöverskottet faller till 3 procent av BNP 2020**.



Finanspolitiken tar steg i offensiv riktning

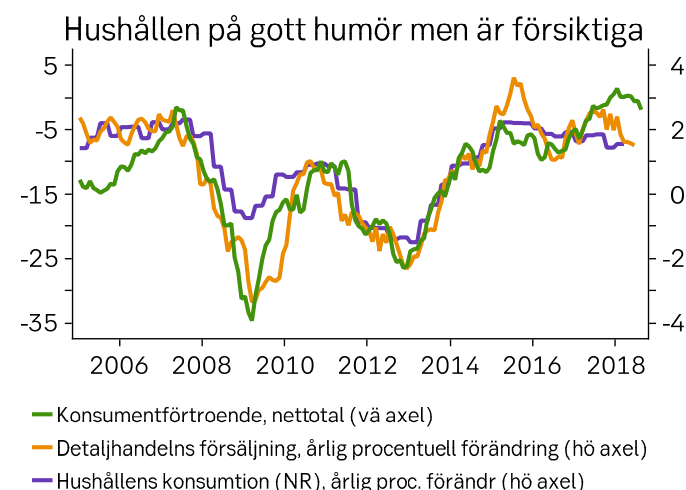
Utsikterna för de offentliga finanserna har förbättrats och 2017 föll underskottet för åttonde året i rad. Nivån under 1 procent av BNP är den lägsta på 10 år. Bara vid kulmen av tidigare högkonjunkturer åren 2000 och 2007 har budgetläget varit bättre sedan dagens regelverk infördes i mitten på 1990-talet. Förbättringen beror delvis på starkare konjunktur, men visar också att sparprogram i flera länder burit frukt. Tyskland har nu noterat överskott fyra år i rad och offentliga skulden väntas falla under 60 procent av BNP. Det är främst andra större länder som länder som Frankrike, Italien och Spanien som sticker ut negativt med underskott runt 2-3 procent av BNP.

Starkare statsfinanser öppnar nu upp för en mer expansiv finanspolitik i flera länder. Å andra sidan kvarstår problemen med hög skuldsättning i åtskilliga länder vilket skulle motivera en fortsatt konsolideringspolitik, inte minst i Italien. Vår bedömning är att det stora missnöjet mot besparingspolitiken bidrar till en omläggning till en generellt **svagt expansiv finanspolitik som stöttar återhämtningen**. I Tyskland har stimulanser motsvarande ca 0,5 procent av BNP aviserats, trots det strama resursläget. Sammantaget minskar underskottet ytterligare något och väntas nå 0,5 procent av BNP för eurozonen som helhet 2019. Tillsammans med fortsatt hyfsad BNP-tillväxt bidrar detta till att skuldkvoten närmar sig 80 procent.

Hushållen tvekar trots bättre arbetsmarknad

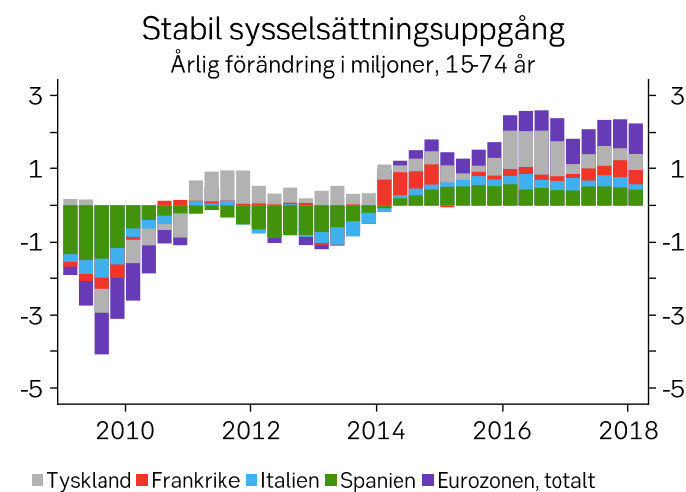
Hushållens situation förbättras i en miljö med allt starkare arbetsmarknad, låga räntor och en finanspolitik som är på väg att slå om i expansiv riktning. Därtill kommer fortsatt stark börsutveckling samt bopriser som stabiliserats eller stiger.

Konsumtionen fortsätter därför att vara en viktig drivkraft för tillväxten. Men trots alla positiva faktorer och att hushållens framtidstro legat på historiskt höga nivåer under våren har konsumtion och detaljhandel utvecklats förhållandevis svagt. Detta kan spegla en underliggande hälsosamt försiktig syn på framtiden. Krisen med stora nedskärningar i offentlig sektor finns fortfarande i färskt minne. Detta kan väcka oro för samhällskontraktet och därmed accentuera behov av egna buffertar. Sparkvoten är därtill redan nedpressad till lägre nivåer än innan krisen och fortsätter att falla. Ökningen i reala inkomster väntas stanna vid 1-1,5 procent i genomsnitt för åren 2018-2020 i en miljö med dämpade löneökningar och viss uppgång i inflation. **Konsumtionen öka med ca 2 procent per år 2018-2020.**



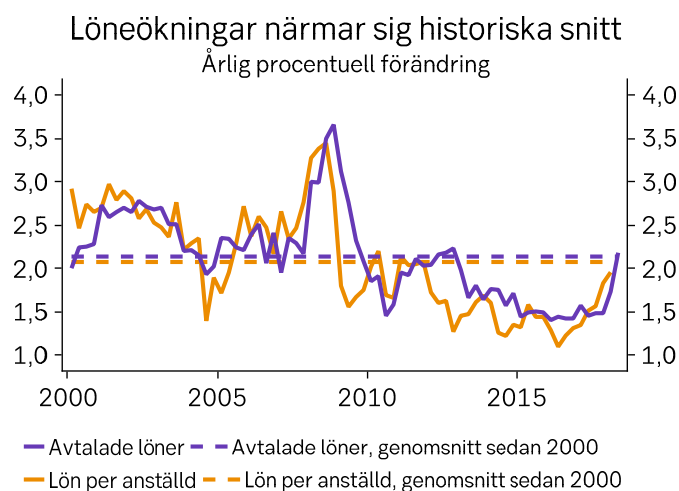
Sysselsättningen stiger utan större löneacceleration

Trots tillväxttvekan **fortsätter arbetsmarknaden att visa styrka**. Arbetslösheten föll till 8,3 procent i maj/juni. Arbetslösheten ligger nu endast 1 procentenhet över botten 2007 och nära 4 procentenheter lägre än kristoppen. Nedgången är bredbaserad men nivåerna spretar inom regionen. Den tyska arbetslösheten är nere på lägsta nivån på flera decennier medan som den spanska ligger över 15 procent; dock med ett avsevärt fall från 27 procent de senaste fem åren. Nedgången är inte lika markant i Frankrike och Italien men trenden är tydligt fallande.



Antalet arbetslösa har fallit med 5,5 miljoner de senaste fem åren och nedgången drivs av ökad sysselsättning. Det **senaste året har sysselsättningen ökat med drygt 2 miljoner** och i takt med att den tyska arbetsmarknaden blivit allt stramare har övriga stora länder blivit mer drivande i utvecklingen. Sentimentsindikatorer visar att **företagen fortsätter att ha positiva anställningsplaner**, trots överlag vikande indikatorer. Det är dock sannolikt att sysselsättningen ökar långsammare framöver främst beroende på tilltagande rekryteringsproblem. Trots en fortsatt relativt hög arbetslöshetsnivå i flera länder har företagen svårt att hitta personal enligt barometerundersökningar. Mått som **årsgenomsnitt faller arbetslösheten från 8,3 procent till 7,5 procent 2020** och arbetsmarknaden ligger därmed nära jämvikt mot slutet av prognosperioden.

Trots den stigande sysselsättningen är löneökningstakten dämpad men trenden pekar uppåt sedan ett par år. Löneökningarna har nu växlat upp till nästan 2 procent, vilket är högsta siffran sedan slutet av 2011 och bara marginellt under snittet sedan 2000. Den låga arbetslösheten i Tyskland har börjat sätta visst avtryck i lönebildningen. IG-metallavtalet slöts på en nivå runt 3½ procent och även om spridningseffekterna blir begränsade räknar vi med genomsnittlig ökningstakt runt 3,0-3,5 procent år 2020. I Frankrike och Spanien klättrar löneökningarna till 1,5-2,0 procent medan de italienska stannar runt 1 procent. **Löneökningar för regionen växlar upp till 2,5 procent 2019**, men når inte mycket högre än så kommande år.

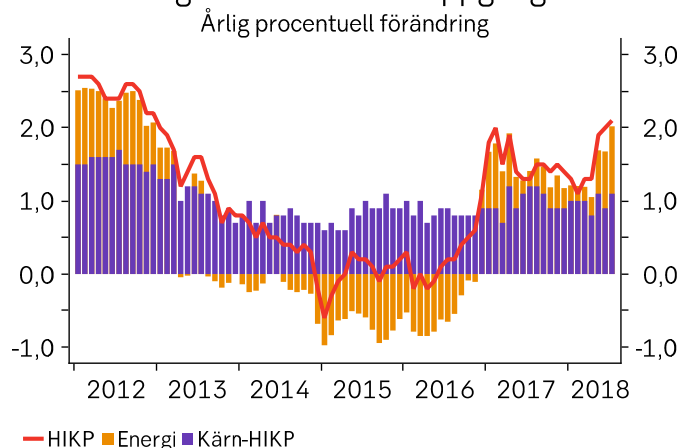


Källa: ECB (European Central Bank), Macrobond, SEB

Lågt inflationstryck trots fortsatt tillväxt över trend

Stigande energipriser har åter tryckt upp inflationen som nu legat kring 2 procent de senaste tre månaderna. I juli nådde HIKP-inflationen 2,1 procent och av de fyra stora ekonomierna låg bara Italien under 2 procent. Vår bedömning är att **uppgången inte är varaktig** och att baseeffekter från tidigare energiprisuppgång bidrar till att inflationen under hösten/vintern åter faller ner mot 1,5 procent. Med fortsatt relativt låga löneökningar fortsätter **inflationen att ligga under 2 procent hela prognosperioden**. Kärninflationen är trögrörlig och har sedan 2013 legat runt 1 procent; vi räknar med att den ligger kvar kring 1 procent till och med 2019 och därefter stiger långsamt till kring 1,5 procent. En prisuppgång på livsmedel i spåren av sommartorkan utgör upptrisk på kort sikt och det är också osäkert hur kärninflationen påverkas av andrahandseffekter från tidigare energiprisuppgång.

Energi driver inflationsuppgången



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

ECB: QE på väg mot sitt slut men räntehöjning dröjer

Vid juni-mötet satte ECB äntligen ned foten och presenterade sin exit-strategi. Obligationsköpen på 30 miljarder euro per månad fortsätter till och med september, minskas till 15 miljarder euro per månad oktober-december för att därefter avslutas. Räntor och förfallande obligationer återinvesteras tills vidare. Enligt ECB-beskedet i juni kommer **räntan att ligga kvar på nuvarande nivå åtminstone till över sommaren 2019**. Visserligen med förbehållet att planen är databeroende men vår bedömning är att det ska relativt mycket till för att den ska ändras. Återigen var beskedet en kombination av givande och tagande för att tillfredsställa både duvor och hökar. Hökarna fick ett avslut på QE-programmet och duvorna en förlängning med tre månader och en tydlig signal att räntehöjningar kommer att vänta ytterligare en tid. Om något var signaleringen om tidpunkten för första räntehöjningen duvaktig; ECB:s formulering tyder på att höjningen kommer först efter sommaren 2019, d v s nio månader efter det att QE avslutats.

Beskedet innebär att den penningpolitiska kartan för det kommande året i stort ligger fast och sannolikheten att ECB ska överraska i närtid är begränsad. Fokus ligger nu på signalering kring dels vad "efter sommaren" betyder och om bra/dålig data på marginalen kan tidigare- eller senarelägga första höjningen, dels vad som kommer att ske längre fram och hur snabba räntehöjningarna blir. Vi tror att ECB:s kommunikation står fast och att står fast och att **depositräntan höjs med 15 punkter vid septembermötet 2019** vilket gör räntekorridoren symmetrisk. **Den första refiräntehöjningen kommer därefter i december 2019** och följs av ytterligare två höjningar 2020 till 0,5 procent. Vårt att notera är att Mario Draghis mandat avslutas i oktober 2019 och eftersom ECB med Draghi vid rodret hittills aldrig höjt räntan innebär vår prognos att han får avrunda sin chefsperiod med i alla fall en höjning av depositräntan. När det gäller frågan om efterträdare ligger bundesbankschefen Jens Weidmann i topp i undersökningar som gjorts bland ekonomer men det är fortfarande för tidigt att dra några starka slutsatser av detta. Topposter inom EU och ECB är ofta ett pussel där länder ger och tar inom olika områden. Det innebär att utnämningar av andra högre chefstjänster kan ge ledtrådar om huruvida Tyskland ska få sin första ECB-chef eller inte.

Japan

Svåra policydilemman för regering och centralbank

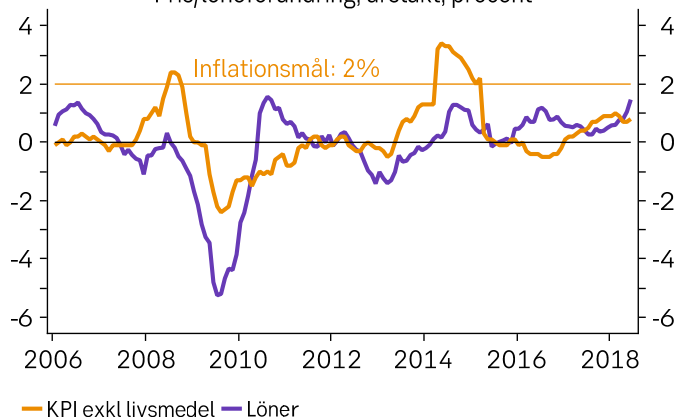
Trots tilltagande konjunkturell och strukturell motvind förblir BNP-tillväxten över trend de närmaste åren. Att produktionsgapet signalerar överhettning och arbetslösheten sjunker till 40-årslägsta räcker inte för att nå inflationsmålet 2 procent redan 2020. Effekterna av den extrema penningpolitiken på tillväxt och inflation är inte uppenbara. Bank of Japan väntas fortsätta under 2019 med tillgångsköp i syfte att styra avkastningskurvan upp till 10 år. En alltför snar monetär exit gör att även små svårvarna inflationsframgångar kan riskeras.

Japans kvartalsvisa BNP-utfall fortsätter att visa hög volatilitet. Efter en oväntat svag utveckling i början av 2018 för bl a investeringar och privat konsumtion har aktiviteteten åter vänt uppåt. Men det finns en **osäkerhet** om den underliggande **styrkan i ekonomin och inflationsutvecklingen**. Det skapar policyutmaningar för både regering och Bank of Japan (BOJ). **Tillväxttakten är i en fallande trend. I år växer BNP med 1,1 procent för att nästkommande två år bromsa in till 1,0 respektive 0,8 procent.** Det är fortsatt över trendnivå (som är 0,5 procent enligt OECD). Tillväxten mattas när finanspolitiska stimulanser fortsätter klinga av 2018, den tidigare uppskjutna momsens höjs från 8 till 10 procent i oktober 2019, OS/2020-relaterade investeringar minskar och penningpolitikens exitstrategier debatteras mer livligt.

Nedåtriskerna för tillväxten har ökat och är kopplade till förhöjd geopolitisk osäkerhet, eskalerande handelskrig – trots att Japan och EU nu undertecknat frihandelsavtal – samt snabb inbromsning i Kina. En ökad global riskaversion skulle stärka yenen, pressa exporten och därmed minska företagens redan svaga vilja att investera och höja löner. Det är ett scenario som ytterligare kan förvärras av ett alltför snabbt avslut på Abenomics och därmed öppna dörren för deflationskrafternas återkomst.

Fortfarande en bra bit kvar till 2%

Pris/löneförändring, årstakt, procent



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

Arbetslösheten väntas falla från dagens 2,4 procent till under 2 procent och nå 1,8 procent i slutet av 2020; lägsta nivå på 40 år. Sysselsättningsgraden är i dag nästan 70 procent (högsta på 50 år) och speglar reformer som gradvis lyckats öka deltagandegraden hos kvinnor och utrikes födda. Det är positiva signaler för Japans långsiktiga och stora demografiska utmaning. Ökat ut-

bud av arbetskraft, liksom digitalisering och robotisering, bidrar dock till den för inflationsmålet alltför tröga löneaccelerationen.

Premiärminister **Abe väntas bli omvald** som ledare för LDP i september. Samtidigt fortsätter omvärlden att **oroas över statsfinanserna**. I juli tvingades Abe att senarelägga målet för att uppnå budgetbalans (primärsaldot) från tidigare 2020 till 2025. En mindre expansiv finanspolitik är – trots allt – **en alltför stor risk** att ta för en ekonomi som brottas med demografisk motvind och som fortfarande präglas av deflationstänkande. Vi räknar med att **budgetunderskottet 2018-2020 blir 2,5-3,5 procent av BNP**, vilket är runt 1-1,5 procentenheter lägre än 2017. Den offentliga skulden ligger kvar på höga 235 procent av BNP.

Produktionsgapet är slutet och motsvarar en överhettning på ca 1-1,5 procent. **Lönetillväxtkurvan** (se diagram) **pekar uppåt**. Det ökar möjligheterna för BOJ att nå inflationsmålet på **”uthålligt över 2 procent”**. Samtidigt uppmuntrar regeringen företag att höja lönerna med 3 procent. Men många hushåll och företag **är inte övertygade** om att BOJ ska klara inflationsmålet; även BOJ tvivlar ”mellan raderna”. Långsiktiga inflationsförväntningar (5-10-åriga) hos hushåll, företag och ekonomer har de senaste två tre åren legat besvärande stabilt på ca 1,2 procent. **KPI-inflationen** (exkl. livsmedel) blir **0,7 2018, 1,1 2019 och 1,5 procent 2020**.

Penningpolitiken står inför ett **dilemma**. Visserligen tycks deflationen ha gett med sig men nedåtrisker för tillväxt och inflation dominerar fortfarande bilden 2018-2020. Samtidigt begränsas finanspolitikens manöverutrymme allt mer av den höga offentliga skulden och kommande demografiska utmaningar. Det talar för att BOJ behåller nuvarande policyinriktning ett tag till med räntor nära noll procent och expansion av balansräkningen.

Å andra sidan ställs frågan om effektiviteten i penningpolitiken – påverkan på tillväxt, inflation och inflationsförväntningar – och utsikterna för BOJ att kunna hantera nästa lågkonjunktur. Vi håller fast vid prognosen att BOJ försöker styra räntorna så att de ligger nära 0 procent åtminstone under 2019 och att den årliga tillväxttakten i monetära basen ligger kvar på 5-10 procent. Vi räknar med BOJ vill undvika en förstärkning av yenen som kan dämpa viljan att höja löner och sänka inflationstrycket. **I slutet av 2018 ligger USD/JPY på 110** för att nå **102 respektive 100 i slutet på 2019 och 2020**.

Storbritannien

Brexitstyrd ekonomi där förhandlingsutfall avgör framtiden

Brexitförhandlingarna går in i ett sluteskede under andra halvåret i år. Utfallet av förhandlingarna kommer helt att styra den ekonomiska utvecklingen i Storbritannien under prognosperioden. Skulle förhandlingar misslyckas är risken uppenbar att landet hamnar i en ny recession. Huvudscenariot är alltjämt att parterna når en överenskommelse som gör att tillväxten växlar upp under prognosperioden. De främsta riskerna för brittisk ekonomi är hushållens låga sparkvot och ökade underskott i handeln med omvärlden.

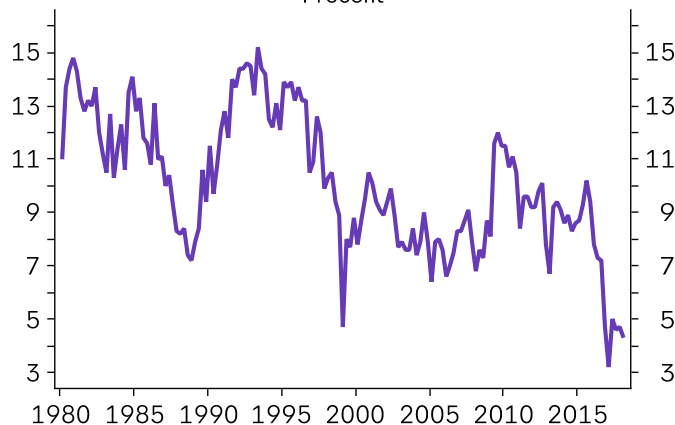
Brittisk ekonomi bromsade in rejält under första kvartalet då kvartalstillväxten stannade på ynka 0,2 procent bl a beroende på att en ovanligt kall vinter påverkade byggandet negativt. Tillväxten återhämtade sig och under andra kvartalet då BNP växte med 0,4 procent bl a genom att konsumtion och investeringar repade sig. **Risken är dock att återhämtningen blir kortvarig** om förhandlingarna skulle misslyckas under hösten (mer om Brexit nedan). Skattningar från bl a IMF indikerar att ett s k hårt utträde, utan en överenskommelse på handelsområdet och därmed ett fullständigt utträde från den inre marknaden, skulle kunna **driva in brittisk ekonomi i en recession**.

Men det är inte bara Brexit som utgör en risk. Hushållens sparkvot ligger alltjämt kvar på historiskt låga nivåer och den reala lönetillväxten ligger nära noll. Behovet av en konsolidering och ett ökat sparande hos hushållen bör rimligen dämpa efterfrågan under prognosperioden vilket är en tillväxtrisk när konsumtion utgör drygt 60 procent av BNP.

upp ytterligare till 1,3 procent 2018 för att sedan accelerera till 1,8 procent 2019 och 1,9 procent 2020, förutsatt att det blir ett ordnat utträde med ett avtal på plats. Det är en mer optimistisk bild än konsensusprognosen.

Den brittiska arbetsmarknaden är fortsatt stark. Det senaste året har sysselsättningen ökat med i genomsnitt ca 100 000 personer per månad och arbetslösheten är nu nere på 4,0 procent, vilket är en historiskt låg nivå. Normalt borde en så stram arbetsmarknad driva på lönetillväxten, men de senaste månaderna har **den nominella lönetillväxten planat ut** och föll i juni till 2,4 procent i årstakt. Det finns säkert flera orsaker till den återhållsamma löneutvecklingen såsom hård konkurrens, men en nästan obefintlig produktivitetstillväxt bidrar till att hålla tillbaka företagens möjligheter att erbjuda högre löner.

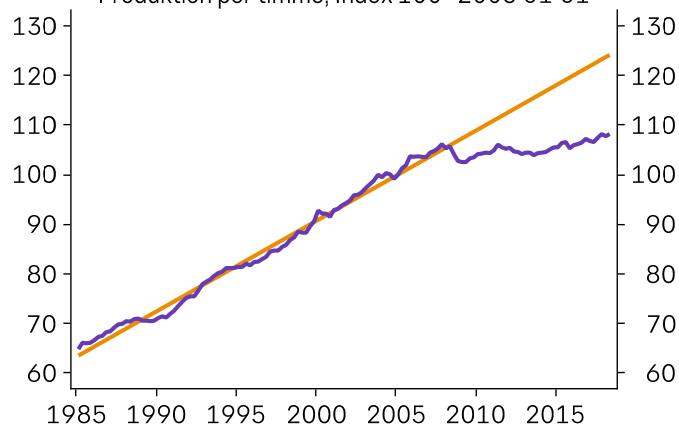
Storbritannien: Hushållens sparkvot
Procent



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

Osäkerheten om EU-utträdet verkar ha dämpat investeringarna de senaste kvartalen. Enkäter visar förvisso att företagen planerar ökade investeringar, men sannolikt avvaktar man utfallet i utträdesförhandlingarna innan man skrider till verket. Givet att förhandlingarna mynnar ut i en ny överenskommelse, vilket är vårt huvudscenario, bör investeringarna kunna växa snabbare under 2019 och 2020. Sammantaget räknar vi därför med att **BNP-tillväxten bromsar**

Produktivitetstillväxten ligger nära noll
Produktion per timme, Index 100=2005-01-01



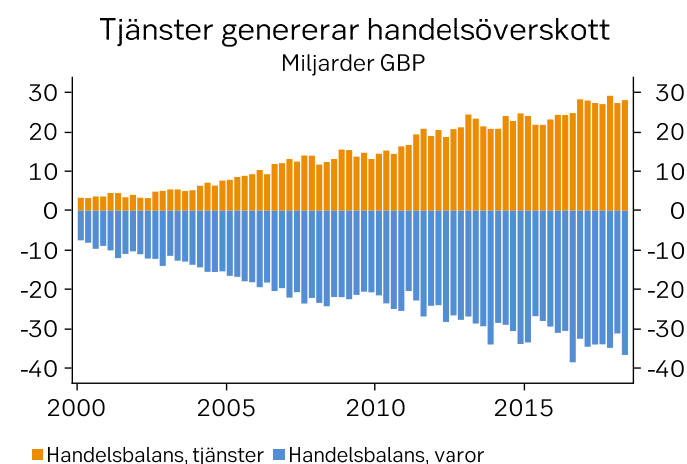
Källa: U.K. Office for National Statistics (ONS), Macrobond, SEB

Produktivitetstillväxten i Storbritannien har legat nära noll sedan finanskrisen för 10 år sedan. Tittar vi framåt så finns det ändå skäl att förvänta sig starkare produktivitetstillväxt. Historiskt brukar ökad produktivitetstillväxt gå hand i hand med starkare tillväxt, även om kausaliteten debatteras. Vidare verkar Storbritannien alltjämt eftersträva begränsningar i den fria rörligheten för arbetskraft efter utträdet från EU. Det **riskerar att ge brist på arbetskraft inom vissa sektorer, vilket talar för att den låga arbetslösheten är bestående** under prognosperioden. Redan nu visar färsk statistik att inflyttningen från andra EU-länder har fallit kraftigt. Ett sätt att kompensera för arbetskraftsbrist är ökade investeringar som lyfter

produktiviteten. Därmed kan EU-utträdet mycket väl leda till ett produktivitetslyft de kommande åren och vissa tecken på en sådan utveckling går redan att skönja.

Ett svagt pund har gynnat den brittiska exportsektorn.

Underskottet i handeln med omvärlden har halverats de senaste åren och är nu nere på runt 1 procent av BNP. Nedgången beror främst på ett växande överskott i handeln med tjänster medan underskottet i varuhandeln möjligen har stabiliserats något. Framöver finns dock frågetecken vad gäller den utvecklingen efter EU-utträdet. Allt tyder på att ett frihandelsavtal mellan Storbritannien och EU främst kommer att omfatta varuhandel, medan tjänstehandeln kommer att drabbas av olika inskränkningar. **Utträdet kan därför komma att ha en betydande negativ inverkan på brittisk bytesbalans** även om det är svårt att bedöma storleksordningen. Enligt statistiken är 69 procent av underskottet i varuhandeln relaterat till EU. Tjänstehandeln saknar motsvarande uppdelning. Vi räknar vidare med att pundet stärks om förhandlingarna med EU går i lås, vilket också borde dämpa exporten något.



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

Bank of England (BoE) verkar ta EU-utträdet med ro. Efter en återställare i november 2017 av Brexitsänkning som sommaren 2016 höjdes räntan till 0,75 procent i augusti. Vår bedömning är dock att inflationen faller tillbaka snabbare än vad BoE räknar med i sina prognoser. Redan i juli föll kärninflationen under inflationsmålet och vår prognos är att den växelkursdrivna inflationsuppgången fortsätter att mattas av under hösten. Redan i slutet på 2018 bedöms KPI-inflationen därför hamna under 2,0 procent och vi räknar med att inflationen ligger kvar under centralbankens inflationsmål under 2019 och 2020. Det gör att behovet av ytterligare höjningar minskar och centralbanken kan lugnt avvakta konsekvenserna av det brittiska EU-utträdet. Givet att det blir en mjuk Brexit tror vi att **ytterligare två räntehöjningar till 1,25 procent genomförs under andra halvåret 2019** och därefter slår BOE antagligen in på samma väg som andra centralbanker med en långsam åtstramning som innebär 2 höjningar till 1,75 procent 2020.

Pundets värde styrs nästan helt av utvecklingen i de pågående utträdesförhandlingarna och den politiska situationen i Storbritannien. Under våren skedde en viss återhämtning till följd av framsteg i Brexitförhandlingarna och förväntningar om stramare penningpolitik. Under sommaren har dock den politiska turbulensen medfört en förnyad nedåtpress på pundet. Fortsatt osäkerhet avseende utträdet gör att en riskpremie på pundet alltjämt är befogad. Vi räknar med att

pundet fortsätter att handla på en ganska svag nivå mot euron så länge osäkerheten om vad som händer med utträdet och den politiska situationen i landet kvarstår. Skulle vi få ett avtal på plats som godkänns av både EU och det brittiska parlamentet och som medför ett ordnat utträde tror vi pundet stärks redan mot slutet av 2018. EUR/GBP ligger på 0,87 i slutet på 2018, 0,82 vid utgången av 2019 och 0,80 i slutet på 2020.

Crescendo i Brexitförhandlingarna

Brexitförhandlingarna om villkoren för den framtida relationen mellan Storbritannien och EU går nu in i ett slutskede. Hittills har man lyckats enat om utträdesvillkoren och en övergångslösning som i praktiken gör att det brittiska utträdet senareläggs till den 31 december 2020. Nu återstår förhandlingar om den framtida relationen där ett frihandelsavtal och en hanterbar lösning vad gäller gränsen mellan Irland och Nordirland är viktiga beståndsdelar. Enligt den ursprungliga planen skulle ett avtal ha förhandlats fram innan EU-toppmötet i oktober, men tidsplanen framstår allt mer som orealistisk.

Hittills har oenigheten om vilken typ av framtida relation Storbritannien ska ha med EU främst funnits på den brittiska sidan och EU har gång på gång begärt att britten ska formuleras en gemensam ståndpunkt i förhandlingarna. Sprickan mellan en mer mjuk EU-vänlig falang och mer hårdföra Brexitföreträdare, som vill se en långtgående brytning med EU, har funnits ända sedan folkomröstningen men har vidgats de senaste månaderna. Det synliggjordes med den plan för framtida relationen som premiärminister Theresa May förankrade i sitt kabinett i början på juli. Den ansågs innebära ett alltför mjukt utträde där britten var fortsatt beroende av EU på flera olika områden utan något egentligt inflytande. Det fick både den brittiska chefsförhandlaren och utrikesministern att avgå i protest mot alltför långtgående eftergifter till EU och mot att Storbritannien ger avkall på sin självständighet efter utträdet.

Ännu verkar premiärministern kunna hantera situationen i partiet men risken för en regeringskris har ökat under sommaren. Skulle May tvingas bort är risken överhängande att Storbritannien kraschar ut ur EU utan något avtal i mars 2019. Utfallet i förhandlingarna mellan EU och Storbritannien beror även på EU:s förmåga till vissa eftergifter, exempelvis vad gäller inskränkningar i den fria rörligheten för EU-medborgare. Tyvärr har sannolikheten att förhandlingarna bryter samman ökat under sommaren. Några som alltjämt återstår att lösa är hantering av en öppen gräns mellan Irland och Nordirland, EU-domstolens inflytande i Storbritannien vad gäller kompatibilitet med EU-lagstiftning och Storbritanniens möjlighet att sluta egna handelsavtal med tredje land samtidigt som man i praktiken är kvar i EU:s tullunion. Alltjämt är vår bedömning att parterna lyckas enas om formerna för ett nytt avtal under hösten. Erfarenheten från politiska förhandlingar i allmänhet såväl som förhandlingarna mellan EU och Storbritannien rörande utträdesavtalet förra hösten är dock att en uppgörelse sällan nås förrän i absolut sista stund för att den politiskt ska kunna försvaras. Det talar för att intrycket av förhandlingarna de närmaste månader mycket väl kan vara ökade motsättningar mellan parterna och att en lösning ter sig alltmer avlägsen. Att kostnaderna för ett misslyckande är väsentliga både för EU, men framför allt för Storbritannien, borde ändå pressa parterna till en uppgörelse i oktober eller november.

Kina

Skuldsanering tar tillfällig paus för att understödja tillväxten

Handelskriget med USA har tvingat Kina att ompröva kreditpolitiken, samt göra penning- och finanspolitik mer expansiv för att stötta inhemsk efterfrågan. Under 2019 återgår Kina till en neutral penning- och kreditpolitik om inte handelskriget med USA allvarligt förvärras. Centralbankens politik inriktas mot att förhindra en destabiliserande yuanförsvagning som bl a skulle försvåra saneringen av stora dollarlån. Yuanen stärks med 10 procent mot dollarn fram till slutet av 2020, en utveckling som mildrar spänningen Peking-Washington.

Kinas BNP-tillväxt blev **6,7 procent andra kvartalet 2018** efter att ha legat stabilt på 6,8 procent föregående tre kvartal. Även om 6,7 procent fortsatt ligger över Pekings tillväxtmål på "runt 6,5 procent" så antyder olika indikatorer en något svagare utveckling framöver. Inhemsk efterfrågan dämpas av framför allt lägre infrastrukturinvesteringar, en effekt av stramare kreditpolitik som sjuksatts för att reducera finansiella stabilitetsrisker. Även nettoexportens bidrag till BNP-tillväxten blir mer måttligt men aktiviteten 2019-2020 hålls uppe av stigande reallöner, sjunkande arbetslöshet och därmed solid privat konsumtion. Pågående handelskrig med USA sätter exportsektorn under press och tillför nedåtrisker. **I år blir BNP-tillväxten 6,6 procent** för att sedan **sakta ned ytterligare till 6,3 respektive 6,0 procent 2019 och 2020**.

I kölvattnet av kreditåttstramningen har **företagskonkurserna stigit rejält**, vilket minskat investerarens aptit på företagsobligationer med låg kreditvärdighet. För att säkerställa god tillgång på kapital – och därmed minska tillväxtriskerna – har centralbanken (PBoC) börjat använda en ny utlåningsfacilitet (**Medium-Term Lending Facility**) i syfte att stimulera bankutlåning och investeringar i värdepapper med lägre kreditvärdighet. Myndigheterna uppmanar även större kreditgivare att driva utvecklingen genom både ökat utbud och sänkta lånekostnader för främst mindre företag. Peking gör således tillfälligt, och sannolikt kortvarigt, **avsteg från den långsiktiga åttstramningsstrategin**; ett beteende som är ganska vanligt när det gäller kinesiskt ekonomisk-politiskt beslutsfattande.

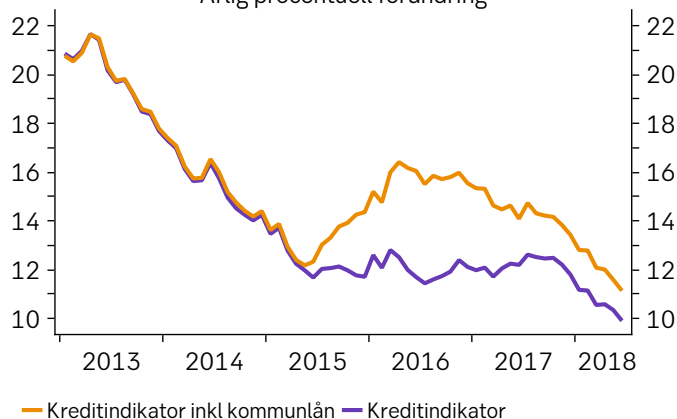
Trots att PBoC använder orden "genomtänkt och neutral" för att beskriva sin politik så har **penningpolitiken nu skiftat till att bli mer expansiv**, framför allt för om senvåren. I april sänkte PBoC reservkraven (RRR) med en procentenhet för flertalet banker. Beslutet följdes upp i juni med ytterligare 0,5 procentenheters sänkning samtidigt som man höll den kortsiktiga reporäntan stabil trots Feds junihöjning. Därtill har reporäntan med sju dagars löptid, en bra indikator för nivån på kinesiska korträntor, gradvis rört sig nedåt under 2018 vilket visar en mer expansiv politik.

Under tredje kvartalet väntas PBoC **sänka reservkravet än en gång (0,5 procentenheter)** medan in- och utlåningsräntor lämnas oförändrade för att inte försvaga yuanen; en svagare yuan riskerar att påskynda kapitalutflöden, äventyra den finansiella stabiliteten och därmed minska omvärldens intresse att investera i kinesiska aktier och räntepapper. Under 2019 väntas Kina lägga om politiken och återgå till huvudspåret. Centralbanken håller sin ut- och inlåningsränta oförändrad på 4,35/1,50 procent to m 2020 men **höjer reporäntan med 5 pkt under sista kvartalet 2018 och med sammanlagt 20 pkt under 2019 till 2,80 procent**. Därmed medverkar korträntedifferensskillnaden till att **minska uppåtrisken i USD/CNY**.

Regeringen ska under återstoden av 2018 bedriva en mer **"expansiv och proaktiv finanspolitik"**. Politiken omfattar bl a skattesänkningar. För 2018 har Kina målsättningen att sänka skatter och avgifter med 1 100 miljarder yuan (1,3 procent av BNP). Detta belopp utökas nu med 65 miljarder yuan och medverkar till att stötta tillväxten. Till detta kommer de specialobligationer som Peking avser att emittera för att finansiera infrastrukturprojekt på lokal och regional nivå.

Den kinesiska yuanen har hittills under 2018 försvagats med ca 5 procent mot dollarn (framför allt under sommaren) och nådde nästan 6,90 i augusti. För att försöka förhindra att yuanen når den psykologiskt viktiga nivån 7 mot dollarn, som riskerar att ytterligare skapa spänningar mellan Peking och Washington, införde PBoC i augusti 20-procentiga reservkrav på valutaterminer. Det gör det mer kostsamt att finansiera korta positioner i yuan. PBoC står också beredd att vidta ytterligare åtgärder för att stabilisera valutamarknaden. **Vi räknar med att USD/CNY handlas till 6,80 i slutet på 2018**. Med en omsvängning av penningpolitiken under 2019, och Pekings mål att uppmuntra ett inflöde av utländskt kapital, **stärks yuanen mot dollarn till 6,50 respektive 6,40 i slutet av 2019 och 2020**. PBoC väntas hålla emot en alltför stor yuanförstärkning så länge handelskriget pågår med USA.

Kreditväxten har redan bromsat in
Årlig procentuell förändring



Källa: SEB

Indien

Stramare penningpolitik och stark tillväxt stabiliserar valutan

Aktiviteten i ekonomin fortsatte att accelerera första kvartalet och ekonomiska data pekar på god tillväxt även framöver. Centralbanken har agerat för att motverka den accelererande inflationen och höjde styrräntan i juni och augusti. Rupien har försvagats rejält men stramare penningpolitik och god tillväxt gör att utrymmet för ytterligare försvagning är begränsat. Om Modiregeringen går starkt ur valet nästa vår ökar sannolikheten för strategiska reformer på områden som arbetsmarknad och landköp.

Första kvartalet växlade åter BNP-tillväxten upp och nådde 7,7 procent i årstakt. Privat och offentlig konsumtion, som gynnats av att regeringen lagt om finanspolitiken i mer expansiv riktning inför valet våren 2019, har troligen varit de viktigaste drivkrafterna. Ekonomiska data indikerar fortsatt styrka andra kvartalet även om BNP-tillväxten sannolikt mattas något (publiceras 31 augusti). Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin ligger kvar klart över 50-nivån och var i juni uppe på den högsta nivån på sex månader samtidigt som näringslivets förtroendeindikatorer har stärkts. Även hårddata såsom industriproduktion och bilförsäljning pekar på en god utveckling. Vår prognos är att **BNP ökar med 7,5 procent 2018 och med 7,8 procent 2019 och 2020**. För 2018 och 2019 innebär det en uppjustering med 0,2 respektive 0,3 procentenheter jämfört med majprognosen.

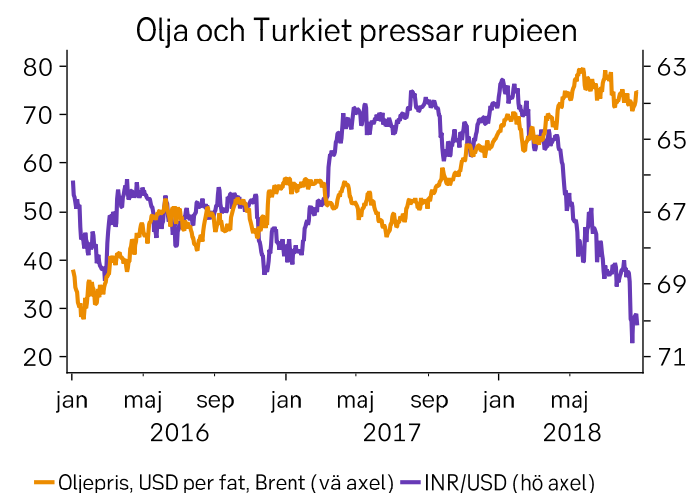
Indien gynnades länge av trendmässigt fallande energipriser men när **oljepriset nu åter stigit pressas ekonomin på flera fronter**. Underskottet i handelsbalansen har ökat och regeringen har sänkt bränsleskatterna för att mildra effekterna för den privata sektorn. I spåren av detta har regeringen även sänkt ambitionerna att få ned budgetunderskottet vilket orsakat viss finansiell oro och bidragit till en försvagning av rupien. Med ett väntat oljepris kring 70-80 USD/fat framöver blir dock de negativa effekterna på statsbudget och tillväxt begränsade.

I juli föll KPI-inflationen från 4,9 procent i juni till 4,2 procent, strax över målet på 4 procent. Nedgången var oväntat stor och drevs av fallande livsmedelspriser. Kärninflationen ligger dock kvar på en hög nivå efter att ha stigit i spåren av ökande kapacitetsutnyttjande. Inflationförväntningarna steg tydligt andra kvartalet vilket i kombination med god tillväxt och expansiv finanspolitik talar för ett fortsatt betydande pristryck. **Mått som årssnitt väntas inflationen hamna på 4,6 procent 2018 och 4,8 procent 2019 och 2020**.

Centralbanken har redan agerat för att motverka inflationen och **höjde styrräntan i juni och augusti** till nuvarande 6,5 procent. Det var de första höjningarna sedan början av 2014. Centralbanken har kommunicerat att det är inflationen som i första hand ligger bakom räntehöjningarna. Även om KPI-inflationen föll tillbaka oväntat mycket i juni är statistiken volatil och flera faktorer bidrar till ett fortsatt högt pristryck. Vår prognos är att **styrräntan höjs ytterligare två gånger 2019 och en gång 2020 till 7,25 procent**.

Val till underhuset (Lok Sabha) ska genomföras i **april-maj 2019**. Framgångar för Modis BJP i lokalvalen tyder på att

väljarna har förtroende för regeringens reformpolitik även om resultaten under den gångna mandatperioden inte riktigt nått upp till de högt ställda förväntningarna. En **rad reformer** har visserligen **genomförts** som bidrar till lite högre tillväxt på sikt (inflationsmål, konkurslagstiftning, valutareform, nationell försäljningsskatt etc). **Implementeringen** av reformer har dock **skötts dåligt i flera fall** t ex valutareformen och det misslyckade försöket att privatisera Air India. Därtill kan man konstatera att **reformer har uteblivit på viktiga områden** som arbetsmarknaden och lagstiftningen kring landköp. Om BJP lyckas flytta fram sina positioner ytterligare i valet skapas bättre förutsättningar för framsteg också på dessa politiskt känsliga reformområden.



Källa: Macrobond, SEB

Rupien har nått **historiska bottenivåer mot dollarn** och har sedan årsskiftet tappat omkring 9 procent. Valutan påverkas negativt av det högre oljepriset, oro kring statsfinanserna samt underskott i handelsbalansen. På senare tid har rupien även dragits med i oron kring Turkiet. Risken för ytterligare försvagning är dock begränsad mot bakgrund av stramare penningpolitik och goda tillväxtutsikter. Vår prognos är att **USD/INR vid slutet av 2018, 2019 och 2020 ligger på 70,0, 68,5 respektive 68,0**.

Ryssland

Momshöjning och sanktioner dämpar tillväxten

BNP-tillväxten accelererar något i år tack vare ökad oljeproduktion och starkare konsumtion som drivs av högre löner och historiskt låg inflation. Stram finans- och penningpolitik – inklusive en momshöjning 2019 – håller dock expansionen under trendnivå. Initiativ kommer att tas för att nå de mål som president Putin presenterade i maj, men genomgripande reformer är inte att vänta. Rubeln har försvagats och kommer att vara pressad så länge som hot om ytterligare amerikanska sanktioner ligger kvar.

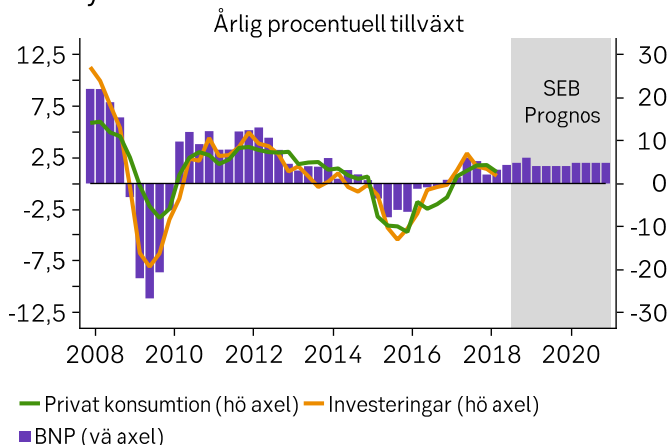
Ekonomi växte första halvåret med preliminärt 1,6 procent i årstakt. BNP-tillväxten kommer dock troligen att skrivas upp något till följd av reviderad industriproduktion. Ändå ligger expansionstakten långt under den ca 4,5-procentiga tillväxt som president Putin behöver för att uppfylla sitt vallöfte att göra Ryssland till en av världens fem största ekonomier och sluta utvecklingsgapet till omvärlden. Jordbrukssektorn har växt något svagare än väntat men industriproduktion och detaljhandel, som fått lite skjuts av fotbolls-VM, har gått bättre. Vi väntar oss att ekonomin accelererar något under andra halvåret tack vare högre världsmarknadspriser på jordbruksprodukter och stigande oljeproduktion och att tillväxten hamnar på 1,7 procent som årsgenomsnitt 2018. Budgetåttstramningar, med bl a en momshöjning från 18 till 20 procent, bidrar till att **BNP-tillväxten ligger kvar på låga 1,7 procent 2019. År 2020 förväntar vi oss att ekonomin växer nära sin potential på ca 2 procent.** Ytterligare sanktioner kommer sannolikt införas av USA under hösten och om de blir hårdare än förväntat utgör de en tydlig nedåtrisk för prognosen.

prognos om en fortsatt relativt stram penningpolitik kommer inflationen att falla tillbaka till 4-procentmålet 2020. Vi tror att centralbanken under resten av 2018 avstår från räntesänkningar och låter styrräntan ligga kvar på 7,25 procent för att undvika en ytterligare valutaförsvagning. Centralbanken syn är att den neutrala räntan ligger på 6-7 procent och vi tror att man nästa år kan börja sänka räntan mot neutral nivå utan att äventyra inflationsmålet. Styrräntan väntas ligga på 7,0 procent i slutet av 2019 och på 6,5 procent i slutet av 2020 när inflationsförväntningar förankrats runt målet. **Rubeln väntas stå i 67 per dollar vid slutet av 2018 och sedan försvagas gradvis till 71 mot slutet av år 2020;** prognosen domineras dock av risker som kan försvaga rubeln än mer.

Statsfinanserna har sanerats kraftigt och budgeten visade ett litet överskott andra kvartalet. Den nya treårsbudgeten sätter upp ambitiösa mål som att sänka den nivå på oljepriset som är förenlig med budgetbalans till 50 USD per fat och att öka statens budgetreserver till 13 procent av BNP. Samtidigt kommer de mål som Putin presenterade i maj när han svors in för en ny presidentperiod att kräva ökade utgifter. Regeringen ska bl a förbättra demografin, sjukvården, utbildningssystemet, bostäderna, miljön, infrastrukturen, vetenskaplig utveckling samt den digitala ekonomin. Finansiering ska komma från momshöjning, effektivisering av skatteuppbörd, höjda vinstkrav på statliga bolag samt högre oljeintäkter. Att utgifterna i hög grad kommer att ligga utanför budgeten försämrar transparensen och därmed möjligheterna att analysera resultaten. Beslutet att höja pensionsåldern har genererat starka protester och kan komma att modifieras något, men det kommer inte att dras tillbaka då pensionssystemet inte skulle klara det. Putin har tillräckligt med politiskt kapital för att hålla fast vid beslutet. Att döma av den senaste tidens utveckling väntar vi oss att budgeten balanseras under åren 2019-2020 och att reservfonderna fylls på igen. Statsskulden stabiliseras därmed runt 16 procent av BNP.

Ökningen i Rysslands internationella reserver har stannat av, vilket är ett tecken på att kapitalinflödena minskat efter införandet av nya amerikanska sanktioner. Volatiliteten kommer öka ytterligare då vi räknar med ytterligare sanktioner. Vi tror dock inte att USA går så långt att man förbjuder handel i ryska statspapper, vilket skulle kunna höja räntenivån med ca en procentenhet.

Ryssland: Stabil BNP-tillväxt runt trend



Källa: Russian Federal State Statistics Service (Rosstat), Macrobond, SEB

Inflationen bottnade ut på 2,2 procent i årstakt i februari och låg på 2,5 procent i juli. Inflationen kommer att stiga gradvis under hösten på grund av ökande konsumtion drivet av starka lönestegringar. Rubeln har det senaste året försvagats med 10-15 procent mot dollarn, vilket tillsammans med baseffekter också bidrar till att lyfta inflationen till inflationsmålet på 4 procent vid slutet av året. Momsökningen kommer höja inflationen ytterligare till strax över inflationsmålet 2019, men med vår

Sverige

Tillväxt över trend men låg inflation gör att Riksbanken tvekar

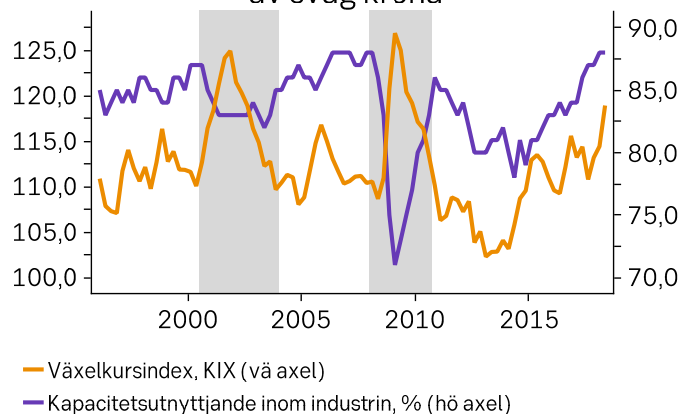
BNP-tillväxten hålls uppe över trend när stigande export och högre investeringar i industri och offentlig sektor kompenserar för minskat bostadsbyggande. Sannolikheten för en mjuklandning på bostadsmarknaden har ökat även om ett stort utbud innebär fortsatt prispress. Arbetslösheten faller under sex procent mot slutet av 2018, men underliggande pris- och lönetryck förblir dämpat. Riksbanken avvaktar till april 2019 vilket gör att kronan förblir svag. Regeringsbildningen efter valet blir komplicerad men finansiell oro kan undvikas

Bilden av en relativt god BNP-tillväxt har förstärkts de senaste månaderna även om indikatorer för produktion och arbetsmarknad varit lite blandade. Ett starkt andra kvartal har bidragit till att **vi justerar upp BNP-tillväxten från 2,6 till 2,9 procent 2018 och från 2,2 till 2,4 procent 2019**. Exporten och industrin har det senaste året blivit allt viktigare tillväxtmotorer, vilket dämpar BNP-konsekvenserna av det kraftiga omslaget i bostadsbyggandet. Den expansiva ekonomiska politiken bidrar till att BNP även **2020 växer något över trend** då vi förutser en **tillväxt på 2,3 procent**. Kapacitetsrestriktioner såväl i exportindustrin som generellt på arbetsmarknaden börjar dock gradvis göra sig gällande. I en sådan situation blir stimulans effekterna av den svaga kronan begränsade. Obalanserna på bostadsmarknaden fortsätter att utgöra den huvudsakliga nedåtrisen, men indikatorer för både huspriser och byggvolymen pekar på en stabilisering. Därmed har sannolikheten för en mjuklandning på bostadsmarknaden ökat även om **stigande utbud kommer att testa marknaden under hösten**.

dast gradvis de närmaste åren och KPIF närmar sig åter målet först i slutet av prognosperioden. Låg underliggande inflation gör att vi står fast vid prognosen att **Riksbanken väntar med att höja räntan till april 2019**. Tendenser till ökad splittring i direktionen gör dock att man inte kan utesluta en leverans redan i december i år i linje med den senaste räntebanan. **I slutet av 2020 förutser vi en reporäntenivå på 0,75 procent**.

Pågående valrörelse har inte bringat någon klarhet i regeringsfrågan. Vi håller fast vid vår bedömning att **det mest sannolika utfallet är en moderatledd alliansregering**. Partiernas olika syn på relationen till Sverigedemokraterna innebär dock att risken för regeringsombildningar och extraval förblir hög de närmaste åren. Ändå är en politisk riskpremie ganska avlägsen bl a mot bakgrund av starka statsfinanser och en tradition av att kunna nå breda överenskommelser i krislägen (se tema sid 33).

Högt kapacitetsutnyttjande bromsar effekter av svag krona

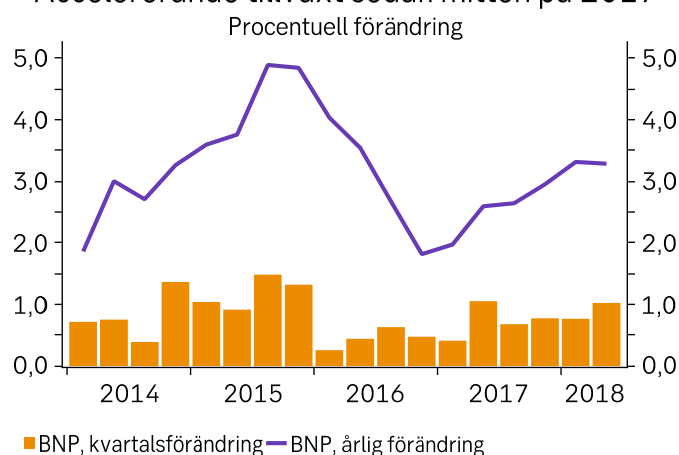


Källa: Konjunkturinstitutet, Riksbanken, SEB

Minskande handelsöverskott trots stark export

Varuexporten har det senaste året stigit med nästan sex procent; den högsta ökningstakten sedan rekylen efter finanskrisen 2010-11. Sedan i våras kan en viss avmattning skönjas, men de senaste månaderna har sentimentsindikatorer åter vänt uppåt. Detta stödjer vår prognos att svackan, i linje med omvärlden, är temporär och att exporten fortsätter att öka i ganska god takt framöver. **Vi tror dock att expansionstakten kulminerade i början av 2018**, eftersom det höga kapacitetsutnyttjandet i industrin begränsar volymeffekten av vårens betydande kronförsvagning. **Tjänsteexporten har de senaste åren varit i**

Accelererande tillväxt sedan mitten på 2017



Källa: SCB

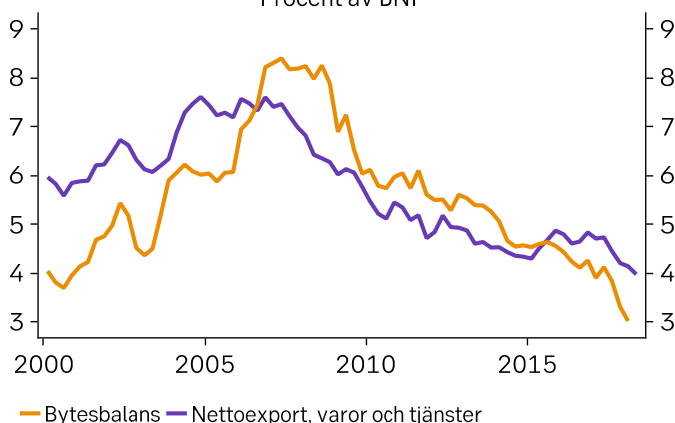
Arbetsmarknaden fortsätter att utvecklas starkt även om sysselsättningsökningen saktar in något efter den kraftiga uppgången 2017. Vi räknar fortfarande med att arbetslösheten faller under 6 procent i slutet av 2018 för att sedan plana ut. Trots högt resursutnyttjande förblir pris- och lönetrycket svagt, speciellt om man bortser från stigande energipriser. Inflationen mätt som KPIF har under våren överstigit 2 procent men **när effekterna från energiprisuppgången faller bort vänder KPIF åter ned under inflationsmålet**. Lönerna accelererar dock en-

stort sett oförändrad efter en snabb uppgång 2014 och 2015 vilket är förvånande eftersom den ofta brukar visa god korrelation med varusidan. Tillfälliga fluktuationer i exporten av banktjänster verkar ha haft stor betydelse för det udda mönstret, men vi tror att tjänsteexporten nu återigen börjar öka. **Totalt bedöms varuexporten öka med 6,7 procent i år och därefter bromsa in till 5,4 procent 2019 och 4,8 procent 2020.**

Spänningarna kring den globala handelspolitiken utgör en generell risk för en liten öppen ekonomi som den svenska men de amerikanska handelshinder som hittills föreslagits får troligen bara marginella tillväxteffekter för ekonomin som helhet. Regeringen har redovisat kalkyler som antyder att aviserade tullar på bilar och metaller hotar ca 5 000 arbetstillfällen (0,1 procent av totalen).

Fallande överskott i utrikeshandeln

Procent av BNP



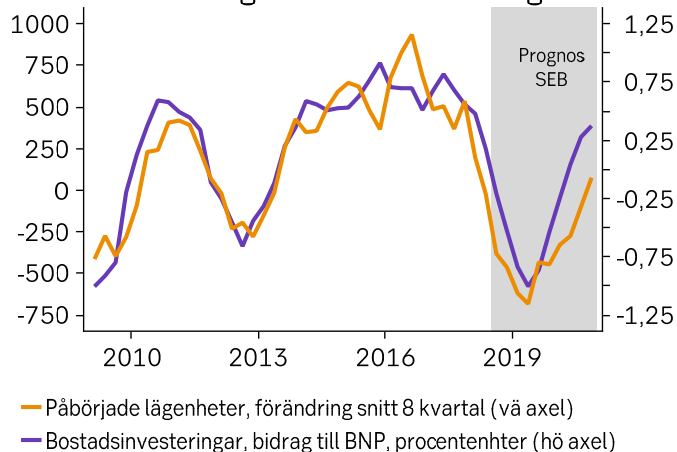
Källa: SCB

Bytesbalansen visar överskott på ca 3 procent av BNP, men nedgången de senaste 10 åren har varit betydande och har därtill accelererat det senaste året. Trenden nedåt beror främst på ökad importtillväxt drivet av stark inhemsk efterfrågan med ökande investeringar och konsumtion. Det accelererande fallet under det senaste året förklaras av svag tjänsteexport som vi bedömer vara tillfällig. Starkare export och svagare tillväxt för investeringar och konsumtion talar för att **bytesbalansen som andel av BNP återhämtar sig något under 2019 och 2020.**

Högre investeringarna trots lägre bostadsbyggande

Stigande bostadsbyggande har varit en viktig drivkraft för BNP-tillväxten de senaste 3-4 åren. Bostadsinvesteringarna saktar nu in och kommer troligen att falla de närmaste 12-18 månaderna. Vår prognos är att antalet påbörjade lägenheter faller till 55 000 i år från 65 000 under 2017 (15 000 småhus, 25 000 hyresrätter och 25 000 bostadsrätter). Antalet påbörjade lägenheter har fallit tillbaka svagt under det senaste året till knappt 15 000 andra kvartalet i år. Vi räknar nu med en brantare nedgång under de närmaste 2-3 kvartalerna till en nivå på ca 10 000 under första halvåret 2019. Därefter inleds en försiktig återhämtning. **Prognosen bygger på att nedgången begränsas till bostadsrätter, där fallet blir över 50 procent, medan antalet hyresrätter och småhus ligger kvar på ungefär samma nivå som 2017.** Sentimentsindikatorer för byggsektorn har återhämtat sig under sommaren, vilket stödjer vår bild av att totalt byggande fortsätter att stiga även om bostadsbyggandet faller.

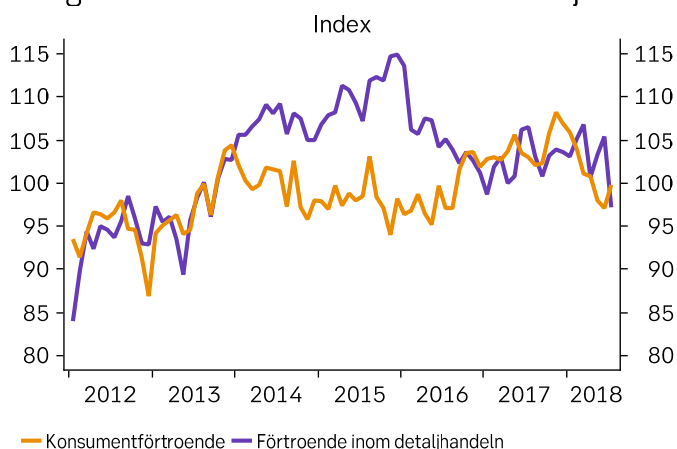
Stort omslag i bostadsinvesteringarna



Källa: SCB, SEB

Att industrin och offentlig sektor nu ökar sina investeringar mildrar inbromsningen totalt. Industrins investeringar har en längre tid rört sig sidledes men tendenser till uppgång kunde skönjas första halvåret. Enligt SCB:s enkät tvekar visserligen företagen fortfarande, men att kapacitetsutnyttjandet stigit till cykliska toppnivåer **talar för att företagen nu måste öka investeringarna för att kunna öka produktionen.** I den offentliga sektorn är investeringarna redan inne i en tydlig expansion och den snabba befolkningstillväxten talar för fortsatt tryck på offentliga tjänster och därmed ett stort investeringsbehov. **Öknings-takten för totala investeringar dämpas till 4,5 procent 2018 och väntas sedan uppgå till 3,0 respektive 2,8 2019-2020.**

Svagare förtroende för hushåll och detaljhandel



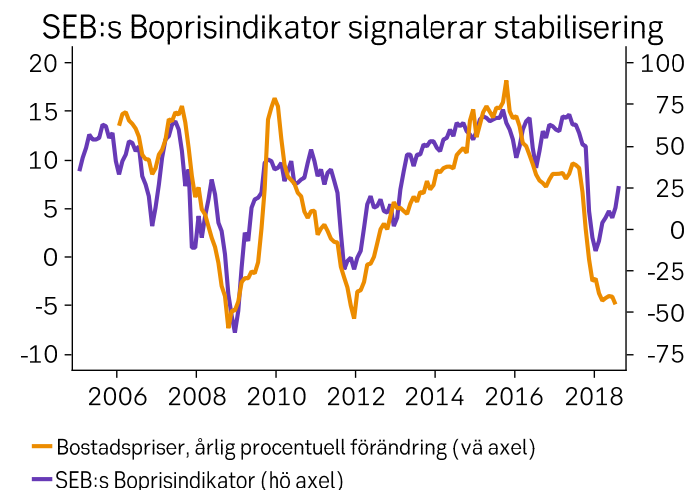
Källa: Konjunkturinstitutet

Fortsatt tveksamma hushåll

Trots en stark uppgång andra kvartalet har osäkerheten kring hushållens konsumtion ökat. Detaljhandelns förtroendeindikator har fallit under det historiska snittet, vilket bl a återspeglar det strukturella skiftet mot ökande internethandel samt pressade vinstmarginaler när högre importpriser i spåren av den svaga kronan inte fullt ut kan övervältras till konsumentledet. Hushållens inkomster fortsätter visserligen att öka, främst p g a stigande sysselsättning, men lite högre inflation gör att köpkraftsökningen bromsar in markant 2018 och 2019. Hushållen fortsätter därtill att spara en allt större del av inkomsterna, vilket kan bero på **minskad tilltro till de offentliga välfärdssystemen och ökat behov av sparkapital till bostadsköp.** Det höjda amorteringskravet spelar också en viss roll på marginalen. Att konsumentförtroendet fallit under det

historiska snittet tyder på att sparandet fortsätter att ligga högt. **Hushållens konsumtion växer med knappt två procent både 2018 och 2019**, men den snabba befolkningsökningen gör att konsumtionen per capita inte ens växer med en procent.

Bostadspriserna har i huvudsak rört sig sidledes hittills i år efter att ha fallit med drygt fem procent andra halvåret 2017. SEB:s Boprisindikator har fortsatt uppåt under sommaren och ligger nu på nivåer som indikerar stigande priser med 5 procent i årstakt. Å andra sidan kommer marknaden att testas rejält under hösten genom ett stort utbud av främst nyproducerade bostadsrätter. Vi väljer därför att stå fast vid prognosen om ett totalt **boprisfall på ca 10 procent från toppen sommaren 2017**.



Källa: Valuegard, SEB

God konjunktur ger ny regering manöverutrymme

Trots expansiv valbudget ger den goda konjunkturen ett **starkt offentligfinansiellt läge**. Skatteinkomsterna fortsätter att överraska på uppsidan; statens överskott de senaste 12 månaderna är i nuläget drygt 100 miljarder SEK och helårssiffran för 2018 beräknas landa nära den nivån. Den **finanspolitiska expansionen är i år ca 0,8 procent av BNP** och väntas oavsett regering efter valet bli drygt 0,5 procent av BNP per år. Det finansiella sparande ligger kvar kring 1 procent av BNP 2018-2020 samtidigt som den offentliga skulden är den lägsta på mycket länge (se diagram sid 36). Det sänkta överskottsmålet fr o m 2019 (till 0,33 procent av BNP jämfört med tidigare 1 procent) ger tillträdande regering hyfsat manöverutrymme som kan mildra de spänningar som den kommer att utsättas för (se Tema: Svenska valet).

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2017	2018	2019	2020
Finansiellt sparande	1,3	1,0	0,8	0,8
Lånebehov (mdr)	62	92	60	40
Offentlig bruttoskuld	40,6	36,9	34,5	32,4

Källa: SCB, SEB

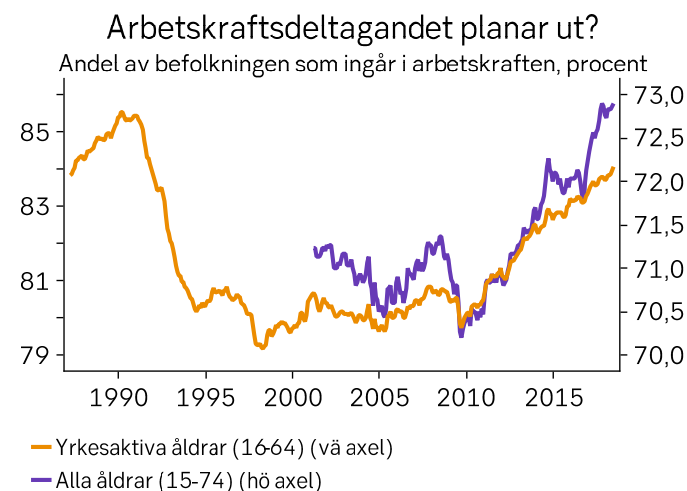
Offentlig konsumtion har fortsatt att mattas efter de mycket höga ökningstalen i samband med flyktingkrisen 2015-2016. Sedan början av 2018 ligger ökningstakten på runt 0,5 procent på årsbasis och väntas ligga kvar där de närmaste åren. Växande och åldrande befolkning talar för fortsatt tryck på offentliga

tjänster som utbildning, sjuk- och äldreomsorg **men personalbrist och ansträngda kommunala finanser förhindrar en snabbare expansion**. Offentlig sysselsättning beräknas dock öka med över en procent per år, vilket är högre än den historiska trenden.

Arbetslösheten faller under 6 procent

Sysselsättningen har mattats under första halvåret efter en mycket stark utveckling 2017. Mönstret är tydligast i byggbranschen och i offentlig sektor men syns även i handeln. **Arbetslösheten har dock fortsatt att sjunka** eftersom också utbudet av arbetskraft har saktat in när förvärvsfrekvensen, efter de senaste årens uppgång, har planat ut.

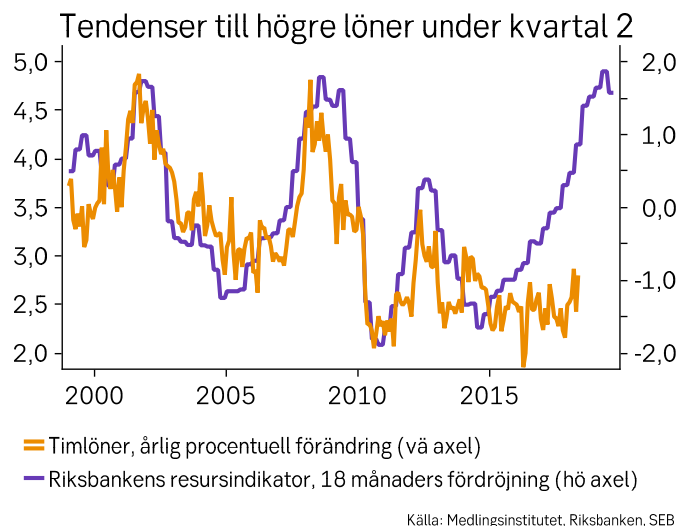
Indikatorerna för sysselsättningen har, efter tidigare nedgång, nu stabiliserats på nivåer som tyder på en hyfsad ökningstakt det närmaste halvåret. Vi fortsätter därför att tro att arbetslösheten under hösten faller under sex procent. Sysselsättningen mattas dock gradvis under 2019 och 2020 och arbetslösheten rör sig därför sidledes under resten av prognosperioden. Därmed präglas den svenska arbetsmarknaden av en, i internationellt perspektiv, mycket hög förvärvsfrekvens samtidigt som arbetslösheten biter sig fast på en nivå som är klart högre än genomsnittet för Nordeuropa. **Integrationen av utrikesfödda förblir i detta sammanhang en nyckelfråga**. Arbetslösheten bland dessa ligger på 15 procent, jämfört med 3,5 procent för inrikes födda. Arbetskraftsdeltagandet bland utrikes födda (16-64 år) har visserligen stigit de senaste åren från knappt 75 till knappt 80 procent, men ligger fortfarande 6-7 procentenheter lägre än för inrikes födda.



Källa: SCB, Macrobond, SEB

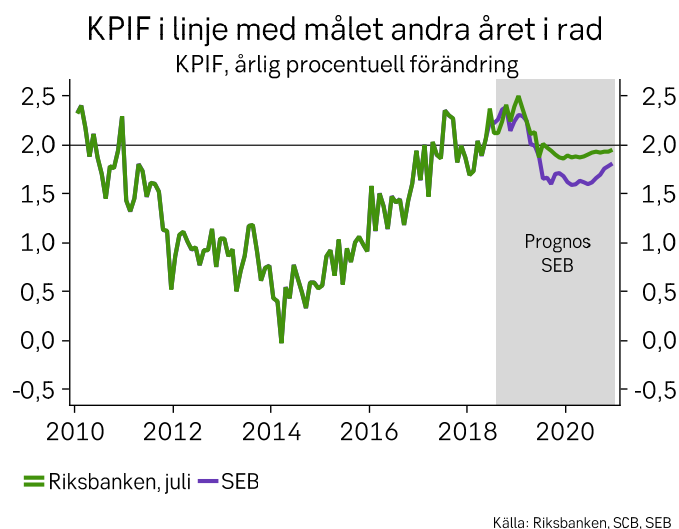
Lite högre löneökningar till slut

Sysselsättningsavmattningen har medfört att Riksbankens resursindikator fallit tillbaka något första halvåret. Indikatorn ligger dock nära de historiska topparna och givet vår prognos om en sysselsättningstillväxt på ca 1,5 procent 2018 och 2019 är det troligt att resursutnyttjandet förblir högt under de närmaste åren. Under andra kvartalet kunde man skönja vissa tecken på att det ansträngda resursläget **började resultera i en viss uppväxling av löneökningstakten**. Även om det är lite tidigt att dra säkra slutsatser stödjer detta vår prognos om en gradvis stigande löneökningstakt. Så länge de låga avtalen från avtalsrörelsen våren 2017 präglar lönebildningen förblir dock ökningstakten ganska låg och först 2020 räknar vi med att den når de **3,5 procent som under normala förhållanden är förenligt med inflationsmålet på 2 procent**.



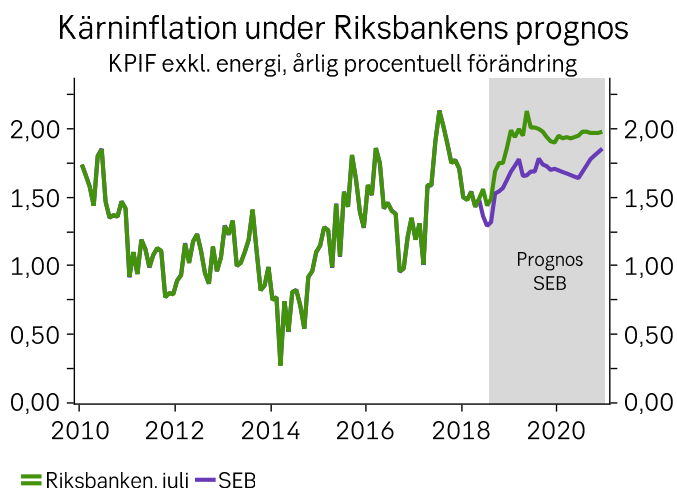
Tjänstepriserna dämpar inflationen

KPIF-inflationen har under våren överstigit två procent och 2018 ser ut att bli **andra året i rad med en inflation i linje med målet**. Den viktigaste drivkraften är högre olje- samt elpriser som i första hand lyfts av konsekvenser av den torra sommaren. Enligt terminspriserna på Nordpool kommer elpriserna förbli höga fram till våren 2019 för att därefter falla tillbaka. Sammantaget kommer energipriserna att ge ett svagt negativt bidrag till KPIF under andra halvåret 2019 och i början på 2020.



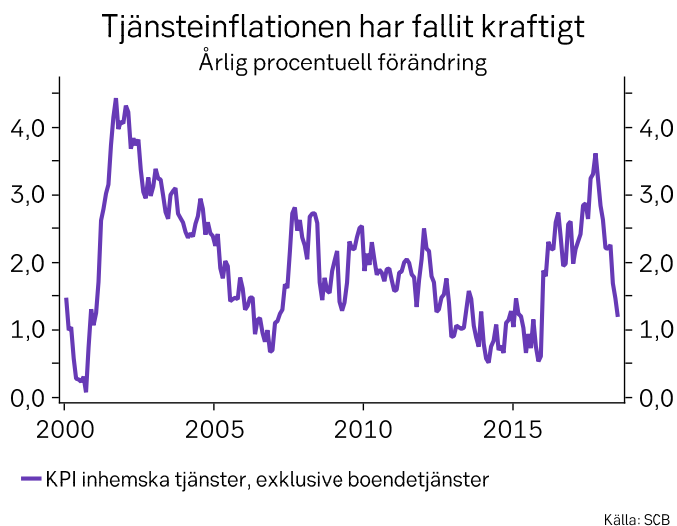
Om energieffekter exkluderas blir bilden annorlunda. Kärninflationen (KPIF exklusive energi) låg i juli så pass lågt som på 1,3 procent. Om även livsmedel, alkohol och tobak exkluderas var inflationen bara 1,1 procent; i nivå med motsvarande mått för eurozonen. Den svaga kronkursen och prishöjningar i spåren av torkan bidrar till att KPIF exklusive energi stiger till 1,6 procent i slutet av 2018. **Men undantar man dessa, sannolikt tillfälliga, effekter ser det underliggande inflationstrycket fortsatt svagt ut.** Inhemsk tjänsteinflation har fallit varje månad sedan oktober 2017 och var i juli nere på 1,2 procent. I linje med våra prognoser har tillfälliga prisökningar på bl a banktjänster, hälsovård och inrikesresor inte upprepats i år. Även andra tjänstepriser har bromsat in och bidragit till att inflationen varit lägre än väntat. Vi håller fast vid att kombinationen av starkare konjunktur och högre priser internationellt på längre sikt gör att inflationen närmar sig målet, men den oväntat svaga underliggande trenden i år har medfört en nedjustering även av prognosen för

2019. KPIF ligger kvar över två procent det närmaste halvåret, men närmar sig därefter snabbt kärninflationen och **under andra halvåret 2019 och 2020 ligger de båda inflationsmåten nära varandra.**



Räntehöjning dröjer till nästa vår

Protokollet från Riksbankens möte i juli visade att Martin Flodén närmast sig Henry Ohlsson, som förespråkade en räntehöjning sedan början av året. Flodén argumenterar för att inflation och inflationsförväntningar nu ligger tillräcklig nära målet för att motivera en försiktig normalisering av den exceptionella penningpolitiken snart bör påbörjas även om inflationen skulle överraska något på nedsidan. Den ökande splittringen, i kombination med att direktionmajoriteten är överens om att en räntehöjning är nära förestående, gör att **en höjning under fjärde kvartalet i linje med Riksbankens räntebana inte kan uteslutas**. En möjlig kompromiss skulle också kunna vara en mindre höjning på 10 punkter i december i år.



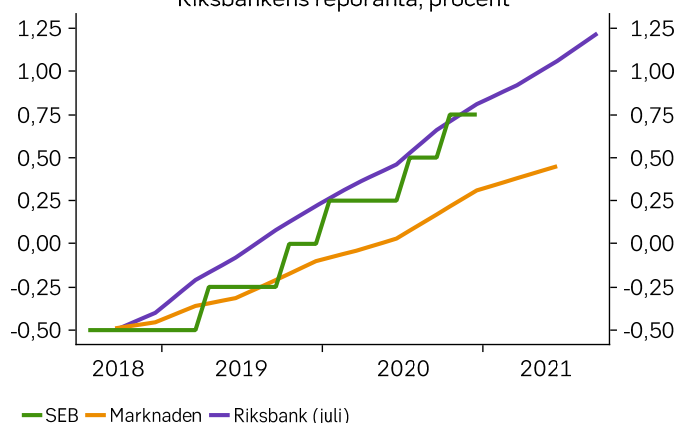
Vi ser dock en övervägande risk för att höjningen skjuts upp ytterligare. Per Jansson är tydlig med att han vill att den underliggande inflationen ligger nära, eller på målet, innan en räntehöjning är aktuell. Stefan Ingves betonade också i juli protokollet att han stöder Janssons och Kerstin af Jochnicks analys. Att dessa tre ledamöter lyfter fram att det är viktigt att tjänsteinflationen är hög talar för att det inte blir någon räntehöjning i år. Vår prognos är därför att **en första räntehöjning dröjer till april nästa år**, vilket är oförändrat jämfört med majrapporten. Vi

räknar sedan med ytterligare en räntehöjning 2019 och sedan ytterligare tre under 2020 så att **reporäntan vid slutet av året ligger på 0,75 procent**.

Givet vår inflationsprognos skulle höjningen kunna dröja ytterligare men vi bedömer ändå att riskerna för en tidigare höjning överväger. Det är inte ovanligt att energiprishöjningar sent i en konjunkturcykel får spridningseffekter och det är inte omöjligt att Riksbanken beaktar detta i sina prognoser. Även om vi nu tror att man vid septembermötet reviderar sin räntebana i mjukare riktning finns det **säkert en smärtgräns för hur många gånger man är beredd på att upprepa den proceduren**. Att allt fler centralbanker i omvärlden påbörjar en normalisering av penningpolitiken underlättar också Riksbankens första steg. Man var också märkbart bekymrad av den kraftiga valutareaktion som följde efter de mjuka beskederna vid aprilmötet. Man kan därför inte utgå från att direktionen inte tar intryck av den internationella diskussionen om dilemmat med att möta nästa reces-sion med en i stort sett uttömd verktygslåda.

riksdagsval med en alarmistisk rapportering av internationella medier kan också komma att påverka kronan negativt. Erfarenheten från tidigare perioder av politisk osäkerhet, som t ex senhösten 2014 med regeringskris och hot om extraval, visar dock att **kronan är relativt okänslig för denna typ av politisk osäkerhet**. Däremot har vi sett att kronan tagit stryk av ökat geopolitisk osäkerhet med eskalerande handelskonflikter och EM/Turkiet-oro som lett till fallande riskapitet. Inte mycket talar för att denna oro skingras den närmaste tiden, vilket i kombi-nation med vår prognos om att första räntehöjning dröjer till april 2019 skapar en kronnegativ miljö. Under hösten finns därför risk att EUR/SEK blir kvar på svaga nivåer och i samband med valora kan nå en bit över 10,50. Trots att det politiska läget klarnar något under slutet av året räknar vi **med EUR/SEK ligger kvar runt 10,50 vid årsskiftet för att sedan nå 10,00 i slutet av 2019** för att därefter falla ned ytterligare något under 2020. Den svaga kronan slår även igenom i prognosen mot dollarn. Samtidigt räknar vi med en svagare dollar på sikt. **Det gör att vi räknar med att USD/SEK toppar ut vid 9,30 under hösten innan den faller tillbaka påtagligt kommande år för att nå 7,60 i slutet av 2020**.

Långsamma räntehöjningar
Riksbankens reporänta, procent



Källa: Riksbanken, SEB

Fortsatt nedåtpress på obligationsräntor

Ränteskillnaden mellan svenska och tyska 10-åriga räntor har gått ökat sedan maj vilket inledningsvis kan förklaras av mer hökaktiga förväntningar på Riksbanken men på senare tid troligtvis mer som en effekt av att svenska räntor inte måttat med att följa med de stora nedgångar som noterats i tyska räntor. Enligt marknadsprissättningen har förväntningarna på en första riksbankshöjning senarelagts efter två månader med KPIF exklusive energi under Riksbankens prognos och en majoritet i direktionen är fortsatt orolig för låg underliggande inflation. Givet vår prognos om att Riksbanken avvaktar med att höja räntan till 2019 och därtill köper mer obligationer än vad som emitteras tror vi att spreaden kan gå ihop till runt 10 punkter igen innan den börja vidgas under inledningen av nästa år och i slutet av 2019 ligger på 40 punkter. Den svenska 10-årsräntan väntas därmed stå i **0,60 respektive 1,50 procent i slutet av 2018 och 2019** och sedan fortsätta **stiga till 1,90 under 2020**.

Riksbank och handelsoro håller kronan svag

Att Riksbanken väntas sänka sin räntebana vid septembermötet innebär fortsatt osäkerhet hos marknadsaktörer om det överhuvudtaget kommer att skapas tillräckliga förutsättningar för att Riksbanken ska se en räntehöjning som motiverad. Minus-räntan gör det fortsatt attraktivt att deponera kapital i kronor och sätter därmed press på kronan. Osäkerhet kring kommande

Tema: Svenska valet

Fortsatt svag beslutskraft men politisk riskpremie avlägsen

Partiernas oförmåga att hantera det nya politiska landskapet hämmar beslutskraften och valrörelsen präglas främst av stängda dörrar i regeringsfrågan. I rådande opinionsläge är det troligt att en alliansregering tar över även om interna slitningar i relationen till Sverigedemokraterna hotar dess stabilitet. Finansmarknadernas fokus på svensk politik lär bli större än vanligt men starka statsfinanser, stor samsyn avseende den ekonomiska politiken samt en tradition av breda överenskommelser gör att risken för finansiell oro är liten.

Riksdagsvalet den 9 september kommer av allt döma inte att resultera i ett något tydligt regeringsalternativ. De båda traditionella blocken har under en längre tid varit jämnstora i opinionsmätningar på nivåer runt 37-40 procent; långt från egen majoritet. Ändå finns inga tydliga planer på blocköverskridande samarbete eller öppningar gentemot Sverigedemokraterna. Det är inte heller troligt att valrörelsen kommer att bringa så mycket klarhet i regeringsfrågan. Omvärlden, och inte minst de finansiella marknaderna, kommer förmodligen i högre grad än vanligt att visa intresse och försöka förstå bakgrunden till blockeringarna när det gäller den svenska regeringsbildningen. Denna artikel syftar till att ge en bakgrundsbeskrivning av det politiska läget i Sverige och är främst riktad till en publik utanför landet.

Jämnt mellan blocken lopp inför valet 2018

Procent; valresultat 2014 och opinionsläget

	Val 2014	Aug 2018	Min	Max
Socialdemokraterna (S)	31.0	25.8	21.1	25.9
Miljöpartiet (MP)	6.9	5.6	3.8	6.5
Vänsterpartiet (V)	5.7	9.2	8.7	12.6
S+MP+V	43.6	40.6	33.6	45.0
Moderaterna (M)	23.3	20.3	15.9	20.4
Centerpartiet (C)	6.1	10.3	6.9	11.1
Liberalerna (L)	5.4	6.0	4.4	6.0
Kristdemokraterna (KD)	4.6	3.3	2.4	4.8
M+C+L+KD	39.4	39.9	29.6	42.3
Sverigedemokraterna (SD)	12.9	16.8	16.8	25.7

Källa: Sammanvägt enligt Kantar Sifo och Polloppolls.se

Historiken förklarar delvis den låsta regeringsfrågan

Det finns ett antal speciella förklaringar till de låsningar som nu präglar det politiska klimatet och regeringsbildningen.

1) Socialdemokraternas långvariga dominans i svensk politik (under perioden 1932-1976 ledde partiet regeringar i 65 av 74 år) brukar delvis förklaras med borgerlig splittring och inbördes misstro. Det mer formaliserade samarbetet inom Alliansen som påbörjades 2004 och som la grunden för Reinfeldtregeringens

maktövertagande 2006 tycktes förändra detta förhållande. Att gå in i blocköverskridande regeringar och på så sätt splittra Alliansen är därför känsligt för enskilda borgerliga partier.

2) Till skillnad från t ex situationen i Tyskland, Frankrike och Storbritannien har minoritetsregeringar varit relativt vanliga i Sverige och det har tidigare inte setts som ett politiskt svaghets-tecken. En stor koalition med de stora partierna från båda blocken ses normalt som en nödlösning förbehållet allvarliga kriser och har hittills bara prövats genom en samlingsregering under andra världskriget.

3) Att Sverige, främst via flyktingmottagning, haft den ojämförligt största invandringen i Europa de senaste decennierna ger migrationsfrågor extra sprängkraft. Även om en stor majoritet i såväl den allmänna opinionen som i riksdagen nu anser att den åtstramning av flyktingpolitiken som genomfördes i slutet av 2015 ska permanentas återstår många svåra frågor t ex kring anhöriginvandring och former för avvísningar av de som fått avslag på sin asylansökan. Därtill kommer politiska spänningar kopplade till påfrestningar på välfärdssystem och bostads-försörjning.

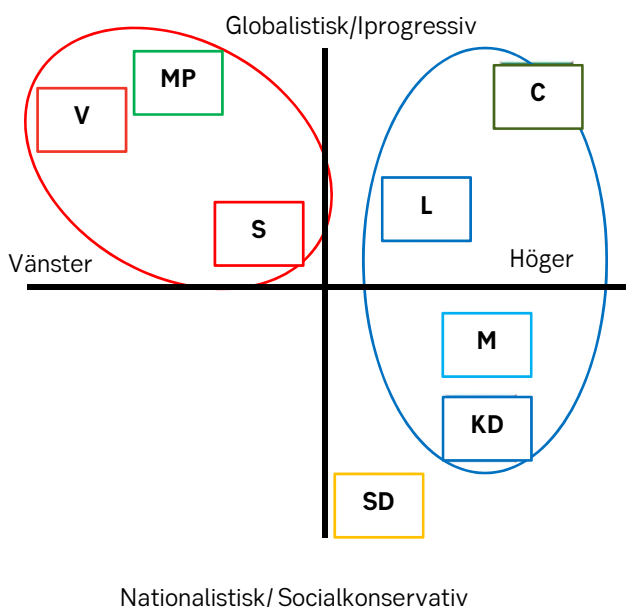
4) Jämfört med populistiska/invandringskritiska partier i andra nordiska länder har Sverigedemokraterna sina rötter i mer extrema nationalistiska miljöer från början av 1990-talet. Trots att SD lagt ner mycket kraft på förnyelse och distansering från dessa rötter ses de fortfarande inte som en möjlig samarbetspartner för övriga partier. Frågan är i vilken utsträckning andra nordiska länders erfarenheter kan överföras på Sverige på lite sikt (se nedan).

Politiska spänningar i två dimensioner

Ovanstående fyra områden präglar i hög grad den politiska diskussionen och valrörelsen. Dramatiken på migrationsområdet har lett till att motsättningar inom andra dimensioner (se graf nedan) än den traditionella höger-vänsterskalan spelar större roll än i andra länder. Med dubbla konfliktdimensioner ökar spänningarna inom de politiska blocken. På Allianssidan märks detta främst genom att C och M glidit isär i migrationsfrågan och motsvarande spänningar har gradvis vuxit sig starkare mellan de sittande regeringspartierna S och MP. Denna spänning har också stor sprängkraft inom enskilda partier, inte minst för Socialdemokratin där delar av partiet har svårt att acceptera partiledningens kursändring. Det kan dock finnas taktiska skäl för de politiska blocken att överdriva särglidningen för att sammantaget kunna nå så breda väljargrupper som möjligt. För

Alliansens del innebär det t ex att M fokuserar på att (i kamp med S) ta tillbaka väljare från SD genom att profilera sig i "hårda frågor". C:s och i viss mån L:s uppgift blir istället att behålla de väljare som lämnat MP i besvikelse över regeringens nya flyktingpolitik. I kampen om denna väljargrupp blir det viktigt för både C och L att behålla dörren gentemot SD stängd.

Partiernas positionering i 2 dimensioner



"Chicken race" stänger dörrar i valrörelsen

Partiernas nuvarande positioner blockerar i stort sett alla tänkbara regeringsalternativ. C och L avvisar såväl en blocköverskridande regering under S-ledning som en Alliansregering som på något sätt är beroende av SD. I ett parlamentariskt låst läge förordar man istället en blocköverskridande storkoalition, men vare sig S eller M visar något större intresse åt det hållet. M försöker å sin sida hitta ett sätt få SD:s acceptans för en alliansregering som inte stöter bort C och L. I det "chicken race" som nu pågår försöker således både M och S att manövrera sig fram till en ledande position i kommande regering samtidigt som mittenpartierna C och L frenetiskt försöker undslippa val mellan pest och kolera i form av antingen splittra Alliansen eller att bryta mot löftet att inte ha någon som helst relation till SD.

Det troliga är att partierna kommer att fortsätta detta "chicken race" under hela valrörelsen. När valet väl är över och processen att bilda en regering kommer in i ett skarpt läge kan saker förändras. Partierna tvingas då troligen att inta mer pragmatiska positioner och under resans gång kan saker hända som gör att partierna känner det legitimt att bryta upp tidigare låsningar. Den formella processen kring regeringsbildningen (se fördjupningsruta) utgör en viktig pusselbit när det gäller frågan hur långvarig blockeringen blir.

Knivig regeringsbildning oavsett valutgång

Om Alliansen (M+C+L+KD) får fler mandat än de rödgröna (S+MP+V) i riksdagen är **vårt huvudscenario att en M-ledd regering tillträder där samtliga allianspartier i riksdagen ingår**. Regeringen kommer att utsättas för stora påfrestningar givet dagens positioner där SD aviserat att de kommer att ställa tydliga politiska krav för att tolerera en sådan regering samtidigt som L och C inte är beredda på någon form av dialog med SD. Men med detta valresultat har samtliga allianspartier deklarerat att man är beredda att bilda regering. En viktig del i en sådan

kalkyl är nog att man bedömer att SD och de rödgröna kommer att vara obenäpna att samla sig för olika attacker mot en alliansregering, i alla fall i närtid. Skulle spänningarna inom regeringen bli alltför stora när det gäller relationen till SD är det möjligt att C och L efter en tid lämnar regeringen och M bildar en än smalare minoritetsregering eventuellt ihop med KD.

I dagsläget talar dock opinionsläget snarare för att de rödgröna blir något större än Alliansen, vilket skulle ge en ännu knepigare parlamentarisk situation bl a för att C och L har deklarerat att då inte finns förutsättningar för en alliansregering. **Vi landar dock i slutsatsen att en alliansregering ändå är det minst osannolika utfallet också i en sådan situation.** Man kan tänka sig en process där C och L initialt kräver att Socialdemokraterna ska ingå i en storkoalition. Men vi tror inte tiden är mogen för en sådan och det är inte troligt att S är intresserade av att ingå i en alliansdominerad regering. Efter ett S-nej till storkoalition kan C och L mycket väl hävda att man därefter tvingas ompröva valrörelsens ståndpunkter. En ren M-regering (eventuellt med KD) skulle få större frihetsgrader att söka stöd åt olika håll i riksdagen men i ett skarpt läge tror vi ändå C och L dra slutsatsen att man ändå gör större nytta i regeringsställning istället för att tvinga M ännu närmare SD. En blocköverskridande regering med S, C och L (och ev MP) kommer också att aktualiseras i detta läge. Men det är trots allt inte så troligt att C och L redan nu är beredda att dödförklara Alliansen. Därtill kommer de spänningar i den ekonomiska politiken som skulle uppstå med tanke på C:s långtgående avregleringsförslag, framför allt på arbetsmarknaden.

Vad säger valslagningen om ny regering?

Väljarstöd i procent (aug) samt vadslagningsodds

	Procent	Odds
M+L+C+KD	39.9	3,0
M	20.3	7,0
S+MP+L+C	47.7	7,5
S+MP+V	40.6	7,5
M+SD	37.1	8,0
S+M	46.1	8,0
M+L+C	36.6	11,0
S	25.8	11,0
S+M+C	56.4	11,0
S+L+C	42.1	12,0
M+SD+KD	40.4	15,0

Källa: Kantar Sifo & Betson/Unibet

Några punkter i valresultatet har potential att förändra bilden. En sådan är **om SD skulle bli det största partiet i riksdagen**. Enligt de traditionella opinionsmätningarna (se tabell ovan) ligger SD ganska långt efter S, men det är värt att notera att vadslagningsfirmorna ger ungefär samma odds för S och SD som största parti. Bakgrunden är att opinionsmätningar i de senaste valen underskattat SD:s stöd, vilket kan bero på att det fortfarande finns en obenäpighet hos vissa väljare att avslöja SD-sympatier. Om SD skulle bli största parti skulle det ha stort symbolvärde och på marginalen kunna öka sannolikheten för en storkoalition. Men det behöver få någon avgörande betydelse för partiets roll i svensk politik.

Hur väljs en ny regering

Regeringsbildning har ofta nationella särdrag och nedan beskrivs några viktiga aspekter av det svenska systemet.

Vem förslår en regering? Uppgiften att utse regeringsbildare ligger på talmannen, vilket skiljer Sverige från de flesta andra länder där statschefen ofta har den rollen. Talmannen för över-läggningar med riksdagspartierna och rollen är opolitisk i bemärkelsen att det egna partiet inte ska favoriseras. En ny tal-man (samt tre vice talmän) väljs direkt när riksdagen samlas efter ett val och kan inte avsättas förrän efter ett nytt val. Histo-riskt har det största par-tiet i det största politiska blocket inne-haft posten. Detta är inte lagfäst och framför allt de större parti-erna har olika syn. S har t ex formellt intagit ståndpunkten att talmannen ska komma från det största partiet oberoende av blocktillhörighet. I rådande oklara politiska läget blir talmannens roll att utse regeringsbildare en allt viktigare fråga.

Hur bildas en ny regering? Det är talmannen som entledigar en regering. När en regering avgår, vilket inte sker per automatik efter ett val, ber talmannen regeringen sitta kvar som över-gångs-regering. En sådan hanterar den löpande verksamheten men tar inga nya politiska initiativ och kan inte utlösa extraval. Direkt efter ett val innebär skiftet av talman vissa komplikationer. Under perioden fram till att ny talman väljs (nu 10-25 sep) håller den avgående talmannen förberedande samtal med partierna, men det är bara den nye talmannen som formellt kan föreslå en ny statsminister. Talmannen kan ge en eller flera parti-ledare i uppgift att söka stöd i riksdagen för en regering och presenterar därefter ett förslag på statsminister (samt partier som ska ingå i regeringen). Statsministern väljs av riksdagen med s k negativ parlamentarism; kandidaten behöver inte stöd av en majoritet utan kan tillträda så länge inte en majoritet (minst 175 av de 349 ledamöter) röstar emot förslaget. Om förslag inte godkänns av riksdagen har talmannen ytterligare tre försök (dvs totalt fyra) innan extraval utlyses. Nytt val sker

då inom tre månader (om ordinarie val inte inträffar inom tids-perioden). Hittills har förslag från talmannen aldrig röstats ner av riksdagen.

Viktiga datum i det svenska valet

9 sep	Riksdagsval
10-25 sep	Regeringen avgår normalt om den inte har stöd i nya riksdagen
10-25 sep	Avgående talmannen för förberedande samtal med partierna
14 sep	Slutligt valresultat
24 sep	Riksdagen utser ny talman
25 sep	Riksdagen öppnar och kan rösta om ny statsminister

Vad händer efter direkt efter valet 9 september? Konkret kommer några frågor av mer formell karaktär att bli akuta direkt efter valet. En är om Stefan Löfven självmant kommer att avgå. I efterhand har Fredrik Reinfeldt fått kritik för att han direkt på valnatten 2014 avgick både som statsminister och partiledare. I praktiken innebar beslutet att regeringen avgick att Reinfeldt i förväg tillämpade den s k Decemberöverenskommelsens principer om att största blocket skulle regera. Vilka lärdomar Löfven drar av detta är oklart, men statsministern har indikerat att han tänker tvinga Alliansen och SD att gå samman i en miss-troende-förklaring för att avsätta honom när den nya riksdagen samlas, något som aldrig har hänt. Agerande innebär risker men vi tror att Löfven följer sin plan om de Rödgröna blir större än Alliansen, men att han avgår på valnatten vid det omvända valutfallet. Avgående talman, Urban Ahlin (S), kommer troligen att sondera terrängen för blocköverskridande regeringar, men det är först efter talmansvalet 24 september som vi får se konkreta steg i regeringsbildningen. Vem som blir ny talman är inte själv-klart men det är ändå mest troligt att principen att tal-mannen tas från det största partiet i största blocket fortsätter att tillämpas.

Hur valvindarna verkligen kommer att blåsa de sista veckorna är förstås osäkert. Extremväder och torka tycks ha bidragit till att MP kommit upp på fastare mark, men den allra senaste tiden har ett stort antal bilbränder i utsatta förorter åter riktat fokus mot integrationsfrågor och lag och ordning vilket gynnar SD och i viss mån M. Flera partier (L, MP och KD) har länge legat nära riksdagens 4-procentsspärr. Om de kommer in i riksdagen eller ej avgör i hög grad vilket block som blir störst. Förutom MP har också L kommit upp på nivåer med en viss säkerhetsmarginal till spärren. Även KD har öka något i opinionen är läget fortfarande prekärt. Vi har som huvudalternativ att partiet med hjälp av stödröster klarar 4-procentsspärren.

Skilda erfarenheter av DÖ präglar agerande framöver

Den s k Decemberöverenskommelsen (DÖ) som slöts 2014 för att ge det största blocket möjlighet att regera trots avsaknad av egen majoritet föll visserligen formellt redan 2015, men har i praktiken fortsatt att gälla hela mandatperioden. De flesta partier är överens om att DÖ har betydande nackdelar bl a genom att den cementerade blockpolitiken på ett dysfunktionellt sätt och dessutom troligen bidrog till SD:s fortsatt stigande väljarstöd. Även om de flesta nu formellt tar avstånd från DÖ, finns

ändå dess mekanismer kvar i bakgrunden så länge såväl motviljan mot blocköverskridande samarbete som samröre med SD kvarstår. I praktiken lär dock benägenheten att agera i "DÖ-anda" avsevärt skilja sig åt. Efter att Alliansen accepterat fyra år med en S-ledd regering, som man därtill pressade ut en bit extra på vänsterkanten genom att tvinga fram budgetsamarbete med V, är tålamodet gentemot passiviteten i regeringsfrågan i det närmaste slut. För en socialdemokrati, som tycks gå mot sitt sämsta val, är förmodligen en period där man kan slicka såren i opposition betydligt mindre oaptitlig. På liknande sätt som Alliansen gjort den gångna mandatperioden kan man från läktarplats hoppas på att Alliansen tar skada av att i regeringsställning tvingas hantera alla praktiska svårigheter inte minst relationerna till SD. Dessa olika erfarenheter av DÖ bidrar således också till att vi tror att en Alliansregering nu är det mest troliga.

Skillnader men också likheter med Danmark och Norge

Även om det finns viktiga skillnader mellan Sverige, Danmark och Norge dessa länders erfarenheter av intresse. Efter det **norska** valet 2013 bildade det ledande borgerliga partiet *Høyre* en koalitionsregering med det invandringskritiska/populistiska

Framskrittpartiet (FrP). Flera partier i den politiska mitten valde att stå utanför regeringen, men såväl liberala *Venstre* som *Kristelig Folkeparti* ingick i regeringens parlamentariska bas. Efter valet 2017 tog också *Venstre* plats i regeringen. I huvudsak har *FrP* agerat pragmatiskt i regeringsarbetet, även om man behållit en aggressiv retorik i främst migrationsrelaterade frågor. Man tycks också acceptera vikande opinionssiffror som en konsekvens av regeringssamverkan och är nu nere på ett väljarstöd på ca 12-13 procent (också Sannfinländarna noterade kraftiga opinionstapp i regeringsställning).

I **Danmark** bildade den största traditionella borgerliga partiet *Venstre* en enpartiregering efter att den socialdemokratiskt ledda regeringen avgått efter valförlusten 2015. Till skillnad från Norge föredrog det populistiska/invandringskritiska *Dansk Folkeparti (DfP)* att stå utanför regeringen trots att partiet blev större än *Venstre*. Istället garanteras inflytande över politiken genom omfattande sakpolitiska förhandlingar med *Venstre*. Som man kan förvänta sig har *DfP* haft lättare än *FrP* i Norge att behålla höga opinionssiffror när man fullt ut slipper ta ansvar för regeringspolitiken.

Det vore konstigt om inte svenska M sneglade på de norska och danska exemplen. Om man på något sätt kan räkna in de invandringskritiska partiernas mandat i ett regeringsunderlag garanteras de traditionella högerpartierna plötsligt en plats i det politiska fältets tyngdpunkt. Att förändringen av den politiska spelplanen blir så dramatisk beror på att de invandringskritiska partierna i ganska hög grad har stöd av arbetarväljare som lämnat Socialdemokraterna, framför allt i Danmark och Sverige. I ett västeuropeiskt perspektiv stack den svenska Socialdemokratin i decennier ut genom sin förmåga att bredda sin väljarbas till medelklassen. När man nu istället utmanas av SD som det dominerande partiet bland sina tidigare kärnväljare inom t ex LO-gruppen ställs partiet inför helt nya utmaningar. **Å andra sidan tar Moderaterna också risker** om/när man försöker närma sig SD. Att SD:s position i Sverige är annorlunda än i grannländerna är inte så konstigt om man beaktar SD:s rötter i ultranationalistiska rörelser och att man först 2010 tog plats i riksdagen. De norska och danska partierna har i stort sett utan avbrott varit representerade i parlamenten ända sedan 1973 och fick då främst sin näring av ett borgerligt missnöje med höga skatter och svällande offentlig sektor.

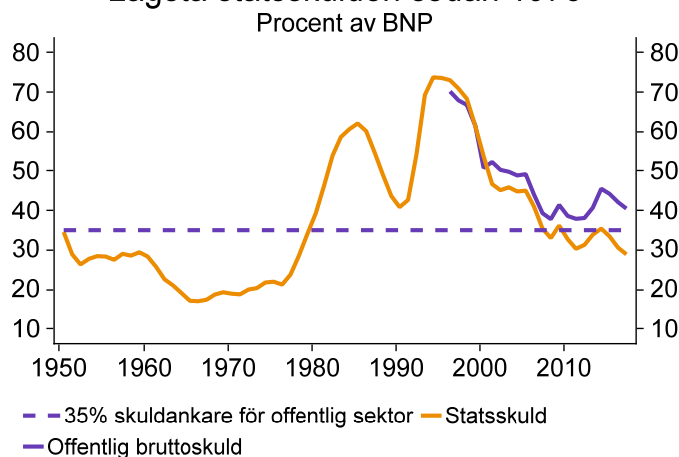
Politisk riskpremie för Sverige fortfarande avlägsen

Även om svensk politik går in ett skede med fortsatta frågetecken kring den politiska beslutskraften måste **andra faktorer också vägas** in när man beaktar sannolikheten för att marknaden ska börja prisa in en politisk riskpremie. Jämfört med långvariga regeringskriser i många andra europeiska länder ter sig problem med svensk regeringsbildning relativt sett inte så stora. De i ett internationellt perspektiv **starka statsfinanserna innebär också en viktig skyddsbuffert**. Det offentliga saldot visar överskott och statsskulden är nu nere under 30 procent av BNP, väldigt lågt jämfört med andra länder. Det finns också en stor politisk enighet om värdet av starka statsfinanser. Vi tror också att det finns ett grundmurat stöd för EU-medlemskap i svensk opinion. Risken för att V och SD på allvar ska nå framgångar med att driva "Svexit"-frågan är därför liten.

I pågående valrörelse försöker partierna frammana bilden av stora ideologiska skillnader i den ekonomiska politiken. Socialdemokraterna ställer investeringar i sitt "Sverigebygge" mot Alliansens skattesänkningar. Dessa svarar i sin tur med att ankla S för att vara ett "bidragsparti". Även om det finns skill-

nader i sådana prioriteringspeglar retoriken också en **tendens att vilja förstärka vänster/höger-konflikten** i syfte att flytta politikens fokus från frågor som bedöms gynna SD. I själva verket är nog **skillnaderna i synen på den ekonomiska politiken mindre än på länge**, framför allt mellan S och M. De skillnader i skatte- och utgiftssystem som nu föreslås är långt ifrån systemavgörande. Båda partierna lägger istället högsta prioritet på att försöka stå som garant för bevarad kvalitet i välfärdssystem och andra offentliga kärnverksamheter och på så sätt bemöta en oro för upplöst samhällskontrakt. Dessa partier är inte heller ensamma om att lova mer pengar till bl a kommuner, samhällskydd, försvar och rättsväsende.

Lägsta statsskulden sedan 1978



Källa: Eurostat, Macrobond, SEB

Förutom en relativt stor samsyn på många områden finns också **en pragmatisk samarbetstradition i svensk politik**. Under denna mandatperiod har viktiga blocköverskridande överenskommelser nåtts inom politiska områden som t ex energi och försvar. Inom **arbetsmarknads-, skatte- och bostadspolitiken har dock de ideologiska blockeringarna varit stora**. I skarpa lägen som t ex under kronkrisen i början på 1990-talet samt under Lehman- och flyktingkrisen kunde man också samla sig till stora uppgörelser inom laddade områden. Den stora skattereformen runt 1990, med bl a stora marginalskaftesänkningar, är ett exempel på att ett genombrott kunde nås på ett angeläget område utan tryck från ett akut ekonomiskt krisläge. Även om det inför valet är tyst så finns det tecken på förberedande samtal mellan partierna bakom kulisserna som ger förhoppningar om blocköverskridande överenskommelser inom skatte- och bostadspolitiken.

Sammantaget kan man konstatera att Sveriges relativa position gentemot omvärlden och framför allt Västeuropa i kombination med tidigare erfarenheter av pragmatiskt samarbetsklimat **talat mot att finansiella marknader ska kräva en väsentlig riskpremie för Sverige**. Även om man inte kan vara säker på att det svenska politiska systemet kan samla sig på ett sätt som ger starkare regering och ökad beslutskraft på viktiga och efteråtta områden kommer man åtminstone att få en avsevärd tidsrespit innan problemen växer sig så allvarliga att det kommer att leda till någon betydande finansiell oro.

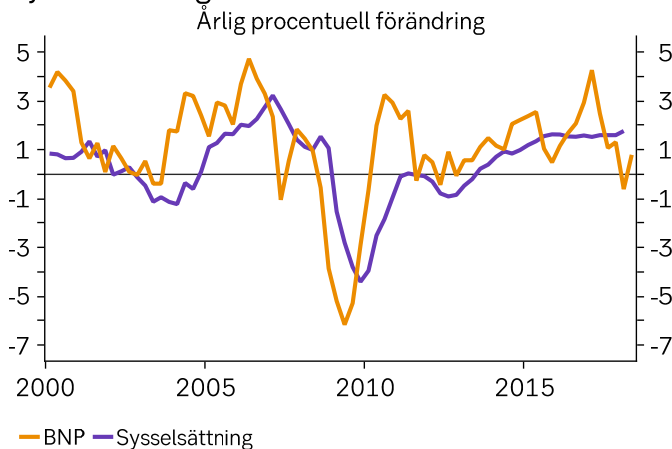
Danmark

Tillfällig inbromsning

Sommarens torka, en exportsvacka under första halvåret och statistiska överhängseffekter från 2017 gör att vi reviderar ned 2018-prognosen från 2,2 till 1,5 procent. Underliggande drivkrafter som sysselsättning, reala inkomster och förtroendeindikatorer ger dock fortsatt tillväxtstöd. Europeisk exportmarknad väntas också återhämta sig. Vi räknar därför fortfarande med tillväxt över trend kring 2 procent per år fram till 2020. Löneökningstakten drar sig upp mot 3 procent, men ekonomin har utrymme att växa i flera år till innan överhettning på allvar blir ett problem.

Uppsvinget i ekonomin fortsätter drivet av främst privat konsumtion som får stöd av goda inkomster. Oron för att skärpta kreditvillkor skulle hämma konsumtionen har dämpats efter att bankerna under våren avbrutit tidigare kredittätning. Kombinationen av svagare tillväxt i Europa, effekter av en engångsbetalning på patent (som lyfte BNP 0,4 procent 2017) samt ett fall i produktionen av energi i spåren av sommarvärmen gör att vi **reviderar ned prognosen för 2018 från 2,2 till 1,5 procent. För 2019 höjs den från 2,3 till 2,5 procent.** Bortser man från dessa årliga variationer innebär prognosen en stabil tillväxt över trend kring 2 procent från 2016 till 2020.

Sysselsättningen förblir ett starkt tillväxtankare



Källa: Danmarks statistik, Macrobond, SEB

Konsumtionen återhämtar sig, starka investeringar

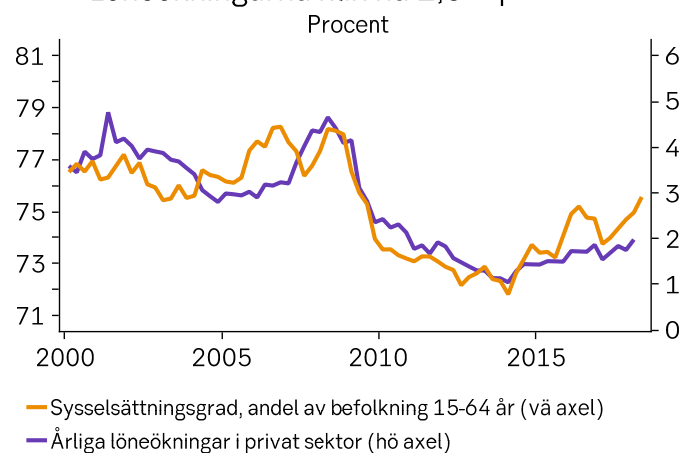
Konsumtionen fortsatte att växa relativt snabbt under första kvartalet, trots en normalisering av bilförsäljningen, efter att tidigare skattestimulanser löpt ut. Effekterna av *Finanstilsynets* kredittätning under första kvartalet avtog under våren och underliggande drivkrafter i form av sysselsättning, disponibelinkomster, förmögenheter och förtroendeindikatorer fortsätter att dominera. Åtgärder inom makrotillsynsområdet har gett en mer stabil utveckling på husmarknaden, med årliga prisökningar på 5 procent, och skulder som ökar i samma takt som inkomsterna. Stigande inkomster och låga bolåneräntor skulle normalt indikera en snabbare prisökningstakt, men tillgången till krediter förblir begränsad, vilket förhindrar en upprepning av 00-talets låneboom. Investeringarna i näringslivet fortsätter att stiga i snabb takt, även om kapacitetsutnyttjandet stabiliserats kring

historiska nivåer. Byggaktiviteten fortsätter att öka, drivet av stigande fastighetspriser. Exporten visar en svag tillväxt i år delvis på grund av engångseffekter första kvartalet i fjol. Därtill tappade den fart under första halvåret som en följd av tillväxtbesvikelser på marknader i eurozonen, men där vi väntar oss en återhämtning under andra halvåret.

Åtminstone 2-3 år till med tillväxt över trend

Fortsatt tillväxt har fått arbetslösheten att sjunka under 5 procent, nära medianen under decenniet innan den globala finanskrisen, vilket väckt frågor om överhettning. Löneökningarna ligger dock kvar på låga 2 procent. Detta speglar fortsatt ledig kapacitet på arbetsmarknaden där t ex deltagandegraden i viktiga åldersgrupper ligger kvar långt under förkrisnivåer. Den låga löneinflationen är därför rimlig och Danmark ser ut att kunna växa över trend i ytterligare 2-3 år innan man är tillbaka vid jämvikt. Vår prognos är att **HIKP-inflationen normaliseras kring 2 procent 2020** och att **lönerna då ökar med över 3 procent** med en **arbetslöshet under 4 procent**.

Löneökningarna kan nå 2,5-3 procent



Källa: Danmarks statistik, Macrobond, SEB

Finanspolitiken förblir i stort sett neutral. Även om regeringen verkar planera för en relativt expansiv budget för valåret 2019 kommer valet sannolikt inte att rubba nuvarande breda samsyn kring den ekonomiska politiken. Danska kronen är tillbaka inom Nationalbankens föredragna intervall om 7,45 till 7,46 mot euron och har inte visat samma tendens att stärkas av den senaste tidens politiska osäkerhet i Europa som tidigare.

Norge

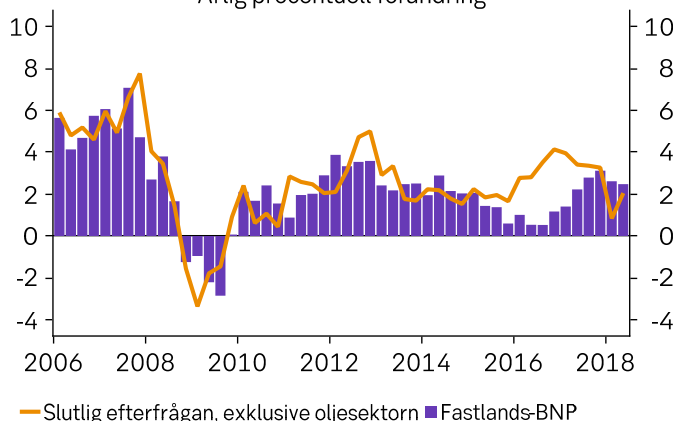
Norges Bank håller stadig kurs på väg mot mer normal ränta

Uppgången i konjunkturen håller i sig men tillväxtens sammansättning är långsamt på väg att förändras. Uppsvinget i oljesektorn och i bredare lager av näringslivet blir allt viktigare när investeringarna i bostäder krymper rejält och Norges Bank börjar normalisera penningpolitiken. Den dämpade inflationen utgör inget hinder för detta, men att hushållen är mycket räntekänsliga pekar mot en endast långsam höjningstakt. Vi håller fast vid prognosen om tillväxt över trend i fastlands-BNP även om globala handelsstörningar utgör en nedåtrisk.

Återhämtningen i fastlands-ekonomin har varit robust, med kontinuerlig tillväxt över trend sedan början av 2017. Den marginella avmattningen under första halvan av 2018 beror inte på en försvagning av den underliggande tillväxttrenden, utan orsakades av ett väderrelaterat fall i elproduktionen. Tillväxtens sammansättning var positiv under andra kvartalet med en stark återhämtning i inhemsk efterfrågan.

Robust tillväxt i fastlands-BNP

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistisk Sentralbyrå, Macrobond, SEB

Konjunkturuppsvinget inom olja och övriga näringslivet väntas ge betydande bidrag till BNP-tillväxten och väga upp för fortsatt krympande bostadsinvesteringar och en mindre expansiv penningpolitik. Ökad osäkerhet kopplad till spänningar inom global handel förblir en nedåtrisk. Så här långt har indikatorer på den reala ekonomin förblivit starka och optimistiska sentimentsindikatorer tyder inte på någon förändring i den underliggande aktiviteten. **Vi väntar oss att fastlands-BNP (exklusive olja, gas och sjöfart) växer med 2,5 procent under 2018 och med 2,4 procent 2019 för att därefter sakta av till 2,1 procent 2020.** Återuppväckta investeringar i oljesektorn lyfter tillväxten i total BNP från 1,4 procent 2018 till 2,4 procent under både 2019 och 2020.

Företagen optimistiska trots handelskonflikter

Norge är inte opåverkat av USA:s handelskonflikter. Tullarna på aluminium träffar en viktig del av norsk export eftersom denna utgör 6-8 procent av de totala leveranserna. 97 procent av exporten av aluminium går emellertid till EU medan mindre än 1 procent går till USA. Eftersom Norge ingår i EU:s inre marknad

kommer landet att undantas från EU:s motåtgärder. Den övergripande effekten på Norge från tullarna är därför negligerbar. Eventuella USA-tullar på biltillverkare i EU är ett större hot. Om de båda sidorna misslyckas med att nå en överenskommelse kommer aptiten på aluminium från Norge att falla och norsk export att drabbas.

Norge är ändå mindre utsatt från eventuellt eskalerad handelskonflikt än andra nordiska länder. Återhämtningen i global oljeindustri understödjer efterfrågan på tjänster från norsk oljeservicenäring. Näringslivet ser fortsatt goda utsikter, exportordrar ligger på höga nivåer och konkurrenskraften har förbättrats.

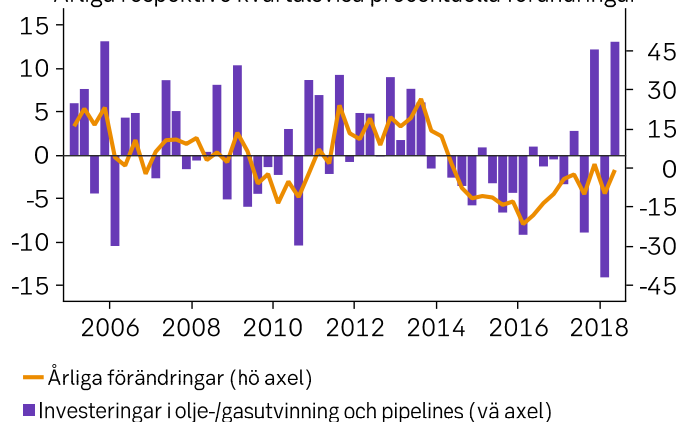
Prognosen är att exporten av traditionella varor ökar med 4,3 procent under 2018 och 2,6 procent 2019. Utrikeshandeln väntas ge ett relativt neutralt nettobidrag till fastlands-BNP under 2019 och 2020.

Bruttoinvesteringar växer

Aktiviteten i oljeindustrin tar sig men investeringarna har haft en ojämn utveckling mellan kvartalen. Investeringarna steg med 13,1 procent under andra kvartalet men på grund av ett skarpt fall i början av året har vi sänkt helårsprognosen till 2,5 procent (tidigare 6,5 procent).

Volatila oljeinvesteringar

Årliga respektive kvartalsvisa procentuella förändringar



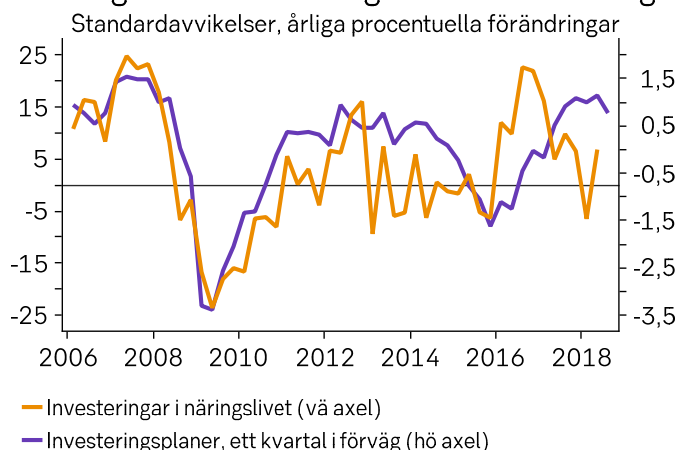
Källa: Statistisk Sentralbyrå, Macrobond, SEB

Utsikterna framöver förblir likväl positiva, och investeringarna kan väntas ta ytterligare fart under kommande år. Höjda oljeprisprognoser, förbättrad lönsamhet i sektorn och begränsade möjligheter till betydande kostnadsbesparingar innebär att nya

projekt kommer att utvecklas. Detta bekräftades i SSB:s oljeenkät för tredje kvartalet där oljebolagen reviderade sina investeringsantaganden för 2019 markant högre. **Vi väntar oss att oljeinvesteringarna stiger med 9,5 och 4,5 procent under 2019 respektive 2020.**

Vändningen i övriga näringslivets investeringar har varit både svagare och mer utdragen än förväntat. Under våren noteras dock en uppgång på bred front med en ökning på 7,2 procent för icke-oljeinvesteringar. Det finns flera skäl att tro att uppgången kan hålla i sig. Kapacitetsutnyttjandet inom tillverkningsindustrin är tillbaka på mer normala nivåer, utlåningen till företag har accelererat och investeringsplanerna i industrin är positiva. **Vi väntar oss att näringslivets investeringar ökar med 3,9 procent under 2018 följt av mera modesta 3,6 och 2,1 procent under 2019 respektive 2020.**

Näringslivets investeringar nära en vändning



Källa: Statistisk Sentralbyrå, Macrobond, SEB

Att investeringarna i fastlandsekonomin saktat av beror främst på ett skarpt fall i investeringarna i nya bostäder. Totalt har dessa gått ned med 12 procent under de senaste tre kvartalen. En tillbakagång låg i korten efter de senaste tre årens starka bostadsbyggande och sjunkande bopriser. Nedgången har ändå varit mer markerad än väntat. Negativ trend för nybyggnationer i kombination med utsikter till långsammare befolkningstillväxt ger stöd för synen att bostadsinvesteringarna förblir ett sänke för tillväxten i hela ekonomin. **Vi har sänkt prognosen till ett fall på 9,0 procent för bostadsinvesteringarna under 2018 följt av en stabilisering under 2019.** Bruttoinvesteringarna kommer trots detta att ge ett positivt tillväxtbidrag.

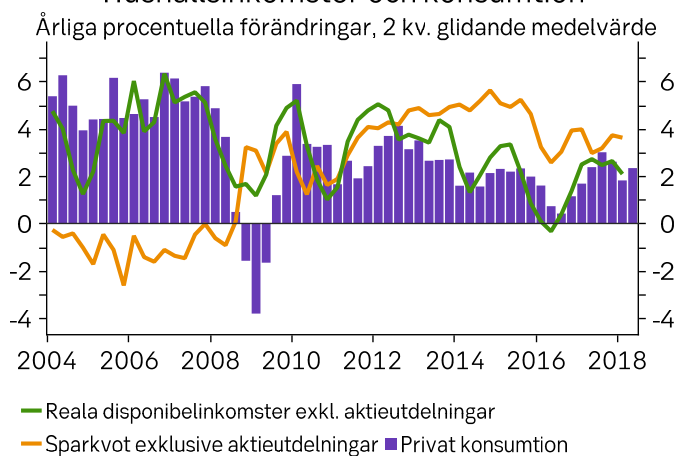
Upp, ned och upp igen för bostadspriserna

Sättningen i priserna på befintliga bostäder visade sig vara kortlivad. Det ackumulerade prisfallet från toppen i mars 2017 blev 2,9 procent. Starka månadsökningar sedan början av 2018 har därefter lyft priserna på befintliga bostäder tillbaka till tidigare toppnivåer. Utbudet av bostäder till salu har normaliserats med stöd av stigande omsättning och kortare transaktionstider. **Vi prognostiserar nu att priserna på befintliga bostäder stiger med 1,1 procent i år.** Utsikterna på längre sikt förblir försiktigt optimistiska trots stadig tillväxt i ekonomin. Tidigare års starka uppgång i nybyggnationer fortsätter att driva en uppgång i antalet färdigställanden och utsikter till högre bolåneräntor kommer att dämpa efterfrågan på bostäder. Vi väntar oss **årliga prisökningar på 3 procent 2019 och 2,5 procent 2020.**

Måttlig uppgång i privat konsumtion

Konsumtionen av varor hämtade sig rejält under andra kvartalet och speglar de stigande bostadspriserna. Aktiviteten ser likväl ut att dämpas under kommande kvartal. Högre elpris kommer att få inflationen att skjuta fart, vilket slår mot hushållens reala disponibla inkomster. Effekten är övergående och på lång sikt tror vi att både löneökningar och god jobbtillväxt kommer att bidra till starkare hushållsinkomster. Utsikter till högre räntor drar i motsatt riktning. **Vi väntar oss att privat konsumtion växer med 2,6 procent under 2018 och 2,5 procent 2019.** På grund av höga skuldnivåer i hushållssektorn och ett ökat inslag av rörliga räntor är hushållen mycket räntekänsliga. Norges Bank är väl medveten om den starka transmissionsmekanismen och har indikerat att räntorna kommer att stiga ungefär i linje med hushållens realinkomster. En mer omfattande uppgång i bolåneräntorna skulle med största sannolikhet höja hushållssparandet och utgöra en nedsidesrisk för privat konsumtion.

Hushållsinkomster och konsumtion



Källa: Statistisk Sentralbyrå, Macrobond, SEB

Arbetslösheten har sjunkit stadigt sedan 2016, men det finns tecken på att nedgången är på väg att plana ut. Det speglar en kraftig uppgång i arbetskraftsdeltagandet, som nu är mer i linje med historiska snitt. Sysselsättningstillväxten har också accelererat. Enligt nationalräkenskaperna steg sysselsättningen på årsbasis med 1,6 procent under kvartal två. Efterfrågan på arbetskraft kan väntas förbli robust. Enkätundersökningar visar att företagen har fortsatt positiva anställningsplaner och antalet ofyllda vakanser är i en uppåtgående trend. **Vi prognostiserar en måttlig nedgång i arbetslösheten, enligt AKU-mått, till 3,5 respektive 3,4 procent under 2019 och 2020.**

Inflationen har fastnat under målet

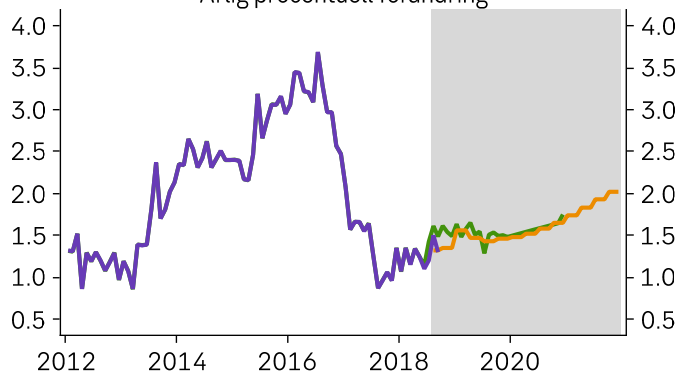
Efter att ha fallit under 1 procent i augusti i fjol har underliggande inflation, mätt med KPI-JAE, gradvis återhämtat sig. Inflationstakten var 1,4 procent i juli. Bakom den senaste accelerationen ligger ett visst uppåtttryck från svagare norsk växelkurs samt att inflationen på mat har stigit från tillfälligt låga nivåer. Justerat för effekterna av höjd skatt på socker i början av året är matpriserna fortfarande nedpressade. Fortsatt prisuppgång kommer därför att bidra till högre inflation i höst.

Stabiliseringen av växelkursen gör att drivkrafterna för inflationen inte är lika uppenbara som under tidigare år. Det inhemska inflationstrycket har förblivit svagt, men **arbetslösheten ligger nu på nivåer som indikerar ett högt resursutnyttjande och stigande lönepress.** Löneökningarna kommer dock förbli måttliga

för att värna konkurrenskraften. Vi väntar oss att löneökningstakten stiger från 2,9 procent 2018 till 3,4 procent 2020. Uppgången är troligen inte tillräcklig för att få inflationen att gå tillbaka till målet, särskilt inte i ljuset av måttliga prisökningar internationellt. Inflationen på varor väntas gå ned under 2019 i takt med att effekterna av tidigare kroneförsvagning avtar. Högre inflation på tjänster bidrar ändå till att stabilisera inflationen. Vi prognostiserar en marginellt högre KPI-JAE-inflation än Norges Bank för resten av året.

Gradvis högre KPI-JAE-inflation

Årlig procentuell förändring



— Norges Bank, månadsprognoser — Norges Bank, kvartalsvis — SEB

Källa: Norges Bank, Macrobond, SEB

Stigande energipriser (primärt el) blåste upp KPI-inflationen till 3,0 procent i juli. Elpriserna drivs delvis upp av det torra vädret och terminspriserna indikerar att priserna kan ligga kvar på höga nivåer för att sedan falla markant efter våren 2019. **Vi väntar oss att KPI-JAE stiger med 1,4 procent i år och med 1,5 respektive 1,6 procent 2019 och 2020.** Motsvarande prognoser för total KPI är 2,6, 1,4 och 1,6 procent.

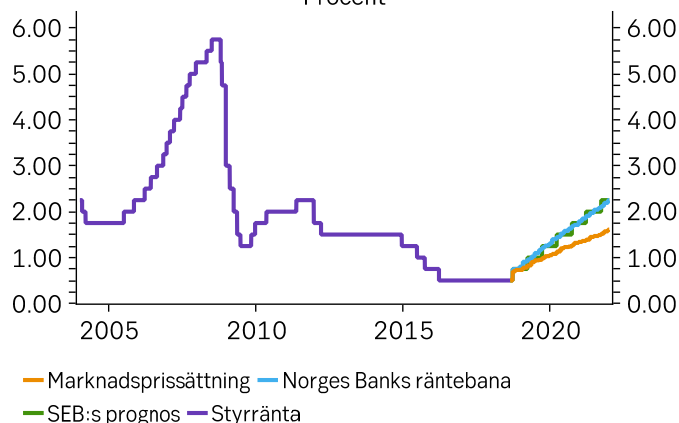
Norges Bank redo att börja normalisera räntan

Norges Bank är på väg att börja normalisera penningpolitiken i september. Tillväxt över trend, ett positivt produktionsgap och en rekyl för bostadspriserna indikerar att dagens politik är alltför expansiv. Inflationen har förblivit dämpad, men stigande resursutnyttjande tyder på att inhemskt inflationstryck kan börja stiga. Till skillnaden från den svenska Riksbanken tar Norges Bank till vara på utrymmet i den flexibla inflationsmålpolitiken att låta inflationen ligga under målet under en längre period. Att invänta en snabbare uppgång i underliggande inflation innan räntorna börjar höjas skulle öka risken för att hamna på efterkälken och tvingas till ett kraftfullt agerande. Norges Bank planerar därför att höja räntan till 0,75 procent i september.

Takten i räntehöjningarna därefter kommer att vara långsam. Norges Bank vill utvärdera effekterna av sin första höjning innan man höjer räntan ytterligare. Högt skuldsatta hushåll och osäkerhet kring nivån på den neutrala räntan talar också för en gradvis höjningscykel. **Vi väntar oss i genomsnitt två höjningar per år, med en styrränta på 1,75 procent i slutet av 2020.**

En mycket försiktig höjningscykel

Procent

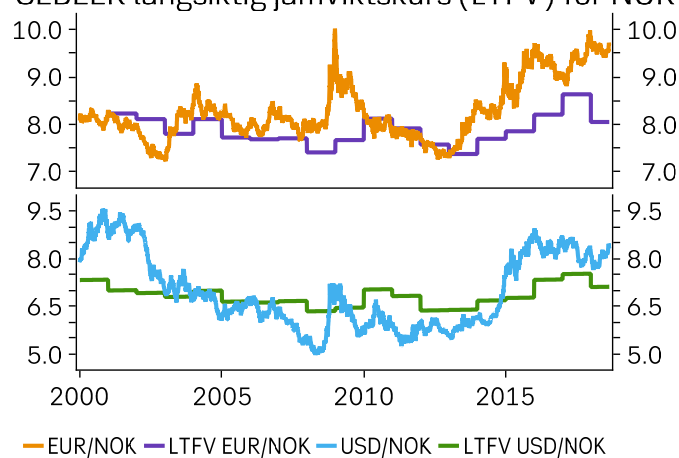


Källa: Norges Bank, Macrobond, SEB

Både krone och statsobligationer är historiskt billiga

Den norska valutan har återhämtat sig 2018 mot bakgrund av starka fundamenta och ett hökaktigt skifte från Norges Bank, men kronen har visat sig vara känslig i en miljö med eskalerande globala handelsstörningar. Kronens ofta dåliga likviditet har förstärkt den senaste tidens försvagning mot euron. Underliggande styrkefaktorer är dock intakta. En omprisering av marknadens försiktiga förväntningar på Norges Bank borde resultera i en ökad räntedifferens mot eurozonen. Långsiktig värdering är gynnsam. **Vi väntar oss att EUR/NOK-kursen faller från 9,30 i slutet av 2018 till 8,90 under 2020.**

SEBEER långsiktig jämviktskurs (LTFV) för NOK



Källa: Bloomberg, Macrobond, SEB

Norska statsobligationer (NGB) erbjuder en attraktiv avkastning jämfört med sina tyska motsvarigheter. Även om norska räntor tenderar att följa utvecklingen internationellt borde effekterna på tyska räntor från ECB:s utfasning av programmet för obligationsköp inte ha samma påverkan på norska obligationer. Å andra sidan kan Norges Banks kommande räntehöjningar leda till att 10-årsspreaden ligger kvar historiskt höga nivåer. **Vi prognostiserar en räntespread på 120 respektive 95 punkter i slutet av 2018 respektive 2019.**

Finland

Motståndskraftig tillväxt och snabb sysselsättningsuppgång

Efter nästan ett decennium av besvikelser har ekonomin vaknat till liv. Hittills i år har återhämtningen visat motståndskraft; när global ekonomi tvekat har finska tillväxten växlat upp. Ökad produktion och optimism spiller nu mer tydligt över på arbetsmarknaden och sysselsättningen ökar snabbt vilket stärker hushållen som pressats av låga löneökningar och offentliga besparingar. Tillväxten revideras upp till 3,1 procent i år och ekonomin fortsätter att växa med knappt 2,5 procent per år 2019-2020.

Återhämtningen fortsätter och Finland verkar ha **klarat sig utan den avmattning som präglat stora delar av eurozonen under första halvåret**. Trots motvind från exporten Finland istället **den högsta tillväxttakten på flera år just första kvartalet** och första halv-året som helhet ser också mycket starkt ut. Även om mycket återstår för att ta igen efter den utdragna svackan så nås i år en milstolpe när BNP i år passerar tidigare topp före den globala finanskrisen. Indikatorbilden är fortsatt stark, och uppvisar även motståndskraft mot omvärldens tvekan. EU-kommissionens ESI ligger t ex nära historiska toppnivåer. Sektorsmässigt är bilden något splittrad; det är tillverkningsindustrin som drar samtidigt som tjänste- och byggsektorn är något mer tveksam. Tillväxten växlar troligen inte upp ytterligare men ligger kvar tydligt över trend hela prognosperioden.

neddragningar har de senaste hämmat tillväxttalen de senaste åren men nu slår lagercykeln om i expansiv riktning. Kapacitetsutnyttjandet i industrin ligger över det långsiktiga genomsnittet, även om det är en bit kvar till tidigare toppnivåer. Förutom högt kapacitetsutnyttjandet bidrar ljusa utsikter och bra lönsamhet till en **investeringsuppgång på 5 procent i år** och som sedan mattas något 2019-2020. Bostadspriserna står och stampar men väntas stiga svagt framöver. Bostadsbyggandet ökar framför allt i de större städerna men fallande antal byggnadstillstånd tyder på en viss inbromsning.

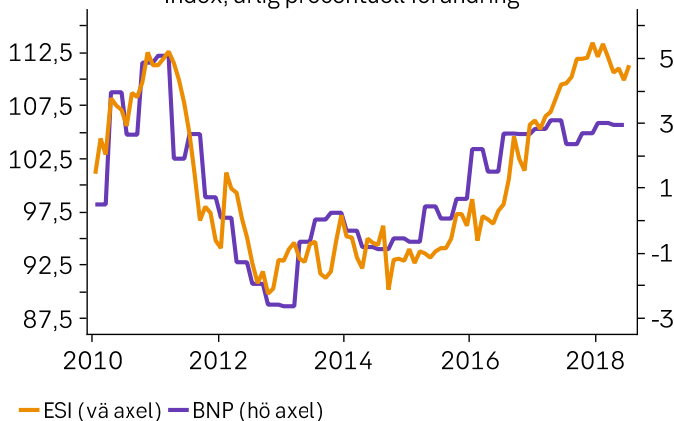
Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras. Arbetslösheten föll i juni till 7,3 procent; drygt en procentenhet över lägstanivån innan krisen och 2 procentenheter under toppnivån 2015.

Sysselsättningen har tydligt växlat upp och antalet anställda ökar sedan slutet av 2017 med över 2 procent i årstakt. Antalet lediga platser är rekordhøgt, vilket tillsammans med positiva sentiments- och produktionsdata talar för att uppgången i sysselsättning fortsätter. I takt med att arbetslösheten faller kommer rekryteringsproblem att bli ett allt större problem och bidrar till att dämpa sysselsättningen längre fram. **Mått som årsgenomsnitt faller arbetslösheten till 6,2 procent 2020**, vilket är i linje med nivån precis innan finanskrisen slog till.

Löneökningarna har hållits tillbaka av konkurrenskraftspakten och ökar nu i linje med inflationen, kring 1 procent i årstakt vilket innebär oförändrade reallöner. Hushållens inkomster totalt påverkas dock positivt av uppgången i sysselsättning, vilket bidrar till att **konsumtionen ökar med ca 2 procent per år genomsnitt 2018-2020**. Men en svag inkomstökning innebär att konsumtionen till viss del finansieras med fallande sparande och ökad skuldsättning.

Det offentliga underskottet föll 2017 till 0,6 procent av BNP; den lägsta nivån sedan 2008. Bakom förbättringen ligger både besparingar och effekter av starkare konjunktur. Efter flera hårda år väntar vi oss att regeringen börjar lätta på finanspolitiken om än svagt. Mot slutet av prognosperioden **faller underskottet mot nollstrecket samtidigt som den offentliga skulden når under 60 procent av BNP**.

Fortsatt starka indikatorer
Index, årlig procentuell förändring



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

Produktionen i tillverkningsindustrin fortsätter att öka med 4-5 procent; i stort sett i linje med vad vi såg 2017. Orderläget förbättrades kraftigt under 2017 och ligger kvar på en hög nivå. Inflödet av nya order pekar uppåt efter en viss svaghet under inledningen av 2018. I takt med att inhemsk efterfrågan och export utvecklas starkt ökar även importen, om än något långsammare än exporten. Konkurrenskraftspakten mellan arbetsmarknadens parter med bl a låga löneavtal har en positiv effekt på exporten även framöver men hämmar samtidigt hushållens köpkraft. Bytesbalansen visade 2017 överskott för första gången sedan 2010 och ökar i år till 1 procent av BNP. Lager-

Högre arbetskraftskostnader kräver produktivitetsuppgång

Estlands ekonomi fortsätter att utvecklas hälsosamt. Efter ca 5 procent i BNP-tillväxt 2017 bromsar ekonomin in med en balanserad tillväxt kring 3,5 procent i år. Utsikterna för den exportinriktade ekonomin är nära kopplad till världshandelns utveckling men beror också på hur företagen anpassar sig till högre arbetskraftskostnader. Vi väntar oss att tillväxten håller sig kring sin långsiktiga potential de kommande åren och att BNP ökar med 3,2 procent 2019 och 2,8 procent 2020.

Med tanke på det stora omvärldsberoendet utgjorde den låga exporttillväxten på 0,9 procent första kvartalet ett orosmoln. Men samtidigt steg lagren kraftigt vilket tyder på att det i första hand rörde sig om försenade exportleveranser. Exportsiffrorna fortsätter att påverkas av tillfälliga faktorer som ovanlig stor oljeförsäljning samt kraftigt nedpressad elektronikexport men de flesta sektorer visar en god tillväxt. Framöver beror exportutsikterna på företagets förmåga att nå högre i förädlingsvärdeskedjan. Många av de största exportörerna är underleverantörer till nordiska företag som har placerat produktionsenheter i Estland för att dra fördel av de låga lönekostnaderna. Med stigande lönekostnader står många inför ett beslut om man ska flytta arbetsintensiva enheter till andra länder. Med fortsatt god efterfrågan från utlandet räknar vi ändå sammantaget med att **exporten växer med 4 procent per år 2019 och 2020**.

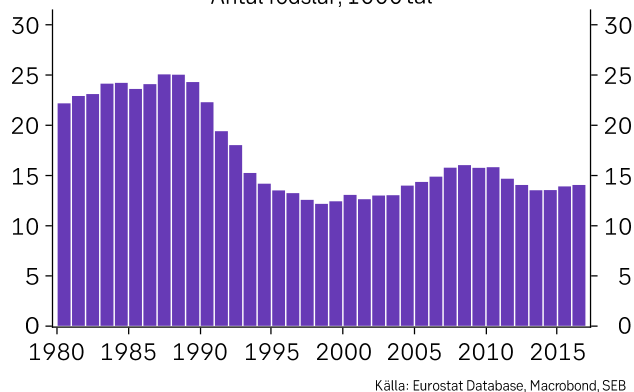
Under 2018 har tydliga förändringar i inkomstbeskattningen fått effekt. Progressiva inslag finns nu i den tidigare platta skatteskalan genom ett inkomstberoende grundavdrag som faller till noll för månadsinkomster över 2 100 euro. Då reformen rejält reducerat skattesatserna på låga inkomster fanns förväntningar på att den privata konsumtionen skulle stimuleras märkbart. I Nordic Outlook i februari varnade vi för att dessa förväntningar kunde vara alltför högt ställda. Osäkerhet över framtida inkomster gör att full skatt betalas in och istället gynnas de av skattereformen först nästa år när skatteåterbäring betalas ut.

Detta scenario verkar nu ha realiserats i än högre grad än vi räknat med. Detaljhandeln visar solid tillväxt som dock ligger långt under tidigare prognos. Hushållens konsumtionsmönster kan dock också ha förändrats med större inslag av gränshandel. Stora höjningar av punktskatter har gjort att man handlar mer i t ex Lettland. Detta gäller framför allt hushåll med låg inkomst och som bor nära gränsen. Det är också låginkomsttagare som tjänat mest på skattereformen. Sammantaget har vi **justerat ned vår konsumtionsprognos till 3,7 procent för 2018** men tror istället på större effekter av skattereformen 2019 då ökningstakten växlar upp till 4,5 procent.

Hushållens konsumtion fortsätter att påverkas av den höga inflationen. Till det kommer stora höjningar av punktskatter på alkohol och tobak samt högre el- och oljepriser som pressar konsumenterna. Den snabba uppgången i matpriser som dominerade 2017 har ebbat ut, men negativa vädereffekter kan snabbt få utvecklingen att vända. **Vi har reviderat upp vår inflationsprognos till 3,5 procent i år.** Under 2019 och 2020 stabiliseras inflationen strax över 2 procent.

Arbetslösheten är låg: 5,1 procent andra kvartalet 2018. Även om antalet lediga platser ser ut att ha stabiliserats så ser **företagen arbetskraftsbrist som största problemet för att öka produktionen**. Problemet är störst i sektorer med lägre produktivitet vilket indikerar att det främst är brist på arbetskraft inom låglönejobb. Stigande arbetskraftskostnader **pressar företag att effektivisera verksamheter men flera företag kan även tvingas se över sin affärsmodell**. Genomsnittliga bruttolöner når ca 1 300 euro i år, vilket är klart lägre än det nordiska genomsnittet men samtidigt klart högre än i övriga baltiska länder. Med tanke på den sträma arbetsmarknaden finns ingen anledning att tro att lönetillväxten ska mattas. Ytterligare ett problem för arbetsgivare är den demografiska utvecklingen. Antalet årliga födselar nådde 25 000 i slutet av 1980-talet men har sedan mitten av 1990-talet fallit till endast 13 000. Det innebär att det potentiella arbetskraftsutbudet halverats i yngre åldersgrupper, vilket framför allt märks i tjänstesektorn. På längre sikt kommer de negativa effekterna att bli märkbara för hela ekonomin.

Låg fertilitet på 1990-talet ger stramare arbetsmarknad
Antal födselar, 1000-tal



De första valmanifesten har nu kommit på plats inför **parlamentsvalet** i mars 2019. Med tanke på den kritik som mött skattereformen och de höjda punktskatterna så väntas **skattefrågor vara i fokus**. För att finansiera mer vidlyftiga reformer kan nästa regering behöva se mindre strikt på frågan om budgeten ska balanseras eller inte.

Lettland

Bra tillväxtmomentum men kostnadsrisker runt hörnet

Tillväxten 2018 har överträffat förväntningarna. Andra kvartalet 2018 blev BNP-tillväxten 5,1 procent i årstakt med byggsektorn som huvudsaklig drivkraft. De ekonomiska effekterna av osäkerheten och problemen runt ABLV Bank i början av 2018 har varit marginella. Stigande realinkomster lägger grunden till en uthållig konsumtion framöver men den sträma arbetsmarknaden riskerar också att skapa kostnadsproblem. Exporten utvecklas stabilt trots dämpad aktivitet i tillverkningssektorn. Tillväxten 2019-2020 väntas ligga nära potentiell nivå.

Lettlands BNP-tillväxt accelererade från 4 till **drygt 5 procent** (årstakt) mellan första och andra kvartalet 2018. Byggsektorn bidrog med ca 35 procent av BNP-tillväxten och motverkade således negativa effekter kopplade till problemen runt ABLV Bank (se Nordic Outlook, Maj 2018). Byggsektorns stora betydelse för BNP-tillväxten, samt den alltmer ansträngda arbetsmarknaden och minskade kapitalinflöden från EU:s strukturfonder, reser en del frågor om tillväxten framöver. Bedömningen är ändå att aktiviteten hålls uppe med hjälp av privat konsumtion, investeringar och export. **BNP-tillväxten blir i år 4,2 procent** (upp från 4,5 procent 2017). **Under 2019 och 2020 väntas BNP växa med 3,7 respektive 3,2 procent**, d v s nära trendnivåer.

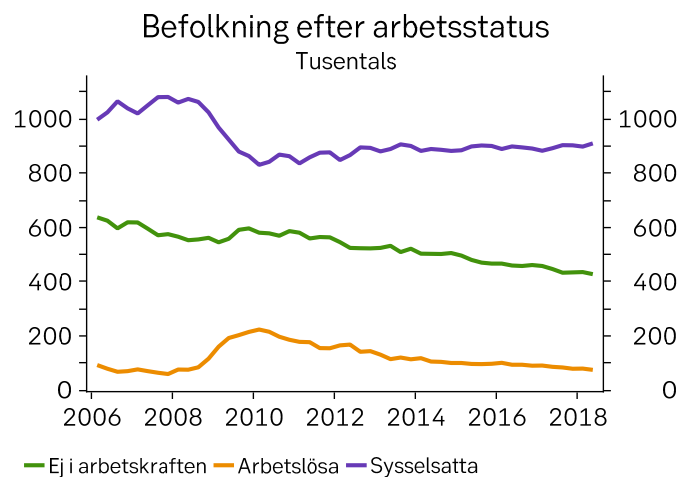
Under 2017 ökade investeringarna med 16 procent och utvecklingen ser ut att hålla i sig. I närtid och fram till 2020 kommer EU-pengar att fortsätta ge stöd till både privata och offentliga investeringar; **investeringarna växer med 14 procent i år och med 8 respektive 6,5 procent 2019 och 2020**. Lönsamheten är fortsatt solid i den export-orienterade sektorn.

Överlag är **bilden positiv** av Lettlands ekonomiska och finansiella läge men det finns **nedåtrisker**. En alltför procyklisk finanspolitik tillsammans med kostnadsproblem för industrin (se nedan) kan lägga grunden till en överhettad ekonomi med växande obalanser och på sikt sämre tillväxt. Å andra sidan kan **struktureformer** öka mobiliteten och utbudet på arbets- och bostadsmarknaden. Högre produktivitetstillväxt skulle öka intresset för att få tillstånd mer investeringar och fortsätta att dämpa risken för tilltagande kostnadsproblem. Sammantaget skulle det öka sannolikheten för att Lettland kan få en mer uthållig tillväxt.

Arbetslösheten på 7,7 procent, den lägsta nivån på 10 år, faller de närmaste åren och når **6,5 procent 2020**. Sysselsättningsgraden för personer i gruppen 15-74 år ligger på en för Lettland rekordhög nivå: 64,4 procent. Arbetsgivarna tvingas därmed bedriva en intensiv jakt på arbetskraft. Arbetsmarknaden blir således allt stramare och situationen riskerar att bli ett allvarligt framtida tillväxthinder. Läget förvärras av bl a växande **kompetensbrister och låg rörlighet**. Därutöver påverkas arbetskraftsutbudet negativt av demografin och den åldrande befolkningen: mängden arbetskraft som står till marknadens förfogande minskar med ca 1 procent per år samtidigt som eventuella arbetskraftsreserver redan nu i princip är uttömda.

Lönetillväxten är hög. De närmaste tre åren väntas lönerna stiga med **6,5-8 procent per år**. Eftersom produktivitetstillväxten är svag i Lettland – liksom i många andra ekonomier – ökar

kostnadstrycket, något som äventyrar landets konkurrenskraft. Vår prognos är att **inflationen i år blir 2,5 procent för att nå 2,8 resp 2,4 procent 2019 och 2020**. Löneutvecklingen tillsammans med högre energipriser är en klar uppåtrisk för inflationen.



En stark arbetsmarknad och god reallöneutveckling under prognosperioden ger förutsättningar för **både konsumtion och ökat sparande**. Detaljhandelsförsäljningen stiger f n med ca 6 procent i årstakt och understöds av starka trender inom tjänstenärningar. En väntat stark real inkomstutveckling ökar både konsumtion och sparande (sparkvoten ligger i dag på ca 3 procent).

Bostadspriserna stiger; i Rigaområdet har lägenhetspriserna stigit med drygt 3 procent hittills under 2018. Å andra sidan sjunker omsättningen på bostadsmarknaden: -19,5 procent. Bilden antyder därmed en stabil bostadsprisutveckling framöver där både utbudet hålls tillbaka och efterfrågan dämpas av hushållens ovilja att öka sin långsiktiga skuldsättning.

Den finansiella sektorn är på väg att lösa problemen med **ABLV Bank** som uppdagades under våren. I IMF:s senaste analys (juli 2018) av Lettlands finansiella läge blev slutsatsen att banksystemet är *"stabilt, likvitt och välkapitaliserat"*. Den finansiella osäkerheten har haft små effekter på den ekonomiska aktiviteten.

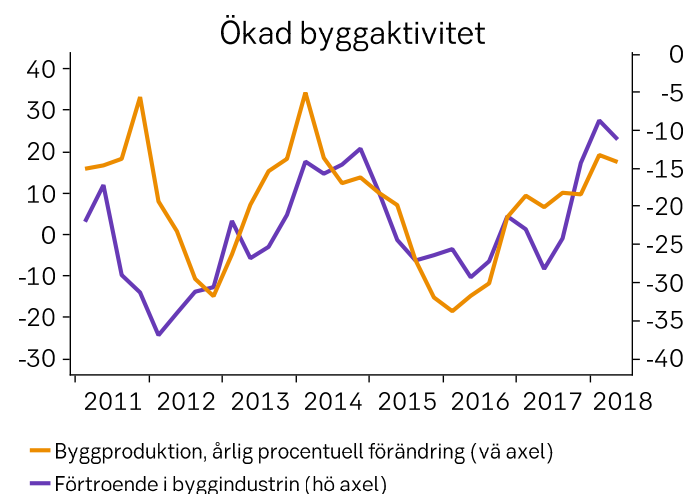
Med en **offentlig skuld på 40 procent av BNP**, som väntas falla till 37,6 procent 2020, har Lettland finanspolitiskt utrymme att kunna möta en ny lågkonjunktur. Men budgetunderskottet på idag 0,7 procent av BNP växer till 1,0 procent 2020 och riskerar att skapa obalansproblem.

Litauen

Viss tillväxtinbromsning framöver

BNP ökade med 3,7 procent i årstakt andra kvartalet i år vilket var något högre än väntat. Vi håller fast vid scenariot att tillväxten långsamt kommer att sakta in mot trendtillväxt och nå 3,0 respektive 2,6 procent 2019 och 2020. Den snabba uppgången i arbetskraftskostnader i förhållande till produktivitetens utvecklingen är en stor utmaning för Litauen och en anledning till att företag drar upp investeringstakten framöver. Den skattereform som parlamentet beslutat om minskar skatten på arbete framöver.

Den starka tillväxten andra kvartalet gör att vi reviderar vi upp BNP-prognosen för 2018 från 3,2 till 3,4 procent. Det är främst bidraget från utrikeshandeln (netto) som ger ett oväntat stort tillväxtbidrag men **investeringarna väntas vara den viktigaste tillväxtdrivkraften under andra halvåret i år**. Investeringsuppgången, både privat och offentlig, har flera drivkrafter. För det första är den procyklisk och företagens ökade efterfrågan gör att investeringstakten nu, till slut, dras upp mer aggressivt. För det andra gör snabbt stigande arbetskraftskostnader att företagen tvingas att investera mer för att öka produktionskapaciteten istället för att anställa. För det tredje har utbetalning av EU-medel ökat.



Källa: Macrobond, SEB

Även om exporttillväxten bromsat in i år så är inte problemet vikande global efterfrågan utan stora baseeffekter och utbudsproblem. Effekterna av handelskriget bedöms vara hanterbara men är en nedåtrisk framöver, främst vid en eskalering. Effekterna kan bli kännbara för små öppna ekonomier som Litauens vars export motsvarar 81 procent av BNP.

Arbetslösheten har fallit ytterligare vilket tvingar arbetsgivare att i ökad utsträckning söka personal från andra länder.

Första halvåret i år ökade antalet visum till icke-EU-medborgare med 93 procent jämfört med för ett år sedan och antalet tillfälliga uppehållstillstånd ökade med 29 procent. Dessutom har emigrationen från Litauen minskat vilket också bidrar till att förbättra migrationen på nettobasis.

Den mer ansträngda arbetsmarknaden ger positiva effekter för arbetstagarna. Den genomsnittliga nettolönen ökar med mer än 8 procent 2018 drivet både av brist på utbildad och icke-utbildad arbetskraft men även en högre minimilön och ett nyintroducerat golv för deltidsanställdas arbetsgivaravgifter ger positiva effekter. Utvecklingen har **sammantaget dock inte minskat löneskillnaderna** då mer högavlönad arbetskraft i absoluta tal ökat sina inkomster mest. Processen att förbättra utbildningsnivån på arbetsmarknaden är lång och svår men vissa framsteg sker genom bl a utbildningsinsatser.

Inflationen har fallit under 3 procent. Även om bränslepriserna ökade under första hälften av 2018 förändrades inte andra konsumentpriser som t ex mat särskilt mycket. T o m tjänstepriser, som brukar korrelera starkt med förändrade arbetskraftskostnader, har uppvisat fallande ökningstal. Lägre inflation och fortsatt stark lönetillväxt leder per automatik inte till ökad konsumtion då t ex sparkvoten på nära noll väntas komma upp en bit. Vi ser dock en viss konsumtionsuppgång 2019 till 3,4 procent i o m den beslutade skattereformen som ökar inkomsterna rejält för hushåll som tjänar upp till två gånger genomsnittslönen; 2020 ökar konsumtionen med 3,0 procent.

Det historiskt **höga konsumentförtroendet har inte gjort att hushållen ökat sin belåningsgrad** i särskilt stor utsträckning. Hushållens skulder fortsätter att öka med ca 7 procent per år vilket är i linje med inkomstökningen. Bostadsmarknaden har kylts ned de senaste kvartalen och det genomsnittliga priset för lägenheter var vid slutet av första halvåret endast 3,2 procent högre än ett år tidigare.

Goda nyheter nådde Litauen under andra kvartalet 2018 då landet till slut och sist av de baltiska länderna blev **medlem i OECD**. I juni 2018 beslutade parlamentet om förändringar av både skatte- och pensionssystem. Skattereformen kommer att minska den sammanlagda skatten på arbete men det finns en risk att den kommer att försämra statens inkomster. Litauen har redan en av de lägsta skattekvoterna bland EU-länder och inkomstbortfallet kan göra att nedskärningar av sociala utgifter nödvändiga. Vi håller fast vid en jämfört med andra relativt försiktig offentligfinansiell prognos och att det konsoliderade saldot visar ett överskott motsvarande 0,2 procent av BNP 2019 och balans 2020. De kommande valen ökar risken för ökade utgifter och valfläsk.

Globala nyckeltal

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP OECD	2,5	2,5	2,3	2,1
BNP världen (PPP)	3,8	4,0	3,9	3,8
KPI OECD	2,3	2,6	2,1	2,2
Oljepris, Brent (USD/fat)	54,8	73	85	85

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr USD	2017	2018	2019	2020
BNP	19 754	2,2	3,0	2,5	1,9
Privat konsumtion	13 654	2,5	3,0	2,8	2,1
Offentlig konsumtion	3 407	-0,1	1,2	0,9	1,0
Bruttoinvesteringar	3 295	4,9	5,0	3,0	2,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,0	0,0	0,0	0,0
Export	2 420	3,0	4,5	2,9	2,9
Import	3 022	4,6	4,1	2,9	2,8
Arbetslöshet (%)		4,4	3,9	3,5	3,6
KPI		2,1	2,5	2,2	2,2
Hushållens sparkvot (%)		6,7	7,1	6,9	6,9
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-3,8	-4,2	-4,4	-4,6
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		108,1	108,4	108,8	109,2

Eurozonen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	10 527	2,4	2,1	2,1	1,9
Privat konsumtion	5 742	1,6	1,8	2,0	2,0
Offentlig konsumtion	2 172	1,1	1,4	1,5	1,5
Bruttoinvesteringar	2 108	2,7	4,0	3,5	3,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,0	0,0	0,0	0,0
Export	4 863	5,2	4,1	4,0	3,5
Import	4 388	4,0	4,5	4,5	4,0
Arbetslöshet (%)		9,1	8,3	7,8	7,5
KPI		1,5	1,7	1,4	1,6
Hushållens sparkvot (%)		6,3	6,2	6,0	6,0
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,9	-0,7	-0,6	-0,6
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		86,7	85,7	83,4	83,4

Övriga stora ekonomier

Årlig procentuell förändring

	2017	2018	2019	2020
BNP				
Storbritannien	1,6	1,3	1,8	1,9
Japan	1,7	1,1	1,0	0,8
Tyskland	2,2	2,0	1,9	1,7
Frankrike	2,2	1,7	1,9	2,1
Italien	1,5	1,2	1,4	1,5
Kina	6,9	6,6	6,3	6,0
Indien	6,4	7,5	7,8	7,8
Brasilien	1,0	1,5	2,9	3,0
Ryssland	1,5	1,7	1,7	2,0
Polen	4,6	4,6	3,4	3,2
Inflation				
Storbritannien	2,6	2,4	1,9	1,7
Japan	0,5	0,7	1,1	1,5
Tyskland	1,6	1,6	1,7	1,8
Frankrike	1,2	1,3	1,4	1,6
Italien	1,3	1,3	1,2	1,4
Kina	1,6	2,2	2,4	2,5
Indien	3,3	4,6	4,8	4,8
Brasilien	3,5	3,3	4,2	4,4
Ryssland	3,7	2,8	4,0	4,5
Polen	2,0	2,0	2,7	2,5
Arbetslöshet (%)				
Storbritannien	4,4	4,1	4,1	4,1
Japan	2,8	2,3	2,0	1,8
Tyskland	3,8	3,6	3,6	3,8
Frankrike	9,0	8,7	8,4	8,1
Italien	11,3	10,9	10,5	10,0

Finansiella prognoser

Officiella räntor		22-Aug	Dec-18	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
USA	Fed funds	2,00	2,50	3,00	3,00	3,25	3,25
Japan	Call money rate	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10	-0,10
Eurozonen	Refi rate	0,00	0,00	0,00	0,25	0,50	0,75
Storbritannien	Repo rate	0,75	0,75	0,75	1,25	1,50	1,75
Obligationsräntor							
USA	10 years	2,83	3,05	3,20	3,35	3,40	3,45
Japan	10 years	0,09	0,10	0,10	0,15	0,15	0,20
Tyskland	10 years	0,35	0,50	0,70	1,10	1,25	1,40
Storbritannien	10 years	1,42	1,50	1,70	2,10	2,25	2,40
Växelkurser							
USD/JPY		110	110	106	102	101	100
EUR/USD		1,16	1,15	1,18	1,20	1,24	1,28
EUR/JPY		128	127	125	120	125	128
EUR/GBP		0,90	0,87	0,84	0,82	0,81	0,80
GBP/USD		1,29	1,32	1,40	1,46	1,53	1,60

Sverige

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr SEK	2017	2018	2019	2020
BNP	4 600	2,3	2,9	2,4	2,3
BNP, dagkorrigerat		2,5	3,0	2,4	2,1
Privat konsumtion	2 027	2,2	2,3	1,8	1,8
Offentlig konsumtion	1 198	0,4	0,5	0,5	0,5
Bruttoinvesteringar	1 146	5,9	4,5	3,0	2,8
Lagerinvesteringar, förändr i % av BNP föregående år	35	0,1	0,1	0,0	0,0
Export	2 085	3,6	4,9	5,1	4,7
Import	1 891	4,8	4,1	4,0	3,8
Arbetslöshet (%)		6,7	6,2	5,9	6,2
Sysselsättning		2,3	1,7	1,2	0,9
Industriproduktion		4,5	5,7	5,5	4,5
KPI		1,8	2,0	1,8	2,0
KPIF		2,0	2,1	1,9	1,7
Timplöneökningar		2,4	2,7	3,0	3,5
Hushållens sparkvot (%)		16,0	16,4	16,4	16,4
Real disponibel inkomst		2,3	2,6	1,9	1,7
Bytesbalans, % av BNP		3,5	2,8	3,2	3,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-62	-92	-60	-40
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		1,3	1,0	0,8	0,8
Bruttoskuld, offentlig sektor, % av BNP		40,6	36,9	34,4	32,4

Finansiella prognoser	22-Aug	Dec-18	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Reporänta	-0,50	-0,50	-0,25	0,00	0,25	0,75
3-månaders ränta, STIBOR	-0,36	-0,52	-0,15	-0,02	0,35	0,73
10-års ränta	0,53	0,60	1,00	1,50	1,70	1,90
10-års räntedifferens mot Tyskland	18	10	30	40	45	50
USD/SEK	9,07	9,13	8,64	8,33	7,98	7,58
EUR/SEK	10,52	10,50	10,20	10,00	9,90	9,70
KIX	120,3	121,0	117,9	115,9	114,3	111,6

Finland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	220	2,8	3,1	2,3	2,3
Privat konsumtion	119	1,3	2,1	1,8	1,9
Offentlig konsumtion	52	-0,5	1,0	0,5	0,5
Bruttoinvesteringar	47	4,0	5,0	3,5	3,2
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		-0,2	0,2	0,1	0,0
Exports	78	7,5	5,1	4,2	4,5
Imports	80	3,5	4,0	3,5	3,8
Arbetslöshet (%)		8,6	7,4	6,6	6,2
KPI, harmoniserat		0,8	1,1	1,2	1,5
Timplöneökningar		-1,2	1,0	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		0,7	1,0	1,0	1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-0,4	-0,2	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		61,4	60,0	58,0	56,0

Norge

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr NOK	2017	2018	2019	2020
BNP	3 181	2,0	1,4	2,4	2,4
BNP (Fastlandet)	2 768	2,0	2,5	2,4	2,1
Privat konsumtion	1 443	2,2	2,6	2,5	2,4
Offentlig konsumtion	778	2,5	1,8	1,4	1,3
Bruttoinvesteringar	819	3,6	1,0	3,8	2,4
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		0,1	0,0	0,0	0,0
Export	1 096	-0,2	2,2	2,8	3,3
Import	1 064	1,6	3,6	3,0	2,3
Arbetslöshet (%)		4,2	3,7	3,5	3,4
KPI		1,9	2,6	1,4	1,6
KPI-JAE		1,4	1,4	1,5	1,6
Årslöneökningar		2,3	2,9	3,2	3,4

Finansiella prognoser	22-Aug	Dec-18	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Folioränta	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75
10-års ränta	1,66	1,70	1,85	2,05	2,15	2,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	131	120	115	95	90	90
USD/NOK	8,35	8,09	7,71	7,50	7,22	6,95
EUR/NOK	9,69	9,30	9,10	9,00	8,95	8,90

Danmark

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr DKK	2017	2018	2019	2020
BNP	2 150	2,3	1,5	2,5	2,0
Privat konsumtion	985	1,6	2,3	2,6	2,2
Offentlig konsumtion	537	0,6	1,6	1,4	0,9
Bruttoinvesteringar	441	4,5	4,5	4,6	4,4
Lagerinvesteringar (förändr i % av BNP föregående år)		0,1	-0,1	-0,4	0,0
Export	1 184	4,5	1,0	4,1	3,8
Import	1 035	4,3	4,2	4,0	4,3
Arbetslöshet, harmoniserat (%)		5,4	4,7	4,3	3,9
KPI, harmoniserat		1,1	0,8	1,8	2,0
Timlöneökningar		1,7	2,0	2,4	2,9
Bytesbalans, % av BNP		9,0	8,0	7,0	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,0	0,5	1,0	1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		37,0	36,0	35,0	34,0

Finansiella prognoser	22-Aug	Dec-18	Jun-19	Dec-19	Jun-20	Dec-20
Utlåningsränta	0,05	0,05	0,05	0,30	0,55	0,80
10-års ränta	0,41	0,54	0,74	1,14	1,29	1,44
10-års räntedifferens mot Tyskland	6	4	4	4	4	4
USD/DKK	6,43	6,48	6,31	6,21	6,01	5,82
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

Litauen

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	42	3,9	3,4	3,0	2,6
Privat konsumtion	27	3,8	3,3	3,4	3,0
Offentlig konsumtion	7	1,0	1,0	1,2	1,2
Bruttoinvesteringar	8	7,3	9,0	7,0	6,0
Export	34	13,6	6,7	3,7	2,5
Import	33	12,8	6,2	4,7	3,4
Arbetslöshet (%)		7,1	6,5	6,2	6,0
KPI		3,7	2,8	2,5	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		0,5	0,3	0,2	0,0
Skuld, offentlig sector, % av BNP		39,7	36,0	38,0	36,5

Lettland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	25	4,5	4,2	3,5	3,2
Privat konsumtion	15	5,1	4,9	4,1	3,3
Offentlig konsumtion	4	4,1	3,9	3,1	2,5
Bruttoinvesteringar	5	16,0	14,0	8,0	6,5
Export	15	4,4	3,5	3,2	3,0
Import	14	9,2	7,8	6,0	5,5
Arbetslöshet (%)		8,9	7,7	7,0	6,5
KPI		2,9	2,5	2,8	2,4
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,5	-0,7	-1,0	-1,0
Skuld, offentlig sector, % av BNP		40,1	39,6	38,3	37,6

Estland

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2017, mdr EUR	2017	2018	2019	2020
BNP	23	4,9	3,4	3,5	2,8
Privat konsumtion	12	2,2	3,8	4,4	3,4
Offentlig konsumtion	5	0,8	2,2	2,5	1,8
Bruttoinvesteringar	5	13,1	2,8	4,8	1,8
Export	18	3,5	4,1	4,4	4,2
Import	17	3,9	4,4	4,2	4,0
Arbetslöshet (%)		5,8	6,0	6,2	6,4
KPI		3,7	3,5	2,5	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,1	-0,4	-0,7	-0,7
Skuld, offentlig sector, % av BNP		9,3	8,8	8,3	8,0

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 Tallin,
Estland
+372 6655172

Tadas Povilauskas

SEB Vilnius
Litauen
+370 68646476

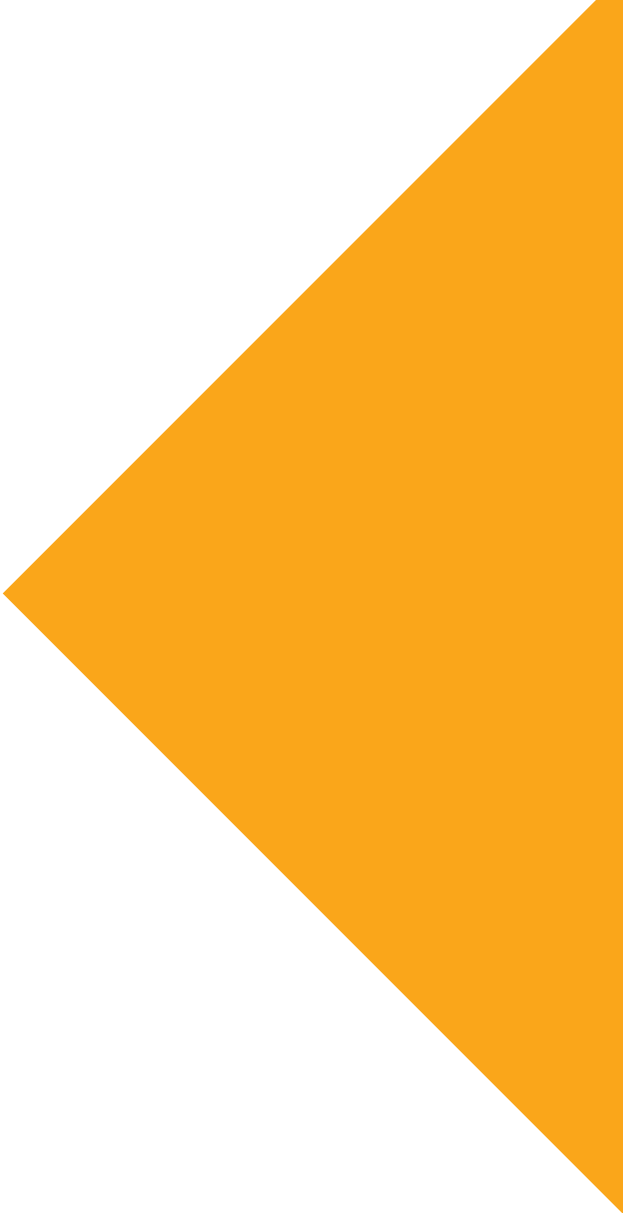
Denna rapport publicerades
den 28 augusti 2018.

Avstämning för valuta- och
räntenoteringar var den 22
augusti 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 30 juni 2018 uppgick koncernens balansomslutning till 2 818 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 838 miljarder kronor. 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 Macro & FICC Research. 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