

Swedbank Economic Outlook Januari 2016

Global oro – akut behov av reformer

- Kinas krishantering avgörande för att stabilisera global tillväxt
- USA och eurozonen drabbas av osäkerhet, men gynnas av lägre oljepriser
- Stark svensk tillväxt döljer växande obalanser



Innehållsförteckning

Sammanfattning.....	3
Global utblick	4
Sverige: Akut behov av reformer	7
Utvecklade ekonomier: I uppförsbacke	13
Eurozonen: Långsam men stabil uppgång	13
USA: Svagare tillväxt och mindre penningpolitisk åtstramning	13
Japan: Abenomics framgång fortfarande tveksam	15
Storbritannien: EU-folkomröstning skapar nya spelregler.....	15
Tillväxtmarknaderna: Slut på krutet.....	16
Kina: Fallande priser är en stor utmaning.....	16
Indien: Hög BNP-tillväxt men svag reformertakt.....	17
Brasilien: Nedgången fördjupas	18
Ryssland: Billigare olja förlänger recessionen	18
Fördjupning 1: Utbudsdrivet oljeprisfall	20
Norden: Olyckliga på sina egna sätt.....	21
Norge: Ännu djupare nedgång	21
Danmark: Efter ett överraskande bakslag fortsätter återhämtningen	22
Finland: Måttlig tillväxt i en fortsatt skör ekonomi	22
Estonia: Less growth potential ahead	23
Latvia: Cyclical upswing	25
Lithuania: Investments sizzling, finally	27
Appendices	29

För dig som vill ha en fördjupad investeringsanalys rekommenderar vi dig att läsa Swedbanks Investeringsstrategi som du hittar genom följande länk:
<https://www.swedbank.se/om-swedbank/swedbank-insikt/strategi-och-allokering/index.htm>

Sammanfattning

Stor osäkerhet om de globala utsikterna

Utsikterna för den globala återhämtningen har försämrats betydligt under de senaste månaderna och riskerna på nedsidan har ökat. I grunden är förutsättningarna goda för ökad tillväxt i de utvecklade ekonomierna men osäkerheten och volatiliteten på finansmarknaderna kan leda till bakslag. Inbromsningen i slutet av förra året innebär att vi sänker våra tillväxtprognoser för i år och nästa år något samtidigt som riskbilden på nedsidan har tilltagit. De utvecklade ekonomierna gynnas av sjunkande energipriser och penningpolitiska stimulanser. Den oväntade försvagningen av den amerikanska tillväxten i slutet av 2015 kan komma att förstärkas av oron på finansmarknaderna och den ökade osäkerheten under inledningen av 2016. I eurozonen förbättras situationen, om än långsamt. Den ekonomiska politiken i såväl USA som eurozonen kommer fortsätta att vara stödjande men motvinden från omvärlden ökar. I Norden brottas länderna med olika problem: I Norge förutser vi att tillväxten drastiskt sjunker till följd av oljeprisnedgången och i Danmark föll exporten oväntat under det tredje kvartalet medan Finland äntligen får se blygsam tillväxt efter år av recession. Ur ett globalt perspektiv, är utvecklingen i Kina och de kinesiska myndigheternas hantering av krisen avgörande för världsekonomin de kommande åren.

Stark tillväxt döljer växande obalanserna i Sverige

Den svenska ekonomin är på ytan mycket stark. En stark arbetsmarknad, hög privat och offentlig konsumtion och uppsvinget i industriproduktionen gör att tillväxten går på alla cylindrar. En mycket expansiv penningpolitik och finanspolitiska stimulanser är ömsesidigt förstärkande och bidrar till en hög tillväxt, men också till växande obalanser. Den svenska arbetsmarknaden blir mer och mer polariserad, bostadsmarknaden är dysfunktionell och integrationen måste förbättras. Efter tre år med hög tillväxt riskerar de underliggande obalanserna i den svenska ekonomin att skapa akuta problem. Om omfattande reformer inte genomförs kommer tillväxten att bromsa in kraftigt 2018.

Ökad tillväxt i Baltikum 2016–2017

Baltisk export väntas ta fart tack vare den allt högre tillväxten i Europa. Detta kommer att leda till ökade investeringar och därmed också högre ekonomisk tillväxt. De nominella löneökningarna blir hyggliga, och trots en stigande inflation blir hushållens konsumtion den främsta tillväxtmotorn. Sysselsättningsutvecklingen däremot förväntas bli svag.

De negativa riskerna har ökat

Det är uppenbart att nedåtriskerna i prognosen har ökat och är stora. Utsikterna för den kinesiska ekonomin präglas av en genuin osäkerhet. En betydande devalvering av renminbin skulle skaka om den globala ekonomin och skapa ett svårhanterligt deflationstryck i de utvecklade ekonomierna. Det spända geopolitiska läget i Mellanöstern kan förvärras ytterligare med följden att oljepriset plötsligt skulle skjuta i höjden och flyktingströmmen förvärras. Samtidigt kan dagens låga oljepris leda till politisk oro i Ryssland. De politiska spänningarna ökar också i den utvecklade delen av världen. I Europa får flyktingkrisen till följd att populistiska politiska rörelser gynnas på bekostnad av de etablerade partierna. Storbritannien planerar att genomföra en folkomröstning om medlemskapet i EU. Flyktingsituationen i Europa har också kommit att bli ett hot mot den fria rörligheten i Europa, med stora risker för tillväxten och den politiska sammanhållningen. I tillväxtekonomierna utgör den växande skuldbördan ett orosmoment. En positiv risk är att tillväxteffekten av det lägre oljepriset kan bli större för de utvecklade ekonomierna än förväntat.

Makroekonomiska indikatorer, 2014 - 2017

	2014	2015	2016p	2017p
Real BNP, årlig förändring i %				
Sverige (kalenderkorrigerat)	2.4	3.5	3.1	3.1
Estland	2.9	1.2	2.3	2.6
Lettland	2.4	3.0	3.3	3.0
Litauen	3.0	1.7	3.3	3.0
Arbetslöshet, % av arbetskraften				
Sverige	7.9	7.4	6.5	6.4
Estland	7.4	5.9	6.2	6.4
Lettland	10.8	9.8	9.2	8.3
Litauen	10.7	9.2	8.1	7.4
Konsumtionspriser, årlig förändring i %				
Sverige	-0.2	0.0	0.9	2.1
Estland	-0.1	-0.5	0.3	2.2
Lettland	0.6	0.2	0.8	2.3
Litauen	0.1	-0.9	2.0	3.0
Bytesbalansen, % av BNP				
Sverige	6.0	5.8	5.3	4.8
Estland	3.1	6.5	3.4	1.5
Lettland	-2.0	-1.4	-2.3	-3.8
Litauen	3.6	-1.9	-2.3	-3.0

Källor: Nationell statistik och Swedbank.

Global utblick

Utsikterna för den globala återhämtningen har försämrats betydligt under de senaste månaderna, och de negativa risker har ökat. Förutsättningarna för en starkare tillväxt i de utvecklade ekonomierna är dock goda, men osäkerheten och svängningarna på de finansiella marknaderna kan ge bakslag. Inbromsningen i slutet av förra året innebär att vi sänker våra prognoser för de kommande två åren, men ännu viktigare är att vi höjer de negativa riskerna för prognosen. Vi följer noga utvecklingen i Kina och avsikterna hos kinesiska myndigheter för att få ledtrådar om hur stora riskerna är för den globala återhämtningen.

Vid randen av återhämtning eller tillbaka i recession?

Den globala tillväxt försvagades under slutet av förra året. Aktiviteten i USAs ekonomi saktade in efter två solida kvartal men den starka arbetsmarknaden ledde till att Federal Reserve höjde styrräntan för första gången sedan 2006. Eurozonen är en ljuspunkt med en bred återhämtning, inte minst i krisekonomier såsom Spanien och till viss del Italien. Uppgången sker dock från låga nivåer. Tillväxtmarknaderna å andra sidan kämpade i motvind bland annat genom stigande oro för en inbromsning i Kina men också fallande råvarupriser och en stark USA-dollar som pressar högt skuldsatta ekonomier. Sammantaget kan 2015 i bästa fall beskrivas som året när den globala återhämtningen tog en paus eller i värsta fall som året när den globala finanskrisen gick in i sin tredje fas.

Ur askan i elden?

Under början av 2016 förvärrades den globala utvecklingen efter den redan svaga avslutningen ifjol. Oro över att den kinesiska ekonomin saktar in snabbare resulterade i ökad volatilitet på de finansiella marknaderna. En försvagning av den kinesiska valutan förstärker oron och effekterna är kännbara i hela den globala ekonomin. Den snabba nedgången av oljepriset är gynnsamt för den totala globala ekonomin men de negativa effekterna är mer omedelbara. Nedskärningarna inom energisektorn

Swedbank globala BNP prognos^{1/} (årlig förändring i %)

	2014	2015	2016p	2017p
USA	2.4	2.4	(2.5)	2.7 (3.0)
EMU länder	0.9	1.5	(1.5)	1.8 (1.9)
Tyskland	1.6	1.5	(1.6)	1.8 (1.8)
Frankrike	0.2	1.1	(1.1)	1.5 (1.9)
Italien	-0.4	0.7	(0.7)	1.4 (1.4)
Spanien	1.4	3.2	(3.2)	2.9 (3.0)
Finland	-0.4	0.1	(0.1)	0.5 (0.5)
Storbritannien	2.8	2.2	(2.4)	2.1 (2.3)
Danmark	1.3	1.3	(1.9)	2.0 (2.2)
Norge	2.3	1.4	(1.1)	1.0 (1.1)
Japan	-0.1	0.7	(0.6)	1.1 (1.1)
Kina	7.4	6.8	(6.8)	6.5 (6.6)
Indien	7.1	7.4	(7.6)	7.1 (7.5)
Brasilien	0.1	-3.9	(-3.1)	-3.7 (-2.3)
Ryssland	0.5	-3.8	(-4.5)	-2.5 (-2.0)
Global BNP i PPP^{2/}	3.4	3.1	(3.1)	3.4 (3.6)

1/ November 2015 prognosen inom parentes.

2/ Vikter från IMF (reviderade 2015).

Källor: IMF och Swedbank.

är betydande och många länder som exporterar råvaror påverkas kraftigt och snabbt. Detta kan ha politiska konsekvenser, såsom i Ryssland där medelklassen drabbas hårt, men också mellan länder såsom den skäpta konflikten mellan Saudiarabien och Iran. I sin helhet och över tiden är dock energiprisfallet till fördel för den globala tillväxten, speciellt i eurozonen och Indien men även i USA. Vi har reviderat ned vår prognos för oljepriset under 2016 och 2017 till 36 dollar per fat respektive 44 dollar per fat (från 56 dollar per fat och 63 dollar per fat i vår novemberprognos).

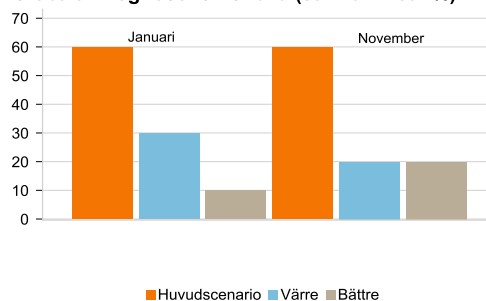
Mer mot- än medvind

Sammantaget över prognosperioden, och jämfört med vår novemberprognos, bedömer vi att de negativa faktorerna ökat mer än de positiva, och vi reviderar ned den globala tillväxten. Det är framförallt i USA där början av året återigen är svag, men över de kommande åren förväntar vi oss dock ökad tillväxt tack vare starkare hushålls ekonomi och mer expansiv finanspolitik samtidigt som penningpolitiken ger fortsatt stöd. Även i Indien förväntas tillväxten bli svagare, även om den fortfarande är den snabbast växande stora ekonomin. Den nya regeringen finner det svårare att genomföra sin reformagenda. På den positiva sidan kommer eurozonen att dra nytta av sjunkande råvarupriser, fortsatt stimulerande penningpolitik, en banksektor som återhämtar sig och en expansiv finanspolitik.

Yuanförsvagning, geopolitiska spänningar och politiska förändringar

De negativa riskerna för prognosen har ökat och är stora. Den kinesiska ekonomin karaktäriseras av genuin osäkerhet rörande ekonomins verkliga tillstånd men kanske ännu mer när det gäller den ekonomiska politiken. En betydande valutaförsvagning skulle sända chockvågor genom den globala ekonomin och leda till ett stigande deflationstryck i de utvecklade ekonomierna. Geopolitiska spänningar i Mellanöstern är stora och kan förvärras, med press uppåt på oljepriset. Ett lågt oljepris kan orsaka politiska omvälvningar i Ryssland när medelklassen pressas. Politiska spänningar ökar också i den utvecklade världen. I Europa är de etablerade partierna under press på grund av flyktingkrisen vilket gynnar mer populistiska partier. I Storbritannien kommer det att hållas en folkomröstning angående medlemskapet i EU och det kommer att hållas presidentval i USA i år. Flyktingsituationen i Europa hotar också Schengenavtalet med stora risker för tillväxten om det upphör. Inom flera tillväxtekonomier är också de höga skuldnivåerna en källa till oro. På den positiva sidan, kan effekterna av de låga energipriserna ge en större effekt på hushållen än förväntat.

Globalt: Prognosens riskbild (sannolikhet i %)

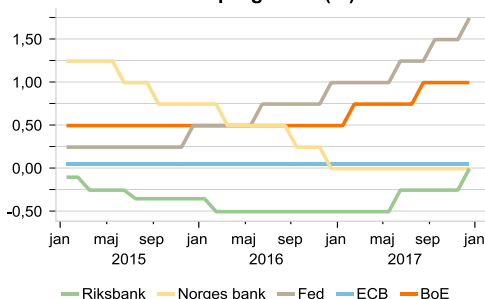


Källor: Swedbank Research & Macrobond

Mindre spänning mellan centralbankerna

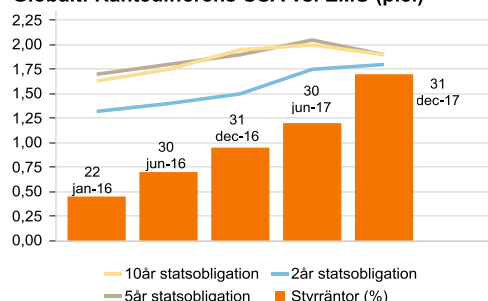
Mot bakgrund av långsammare tillväxt och inte minst ett fortsatt lågt inflationstryck förväntar vi att den amerikanska centralbanken (Federal Reserve - Fed) dämpar höjningstakten och höjer styrräntan endast två gånger i år (sannolikt i juni och december). Trots att de som röstar i år är något mer hökaktiga än förra året, innebär den senaste utvecklingen på de finansiella marknaderna och råvarumarknaderna att Fed blir mer avvaktande. Bank of England förväntas följa efter med en långsammare åtstramningstakt medan Europeiska centralbanken (ECB) och Bank of Japan kommer att behålla sin mycket expansiva hållning. I det korta perspektivet kommer det, om något, bli ytterligare lättnader. Detta kommer att minska den potentiella spänningen mellan centralbankerna som tidigare betraktades som bekymmersam på marknaderna. Det måste dock noteras att utrymmet för penningpolitiken att motverka en ny stor nedgång är begränsad och om det blir nödvändigt måste andra politiska områden involveras, på kort sikt skattepolitiken och på mellanlång sikt strukturreformer.

Globalt: Centralbanksprognoser (%)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Globalt: Räntedifferens USA vs. EMU (p.e.)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Fallande räntor

Ränte- och valutamarknader

USAs centralbank höjde sin viktigaste styrränta i slutet av 2015 vilket drev upp de korta marknadsräntorna i USA, vilka därmed steg mer än de jämförbara europeiska räntorna. Samtidigt bidrog låg inflation och sjunkande råvarupriser till att dämpa effekterna på obligationsräntor med längre löptider. I Sverige steg långräntornamärkbart mot slutet av förra året då den stora flyktingströmmen innebar ökad osäkerhet för den svenska budgetutvecklingen och statens lånebehov. Därmed ökade ränteskillnaden mellan Sverige och Tyskland kraftigt under det fjärde kvartalet ifjol. Innevarande år har inletts med fallande räntor, både internationellt och i Sverige, i huvudsak beroende på ökad oro för den kinesiska konjunkturen och kraftigt fallande råvarupriser. Den ekonomiska osäkerheten har också spridit sig till aktiemarknaden med kraftigt fallande aktiepriser över hela världen som ett resultat.

Obligationsavkastningen stiger svagt

När dammet väl har lagt sig efter den nuvarande oron förväntar vi att trenden med lätt stigande marknadsräntor fortsätter, både internationellt och i Sverige. När den globala och svenska inflationstakten stiger, i huvudsak som ett resultat av så kallade baseffekter, stiger räntorna om än från mycket låga nivåer. En moderat tillväxtuppgång och mer måttlig inflation i Europa påverkar även den svenska utvecklingen och dämpar uppgången för svenska långräntor. Att USA höjde sin viktigaste styrränta betyder att skillnaden mellan amerikanska och europeiska korträntor ökar. Skillnaden är dock mindre än vad vi tidigare prognosticerade för.

Riskklimat och centralbanker styr valutorna

De senaste årens utveckling på valutamarknaderna har präglats av ett par större trender bland annat den generellt starkare dollarn och de svagare råvarurelaterade valutorna inklusive den norska kronan. Grunden för dessa rörelser var att Fed höjde styrräntan i december. Råvaruvalutor har över en längre tid påverkats av fallande efterfrågan i Kina. Vår bedömning är att de senaste årens dollarstyrka nu är relativt nära sin kulmen. Fed kommer sannolikt att höja sin styrränta ett par gånger i år vilket är mer än vad marknaden prissätter. ECB står dock fast vid sina förlängda obligationsköp till och med mars 2017 och flaggat för en ytterligare sänkning av depositräntan i mars. Det talar för att EURUSD-kursen senare i år vid något tillfälle kan snudda vid paritet. Vår prognos är 1,04 på 6 månader.

Marknadssvängningar påverkar valutorna på kort sikt

I det korta perspektivet är det dock oron på aktie- och kreditmarknaderna som spiller över i valutarörelserna. Detta har ytterligare försvagat råvaruvalutorna och stärkt risk-off relaterade valutor som den japanska yenen. Även euron tenderar att stärkas under perioder av finansiell oro. Detta kan förklaras av eurons roll som finansieringsvaluta och av eurozonens bytesbalansöverskott. Det finns en oro för att Kina ska tvinga ge efter för det deprecieringstryck mot sin valuta som råder (se avsnittet om Kina). Det skulle medföra att Kinas exportpriser faller ytterligare vilket i sin tur ökar prispressen globalt. Det är värt att notera att Kinas står för hela 25 procent av USA:s import så en tydligt starkare USD/CNY kan få konsekvenser för inflationsutsikterna på kort sikt i USA. Allt detta är dock ännu så länge endast en risk.

Ränte- och valutaantaganden (%)					
	Utfall	Prognos			
	2015	2016	2016	2017	2017
	22-jan	30 jun	31 dec	30 jun	31 dec
Styrräntor					
Federal Reserve, USA	0.50	0.75	1.00	1.25	1.75
Europeiska centralbanken	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Bank of England	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00
Norges Bank	0.75	0.50	0.00	0.00	0.00
Bank of Japan	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Statsobligationsräntor					
Tyskland 2-årig	-0.45	-0.25	0.00	0.15	0.60
Tyskland 10-årig	0.41	0.65	0.90	1.30	1.75
USA 2-årig	0.87	1.15	1.50	1.90	2.40
USA 10-årig	2.04	2.40	2.85	3.30	3.65
Växelkurser					
EUR/USD	1.08	1.04	1.04	1.08	1.15
USD/CNY	6.6	6.7	6.8	6.9	7.1
EUR/NOK	9.12	9.43	9.14	9.00	8.77
USD/JPY	118	120	120	118	118
EUR/GBP	0.76	0.77	0.72	0.70	0.70
USD/RUB	79	79	80	75	70

Källor: Reuters Ecowin och Swedbank.

Den svenska kronan stärks snabbare än Riksbankens prognos

Vårt huvudscenari är att den svenska kronan stärks något mer över året än vad Riksbanken prognosticerar, med antagandet att börsfallet bromsar upp. På kort sikt kommer Riksbanken att göra vad man kan för att bromsa en allt för snabb kronförstärkning. Den senaste månadens kronförstärkning handlar dock mest om försvagning av den kinesiska yuanen, det brittiska pundet och den norska kronan som tillsammans väger ca 20 procent i växelkursindex (KIX). Riksbanken tycks fästa större vikt vid kronans utveckling mot euron och dollar. En sänkning av den svenska styrräntan är också redan prissatt i räntemarknaden. Riksbanken har signalerat obligationsköp till i sommar medan ECB fortsätter till mars nästa år. Lägg till att svensk tillväxt är relativt stark, att kronan får anses vara lågt värderad och att det höga bytesbalansöverskottet kvarstår. Det talar för att kronkursen gentmot euron längre fram i år kommer att stärkas till nära 9,00.

Den norska kronan nära botten mot den svenska

Den norska kronan har fortsatt att gå kräftgång i ljuset av det fallande oljeprisfallet och tecken på att en märkbar vändning i oljepriset kan förväntas tidigast mot slutet av året. Till dess kommer den norska ekonomin behöva stöd av en svag valuta och ytterligare räntesänkningar för att dämpa riskerna för ett djupare tillväxtfall. Marknaden prissätter i dagsläget närmare två räntesänkningar vilket ligger i linje med Norges bank prognoser som emellertid inte tycks ha bråttom då inflationen fortfarande är över målet och finansiell stabilitet är ett argument att gå försiktigt fram. I ett längre perspektiv är den norska kronan på överdrivet svag nivå. Vår prognos är att den norska kronan åter försvagas något mot den svenska kronan till 0,95 under första halvåret, men att NOK/SEK-kursen är nära en botten ur ett lite längre perspektiv.

Pundet sårbart inför EU-omröstningen

Pundet har backat kraftigt de senaste månaderna. En stram finanspolitik som dämpat inflationstrycket både via fallande importpriser och en återhållsam inhemsk efterfrågan är en förklaring. Den tidigare uppgången i löneutvecklingen har dämpats och den snabba uppgången i sysselsättningen har bromsat in. Marknaden prissätter nu en första räntehöjning från Bank of England först nästa år. Mer viktigt för pundet är den brittiska folkomröstningen om EU-medlemskapet. Omröstningen väntas ske andra eller tredje kvartalet i år, och utgången är långt ifrån given. Följden har blivit att investerare väljer bort pundet. Med ett rekordstort bytesbalansunderskott så blir pundet extra sårbart. Vårt basscenari är dock att Storbritannien röstar för att stanna kvar i EU och att pundet återhämtar en hel del av sitt tapp senare i år.

Sverige: Akut behov av reformer

Svensk ekonomi är på ytan stark. Tillväxten är hög, driven av en stark arbetsmarknad, en hög privat och offentlig konsumtion och ett uppsving i industriproduktionen. Kombinationen av en ultralätt penningpolitik och expansiv finanspolitik förstärker varandra. Det är dynamit för tillväxten, men som med alla sprängmedel har det allvarliga sidoeffekter. Svensk arbetsmarknad blir allt mer polariserad, bostadsmarknaden är dysfunktionell och utbildningssystemet eftersatt. Efter tre år av hög tillväxt riskerar underliggande obalanser i svensk ekonomi att brisera. Tillväxten bromsar in kraftigt 2018, om omfattande reformer inte genomförs.

Svensk ekonomi väntas växa kraftigt 2016 och 2017. Det följer på en stark utveckling under 2015. De främsta drivkrafterna är hög privat och offentlig konsumtion, ökande investeringar i bostäder och ett uppsving av exporten. Riksbankens räntesänkningar och obligationsköp bidrar till denna utveckling då låga räntor stimulerar hushållens konsumtion och investeringar i bostäder, och en svagare krona bidrar till en ökning av exporten. Industriproduktionen har vänt upp efter flera år av kräftgång. Ovanpå detta tillkommer en hög flyktinginvandring som bidrar till en hög privat och offentlig konsumtion. Arbetade timmar ökar till följd av högre sysselsättning, men även av ökad övertidsarbete, inte minst inom offentlig sektor.

Samtidigt som tillväxten är hög förvärras obalanserna i svensk ekonomi de närmaste åren; en ökad tudelning på arbetsmarknaden och en allt mer dysfunktionell bostadsmarknad. På arbetsmarknaden kommer den dåliga matchningen att bidra till att arbetslösheten börjar stiga mot slutet av 2017. Arbetslösheten är ca fem procent för inrikes födda och över 15 procent för utrikesfödda. Sett till utbildningsnivå är arbetslösheten än mer polariserad. Under prognosperioden kommer polariseringen förstärkas och 75 procent av de arbetslösa kommer bestå av utsatta grupper, som har svårt att finna sysselsättning på arbetsmarknaden. Bostadsmarknaden karakteriseras av höga priser i storstadsregionerna, brist på hyresrätter och låg rörlighet. Med en kraftigt växande befolkning kommer även denna situation att förvärras då bostadsbyggandet inte motsvarar befolkningsökningen.

Makroekonomiska nyckeltal ^{1/}

	2014	2015	2016p	2017p
Real BNP (kalenderkorrigerad)	2,4	3,5	3,1	3,1
Industriproduktion	-0,8	3,8	4,3	4,0
KPI, årsgenomsnitt	-0,2	0,0	0,9	2,1
KPI, dec-dec	-0,3	0,1	1,6	2,4
KPIF, årsgenomsnitt ^{2/}	0,5	0,9	1,4	1,9
KPIF, dec-dec ^{2/}	0,5	0,9	1,7	1,9
Arbetskraften	1,3	0,7	0,9	1,3
Arbetslöshet, % av arbetskraften	7,9	7,4	6,5	6,4
Antalet sysselsatta	1,4	1,3	1,9	1,4
Nominella timlöner, totalt	2,8	2,6	3,2	3,4
Hushållens sparkvot, % av disponibelinkomsten	15,3	16,2	17,0	17,1
Real disponibelinkomst	2,2	3,6	4,0	2,9
Bytesbalans, % av BNP	6,0	5,8	5,3	4,8
Finansiellt sparande i offentlig sektor, % av BNP	-1,7	-0,9	-0,9	-0,9
Offentliga sektorns skuld (Maastricht), % av BNP	40,6	38,7	37,6	36,8

1/ Årlig procentuell förändring om inte annat anges

2/ Konsumentprisindex med fasta räntor

Källor: SCB och Swedbank.

Obalanserna i svensk ekonomi förvärras av en dålig mix av penning- och finanspolitik. Vi bedömer att Riksbanken kommer att sänka reporäntan till -0,50 procent i februari. Det är även möjligt att valutainventioner kommer att genomföras för att bromsa en markant kronförstärkning. En mer negativ reporänta bedöms ha små effekter på realekonomin. Istället kan finanspolitiken i dagsläget ge större positiva effekter på den realekonomiska utvecklingen om underskott används för strukturreformer och investeringar som stärker långsiktig tillväxt. För att stimulera jobbtillväxt behöver integrationen av nyanlända förbättras, vilket kan göras genom att sänka kostnaderna för att anställa. Utbildningsinsatser, som höjer produktiviteten hos arbetskraften och förbättrar matchningen, är också nödvändiga. Den tredje delen som kan bidra till varaktigt högre tillväxt är investeringar i infrastruktur som ger större arbetsmarknadsregioner. Det skapar möjlighet att pendla till jobb och utbildning och ökar rörligheten på ar-

betsmarknaden. Det öppnar dessutom upp för att bygga fler bostäder där det finns byggbar mark till lägre kostnad. I dagsläget ser vi endast ljumma försök att förbättra bostadsmarknaden, och begränsade satsningar på infrastruktur. Höjd a-kassa och försämrade ROT- och RUT-avdrag motverkar en förbättrad integration. Efter tre år med hög tillväxt 2015-2017 ser vi därför en stor risk för en kraftig inbromsning i svensk ekonomi från 2018 och framåt.

Swedbanks BNP prognos

Procent volymförändring	2014	2015	2016p	2017p
Hushållens konsumtionsutgifter	2.2	2.6 (2.5)	3.1 (3.2)	2.7 (2.9)
Offentliga konsumtionsutgifter	1.3	2.2 (2.2)	3.7 (3.9)	2.8 (3.4)
Fasta bruttoinvesteringar	7.5	7.3 (4.9)	5.9 (5.5)	5.3 (5.6)
näringsliv exkl. bostäder	6.1	5.8 (3.6)	4.8 (4.4)	4.6 (5.4)
offentliga myndigheter	2.3	3.7 (2.8)	6.1 (5.7)	5.6 (4.5)
bostäder	19.8	16.3 (12.4)	9.7 (9.4)	7.3 (7.2)
Lagerinvesteringar ^{1/}	0.1	0.0 (-0.1)	0.0 (0.0)	0.0 (0.0)
Export av varor och tjänster	3.5	4.9 (3.9)	5.0 (4.8)	4.1 (4.6)
Import av varor och tjänster	6.3	4.6 (2.6)	6.5 (6.2)	5.4 (5.4)
BNP	2.2	3.8 (3.4)	3.4 (3.5)	2.9 (3.4)
BNP, kalenderkorrigerad	2.4	3.5 (3.2)	3.1 (3.3)	3.1 (3.6)
Inhemsk slutlig användning ^{1/}	3.1	3.5 (2.9)	3.8 (3.8)	3.3 (3.6)
Nettoexport ^{1/}	-0.9	0.3 (0.7)	-0.4 (-0.4)	-0.4 (-0.2)

^{1/} Bidrag till BNP-tillväxten.

November 2015 prognoserna i parentes

Källor: SCB och Swedbank.

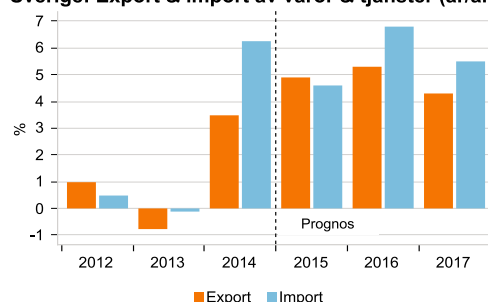
Svensk export tar marknadsandelar

Svensk export tog marknadsandelar under 2015. Detta på en världsmarknad som uppvisade den svagaste utvecklingen sedan den globala finanskrisen 2009. I USA och Europa, dit merparten av svensk export går, har marknadstillväxten varit väsentligt starkare än i tillväxtekonomierna där marknaderna krympt. Den svenska exportvolymen beräknas ha vuxit med omkring 5 procent under 2015 och drevs framför allt av en ökad tjänsteexport. En tilltagande tjänstefiering i näringslivet och en växande global marknad för tjänster har bidragit till att tjänsteexportens andel av svensk export har vuxit och uppgår till 30 procent av den totala exporten jämfört med 20 procent för 15 år sedan. Varuexporten stärktes under fjolårets andra halvår och kom främst via en ökad export från transportmedelsindustrin och kemisk industri. Samtidigt signalerar en stigande exportordergång en fortsatt återhämtning för den svenska varuexporten.

Världsmarknadstillväxten för svensk exportindustri väntas stärkas under 2016-17 om än i långsammare takt än det historiska genomsnittet. En hämmande faktor är de låga råvarupri- serna som håller tillbaka investeringar i de råvaruproducerande branscherna och i förläng- ningen påverkar de svenska exportföretagen. Det är framför allt exporten till Norge som är i farozonen, inte minst efter oljeprisfallet och fallande oljeinvesteringar. Däremot räknar vi med att investeringarna i eurozonen tar ytterligare fart i kölvattnet av konjunkturåterhämtningen och ett högre kapacitetsutnyttjande, något som gynnar svensk exportindustri. Investeringar- varor utgör nämligen grundbulten i svensk varuexport. Den växande globala tjänstehandeln räknar vi med fortsätter att stödja den totala svenska exporten som sammantaget stiger med 5,0 procent i år. I samband med att konkurrenskraften gradvis blir mindre fördelaktig, via den förväntade kronapprecieringen och de högre enhetsarbetskostnaderna, väntas dock export- ökningen växla ned till 4,1 procent för 2017.

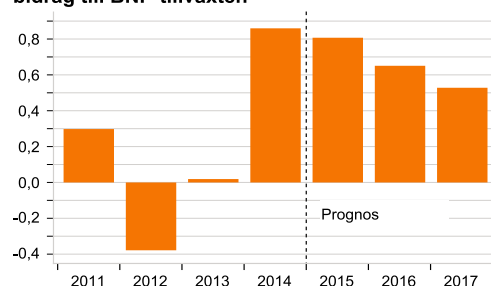
En stark privat konsumtion och en bredare investeringsuppgång förväntas leda till att importen växer snabbare än exporten. Nettoexportens bidrag till BNP förväntas därför bli negativ under 2016 och 2017 efter ett mindre positivt bidrag under förra året.

Sverige: Export & import av varor & tjänster (år/år)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Sverige: Bostad och offentliga investeringars bidrag till BNP-tillväxten



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Investeringskonjunkturen stärks

Investeringarna växte på bred front under 2015. Totalt steg investeringarna med 7,9 procent i årstakt under fjolårets tre första kvartal. Bostadsinvesteringarna steg med 16 procent och svarade för det största bidraget men även investeringarna inom det privata näringslivet och den offentliga sektorn steg.

I år fortsätter bostadsinvesteringarna att svara för en betydande del av investeringsuppgången. Utbredd brist på bostäder, flyktingströmmen från i höstas, låga räntor, stigande disponibelinkomster och regeringens ambition om att öka bostadsbyggandet pekar entydigt på ett fortsatt högt bostadsbyggande. Dock räknar vi med att tillväxttakten hålls tillbaka av begynnande kapacitetsbrister såsom brist på arbetskraft och byggklar mark, vilket vi förutser blir mer framträdande under den senare delen av prognosperioden. Kapacitetsbrister kan ha lett till att antalet påbörjade lägenheter i storstadsregionerna blev oförändrade under fjolårets tre första kvartal medan de steg i övriga landet, främst i universitetsorterna.

Vi ser en god utveckling i de offentliga investeringarna. Den snabba befolkningstillväxten, i kombination med upprustning av miljonprogrammet och infrastruktursatsningar, innebär ytterligare ett tryck uppåt på de kommunala investeringarna. SCB:s investeringsenkät signalerade om en svag investeringsutveckling under 2016 för det privata näringslivet. Vi räknar med en lägre investeringstillväxt inom industrin efter den kraftiga kapacitetsutbyggnaden inom transportmedelsindustrin och fortsatta neddragningar inom gruvnäringen medan investeringarna inom övriga delar av näringslivet stiger i kölvattnet av den starka inhemska efterfrågan och låga räntor.

Hushållen medvetna om riskerna för svensk ekonomi

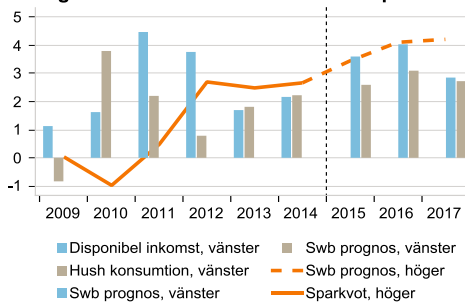
Hushållens konsumtion fortsätter att vara en betydande drivkraft de närmaste två åren. Sysselsättningsutvecklingen fortsätter att utvecklas starkt, vilket tillsammans med en ihållande låg inflationstakt gör att den reala disponibla inkomsten stiger med hela 4,0 procent i år och med närmare 3 procent 2017. Detta trots att skattetrycket ökar något under prognosperioden.

En stark inkomstutveckling gör att vi räknar med att hushållens konsumtionslusta håller i sig relativt väl. Samtidigt är osäkerheten kring finanspolitiken och, inte minst, bostadsmarknaden betydande vilket, trots allt, ger utslag i en stigande sparkvot. En faktor bakom det höga sparatet är ökande amorteringar genom skärpta amorteringskrav från bankerna. Därtill är hushållens förtroende dämpat, främst beroende på en negativ syn på landets ekonomi.

För året räknar vi, trots allt, med en fortsatt stark konsumtionsutveckling inte minst beroende på att antalet färdigställda bostäder ligger på en hög nivå vilket gynnar sällanköpsvaruhandeln såsom möbler och inventarier. Dessutom bidrar flyktinginvandringen positivt via stigande dagligvaruhandel. Nästa år väntas hushållens konsumtion dämpas något till en tillväxt på 2,7 procent. Här räknar vi med att den starka utvecklingen för den varaktiga konsumtionen faller tillbaka, dels beroende på en mättnadseffekt. Dels som en följd av dämpat bostadsbyggande.

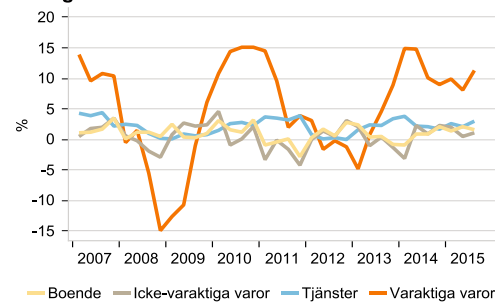
Räntorna förblir låga och stiger enbart i långsam takt under prognosperioden vilket innebär att räntekostnaderna enbart verkar måttligt återhållande på konsumtionen. En måttlig ränteuppgång i kombination med stigande skuldsättning ökar emellertid hushållens ränteutgifter som andel av den disponibla inkomsten. Trots en begränsad ränteuppgång finns det utrymme att inleda en gradvis nedtrappning av ränteavdragen. En på sikt nödvändig reform både ur ett stabilitetssperspektiv men även då stigande räntor innebär en allt större press på statsbudgeten.

Sverige: Hushållens konsumtion och sparande



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Sverige: Konsumtion efter ändamål



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Fullt uppsving på arbetsmarknaden ger överhettningrisker

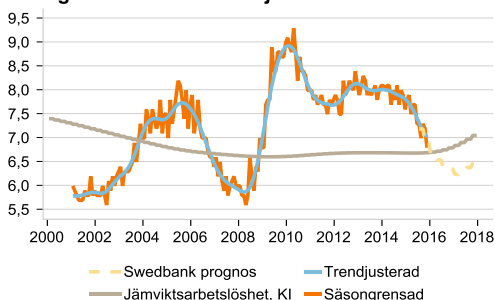
Arbetsmarknaden stärktes betydligt under 2015. Fler blev sysselsatta och arbetslösheten sjönk, en utveckling som vi tror kommer att fortsätta under de närmaste åren. Sysselsättningen och arbetade timmar ökar inte minst i flyktinginvandringens spår. Personal behöver anställas på myndigheter och ute hos kommunerna för att ta hand om de nyanlända och fler behöver arbeta övertid. Den stora tillströmningen av asylsökande innebär att handläggningstiderna är betydande, vilket leder till att det dröjer ett bra tag, åtminstone till år 2017, innan de nyanlända kan börja komma ut på arbetsmarknaden och söka jobb. Det innebär att sysselsättningsökningen för 2016 och 2017 kommer att överstiga arbetskraftens ökningstakt med sjunkande arbetslöshet som följd. Efter regeringens åtstramningar av asylmöjligheterna och ID-kontrollerna tror vi att antalet asylsökande nu kommer att dämpas mer än vad Migrationsverket räknade med i oktober. Vi bedömer att antalet asylsökande kommer att bli drygt 60 000 i år (135 000) och ca 50 000 nästa år (95 000).

Framåtblickande indikatorer, såsom PMI och Konjunkturinstitutets barometer, bekräftar bilden av mer expansiva anställningsplaner den närmaste tiden. Även Arbetsförmedlingens statistik över nyanmälda lediga platser ger en mycket positiv bild. Under prognosperioden väntas arbetslösheten sjunka till som lägst 6,2 procent, vilket är en nivå som understiger Konjunkturinstitutets bedömning av den naturliga arbetslöshetsnivån på ca 7 procent för 2017. Vi ser flera tecken på en ökad arbetskraftsbrist. Tiden för anställningar ökar och allt fler arbetsgivare, inte minst inom den offentliga sektorn och byggsektorn, möter svårigheter att hitta rätt form av kompetens. Arbetskraftsbristtalen i barometern har börjat öka. Ett annat tecken är att arbetslösheten för de inrikes födda nu sjunker snabbt och understiger fem procent. Arbetsgivare finner troligen att de är lättast anställningsbara medan arbetslösheten för utrikes födda ligger på kvar på drygt 15 procent. Det är också de utrikes födda som nu står för hela ökningen av arbetskraften medan demografin är återhållande för arbetskraftsutbudet hos den inrikes födda delen av den arbetsföra befolkningen.

Under 2015 var löneökningarna måttliga, ca 2,5 procent. Den sista mars löper de nuvarande centrala avtalen ut för stora delar av arbetsmarknaden. Vinterns löneförhandlingar ser ut att bli mycket besvärliga. Förpostfäktningarna mellan arbetsmarknadens parter vittnar om att de står långt ifrån varandra. Parterna har olika syn på inflationsförväntningarna och huruvida det är rimligt att utgå från Riksbankens inflationsmål eller inte. Till detta kommer den spruckna samordningen mellan LO-förbunden. De inledande lönekraven från Industrifacken, 6F (bl.a. byggnads) och Kommunal (2,6, 2,8 resp. 3,3 procent med betydande lägstalönsatsningar) har fått tummen ner från arbetsgivarna. Avtalskraven vittnar dock om ett stort självförtroende, inte minst hos de mer hemmamarknadsinriktade fackföreningarna i spåren av en allt starkare inhemsk efterfrågan. Under de kommande åren räknar vi också med att löneglidningen kommer att öka (läs vidare i Makrofokus: "Fördel facket inför avtalsrörelsen"). Sammantaget räknar vi med att löneökningarna stiger och uppgår till närmare 3,5 procent nästa år.

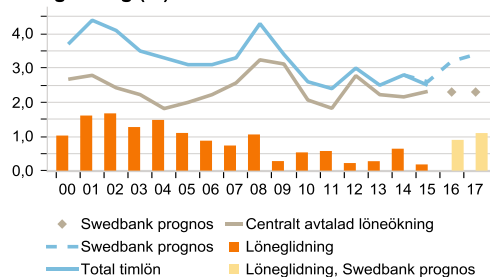
Sysselsättningen fortsätter att öka i god takt under hela prognosperioden. Under andra halvåret 2017 bedöms dock arbetslösheten ha bottnat och istället börjar den vända uppåt när fler av de nyanlända börjar etablera sig på arbetsmarknaden och arbetskraften ökar i snabbare takt. Det kommer att ställa Arbetsförmedlingen och arbetsmarknadspolitiken för stora utmaningar (se Makrofokus: "Flyktingvåg avtar, utmaningar består"). En breddning av arbetsmarknaden är enligt vår mening nödvändig för att ge alla nyanlända, med varierande erfarenhet och utbildningsbakgrund, en möjlighet att etablera sig på arbetsmarknaden. Kraftigt höjda ingångslöner i de kommande avtalen vore såtillvida en björntjänst.

Sverige: Arbetslöshet och jämviktsarbetslöshet



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Sverige: Centralt avtalat, total timlön och löneglidning (%)



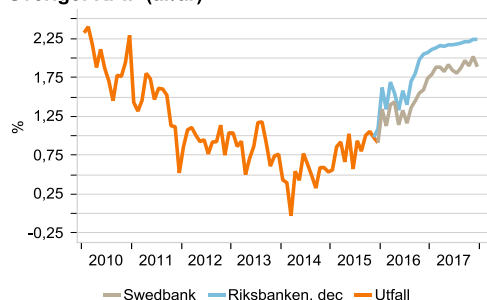
Källor: Swedbank Research & Macrobond

Långsammare uppgång i inflationen

Inflationen vände svagt uppåt under 2015 även om avslutningen av året blev svagare än förväntat. Vi räknar med att inflationen fortsätter att stiga under prognosperioden men i en långsammare takt jämfört med vad vi prognostiserade i höstas. Det innebär att årstakten i KPIF inte väntas nå två procent förrän i slutet av 2017, det vill säga ett halvår senare jämfört med vår novemberprognos.

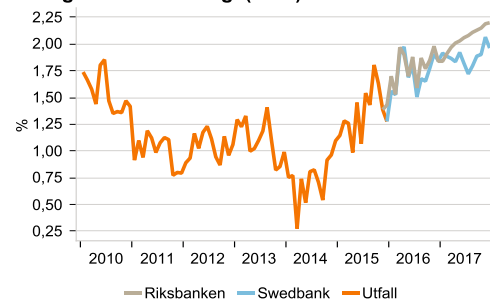
Det globala inflationstrycket väntas bli lägre under 2016 i spåren av de fallande råvarupriserna. Det är först under nästa år som vi räknar med en stabilisering av råvarupriserna, följt av en svag uppgång från dagens låga nivåer. En förväntad kronappreciering innebär att den importerade inflationen dämpas och tar udden av de skatthöjningar som infördes i januari 2016. En relativt snabb ökning i enhetsarbetskostnaderna förväntas dock få effekter på inflationen, framför allt inom tjänstesektörerna samtidigt som arbetsmarknaden stramas åt ytterligare. Effekter som förväntas få störst inverkan under 2017. Svagt stigande räntor under loppet av prognosperioden och en uppgång i energipriserna bidrar till ett omslag i bostadsposten som varit återhållande på KPI sedan 2013.

Sverige: KPIF (år/år)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Sverige: KPIF ex energi (år/år)



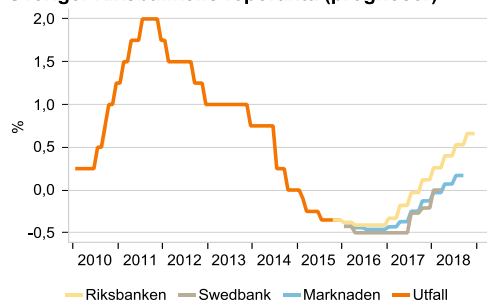
Källor: Swedbank Research & Macrobond

Ytterligare åtgärder att vänta från Riksbanken

Inflationen överraskade på nedsidan i november och i december. Det beror inte enbart på det lägre oljepriset och en något starkare krona utan även på att tjänstepriserna har vänt ned trots en stark svensk tillväxt. Riksbanken avstod från ytterligare penningpolitiska lättnader vid det penningpolitiska mötet i december. Beslutet var i linje med vår prognos men långt ifrån självklart. Riksbanken lyfte fram en fortsatt hög beredskap att agera och reporäntebanan har en oförändrat hög sannolikhet (6 punkter) för en räntesänkning i närtid. En snabb kronförstärkning i slutet av december föranledde Riksbanken att tydligt höja varningens finger och uttrycka ett uttalat hot om valutainterventioner. Vi bedömer att det också kommer att bli verklighet om kronan åter skulle apprecieras snabbt och kraftigt under ett antal dagar.

Swedbanks huvudscenario är att Riksbanken sänker reporäntan med 15 punkter ned till -0,50 procent i februari mot bakgrund av den fortsatt låga inflationen och en mycket mjuk ECB. Den nyligen framlagda penningpolitiska utvärderingen kan, om Riksbanken så önskar, öppna upp en möjlighet att avvakta med en reporäntesänkning och även avstå från valutainterventioner. Utvecklingen i svensk ekonomi har varit starkare än väntat. Även arbetsmarknaden har reviderats upp som en konsekvens av detta och sammantaget så knuffar det upp prognoserna för både löne- och prisökningar något framöver. Riksbanken har signalerat att man är beredd att tolerera en period av högre inflationstakt än målet och att en anpassning av penningpolitiken i ett sådant scenario sker mycket långsamt. En första räntehöjning kan därför dröja en bra bit in i 2017. I slutet av 2017 bedöms reporäntan ha höjts till noll procent.

Sverige: Riksbankens reporänta (prognoser)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Ränte- och valutaantaganden (%)

	Utfall 2015 22-jan	Prognos 2016 30 jun	2016 31 dec	2017 30 jun	2017 31 dec
Räntor					
Svensk reporänta	-0.35	-0.50	-0.50	-0.25	0.00
10 årig statsobligationsränta	0.7	1.0	1.3	1.7	2.3
Valutor					
EUR/SEK	9.29	9.15	9.05	9.00	8.95
USD/SEK	8.58	8.75	8.70	8.30	7.74
NOK/SEK	1.02	0.97	0.99	1.00	1.02
KIX (SEK)	109.3	108.7	109.0	107.3	105.7

Källor: Reuters EcoWin och Swedbank

Finanspolitik viktigare än Riksbanken för svensk tillväxt på sikt

Finanspolitiken kommer vara avgörande för svensk tillväxt på längre sikt. Som vi visar i analysen om flyktinginvandringens effekter på svensk ekonomi kommer arbetslösheten att stiga och bostadsbristen att förvärras med nuvarande regelverk. Ett omfattande reformarbete är nödvändigt för att svensk tillväxt inte ska mattas av avsevärt från 2017 och framåt.

Vi förväntar oss ett underskott i statens finanser under 2016 och 2017. Detta kommer av ökande utgifter för att förbättra integrationen av nyanlända på arbetsmarknaden, i form av skattelättnader för anställningar, exempelvis utökat ROT- och RUT, och utbildningssatsningar. Dessutom bedömer vi att det kommer att ske ytterligare satsningar på bostadsbyggande och infrastruktur. Vår prognos är att antalet flyktingar kommer att minska och de direkta utgifterna för migrationen blir därför lägre än i Migrationsverkets senaste prognos från november 2015. Detta uppvägs dock av högre utgifter för arbetsmarknadspolitiska reformer som på längre sikt kan ge högre tillväxt om de varktigt förbättrar arbetsmarknadens funktionssätt.

Centralt i denna prognos är att vi bedömer att finanspolitiken förblir expansiv oberoende av om det blir en regeringskris eller inte. Det parlamentariska läget är svagt. Decemberöverenskommelsen har fallit. Om Alliansen lägger fram en gemensam budget och får stöd för den av Sverigedemokraterna faller regeringens budget. Det är val 2018 och vare sig nuvarande regeringen sitter kvar eller en ny har tillkommit kommer trycket att bedriva en expansiv politik öka för att tillgodose koalitionspartners och för att visa handlingskraft inför valet.

Vi ser ökade emissionsvolymerna inom kommun och landsting och i stort sett oförändrade volymer från staten 2016-2017. Kommuner och landsting har stora investeringsbehov som delvis kommer att finansieras via ökad upplåning på obligationsmarknaden. Fortsatta underskott i statens finanser bidrar till att det finansiella sparande fortsatt kommer att vara negativt. Statskulden som andel av BNP kommer dock att minska eftersom den ekonomiska tillväxten är högre än skuldökningen.

Utvecklade ekonomier: I uppförsbacke

De utvecklade ekonomierna gynnas av sjunkande energipriser och en expansiv ekonomisk politik. Men USA:s tillväxt försvagades något överraskande i slutet av förra året, vilket sannolikt kommer att förvärras av oron på finansmarknaderna och ökad osäkerhet i början av detta året. Förhållandena i euroområdet förbättras, om än långsamt. Den ekonomiska politiken i både USA och euroområdet kommer att förbli expansiv, men omvärldsoron gör att vi drar ned våra tillväxtprognoser. Tillväxtuppgången i de utvecklade ekonomerna tycks ha tagit ett steg tillbaka.

Eurozonen: Långsam men stabil uppgång

Återhämtningen fortsätter i eurozonen. Inköpschefsindex visar på stark tillväxt i Spanien och vidare expansion i Tyskland, och bekräftar en uppgång i Italien. Bland de största ekonomierna i eurozonen är tillväxten fortsatt svagast i Frankrike, det kan dock delvis förklaras av att nedgången var mindre under finanskrisen. Vi är alltså optimistiska vad gäller möjligheterna till vidare förbättringar i eurozonen. Räntor och eurokursen ligger fortfarande på mycket låga nivåer. Kreditmarknaderna har fortsatt förbättrats. Finanspolitiken verkar ha en positiv inverkan på tillväxten i år, både i Tyskland och Italien, efter en betydande åtstramning under de senaste åren.

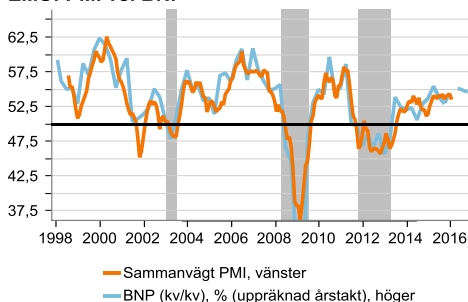
Vi beräknar att BNP i eurozonen växer med 1,8 procent i år, något mer än förra året. Det är ingen hög tillväxttakt, men tillräckligt för att sysselsättningen ska fortsätta att öka med runt 1 procent och för att arbetslösheten ska minska. Arbetslösheten ligger på 10,5 procent och är naturligtvis fortfarande för hög. Den har dock sjunkit från 12 procent vid mitten av 2013, och vi förväntar oss att den sjunker ner mot 9,7 procent i början av nästa år, vilket är genomsnittet sedan 1995. Viktigast av allt är att arbetslösheten sjunker i nästan alla euroländer. Vi betraktar inte situationen som normaliserad, men utvecklingen går åt rätt håll.

Europeiska konsumenter är fortsatt mycket optimistiska. I de flesta länder ligger framtidstron kvar på höga nivåer, och ökningen av detaljhandelns försäljning och den privata konsumtionen har varit stark. Sjunkande olje- och energipriserna kommer att ge hushållen en extra skjuts via högre realinkomster och bidra till att upprätthålla en ökad efterfrågan. Över tid kommer höjda löner också att bidra till att finansiera konsumtionstillväxten (i synnerhet i Tyskland, där arbetslösheten nu är rekordlåg).

Men det finns ett problem – lägre oljepriser innebär att inflationen kommer att ligga på fortsatt låga nivåer i eurozonen i år. Även om vi inte ser några tecken på deflation, så kommer ECB att vara missnöjd med den låga underliggande inflationen som stabiliserats runt 1 procent.

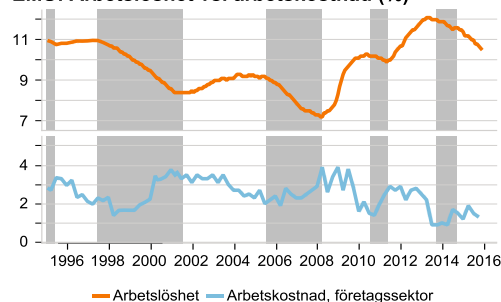
I december sänkte ECB inlåningsräntan ytterligare 10 punkter, till minus 0,3 procent, och förlängde sitt program för tillgångsköp åtminstone till mars 2017. Tillgångsköpen fortsätter med 60 miljarder euro per månad, ett stort belopp jämfört med storleken både på tillgångsmarknaden och på ekonomin. De finansiella marknaderna förväntade sig ännu större köp och en större sänkning i syfte att stimulera både tillväxt och inflation ytterligare. Även om medlemmarna i ECB inte är överens om ytterligare åtgärder uttryckte de vid januarimötet en oro kring den lägre förväntade inflationen och risker kring den globala tillväxten. Mario Draghi gjorde klart att de är beredda att göra mer. Om råvarupriserna inte återhämtar sig, oron på finansmarknaderna består och om signalerna på en makroekonomisk försvagning stärks kan ECB agera redan i mars. Vi förväntar att den första räntehöjningen skjuts till 2018.

EMU: PMI vs. BNP



Källor: Swedbank Research & Macrobond

EMU: Arbetslöshet vs. arbetskostnad (%)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Stigande tillväxt i de stora ekonomierna

Ökad sysselsättning och lägre arbetslöshet

Konsumtionen växer ytterligare, inflationen är fortsatt låg

Penningpolitiken gör redan (nästan) allt den kan

Stark tillväxt avtog under slutet av 2015

USA: Svagare tillväxt och mindre penningpolitisk åtstramning

Den amerikanska ekonomin gav blandade signaler under förra året. Å ena sidan tog tillväxten fart under det andra och tredje kvartalet, och sysselsättningen ökade betydligt. Den genomsnittliga årliga tillväxten på kvartalsbasis nådde nästan 3 procent, medan genomsnittligt antal nya jobb på helårsbasis var 220 000, vilket sänkte arbetslöshetsnivån till 5 procent. I slutet av förra året såg vi dock tecken på försvagning av tillväxten. Fortsatt fallande oljepriser satte press på energisektorn och investeringar, och tillverkningssektorn i allmänhet drabbas av den starka dollarn och nedgången i utländsk efterfrågan, främst från tillväxtekonomierna. Vi förväntar oss alltså att aktiviteten saktade in under det sista kvartalet 2015, och att denna trend, på grund av ökad instabilitet och risk på de finansiella marknaderna, sannolikt fortsätter in i början av 2016.

Hushållskonsumtionen tar fart

Billigare energi förväntas icke desto mindre ge en tillväxtskjuts i USA, eftersom fördelarna för konsumenter överstiger nackdelen för producenter. Medan de negativa effekterna har märkts genom en markant minskning i oljerelaterade investeringar, har hushållen varit relativt långsamma med att öka konsumtionen. Lägre oljepriser beräknas kunna ge mer än 1 procent i högre tillväxt genom förstärkt köpkraft hos hushållen, men hittills har en betydande del av inkomstökningen resulterat i ett ökat sparande. Därutöver växer de reala disponibelinkomsterna med mer än 3 procent per år, vilket kommer att ytterligare stärka hushållens ekonomi och köpkraft.

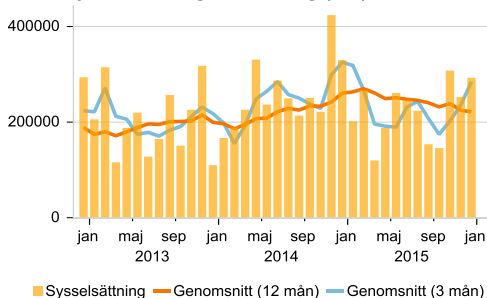
Förnyad press på inflationen från energi...

Inflationstrycket håller sig däremot på fortsatt låga nivåer. Även om den underliggande inflationen nådde nästan 2 procent i november beror detta dock främst på ökade kostnader för tjänster, och då i synnerhet hälsovård. Konsumtionsdeflatoren (PCE), det mått som Fed föredrar som mått på inflation, är betydligt mer dämpad, och steg i november med 1,3 procent jämfört med samma period föregående år. Eftersom olje- och energipriser återigen föll i slutet på förra året förväntar vi oss att pristrycket kommer att förbli lågt långt in i 2016.

...och arbetsmarknad

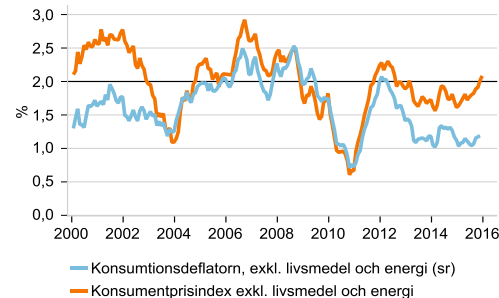
Även arbetsmarknadsutvecklingen kommer att ha en dämpande effekt på inflationen på grund av måttliga löneökningar. Trots att arbetslösheten är på sin lägsta nivå sedan januari 2008 skapar lågt arbetskraftsdeltagande och en hög andel deltidsarbetande ett sysselsättningsgap. Strukturella faktorer som en åldrande befolkning och ökat utnyttjande av förtdpensionering kommer sannolikt fortsätta att hålla sysselsättningsgraden under tidigare nivåer, och fortsätta att vara återhållande på löneutvecklingen.

USA: Sysselsättningsutveckling (s.r.)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

USA: Kärninflation



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Skuldtaket förlängs till efter presidentvalet

USA är på väg in i en presidentvalskampanj, men vi förväntar oss inte att detta har någon betydande effekt på ekonomin. I det osannolika fallet att Donald Trump och Bernie Sanders blir presidentkandidater kommer osäkerheten kring USA:s framtida ekonomi dock att öka. Kongressen nådde en budgetuppgörelse som inkluderade en förlängning av skuldtaket till mars 2017, dvs. till efter valet. Uppgårelsen inkluderar också ökade utgifter, bl.a. för försvaret som inte kommer att vara fullt finansierade. Det innebär alltså ökade finanspolitiska stimulanser under 2016 och 2017.

Fed väntar med höjningarna

Med tanke på den fortsatt starka dollarn och förnyad osäkerhet på marknaderna förväntar vi oss att Federal Reserve återigen väntar med att höja räntan. Så sent som i augusti förra året gjorde fallande aktiemarknader och utsikterna om en försvagad kinesisk ekonomi och valuta att Fed tvekade. Detta scenario ser vi nu upprepas, tillsammans med lägre energipriser vilket ger ytterligare press neråt på inflationen och på inflationsförväntningar. Riskerna för Fed att agera för tidigt (starkare dollar, lägre aktiepriser och en brantare avkastningskurva) är större än att vänta för länge (en snabb acceleration av löner och priser, vilket leder till hårdare åtstramning). Det innebär att vi förutser endast två styrräntehöjningar i år, som följs av ytterligare tre höjningar 2017.

Bräcklig japansk ekonomi**Japan: Abenomics framgång fortfarande tveksam**

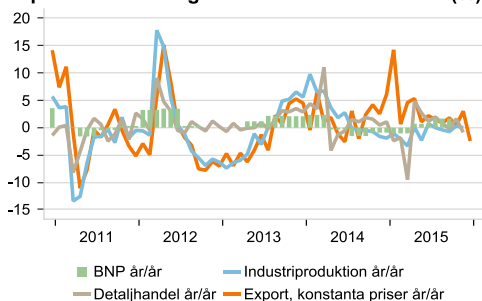
Nästan tre år har gått sedan premiärminister Abes lanserade sitt ambitiösa program (Abenomics) för att få fart på den japanska ekonomin. Men den ekonomiska tillväxten är fortfarande bräcklig och inflationen ligger långt ifrån målet, trots ytterligare lättnader från den japanska centralbanken. En revidering av investeringsdata förhindrade att ekonomin föll ned i en recession under det tredje kvartalet förra året, men Japan står på instabil mark, och omvärldsutvecklingen i främst Asien är svag.

En blygsam återhämtning år 2016

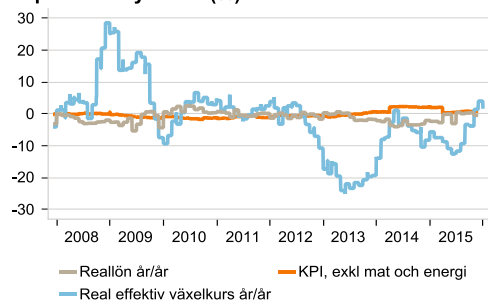
Trots detta väntar vi oss att tillväxten ökar något i år. En stram arbetsmarknad kommer gradvis att leda till ökade reallöner och höja konsumentförtroendet. Tilläggsbudgeten för 2016 stärker den inhemska efterfrågan och exporten förväntas också öka, tack vare starkare efterfrågan i USA och Europa. Oljeprisfallet leder till högre vinster och ökade disponibelinkomster för hushållen. Nästa år kommer BNP-tillväxten att bli något lägre, på grund av den momshöjningen som i nuläget är planerad till april 2017.

Billigare råvaror stödjer den ekonomiska återhämtningen men pressar priser

Förmodligen kommer Japan inte heller under 2016 att nå inflationsmålet. Förutom den stora råvaruprisnedgången utsätts yenen för apprecieringstryck när globalt kapital försöker undvika instabila och osäkra tillväxtmarknader, vilket sänker importpriserna i Japan. Andra risker innefattar en snabbare inbromsning av efterfrågan från Kina och en större negativ effekt av momshöjningen.

Japan: Huvudsakliga ekonomiska indikatorer (%)

Källor: Swedbank Research & Macrobond

Japan: Prisdynamik (%)

Källor: Swedbank Research & Macrobond

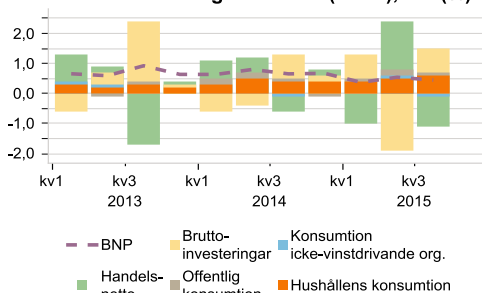
Inhemsk efterfrågan fortfarande drivkraft för tillväxten**Storbritannien: EU-folkomröstning skapar nya spelregler**

Tillväxten i Storbritannien har varit en besvikelse och den senaste statistiken ger blandade signaler. Lägre än förväntad statlig konsumtion och bostadsinvesteringar ledde till en nedrevidering av BNP-tillväxten för det tredje kvartalet. Data tyder på en fortsatt svag avslutning på året. Vi sänker våra tillväxtprognoser för 2016 och 2017, men håller fast vid vårt underliggande tillväxtscenario med ett fortsatt beroende av inhemsk efterfrågan. Om tjänstesektorn, som står för 80 procent av BNP, växlar ned äventyrar det prognosen.

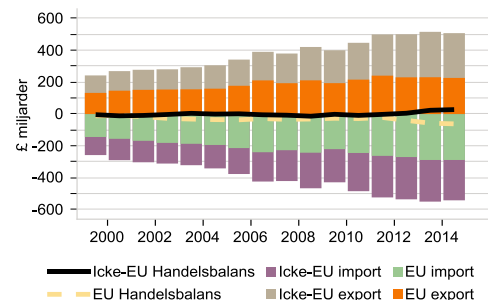
EU-omröstning kommer att påverka tillväxt och penningpolitiken

Folkomröstningen om EU-medlemskapet kommer att dominera den politiska och ekonomiska agendan i år. Vårt huvudscenario är att Storbritannien kommer att förbli medlem i EU (med 75 procents sannolikhet), men att de pågående förhandlingarna blir centrala, inte minst vad gäller de reformer som rör immigranterns rätt till förmåner. I spåren av detta har pundet försvagats, vilket hjälper exporttillväxten och höjer den importerade inflationen. En fortsatt försvagning väntas när folkomröstningen, som sannolikt kommer att äga rum i juni eller september, närmar sig. Ett utträde ur EU skulle få enorma ekonomiska och politiska konsekvenser (läs mer i vår Makrofokus: Kan Brexit bli årets svarta svan?).

Den brittiska centralbanken står inför många utmaningar – osäkerhet kring EU-folkomröstningen, en svagare tillväxt, ytterligare oljeprisfall och en dämpad löneökningstakt. Vi förväntar oss endast en gradvis inflationsuppgång, vilket får centralbanken att skjuta den första räntehöjningen, till 0,75 procent, till första kvartalet 2017. Åtstramningscykeln kommer sannolikt bli utdragen och styrräntan väntas vara 1,0 procent i slutet av 2017.

Storbritannien: Bidrag till tillväxt (kv/kv), s.r. (%)

Källor: Swedbank Research & Macrobond

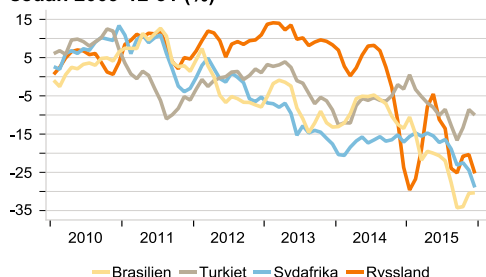
Storbritannien: Handel med EU

Källor: Swedbank Research & Macrobond

Tillväxtmarknaderna: Slut på krutet

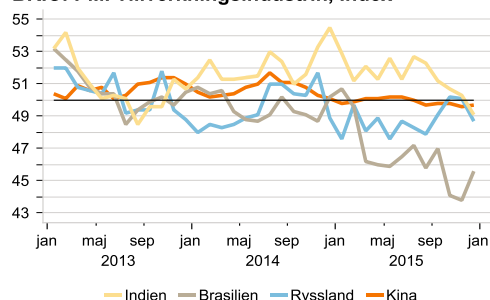
Den ekonomiska utvecklingen fortsätter att förvärras för de större tillväxtländerna. Valutakurserna har rasat till historiskt låga nivåer. Långsammare tillväxt i Kina och fallande råvarupriser är några av problemen men flera år av underinvesteringar, bristfällig politik, höga skuldnivåer och utbredd korruption gör situationen ännu värre i länder som Brasilien och Ryssland. Dessa och andra länder har dessutom inga möjligheter till ekonomisk stimulans då statsfinanserna är svaga och styrräntor måste hållas höga för att bekämpa inflationen. Den stora utmaningen för Kina är å andra sidan fallande priser. Kina har däremot fortfarande möjligheter, och vilja, att stimulera sin tillväxt. Vi förväntar oss inte någon hårdlandning i Kina i år, men osäkerheten är stor hur hög tillväxten blir. I Ryssland förstärks nedgången av den senaste oljeprisfallet.

Tillväxtländer: Real effektiv växelkurs, förändring sedan 2009-12-31 (%)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

BRIC: PMI Tillverkningsindustrin, Index



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Aktiemarknadsturbulens och valutapolitik skapar stor oro

Kina: Fallande priser är en stor utmaning

Året har börjat med ett turbulent marknadsläge i Kina där fallande aktiepriser och försvagad valuta kombinerats med stora valutautflöden. Det är uppenbart att oron för tillståndet i den kinesiska ekonomin kommit tillbaka. Den ekonomiska utvecklingen har däremot inte förändrats nämnvärt de senaste månaderna. Omställningen av den kinesiska ekonomin fortsätter med en avmattning i traditionell tillverkningsindustri och en relativt stark utveckling i tjänsektorn. Sambandet mellan aktiemarknaden och den ekonomiska aktiviteten i landet har historiskt sett alltid varit svagt. Andelen hushåll som äger aktier i Kina är låg (cirka 8 procent) och företagen finansierar sina verksamheter via bankerna och företagsobligationsmarknaden. Kaoset på aktiemarknaden i kombination med en försvagad valuta väcker ändå viktiga frågor om det kinesiska ledarskapets förmåga att hantera situationen och vilka avsikter de har med valutapolitiken.

Mer fokus på en valutakorg men den amerikanska dollarn alltjämt viktigast

Efter fallet i augusti förhöll sig renminbin stabil inför IMF:s beslut den 30 november att inkludera den i sin valutakorg (SDR). Kina tillät sedan en gradvis nedgång i sin valuta gentemot dollarn och lät i december meddela att valutapolitiken inte bara skulle baseras på valutakursen mot dollarn utan också mot ett nytt handelsviktat index. Även om vi ser detta som en naturlig utveckling på längre sikt så är Kina i dagsläget till stor del en dollarbaserad ekonomi. Kinas utrikeshandel faktureras i huvudsak i dollar, en stor del av landets utlandsskuld är i dollar och de flesta råvaror är prissatta i dollar. Det är mycket osäkert vad politikerna egentligen vill uppnå och hur mycket renminbin eventuellt kommer att försvagas. Men centralbanken förefaller vilja se en lägre eller i vart fall en stabil växelkurs. Detta troligtvis för att minska kapitalutflödena och minska överkapaciteten inom industrin där priserna fallit alltsedan 2012.

Deflation och höga skulder är en farlig kombination

Fallande priser är inte bara ett problem för tillverkningsindustrin. Priserna faller över hela linjen i Kina efter år av överinvesteringar och på senare tid lägre inhemsk och global efterfrågan (BNP-deflationsmålet var negativt under 2015). De privata skulderna är höga och uppgår till cirka 200 procent av BNP. Med en genomsnittlig räntekostnad på 4-5 procent måste nominell BNP växa med 8-10 procent för att skuldandelen inte ska fortsätta växa som andel av ekonomin. Vi ska ha i åtanke att under 2015 växte nominella BNP med endast 6,4 procent. Räntesänkningar är mindre verkningsfulla när priserna faller så här mycket. En fortsatt deflation riskerar att skapa en nedåtgående spiral med allt lägre efterfrågan vilket kan medföra lägre investeringar och återhållsamma långgivare. Vi förväntar oss att den ekonomiska politiken kommer att vara inriktad på att minska denna risk med stimulansåtgärder som räntesänkningar, lägre krav på bankreserver och mer expansiv finanspolitik. Mot denna bakgrund är det

En svagare renminbi men ingen devalvering

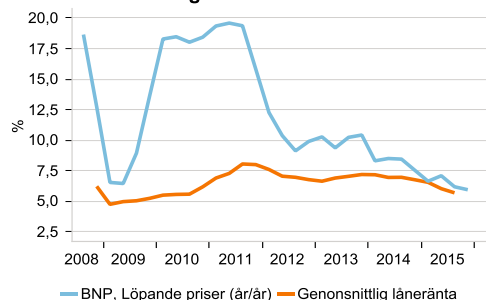
inte orimligt att anta att politikerna skulle välkomna en svagare valuta för att minska deflationstrycket.

Vissa anser att en stor devalvering skulle kunna minska kapitalutflödena. Det finns en uppdämd efterfrågan bland kinesiska hushåll att diversifiera sina besparingar och investera mer i utländska värdepapper. Sådana flöden är mindre känsliga för nivån på valutakursen. För att minska denna typ av utflöden måste sannolikt renminbin bli kraftigt undervärderad och det är mycket oklart vilken valutakursnivå som stoppar dessa utflöden. Det finns en stor risk att en devalvering bara skapar ytterligare osäkerhet och förväntningar på fler devalveringar. I Kina finns en tradition med gradvisa politiska förändringar. En större devalvering skulle chocka de globala marknaderna och sannolikt slå tillbaks på den kinesiska ekonomin och motverka eventuella positiva syften med en devalvering. Osäkerheten om valutans värde kommer att bestå så länge centralbanken inte ger bättre vägledning och information om inriktning och mål för sin valutapolitik. Vi förväntar oss att renminbin gradvis kommer att försvagas fram till dess deflationstrycket avtar. Risken med vår prognos är att kapitalutflödena skulle nå ohanterliga nivåer. Om det skulle inträffa, förväntar vi oss att Kina inför ytterligare valutarestriktioner vilket skulle innebära ett rejält steg bakåt för Kinas ambitioner att internationalisera renminbin.

Nedåtrisker för vår tillväxtprognos

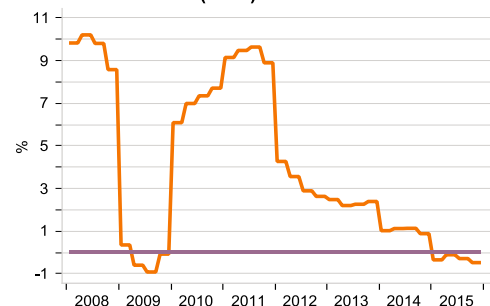
Vår BNP-prognos är oförändrad från i augusti förra året. BNP är ett politiskt sifferspel i Kina mestadels och vi förväntar oss att ledarna meddelar ett tillväxtmål i mars på 6,75 procent för 2016, en nedjustering från 7 procent. Den "verkliga" tillväxtsiffran är troligtvis lägre. Om tillväxten hade varit betydligt svagare så borde rimligtvis stimulansåtgärderna varit mer aggressiva. Vi förväntar oss ingen kraschlandning (inte heller denna gång) eftersom Kina inte på något sätt gjort slut på sina stimulansmöjligheter. Den ettåriga styrräntan ligger på 4,35 procent, reservkraven för bankerna är 17 procent och statsskulden uppgår till cirka 60% av BNP. Riskerna för vår tillväxtprognos ligger emellertid på nedsidan. Stora frågetecken finns om tjänstesektorn även detta år klarar att kompensera för svagheter i tillverkningsindustrin. Under 2015 drevs servicesektorn till stor del av den finansiella sektorn, mycket tack vare en ovanligt stark aktivitet på aktiemarknaden.

Kina: Genomsnittlig låneränta och nominell BNP



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Kina: BNP Deflator (år/år)



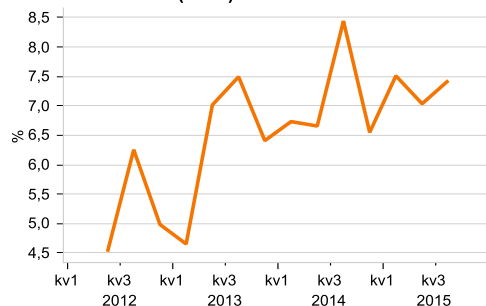
Källor: Swedbank Research & Macrobond

Negativa exportsiffror och svaga investeringar

Indien: Hög BNP-tillväxt men svag reformertakt

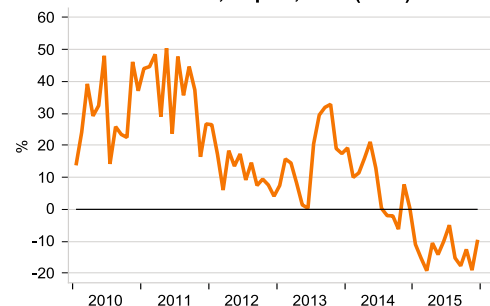
Indien är en av världens mest snabbväxande ekonomier. Enligt officiella siffror ökade BNP med 7,4 procent under tredje kvartalet förra året. Men, övrig statistik i Indien har varit en besvikelse. Exporttillväxten var negativ under 2015. Vi förväntar oss att Indiens exportutveckling förblir svag beroende på lägre global efterfrågan och det senaste årets förstärkning av den reala handelsviktade rupien. Investeringsutvecklingen är trög och kreditillväxten är mycket svag. Centralbanken har sänkt räntorna med sammanlagt 125 punkter till 6,75 procent sedan december 2014. Realräntorna är däremot alltjämt för höga för att ge stöd för tillväxten och bankerna tyngs av gamla dåliga lån och har till stor del använt sig av lägre räntor till att stärka sina balansräkningar.

Indien: Real BNP (år/år)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Indien: Utrikeshandel, Export, USD (år/år)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Reformprocessen går trögt

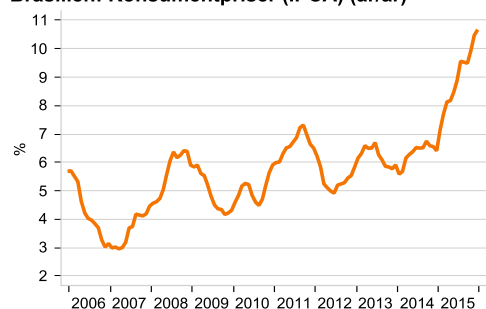
Premiärminister Modis regering har en ambitiös reformagenda som är hoppigivande för framtida tillväxtförutsättningar. Men, reformprocessen har varit mycket långsam eftersom regeringen inte har majoritet i överhuset. Regeringspartiet *Bharatiya Janata (BJP)* förlorade delstatsvalen i Delhi och i den tredje största delstaten Bihar med stora marginaler förra året. Bakslagen försämrar BJP:s möjligheter att stärka sin ställning vid den kommande omfördelningen av platser i överhuset i mitten av 2016. Ökad tyngd i överhuset är mycket viktigt om BJP ska kunna få igenom viktiga reformer som förslaget om en enhetlig skatt på varor och tjänster (GST). Hittills har ändå vissa framsteg gjorts vad gäller långsiktiga reformer på ett antal viktiga områden som t.ex. lägre skattesubventioner, avregleringar på arbetsmarknaden och liberalisering av ett antal nyckelsektorer för att underlätta utländska direktinvesteringar. Fallande råvarupriser är positivt för Indien och landet påverkas inte nämnvärt av rebalanseringen i Kina. Valutareserven uppgår till mer än 350 miljarder USA-dollar och bytesbalansunderskottet har minskat till cirka 1 procent av BNP jämfört med ett underskott på ca 5 procent under 2013. I grunden har situationen förbättrats i Indien men tillväxten kommer att tappa fart eftersom reformtakten är för låg och att vi inte räknar med tillräckligt med stimulanser för att få upp tillväxten.

Recessionen kommer att fördjupas i Brasilien**Brasilien: Nedgången fördjupas**

Recessionen kommer att fördjupas i Brasilien under 2016. Den brasilianska ekonomin lider av fallande råvarupriser, korruptionsskandaler och svag politisk styrning. Brasilien fick sitt kreditbetyg sänkt till skräpstatus under 2015 eftersom regeringen inte kunde genomföra tillräckligt stora besparingar för att stabilisera statsfinanserna. Förra året tvingades regeringen på grund av bristande politiskt beslutsfattande gång på gång skriva ner prognosen för statsfinanserna. Samtidigt tilltog nedgången i ekonomin vilket i sig förde med sig lägre skatteintäkter. De finanspolitiska utsikterna har tyvärr inte förbättrats sedan finansminister Joaquim Levy i december förra året byttes ut mot den tidigare planeringsministern Nelson Barbosa. Barbosa förväntas vara mindre angelägen till besparingar och mer lyhörd för politiska överväganden.

Ekonomiska stimulansverktyg är uttömda

Det branta fallet för den brasilianska valutan realen har tillsammans med högre statskontrollerade priser pressat upp inflationen. Konsumentpriserna steg förra året från 6,4 till 10,7 procent på årsbasis och centralbanken tvingades höja reporäntan vid flera tillfällen till 14,25 procent. Hushållens konsumtion pressas av högre arbetslöshet och fallande reallöner. Investeringsutvecklingen förväntas att vara fortsatt negativ. Det statliga företaget Petrobras har meddelat ytterligare nedskärningar i sina investeringsplaner eftersom deras kassaflöde är negativt och att de dragit på sig höga kostnader för krav som riktats mot företaget i samband med den pågående korruptionsskandalen. Utrymmet för ekonomiska stimulansåtgärder begränsas av hög inflation och ansträngda statsfinanser då budgetunderskottet uppgår till ca 8 procent av BNP. Risken för politiskt kaos är hög eftersom kravet att president Dilma Rousseff ställs inför riks rätt ökar efterhand som recessionen fördjupas.

Brasilien: Konsumentpriser (IPCA) (år/år)

Källor: Swedbank Research & Macrobond

Brasilien: Industriproduktion (år/år)

Källor: Swedbank Research & Macrobond

Ett lägre oljepris slår hårt: recessionen lär inte kulminera förrän i slutet av 2016**Ryssland: Billigare olja förlänger recessionen**

Det senaste oljeprisfallet har inneburit ytterligare ett hårt slag för den ryska ekonomin. Rubeln har försvagats ytterligare vilket förklaras av landets massiva beroende av olja (cirka 2/3 av varuexporten och hälften av de federala budgetintäkterna är olje- och gasrelaterade). Valutaförsvagningen kommer att hålla inflationen uppe och minska hushållens konsumtion och investeringar. Den ekonomiska politiken har uppenbarligen varit otillräcklig för att kompensera för det kraftiga oljeprisfallet och sanktionerna från väst.

Det enda positiva för beslutsfattarna är att de låtit rubeln flyta och upprätthållit den ekonomiska disciplinen. Våra bedömningar tyder på att budgetunderskottet uppgick till 2,6 procent

Flytande rubel och finanspolitisk disciplin räcker inte för att skapa framtida tillväxt

under 2015, det vill säga väl under 3-procentsmålet. Det officiella målet för 2016 är ett budgetunderskott på 3 procent bygger på realistiska antaganden (BNP-tillväxt på 0,7 procent, ett genomsnittligt oljepris på 50 US-dollar per fat, en valutakurs på 63 mot dollarn och en inflation på 6,4 procent). Bara två veckor in på det nya året har ekonomiminister Siluanov begärt att 4 procent av de federala budgetutgifterna läggs på is. Finanspolitiken är stram då politikerna bedömer att oljeprischocken kommer att bestå och att budgetunderskottet inte får skena iväg. För att öka statsinkomsterna planerar Ryssland att sälja ut minoritetsposter i ett antal större statliga bolag som Rosneft.

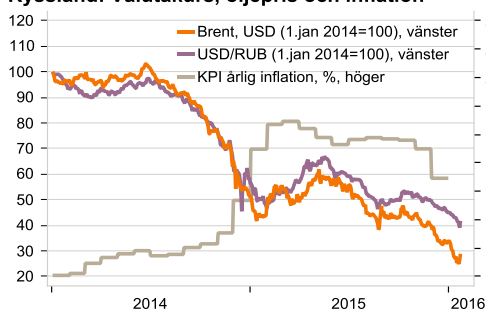
Men beslutsfattarna åtgärdar inte huvudproblemen. Rättssäkerheten är svag och korruptionen är utbredd. I stället för att förbättra företagsklimatet så intervernerar man i den privata sektorn och gör den mindre effektiv. Det finns positiva effekter av importsubstitution (jordbruksproduktionen ökar till exempel), men den totala effekten är negativ. Konflikten med Turkiet ökar investerarnas osäkerhet samtidigt som Rysslands egna handelssanktioner höjer matprisinflationen. Även om EU vid den senaste förhandlingsrundan tvekade inför att utöka sanktionerna mot Ryssland, och det är inte osannolikt att EU avstår från att förnya dem denna sommar, så är det de amerikanska sanktionerna som är avgörande för om Ryssland ska återfå tillgång till de internationella kapitalmarknaderna. Såvida inte Minsk II-avtalet uppfylls fullt ut (inga tecken finns hittills på det) så är det osannolikt att USA ens kommer på tanken att lyfta sanktionerna i en tid som präglas av USA:s presidentval. Ryssland kommer därmed i allt väsentlig vara avskuren från extern finansiering under 2016 och troligtvis även under 2017. Ryssland förblir en ekonomisk spelare med begränsad repertoar och har inte gjort eller vill inte göra det ekonomiskt och geopolitiskt nödvändiga för att diversifiera ekonomin bort från oljan och bygga en grund för en ny och mer dynamisk ekonomi.

Sammantaget kommer samma faktorer som drog ner ekonomin under 2015 att fortsätta även detta år men de förvärras av den pågående oljechocken. Efter ett fall på 3,8 procent 2015 förväntas BNP falla med 2,5 procent detta år. Recessionen lär inte kulminera förrän i slutet av 2016. Återhämtningen blir svag med en BNP som bara ökar med 1 procent 2017. Konsumentprisinflationen förväntas uppgå till 10 procent under 2016, för att därefter falla till ensiffriga tal 2017 och i samband med att oljepriset återhämtar sig (till 48 US-dollar per fat under slutet av 2017) kommer rubeln att stärkas (till 70 RUB/USD under slutet av 2017), och svag inhemsk efterfrågan håller nere priserna. Inflationen kommer att minska köpkraften vilket sänker konsumtionen med 9 procent i år (efter ett liknande fall 2015), med bara en marginell återhämtning på 1-2 procent under 2017. En svagare inhemsk efterfrågan och en låg rubel (och därmed dyrare import) kommer att minska investeringarna med 15 procent innevarande år och ge en nolltillväxt 2017. En ökad skattebörda kommer att ytterligare försvaga konsument- och investeringsefterfrågan. Bankernas balansräkningar försämras men centralbanken kommer att ge stöd till systemviktiga banker för att undvika finansiell oro.

Om oljepriset ligger kvar på nuvarande nivåer kan valutareserverna börja krympa igen

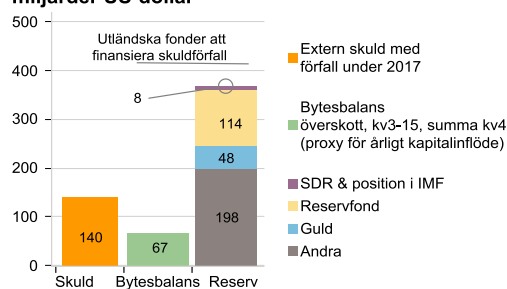
Ryssland har kunnat stabilisera sin valutareserv på nivån USD 360 miljarder, vilket skett på bekostnad av en kraftig nedgång i importen. Men med låga oljepriser och kommande förfall av utländska lån kan Ryssland tvingas att använda sina reserver. Denna risk är större under 2017 och kan då leda till förhöjd volatilitet på finansmarknaden och tvinga Ryssland in i ett ännu mer negativt scenario än det som beskrivits ovan. Som vi nämnt tidigare ligger riskerna för Ryssland inte på ett ekonomiskt plan utan mer på det politiska. Putin har trots allt fortfarande ett stort folkligt stöd för sin politik.

Ryssland: Valutakurs, oljepris och inflation



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Ryssland: Utländska reserver och skuldförfall, miljarder US-dollar



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Fördjupning 1: Utbudsdrivet oljeprisfall

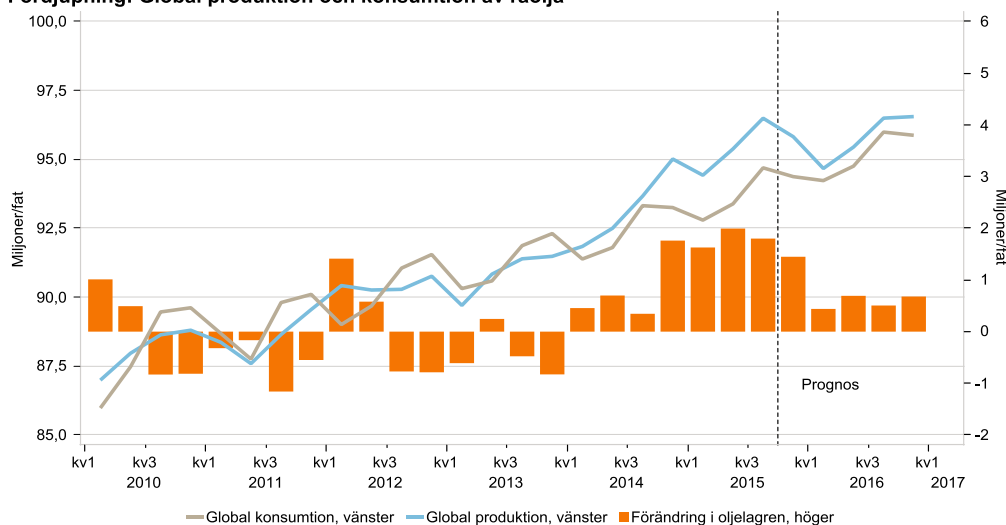
Råoljepriset har fallit med över 75 procent sedan sommaren 2014 och har nu nått den lägsta nivån sedan 2003. Vad är det som driver oljeprisfallet och är det ett tecken på en annalkande global recession?

Vår bedömning är att råoljeprisfallet under de senaste åren drivits av ett ökat utbud på råolja och i mindre grad av en minskad efterfrågan. Det nuvarande oljeprisfallet avviker tydligt från oljeprisnedgången under 2008/09 då konsumtionen av olja sjönk kraftigt i spåren av den globala finanskrisen och den efterföljande internationella recessionen. Det blev upprinnelsen till omfattande produktionsneddragningar inom OPEC-länderna.

Höga råoljepriser, tekniska innovationer och lägre produktionskostnader har lett till en kraftig kapacitetsutbyggnad i oljeindustrin under det senaste decenniet. USA:s framväxt som världens näst största oljeproducent är ett bra exempel på detta. Den ökade konkurrensen om världsmarknaden har lett till att OPEC höjt sin oljeproduktion för att behålla eller ta marknadsandelar från högkostnadsproducerande länder men till priset av ett lägre oljepris. Splittringen inom OPEC har samtidigt fördjupats och i december förra året beslutades inga produktionskvoter alls. Upphävandet av det iranska oljeembargot i januari i år tenderar att leda till ett varaktigt överutbud på olja även om osäkerhet finns om den iranska oljeproduktionens beskaffenhet och dess infrastruktur för oljeexport. Irans återkomst på oljemarknaden och den redan ansträngda politiska utvecklingen med Saudiarabien minskar sannolikheten för en snar produktionsminskning inom OPEC-länderna. Oljeprisfallets effekter på oljeproduktionen gäller främst investeringar i ny kapacitet som kommer att minska kraftigt de kommande åren, vilket på sikt kommer att dämpa oljeproduktionstillväxten.

Oljekonsumtionen fortsätter att stiga även om den växlade ned något under slutet av förra året mycket avhängigt av den milda vintern i norra hemisfären. Noterbar är dock att oljekonsumtionen fortsätter att stiga i tillväxtekonomierna med Kina i spetsen där oljeanvändningen under fjolåret var väsentligt högre jämfört med i fjol men även vid ett femårsperspektiv. I EIA senaste prognos förutses den globala oljekonsumtionen att öka med 1,6 miljoner fat per dag jämfört med 1,7 miljoner fat förra året. Fortfarande är det tillväxtekonomierna som oljeanvändningen ökar men från låga nivåer då oljeanvändningen per capita fortfarande är en bråkdel jämfört med de avancerade ekonomierna.

Fördjupning: Global produktion och konsumtion av råolja



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Norden: Olyckliga på sina egna sätt

De nordiska länderna står inför sina egna uppsättningar av problem. I Norge förväntas tillväxten sjunka betydligt i spåren av oljeprisfallet innan försvagningen av valutan ger stöd. Danmarks export sjönk oväntat i det tredje kvartalet, men den inhemska efterfrågan kommer att fortsätta att driva tillväxten. Finland ser äntligen en blygsam tillväxt framöver efter att den långvariga lågkonjunkturen nu närmar sig sitt slut.

Den ekonomiska nedgången breddas

Norge: Ännu djupare nedgång

Tillväxten i fastlandsekonomin är fortsatt låg. BNP steg med 1 procent (på årsbasis) under det tredje kvartalet, men Norges Banks undersökning pekar på nolltillväxt under de kommande månaderna. Oljerelaterade aktiviteter minskar drastiskt. Nedgången förväntas fortsätta och kan pågå längre än man tidigare antagit, då oljepriserna har fallit ytterligare under de senaste månaderna. I takt med att arbetslösheten fortsätter stiga kan avmattningen spridas till ekonomin i stort. Å andra sidan har den svagare kronan stärkt konkurrenskraften. Hittills visar dock den icke oljerelaterade tillverkningen inga tecken på en uppgång.

Arbetslösheten ökar stadigt...

Arbetsmarknaden fortsätter att försämrans. Enligt arbetskraftsundersökningen (AKU) har arbetslösheten redan stigit med cirka 1 procentenhet till 4,6 procent. Den öppna arbetslösheten har ökat betydligt mindre totalt sett, men stiger nu stadigt. Hittills är den stigande arbetslösheten koncentrerad till oljerelaterade regioner och yrken. I andra delar av landet är arbetslösheten fortsatt stabil. Alla indikatorer fortsätter dock att peka på en svag efterfrågan på arbetskraft och på att sysselsättningsökningen mattas av. Vi förväntar oss att arbetslösheten kommer att stiga med ytterligare en procentenhet i år.

...men hushållens ekonomi är stabil

Med stigande arbetslöshet, långsammare sysselsättningsökning och ingen reallönetillväxt är en avmattning i hushållens efterfrågan att vänta. Hushållen har flera skäl att vara mer försiktiga framöver och konsumenternas framtidstro har fallit till sin lägsta nivå sedan finanskrisen. Uppgången för bostadspriserna och skuldsättningen tycks ha mildrats något. Hushållens sparande är dock fortsatt högt och offentliga överföringar, som a-kassa, dämpar ett inkomstbortfall. Det tyder på att hushållen ganska väl kan klara att behålla sin konsumtionsnivå och risken för en betydande konsumtionsminskning är liten.

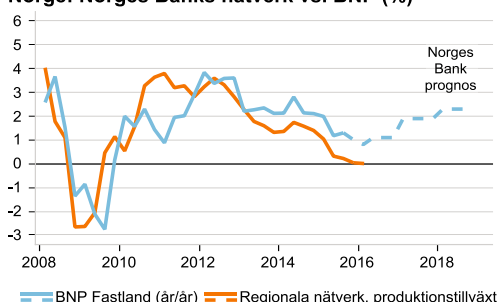
Finanspolitik, räntesänkningar...

Den stora oljefonden gör att regeringen kan föra en expansiv ekonomisk politik, trots att oljepriserna faller. De finanspolitiska stimulanserna är omfattande och lämpliga, med tanke på den ekonomiska situationen. Norges Bank har redan sänkt sin viktigaste styrränta från 1,5 procent till 0,75 procent och centralbankens prognoser indikerar ytterligare en räntesänkning till 0,5 procent under första halvåret 2016. Finansmarknaderna förväntar sig ytterligare en sänkning till 0,25 procent. Norges Bank har en försiktig inställning till räntesänkningar, då man är fortsatt oroad över obalanser i bostadsmarknaden och över hög skuldsättning. Men banken kommer tveklöst att sänka räntan ända ned till noll, om så krävs.

...och fortsatt svag krona ger stimulans

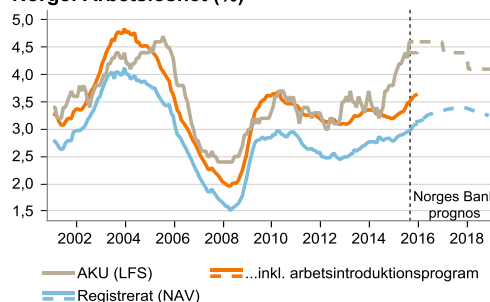
Den starkaste stimulansen för den norska ekonomin är dock den svagare kronan, som avsevärt har förbättrat konkurrenskraften för alla företag som är exponerade för internationell konkurrens. Turismen blomstrar och fiskodlare kan ta ut rekordhöga priser (mätt i kronor). Många företag kämpade med den höga kostnadsnivån för några år sedan, men de som överlevde var sannolikt de bästa och mest produktiva företagen. De bör vara väl positionerade nu. Anpassningarna tar dock tid, i synnerhet om nya investeringar behövs. Hittills visar den icke oljerelaterade tillverkningen inga tecken på uppgång och den icke oljerelaterade exporten stiger mycket långsamt. Vi är dock övertygade om att den svaga kronan kommer att fungera, så småningom. Till dess riskerar dock den norska ekonomin fortsatt att försämrans.

Norge: Norges Banks nätverk vs. BNP (%)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Norge: Arbetslöshet (%)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Den minskade exporten pressar tillfälligt ned tillväxten

Penningpolitiska lättnader minskas något

Behov av stramare ekonomisk politik

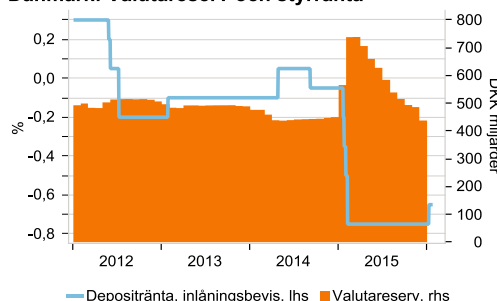
Danmark: Efter ett överraskande bakslag fortsätter återhämtningen

BNP-tillväxten blev oväntat negativ under tredje kvartalet förra året, efter att varit positiv under åtta kvartal i följd. Nedgången förklarades av minskad export, vilket var överraskande med tanke på den relativt goda utvecklingen för landets främsta handelspartners och den konkurrenskraftiga valutakursen. Både exporten av tjänster och varor föll. Den inhemska ekonomin fortsätter dock sin uppgång där investeringar och hushållens konsumtion stöds av ett lägre oljepris och ökad sysselsättning.

En sjunkande valuta-reserv innebar att den danska centralbanken kunde höja inlåningsräntan med måttliga 10 baspunkter, 0,10 procentenheter, till negativa 0,65 procent. Valuta-reserven är tillbaka på nivåer som senast förekom innan de betydande inflöden ledde till omfattande valutainterventioner som syftade till att försvara den fasta växelkursen. Det innebär att skillnaden mellan den danska centralbankens inlåningsränta och ECB:s har minskat ytterligare, från 0,55 procentenheter – från tiden före ECB:s beslut i december – till nuvarande 0,35 procentenheter.

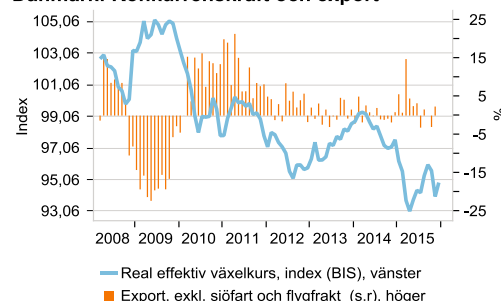
Under de kommande två åren förväntar vi att tillväxten ska öka och håller fast vid att det finns överhettningrisker i dansk ekonomi, även om de har senarelagts något. Produktionsgapen på såväl arbetsmarknaden som i ekonomin i sin helhet förväntas slutas under nästa år och med låga räntor utgör bostadspriserna än en gång en risk. Finanspolitiken måste bli stramare, i linje med den senaste budgeten, men sänkt fastighetsskatt ökar riskerna.

Danmark: Valuta-reserv och styrränta



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Danmark: Konkurrenskraft och export



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Återhämtningen kommer från investeringar och export

Nedgången för industriproduktionen har mattats av, medan tjänstesektorn fortsatt växer

Regeringen har ambitiösa planer för att stärka ekonomin och de offentliga finanserna

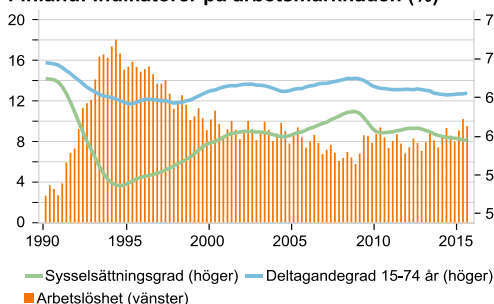
Finland: Måttlig tillväxt i en fortsatt skör ekonomi

Återhämtningen i finsk ekonomi under 2016–2017 kommer att bli trög, och främst stöddas av ökade investeringar och export. Situationen för landets främsta handelspartners väntas bli bättre och stärka exportefterfrågan. Dessutom bör flera större byggprojekt under 2016–2017 leda till högre investeringar. Den privata konsumtionen, som bidrog mest till den ekonomiska tillväxten under 2015, kommer att bromsa in i år, då uppskov med lånebetalningar upphör och löne- och sysselsättningstillväxten blir måttlig. Även om löneökningstakten har bromsat in är den fortsatt snabbare än produktiviteten och leder till försämrad konkurrenskraft.

Mer än i många andra länder har industrisektorns andel av produktionen minskat, medan tjänstesektorns andel gradvis har ökat. Produktionsminskningen inom industrisektorn har gradvis mattats av, medan omsättningen i tjänstesektorn har ökat sedan 2014. Men då en betydande andel av produktionen i tjänstesektorn används av industrin är tillväxten inom denna sektor också beroende av återhämtningen inom industri- och byggsektorn.

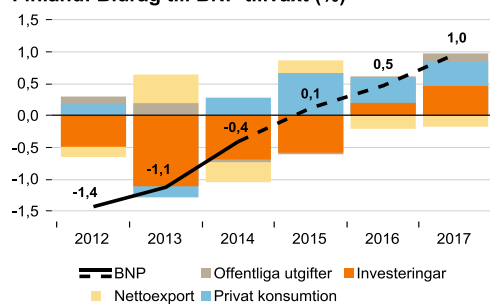
Regeringen har tagit fram ambitiösa planer för reformer i syfte att stärka ekonomin och de offentliga finanserna. Den höga arbetslösheten och den åldrande befolkningen bidrar till att de offentliga utgifterna ökar. Lågkonjunkturen och den förväntat långsamma återhämtningen innebär dock att höjda skatter och andra offentliga intäkter är otillräckliga för att balansera regeringens budget.

Finland: Indikatorer på arbetsmarknaden (%)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Finland: Bidrag till BNP tillväxt (%)



Källor: Swedbank Research & Macrobond

Estonia: Less growth potential ahead

Primarily due to weakened foreign demand and its negative impact on business sector confidence and investments, GDP growth decelerated to 1.2% in 2015. We expect that demand on the European markets should strengthen in 2016 and 2017, offering more possibilities for Estonian exporters. The improved demand outlook, in turn, is expected to have a positive impact on investments. GDP growth is expected to accelerate to 2.3% in 2016 and to 2.6% in 2017.

Key economic indicators, 2014-2017 ^{1/}

	2014	2015f	2016f	2017f
Real GDP growth, %	2.9	1.2 (1.6)	2.3 (2.6)	2.6 (2.8)
Consumer price growth, %	-0.1	-0.5 (-0.4)	0.3 (1.6)	2.2 (2.5)
Unemployment rate, % ^{2/}	7.4	5.9 (6.6)	6.3 (6.9)	6.6 (6.8)
Real net monthly wage growth, %	5.7	8.1 (7.4)	4.9 (4.3)	3.1 (3.7)
Current and capital account balance, % of GDP	3.1	6.5 (5.6)	3.4 (2.8)	1.8 (0.9)
General government budget balance, % of GDP ^{3/}	0.7	0.7 (0.3)	-0.2 (-0.2)	0.0 (0.0)

^{1/} November 2015 forecast in parenthesis

^{2/} According to Labour force survey

^{3/} According to Maastricht criterion

The major negative impact on exports comes from the Russian market

Last year, foreign demand for Estonian goods and services decreased and had a strongly negative effect on the total economy. The major share of the drop in exports came from the Russian market. Although the decrease of exports to Russia was broad based, it affected the Estonian chemical industry, beverage producers, and producers of electrical appliances and equipment the most. The depreciation of the rouble and deterioration in the purchasing power of Russian households decreased the number of Russian tourists by more than one-third. And we should not forget sanctions, which had a negative impact on agricultural producers and the food industry. Although exports to many European countries have increased, there are still several other countries in that market that have contributed negatively (primarily because of the decline in exports of shale oil products). The major impact of the drop in total exports came from electronic, chemical, and shale oil products, electricity, ferrous metals, dairy products and beverages (about one-fourth of the total exports of goods). The drop in exports of these goods cannot be linked to the possible worsening of competitiveness, but to external factors, like low oil prices, sanctions from Russia and its worsened demand, and, in the case of electronics, specific corporate decisions. If we exclude these goods, exports from Estonia would have increased last year.

Weakened demand, falling prices, and increased labor costs have contracted business sector profits

In addition to the weakened demand, business sector turnover decreased due to the drop in producer and export prices. Robust wage growth, deflation, and reduced labour taxation improved households' purchasing power and contributed positively to domestic trade and other activities related to domestic consumption. Although the Estonian business sector has proved its flexibility by reacting to the fall in turnover with a decrease in production costs, labour costs are still growing. Eventually, the business sector has not been successful in preventing a contraction of profits and profitability.

European markets are expected to provide more export possibilities in 2016-2017

The economies of Estonia's main trading partners are expected to improve in 2016. This should offer more possibilities to expand exports for enterprises dependent on foreign demand. However, we expect only a modest recovery of Estonian exports. This year should offer better possibilities to export more to the European and the US markets, while enterprises dependent on the Russian market and on global oil prices should not expect considerable improvement. The economic recession in Russia is receding gradually, but its demand continues to be weak, at least in 2016. In Estonia, the recovery of producer prices, and especially of export prices, will be very sluggish and slower than the recovery of import prices, as the euro is expected to stay weak this year. This could put additional pressure on business sector profits. However, as enterprises have integrated more with the global value chains, changes in currency exchange rates should have less impact on prices than they did years ago.

Wage growth will remain fast, but private consumption will slow a bit

Wage growth will remain fast as the lack of suitable labour remains a concern. An agreed 10% increase in the minimum wage in 2016 and again in 2017 will lift the average wage level by around 0.5% each year. The growth of wages in real terms will slow in 2016 compared with 2015, as prices will start growing and labour taxes will be lowered less than in 2015. Labour taxes will be reduced by a higher nontaxable threshold in 2016 and 2017, and by a lower social tax rate in 2017. Although the latter will probably not affect net wages, it will provide some relief for enterprises struggling with a fast growth in labour costs. We expect the robust growth of private consumption to slow gradually, and this will set some limits to growth in retail

trade, as well as in other domestic services. However, the financial situation of households remains relatively strong. A rise in pensions, children's allowances, and other social benefits will further support private consumption, especially of those with lower earnings, and prevent it from slowing drastically. According to the confidence indicator, expectations of Estonian consumers (their financial situation, savings, major purchases, and expectations about the general economic situation) for the next 12 months are improving.

The expected improvement of foreign demand will increase the need for more investments

Although, the drop in gross fixed capital formation deepened considerably last year, investments have already passed the trough and the decrease slowed gradually in the second half of last year. As the growth of import of capital goods has accelerated, we expect the improvement of investments in the beginning of 2016. The business sector credit portfolio has been growing at a moderate pace for more than three years already. The business sector has deleveraged its peak debt of 2009-2010, and its debt-to-GDP ratio has been relatively constant in the past three years. Despite the drop in turnover and contraction of profits, the share of nonfinancial corporations' nonperforming loans in the total credit portfolio is decreasing, thus confirming their financial strength. Unfortunately, together with the increased labour costs, the investment ratio has gradually been falling. We expect that the very low interest rate environment will persist in 2016-2017, supporting lending for investments. However, improved demand, as well as an increase in prices, is a precondition for a recovery of investments without a decrease in business sector profits and profitability. In 2016 and 2017, the government is expected to use more EU funds in its investments, while household investments in dwellings should continue its moderate pace.

Prices will rise again in 2016

Modest inflation is expected in 2016. Prices of energy have decreased more than expected, caused by an oversupply of commodities globally. Changes in tax policy will push prices higher by an estimated 0.7 percentage point, as the excise tax on alcohol, tobacco, and fuels will be lifted and the value-added tax (VAT) exemptions reduced. Services, excluding transport services, will also become more expensive as strong wage growth will continue. In 2017, price growth will accelerate as prices of commodities in the world markets will recover somewhat and excise tax rates will be lifted again.

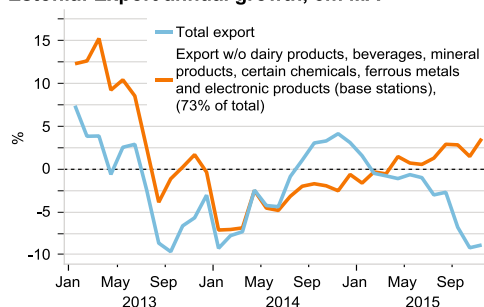
Labour market might loosen up somewhat

In 2016-2017, employment is expected to fall because of a lower supply and demand of labour (due to investments in machinery). Employment is expected to decline in a few export-related sectors that have been struggling with low demand and/or export prices. A state reform will reduce the number employed in the public sector. A cutback in the number of public workers and the reorganisation of the social benefits system for the disabled (forcing them to find jobs) will lift the number of unemployed, at least temporarily. Registered unemployment figures have exceeded last year's level since September 2015.

The major downside risk is related to Russia, while the upside risk could come from the European market

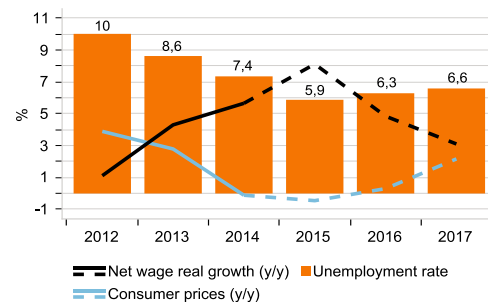
Helped primarily by the recovery of exports and investments, GDP growth in Estonia is expected to accelerate from last year's 1.2% to 2.3% this year and to 2.6% in 2017. GDP will be below potential during the forecast period, while the expected decline in employment, as well as the reduced investments and labour productivity over the last few years, will afford less capacity to grow in the medium term. There are both upside and downside risks to the forecast. The upside risk comes from the European market, where the delayed effect of the ECB expansionary monetary policy on the real economy could have a stronger-than-expected positive effect on economic activity. This, in turn, could offer more export possibilities for Estonian business sector. Also, the more sluggish recovery of global oil prices could have a stronger-than-expected positive effect on consumption and business sector costs. The major negative risk is related to uncertainties about the recovery of the Russian economy and unpredictability of its political decisions. More-sluggish-than-expected--or even fall- in -foreign demand and prices could have a negative impact on business sector finances, and this, in turn, could have a negative impact on both investments and labour market.

Estonia: Export annual growth, 3m MA



Sources: Swedbank Research & Macrobond

Estonia: Labour market indicators & inflation



Sources: Swedbank Research & Macrobond

Latvia: Cyclical upswing

We expect broad-based growth of about 3% to continue in 2016-2017. Although this is decent, at about potential, it keeps policymakers complacent. Yet, despite relatively good growth, income convergence with the euro area average has slowed. At the same time, a tightening labour market and recovery of credit growth might briefly boost spending and GDP growth to over 4%; this possibility has risen recently.

Key economic indicators, 2014-2017 ^{1/}

	2014	2015e	2016f	2017f
Real GDP growth, %	2.4	3.0 (2.4)	3.3 (3.3)	3.0 (3.0)
Consumer price growth, %	0.6	0.2 (0.3)	0.8 (1.5)	2.3 (2.3)
Unemployment rate, % ^{2/}	10.8	9.8 (9.9)	9.2 (9.2)	8.3 (8.3)
Real net monthly wage growth, %	7.9	7.3 (6.7)	5.2 (4.1)	3.6 (3.6)
Current account balance, % of GDP	-2.0	-1.4 (-1.4)	-2.3 (-2.7)	-3.8 (-4.1)
General government budget balance, % of GDP ^{3/}	-1.6	-1.5 (-1.6)	-1.2 (-1.2)	-0.9 (-0.9)

^{1/} November 2015 forecast in parenthesis.

^{2/} According to Labour force survey.

^{3/} According to Maastricht criterion.

Sources: CSBL and Swedbank.

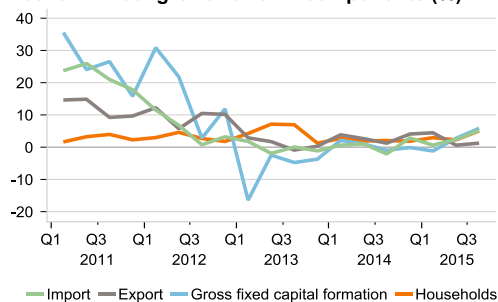
Broad-based consumer-driven growth in 2015

In 2015, we estimate GDP growth to have been at 3% (2.7% in the first three quarters). Although exports to Russia fell by the anticipated 25-30%, export and investment growth has been stronger than was expected a year ago. Exporters have been more agile in shifting to other markets, while the weak investments in the first half of the year seem to have picked up since then. Growth in 2015 thus was broad based, but the largest contribution still came from household consumption, driven by income growth and zero inflation.

About 3% growth in the coming couple of years

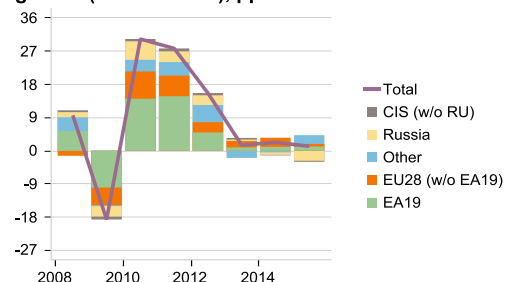
In 2016-2017, growth is forecast at about 3% per annum, i.e., close to potential. We expect growth to be broad based and the contribution from exports and investments to rise. Trade integration with Russia has declined and will continue to do so; as a result, the negative effect from a further Russian downturn will be minor, although (geo)political risks remain. Globally, possibly lower external demand growth is also a risk. On the other hand, upside risks to short-term growth have increased locally – with the business cycle maturing, a swifter heating up of the labour market, a recovery of credit growth, and improving optimism might cause stronger consumption and boost GDP growth to over 4% in the short term.

Latvia: Annual growth of GDP components (%)



Sources: Swedbank Research & Macrobond

Latvia: Contribution to goods' export annual growth (11M for 2015), pp



Sources: Swedbank Research & Macrobond

Exports to pick up, but labour costs raise pressure on competitiveness

Export growth is set to accelerate in 2016-2017, with the Russian effect fading away and external demand strengthening somewhat. In the first 11 months of 2015, goods exports to Russia fell by 25% and to other CIS markets by 7%. However, this was more than outweighed by exports to other countries – up by 2.3% to the euro area, up by 3% to other EU countries outside the euro area, and by 19% to other countries (including farther markets in Africa, Asia, and the Americas). As a result, nominal goods exports were still 1.2% higher than a year ago. The share of Russia in goods exports fell below 8%, the lowest since 2005. The performance of services exports was even better than that of goods – transportation services suffered due to Russia, but tourism and other commercial services grew notably (especially IT, intellectual property, financial, and insurance). The flexibility of Latvian exporters is encouraging, but rising labour costs are gradually biting into competitiveness, as seen in flat or inching-down export market shares in the EU. Productivity growth keeps lagging behind that of wages.

Investments to pick up gradually, but EU funding support will still be small

This makes investment growth crucially important, both to reduce competitiveness risks and to promote future growth. On the positive side, businesses understand this, and their investments picked up in the second half of the year, most of the contribution coming from machinery and equipment. On the negative side, the distribution of EU funds from the 2014-2020

period is still delayed. Two years have passed, but out of the EUR 4.4 billion allocated to Latvia from the Cohesion Fund, ESF, and ERAF, contracts have been signed only for EUR 285 million (6% of total), of which the largest part has been assigned for road maintenance and State Employment Agency programmes (e.g., improving skills of unemployed). Authorities have been very slow in setting up an administrative framework, so programmes for businesses are expected to become available only towards the end of this year, supporting investment growth in 2017. This year, government budget financing for education and science, which has been mostly from EU funds, is planned to be substantially lower than in 2015. Construction of residential buildings and road maintenance in 2016 is likely to remain at levels similar to 2015; however, there is a big shortfall in public (e.g., infrastructure) projects. Meanwhile, the Rural Development Programme was finally launched at the end of last year (EUR 1.1 billion to be allocated in the 2014-2020 period), so we expect larger investments in agriculture this year. We also anticipate businesses to continue investing in machinery and equipment, even without EU funds. We forecast GFCF to continue picking up in 2016-17.

Inflation driven by administrative measures in 2016, but still very moderate

Global oil prices have kept falling and we now forecast substantially lower prices also this year (yet another fall of about 25-30% in euro terms). Global food prices are expected to grow only marginally in euro terms. As a result, we anticipate consumer price inflation to remain very weak, at 0.8%, of which about 0.5 percentage point is due to excise tax hikes for fuel and alcohol, and the introduction of a value-added tax for housing management services. We anticipate consumer price growth to pick up to about 2% in 2017, owing to recovering commodity prices and domestic price pressures (due to rising labour costs).

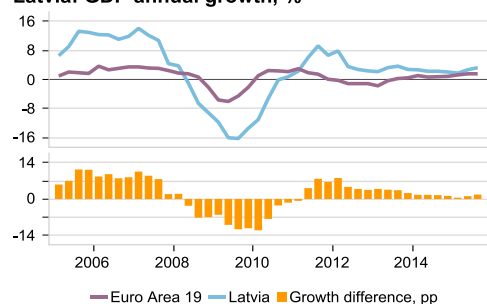
Strong wage growth to continue...

The labour market outlook remains largely the same as before – labour supply will continue falling, and employment growth will be marginal. Unemployment will continue declining, to about 8% in 2017. Finding employees is becoming more and more challenging, and, thus, wage growth is to remain strong, at about 6% for nominal gross wages. There was another minimum wage hike of 3% as of January 2016, but this is much smaller than in 2014-2015. With inflation rising, purchasing power growth will decelerate gradually but remain robust.

... supporting household spending

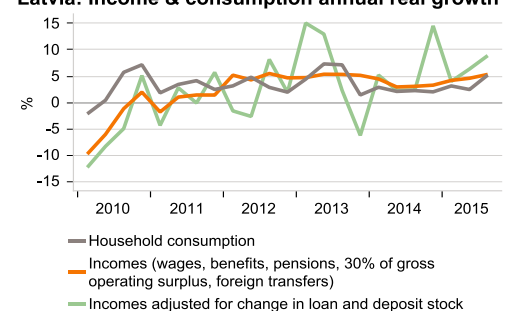
Household consumption remained rather cautious last year, that is, somewhat slower than income growth. There was a pickup in spending growth in the third quarter of 2015, but retail data do not suggest a turnaround yet. The fourth quarter seems to be weaker than the third one – annual growth of retail volumes, excluding fuel, decelerated to 2.6% in October-November from 4.8% in the third quarter (4.4% in 11 months). Household deposits keep growing. New lending for households grew by over 20% in the first nine months of 2015, but the loan portfolio was still down by 5%. We forecast household spending to pick up a bit this year, owing to continuous strong income growth, weak inflation, growing new lending, and robust consumer confidence. With inflation increasing, household consumption growth is expected to decelerate in 2017 but still remain above 3%.

Latvia: GDP annual growth, %



Sources: Swedbank Research & Macrobond

Latvia: Income & consumption annual real growth



Sources: Swedbank Research & Macrobond

Growth at about potential, but income convergence has slowed

The government budget deficit has been largely in line with the plan in 2015. Economic growth has been somewhat stronger than in Estonia and Lithuania and is still more rapid than in the euro area. Public finances are in reasonable shape for now. Politicians remain quite complacent, and, sadly, we do not expect any major reforms going forward, especially given the muddle with forming the new government (the previous government resigned in December, although it is still acting until the new one is elected). At the same time, we do not expect major change in economic policy direction, as the government will most likely be created of the same parties, and some of the previous ministers will continue. Without a will for reforms, income convergence will be rather slow. The growth differential between Latvia and the euro area has diminished to about 1.2 percentage points in 2014-2015. Converging by 1 percentage point per year would bring Latvian incomes to the euro area's average by about 2050. This "progress" is clearly too slow to reduce emigration risks.

Lithuania: Investments sizzling, finally

After last year's seismic shifts – exports of Lithuanian goods to Russia shrank by 50% – GDP growth is set to double in 2016, before cooling off somewhat in 2017. This is due not only to increasing purchasing power and confidence of consumers, but also to a long-awaited pickup in business investments. Upcoming parliamentary elections have encouraged the government to embark on a spending spree, further stimulating growth, but at the cost of a larger budget deficit.

Key economic indicators, 2014-2017 ^{1/}

	2014	2015f	2016f	2017f
Real GDP growth, %	3.0	1.7 (1.8)	3.3 (3.3)	3.0 (3.0)
Consumer price growth, %	0.1	-0.9 (-0.8)	2.0 (2.5)	3.0 (3.0)
Unemployment rate, % ^{2/}	10.7	9.2 (9.3)	8.1 (8.1)	7.4 (7.5)
Real net monthly wage growth, %	5.1	5.6 (5.5)	4.8 (4.3)	2.8 (2.8)
Current account balance, % of GDP	3.6	-1.9 (-2.6)	-2.3 (-2.8)	-3.0 (-3.5)
General government budget balance, % of GDP ^{3/}	-0.7	-1.0 (-1.0)	-1.5 (-1.5)	-0.5 (-0.2)

^{1/} November 2015 forecast in parenthesis

^{2/} According to Labour force survey.

^{3/} According to Maastricht criterion.

Sources: Statistics Lithuania, Bank of Lithuania and Swedbank.

In the third quarter of last year, annual GDP growth accelerated to 1.7% and probably was above 2% in the final quarter. Despite a negative global sentiment at the beginning of this year, we see little reason to be worried about the prospects for the Lithuanian economy. We keep our forecast for 2016 and 2017 unchanged at 3.3% and 3.0%, respectively.

Last year was slightly better in one aspect – trade remained balanced and managed to avoid slipping into deficit. This was due to the strong growth of exports of goods to the European Union—these were up by 6.1% during the first 11 months of last year (in nominal terms). Despite challenging times for the transport sector, exports of services increased by 4.8%. All in all, exports of goods and services avoided contraction and, in real terms, were 0.6% higher last year, compared with 2014.

We expect a normalisation of the growth of exports (but not to Russia or other CIS countries) – it is expected to accelerate to 4.0% and 5.0% this year and the next, respectively. However, robust consumption and investment growth will boost imports, and the trade deficit is set to widen to 2.3% in 2017. Due to smaller remittances and investment income, the current account was already in deficit last year, and the gap is projected to widen from 1.9% of GDP in 2015 to 3.0% in 2017. The current and capital accounts, however, will be close to balance throughout the forecast period.

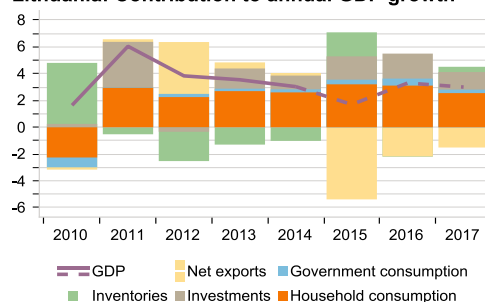
The new Polish government has embraced very iffy economic and social policies, which in some cases have even been borderline destructive. The consequences were quick – the European Commission has started to investigate whether Poland has undermined the rule of law and the principles of democracy, Standard & Poor's has cut Poland's rating by one notch and assigned a negative outlook, and its long-term debt costs have soared; meanwhile, the zloty has fallen to its lowest level in almost five years.

Poland is the second-largest export market for Lithuanian manufacturers (behind only Germany), so nobody wants this market to become unpredictable and protectionist – one Russia is plenty, thank you. The bad news is that the cheaper zloty may encourage some Lithuanians to go shopping in Poland – the practice was quite widespread during the crisis in 2009. On the other hand, in the ongoing competition for foreign direct investment inflows, Lithuania and the other Baltic countries have a big boost – Poland will probably be off the list for many foreign investors.

Growth bottomed out in 2015, but trade deficit will continue widening

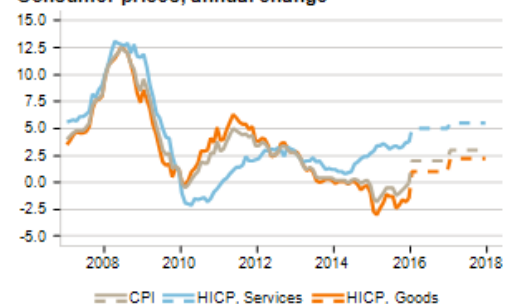
Poland has been implementing iffy policies, with costs and benefits for the Lithuanian economy

Lithuania: Contribution to annual GDP growth



Sources: Swedbank Research & Macrobond

Consumer prices, annual change



Source: Swedbank Research & Macrobond

Despite oil slump, inflation will pick up in 2016, but so will wage growth

Oil prices fell more and will stay lower than previously expected; thus, we adjust our inflation forecast from 2.5% to 2.0% in 2016 but keep it unchanged at 3.0% in 2017. After last year's deflation, this may seem like an unwelcome drag on household consumption, but fast price growth is expected, mainly due increasing wages and, consequently, prices of services (a long-overdue process, let's admit). Wage growth is being accelerated by the somewhat unsustainable hikes in the minimum wage – it will increase by 17% this year. But the lack of skilled labour translates into a more broad-based wage growth across many sectors.

In the short term, this is good news for households--household consumption is expected to grow by 4.7% in 2016 and has plenty of potential to surprise on the upside. Wage growth is expected to accelerate to 6.5% this year and remain robust in 2017. Part of the 2016 spurt is related to the 17% increase in the minimum wage, which will add 1.4 percentage points to the average wage. Many public sector employees will also, for the first time since the crisis, enjoy rising wages. So far, consumption has grown on the back of increasing wages and employment, but households are reacquiring their taste for credit. The consumer loan portfolio started growing only in the summer of last year and in November it was 3.9% higher than a year ago. The trend is likely to continue this year – credit is cheap and confidence is improving.

But, amidst the accelerating wage growth, one needs to keep an eye on productivity and the potential loss of competitiveness. Since 2013, wage growth has been exceeding gains in productivity, and the trend will continue this year. However, employment growth will stall in 2017 (mainly due to the aging society), and output per employee is expected to grow slightly faster than real wages.

Investments seem to be recovering and will provide much-needed boost to productivity

A pleasant surprise last year was the accelerated growth in investments. Despite geopolitical uncertainties and collapsing trade with Russia, investments in fixed tangible assets during the first three quarters of last year were 10% higher than a year ago. Growth accelerated in the third quarter and, we expect, will stay strong this year. Growth was driven by the private sector. Productive investments – acquisition of equipment, machinery, and transport vehicles – increased by 16%.

Companies are well positioned to increase their financial leverage and invest

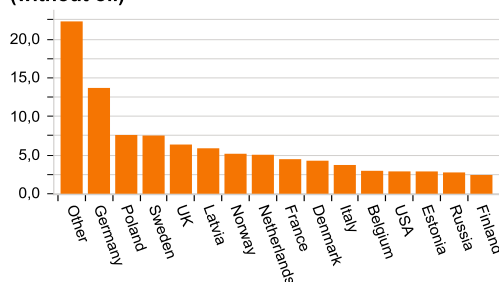
This year and the next, investments will be supported not only by the favourable lending conditions and low interest rates, but also by the rising inflows of EU structural funds and the very healthy corporate balance sheets. In general, companies are well positioned to take risks – the debt-to-equity ratio is just above 70% and is close to the all-time lows. Retained earnings increased to EUR 12 billion (one third of GDP) in the third quarter of last year and are well above pre-crisis highs. Profits in 2015 were slightly below pre-crisis highs, but cash on balance has already reached record highs and is ready to be invested.

Budget deficit will probably miss the target this year, but no cause for worry

Government consumption is expected to increase by 3.0% this year, and the budget deficit will most likely rise to 1.4% of GDP, a bit higher than the forecast of the Ministry of Finance (1.2% GDP). Last year, national budget revenues were 2.3% higher than expected, partly due to a smaller shadow economy and less smuggling. Value-added tax (VAT) revenues were still 3.1% behind the plan, which appeared to be too ambitious, but revenues from other main taxes exceeded the plan.

The government assumes that tax administration will continue to improve this year; however, this is not a certainty. Incentives for illegal trade are likely to increase as excise duties for tobacco and alcohol will rise this year. The National Audit Office of Lithuania expressed doubts about the assumptions behind the revenue plans, including the dividends from state-owned enterprises. Next year, the budget deficit should decrease by 1 percentage point of GDP; however, we do not expect a balanced budget during the forecast horizon. We do not think that the current state of public finances is unsustainable – even if the risk scenario materialises and growth falls well behind the forecast. More worrisome is the complacency with the status quo and chronic lack of structural reforms. Nothing new here.

Lithuania: Share of LT-origin goods export (without oil)



Sources: Swedbank Research & Macrobond

Lithuania: Manufacturing, retail trade & export (y/y)



Sources: Swedbank Research & Macrobond

Appendices

I. The Estonian outlook

ESTONIA: Key economic indicators, 2014-2017 ^{1/}

	2014	2015f	2016f	2017f
Real GDP growth, %	2.9	1.2 (1.6)	2.3 (2.6)	2.6 (2.8)
Household consumption	3.6	5.0 (5.2)	3.8 (4.0)	3.0 (3.5)
Government consumption	3.0	1.5 (1.5)	1.5 (1.5)	2.5 (2.5)
Gross fixed capital formation	-1.8	-5.8 (-3.5)	2.0 (3.0)	5.0 (5.0)
Exports of goods and services	1.8	-1.5 (-1.5)	2.0 (2.5)	4.0 (4.0)
Imports of goods and services	1.4	-2.4 (-2.0)	2.6 (3.5)	5.0 (5.0)
Consumer price growth, %	-0.1	-0.5 (-0.4)	0.3 (1.6)	2.2 (2.5)
Unemployment rate, % ^{2/}	7.4	5.9 (6.6)	6.3 (6.9)	6.6 (6.8)
Real net monthly wage growth, %	5.7	8.1 (7.4)	4.9 (4.3)	3.1 (3.7)
Nominal GDP, billion euro	20.0	20.4 (20.6)	21.3 (21.6)	22.5 (22.9)
Exports of goods and services (nominal), % growth	1.4	-3.0 (-3.0)	1.4 (1.9)	4.6 (4.4)
Imports of goods and services (nominal), % growth	0.0	-3.7 (-3.4)	2.1 (3.0)	5.7 (5.5)
Balance of goods and services, % of GDP	3.4	3.8 (3.4)	3.2 (2.5)	2.4 (1.7)
Current account balance, % of GDP	1.0	2.4 (2.2)	0.8 (0.7)	0.0 (-0.2)
Current and capital account balance, % of GDP	3.1	6.5 (5.6)	3.4 (2.8)	1.8 (0.9)
FDI inflow, % of GDP	5.9	0.0 (-1.9)	3.3 (4.6)	4.0 (4.4)
Gross external debt, % of GDP	94.7	90.0 (89.7)	85.4 (84.5)	81.0 (80.1)
General government budget balance, % of GDP ^{3/}	0.7	0.7 (0.3)	-0.2 (-0.2)	0.0 (0.0)
General government debt, % of GDP	10.4	9.9 (10.0)	9.6 (9.7)	9.4 (9.4)

1/ November 2015 forecast in parenthesis

2/ According to Labour force survey

3/ According to Maastricht criterion

II. The Latvian outlook

LATVIA: Key economic indicators, 2014-2017 ^{1/}

	2014	2015	2016f	2017f
Real GDP growth, %	2.4	3.0 (2.4)	3.3 (3.3)	3.0 (3.0)
Household consumption	2.3	3.4 (2.8)	4.2 (4.0)	3.5 (3.5)
Government consumption	4.9	2.6 (2.1)	1.6 (1.6)	2.3 (2.3)
Gross fixed capital formation	0.5	2.7 (1.5)	7.0 (7.0)	10.0 (10.0)
Exports of goods and services	3.1	1.8 (1.8)	4.0 (4.0)	4.0 (4.0)
Imports of goods and services	0.8	2.5 (2.3)	6.2 (6.0)	7.0 (6.8)
Consumer price growth, %	0.6	0.2 (0.3)	0.8 (1.5)	2.3 (2.3)
Unemployment rate, % ^{2/}	10.8	9.8 (9.9)	9.2 (9.2)	8.3 (8.3)
Real net monthly wage growth, %	7.9	7.3 (6.7)	5.2 (4.1)	3.6 (3.6)
Nominal GDP, billion euro	23.6	24.5 (24.5)	25.8 (25.8)	27.3 (27.3)
Exports of goods and services (nominal), % growth	2.3	2.3 (2.5)	5.1 (5.7)	5.5 (5.0)
Imports of goods and services (nominal), % growth	0.6	1.6 (2.3)	6.9 (7.6)	8.4 (7.9)
Balance of goods and services, % of GDP	-2.2	-1.8 (-2.1)	-2.8 (-3.2)	-4.5 (-4.9)
Current account balance, % of GDP	-2.0	-1.4 (-1.4)	-2.3 (-2.7)	-3.8 (-4.1)
Current and capital account balance, % of GDP	1.2	1.8 (1.7)	0.3 (-0.1)	-1.0 (-1.4)
FDI inflow, % of GDP	1.9	2.9 (2.9)	3.1 (3.1)	3.1 (3.1)
Gross external debt, % of GDP	141.5	142.1 (139.1)	138.6 (135.3)	136.3 (132.4)
General government budget balance, % of GDP ^{3/}	-1.6	-1.5 (-1.6)	-1.2 (-1.2)	-0.9 (-0.9)
General government debt, % of GDP	40.8	36.2 (37.5)	38.3 (37.1)	37.7 (36.4)

1/ November 2015 forecast in parenthesis

2/ According to Labour force survey

3/ According to Maastricht criterion

III. The Lithuanian outlook

LITHUANIA: Key economic indicators, 2014-2017 ^{1/}

	2014	2015	2016f	2017f
Real GDP growth, %	3.0	1.7 (1.8)	3.3 (3.3)	3.0 (3.0)
Household consumption	4.2	5.0 (5.0)	4.7 (4.5)	3.8 (3.8)
Government consumption	0.4	2.0 (1.5)	3.0 (2.5)	1.5 (1.5)
Gross fixed capital formation	7.0	9.0 (6.5)	9.0 (7.0)	6.0 (6.0)
Exports of goods and services	3.3	0.6 (0.0)	4.0 (4.0)	5.0 (5.0)
Imports of goods and services	3.2	7.5 (6.0)	6.5 (5.5)	6.5 (6.5)
Consumer price growth, %	0.1	-0.9 (-0.8)	2.0 (2.5)	3.0 (3.0)
Unemployment rate, % ^{2/}	10.7	9.2 (9.3)	8.1 (8.1)	7.4 (7.5)
Real net monthly wage growth, %	5.1	5.6 (5.5)	4.8 (4.3)	2.8 (2.8)
Nominal GDP, billion euro	36.4	36.9 (37.0)	38.8 (39.1)	41.1 (41.5)
Exports of goods and services (nominal), % growth	0.7	-3.3 (-3.0)	3.0 (7.0)	9.0 (8.0)
Imports of goods and services (nominal), % growth	-0.2	-0.9 (1.0)	5.0 (8.0)	10.0 (9.0)
Balance of goods and services, % of GDP	1.9	0.0 (-1.3)	-1.5 (-2.0)	-2.3 (-2.8)
Current account balance, % of GDP	3.6	-1.9 (-2.6)	-2.3 (-2.8)	-3.0 (-3.5)
Current and capital account balance, % of GDP	6.3	0.2 (-0.2)	0.3 (-0.3)	-0.2 (-0.8)
FDI inflow, % of GDP	0.7	1.0 (1.0)	1.5 (1.5)	2.0 (2.0)
Gross external debt, % of GDP	70.6	77.3 (71.3)	74.6 (68.7)	71.1 (66.0)
General government budget balance, % of GDP ^{3/}	-0.7	-1.0 (-1.0)	-1.4 (-1.5)	-0.4 (-0.2)
General government debt, % of GDP	40.7	42.9 (43.0)	41.0 (40.7)	42.9 (42.0)

^{1/} November 2015 forecast in parenthesis^{2/} According to Labour force survey.^{3/} According to Maastricht criterion.

Kontakter

Makroanalys

Magnus Alvesson

Tf. Chef för makroanalys/Prognoschef

magnus.alvesson@swedbank.se

+46 (0)8 700 94 56

Anna Breman

anna.breman@swedbank.se

Chefekonom

+46 (0)8 700 91 42

Harald-Magnus Andreassen

hma@swedbank.no

Chefekonom Norge

+47 23 11 82 60

Tõnu Mertsina

tonu.mertsina@swedbank.ee

Chefekonom Estland

+372 888 75 89

Mārtiņš Kazāks

martins.kazaks@swedbank.lv

Chefekonom Lettland

+371 6744 58 59

Nerijus Mačiulis

nerijus.maciulis@swedbank.lt

Chefekonom Litauen

+370 5258 22 37

Knut Hallberg

knut.hallberg@swedbank.se

Senior ekonom

+46 (0)8 700 93 17

Jörgen Kennemar

jorgen.kennemar@swedbank.se

Senior ekonom

+46 (0)8 700 98 04

Åke Gustafsson

ake.gustafsson@swedbank.se

Senior ekonom

+46 (0)8 700 91 45

Cathrine Danin

cathrine.danin@swedbank.se

Ekonom

+46 (0)8 700 92 97

Martin Bolander

martin.bolander@swedbank.se

Senior ekonom

+46 8 700 92 99

Sihem Nekrouf

sihem.nekrouf@swedbank.se

Ekonom, Assistent till Olof Manner

+46 (0)8 5959 39 34

Øystein Børsum

ob@swedbank.no

Senior ekonom

+47 99 50 03 92

Helene Stangebye Olsen

hso@swedbank.no

Assistent till Swedbank Analys Norge

+47 23 23 82 47

Liis Elmik

liis.elmik@swedbank.ee

Senior ekonom

+372 888 72 06

Andrejs Semjonovs

andrejs.semjonovs@swedbank.lv

Ekonom

+371 6744 58 44

Vaiva Šečkutė

vaiva.seckute@swedbank.lt

Senior ekonom

+370 5258 21 56

Lija Strašuna

lija.strasuna@swedbank.lv

Senior ekonom

+371 6744 58 75

Strategi

Madeleine Pulk

madeleine.pulk@swedbank.se

Chef för Allokering och Strategi

+46 (0)72 53 23 533

Anders Eklöf

anders.eklof@swedbank.se

Chefstrateg valuta

+46 (0)8 700 91 38

Hans Gustafson

hans.gustafson@swedbank.se

Chefstrateg valuta

+46 (0)8 700 91 47

Pär Magnusson

Chefstrateg räntor

par.magnusson@swedbank.se

+46 (0)72 206 06 89

Generell ansvarsfriskrivning

Detta dokument har sammanställts av analytiker på Swedbank Makroanalys, en del av Swedbank Analys som tillhör Large Corporates & Institutions (LC&I) makroavdelning. Makroavdelningen består av analys-avdelningar i Estland, Lettland, Litauen, Norge och Sverige, och de är ansvariga för att förbereda rapportering om den ekonomiska utvecklingen på globala och hemmamarknader.

Analytikern intygar

Analytikern(a) som är ansvarig(a) för innehållet i detta dokument intygar att det reflekterar deras personliga åsikt/er om de företag och värdepapper som de täcker. Detta oavsett om det kan finnas sådana intressekonflikter som det refereras till nedan.

Analyserna är självständiga och baseras endast på publik tillgänglig information.

Utgivare, distribution och mottagare

Detta dokument har sammanställts av makroavdelningens analytiker på Analys, en del av LC&I, och ges ut av affärsområdet Swedbank LC&I inom Swedbank AB (publ) ("Swedbank"). Swedbank AB står under tillsyn av Finansinspektionen i Sverige.

Distributörerna har inte rätt att göra några ändringar i dokumentet innan distribution.

I Finland distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Helsingfors, som står under tillsyn av Finlands finansiella tillsynsmyndighet (Finanssivalvonta).

I Norge distribueras dokumentet av Swedbanks filial i Oslo, som står under tillsyn av Norges finansiella tillsynsmyndighet (Finanstilsynet).

I Estland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Estlands finansiella tillsynsmyndighet (Finantsinspektsioon).

I Litauen distribueras dokumentet av "Swedbank" AB, som står under tillsyn av Republiken Litauens centralbank (Lietuvos bankas).

I Lettland distribueras dokumentet av Swedbank AS, som står under tillsyn av Finans- och kapitalmarknadsinspektionen i Lettland (Finanšu un kapitāla tirgus komisija).

I USA distribueras dokumentet av Swedbank First Securities LLC ("Swedbank First"), som ikläder sig ansvar för innehållet. Dokumentet får endast distribueras till institutionella investerare. De institutionella investerare i USA som får detta dokument och som önskar utföra en transaktion i något värdepapper som nämns i rapporten, ska endast göra detta via Swedbank First. Swedbank First är en USA-baserad mäklare/handlare, som är registrerad hos the Securities and Exchange Commission, och är medlem av the Financial Industry Regulatory Authority. Swedbank First är en del av Swedbank.

För viktiga upplysningar i USA, hänvisas till:
<http://www.swedbanksecuritiesus.com/disclaimer/index.htm>

I Storbritannien får detta dokument endast distribueras till "relevanta personer". De som ej är "relevanta personer" får ej agera utifrån eller lita på detta dokument. Endast "relevanta personer" får ges tillgång till och delta i de investeringar eller investeringsaktiviteter som nämns i detta dokument.

Med "relevanta personer", avses personer som:

- Har yrkeserfarenhet av den typ av investeringar som avses i artikel 19(5) i the Financial Promotions Order.
- Är personer som avses i artikel 49(2)(a) till (d) i the Financial Promotion Order.
- Är personer till vilka en inbjudan eller uppmuntran att delta i investeringsaktiviteter (i enlighet med avsnitt 21 i the Financial Services and Markets Act 2000) – i samband med utgivning eller försäljning av värdepapper – annars lagligen kan kommuniceras, direkt eller indirekt.

Ansvarsbegränsningar

All information i detta dokument är sammanställt i god tro från källor som anses vara tillförlitliga. Swedbank påtar sig dock inte något ansvar för dess fullständighet eller riktighet. Du rekommenderas därför att bilda dig din egen uppfattning och inte enbart förlita dig på information från detta dokument.

Observera att analysen kan vara subjektiv. Analytikern baserar sin analys på den information som finns tillgänglig just nu och att analytikern kan ändra åsikt om förutsättningarna förändras. Om analytikern ändrar åsikt eller om en ny analytiker med en annan åsikt blir ansvarig för att täcka ett företag, strävar vi efter att informera om detta så snart det är möjligt med tanke på eventuella regleringar, lagar, interna procedurer eller andra omständigheter.

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning till behöriga mottagare och är inte avsett att vara rådgivande. Dokumentet utgör inte ett erbjudande om att köpa eller sälja finansiella instrument.

Swedbank påtar sig inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust eller skada av vad slag det än må vara, som grundar sig på användande av detta dokument.

Mångfaldigande och spridning

Materialet får inte mångfaldigas utan Swedbank Analys, en del av LC&I:s, medgivande. Dokumentet 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.

Mångfaldigad av Swedbank Analys, en del av Large Corporates & Institutions, Stockholm 2014.

Adress

Swedbank LC&I, Swedbank AB (publ), SE-105 34 Stockholm.
Besöksadress: Landsvägen 40, 172 63 Sundbyberg