

April 23, 2015

Konjunkturprognos

Centralbankerna kan inte fixa allt

USA: Federal Reserve ser en första räntehöjning i år

Euroområdet: Deflationstryck trots ekonomisk återhämtning

Arbetsmarknad och löner: Lägre arbetslöshet – men vad händer med lönerna?

Kina: Avmattningen fortsätter

Sverige: Inte mycket ledig kapacitet i arbetsmarknaden



Innehåll

INTRODUKTION	
Centralbankernas medicin fungerar men kan inte bota allt	4
FX	
Den stora dollarrörelsen är nu över	5
USA	
Federal Reserve ser en första räntehöjning i år	7
EUROOMRÅDET	
Deflationstryck trots ekonomisk återhämtning	11
ARBETSMARKNAD OCH LÖNER	
Lägre arbetslöshet – men vad händer med lönerna?	13
STORBRIANNIEN	
Kampen mellan bra och dålig deflation	19
JAPAN	
Bank of Japan fortsätter sitt experiment	22
KINA	
Avmattningen fortsätter	23
INDIEN	
Datarevidering lyfte tillväxten från 4,7 till 6,9 procent	25
SYDOSTASIEN	
Risker och möjligheter i balans	26
BRASILIE	
Från recession till politisk och statsfinansiell kris	28
ÖSTEUROPA	
Monetär flodvåg stimulerar finansmarknaderna	29
SVERIGE	
Inte mycket ledig kapacitet i arbetsmarknaden	31
NORGE	
Risk för negativa överraskningar	36
FINLAND	
En kamp för reformer	38
DANMARK	
Bättre – men fortfarande inte bra	40
Nyckeltal	42
Disclaimer	45

Kontaktinformation

Jan Häggström, +46 8 701 1097, jaha05@handelsbanken.se
Petter Lundvik, +46 8 701 3397, pelu16@handelsbanken.se
Gunnar Tersman, +46 8 701 2053, gute03@handelsbanken.se
Helena Trygg, +46 8 701 1284, hetr01@handelsbanken.se
Anders Brunstedt, +46 8 701 5432, anbr42@handelsbanken.se
Eva Dorenius, +46 8 701 5054, evdo01@handelsbanken.se
Knut Anton Mork, +47 223 97 181, knmo01@handelsbanken.no
Kari Due-Andresen, +47 223 97 007, kodu01@handelsbanken.no
Marius Nyborg Hov, +47 223 97 340, maho60@handelsbanken.no
Jes Roerholt Asmussen, +45 4679 1203, jeas01@handelsbanken.dk
Bjarke Roed-Frederiksen, +45 4679 1229, bjro03j@handelsbanken.dk
Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tihe01@handelsbanken.se
Tuulia Asplund, +358 10 444 2403, tuas02@handelsbanken.se
<http://www.handelsbanken.se/research>

Introduktion

Centralbankernas medicin fungerar men kan inte bota allt

USA:s ekonomiska försprång gentemot euroområdet kvarstår. I USA har nu BNP kommit upp på en väsentligt högre nivå än de nivåer som observerades alldeles innan den globala finanskrisen. I euroområdet har ekonomin utvecklats sidledes. Efter att ECB bestämde sig för att satsa mer helhjärtat på att undanröja deflationsriskerna verkar det åtminstone gå åt rätt håll. Givet att Federal Reserve förbereder sig för att börja höja styrräntan så är det rimligt att förvänta sig en fortsatt förstärkning av dollarn. Bland de nordiska länderna har Sverige den starkaste ekonomin, vilket borde innebära att kronan inte helt behöver följa euron.

Arbetslösheten i USA fortsätter ned

Även om tillväxten i USA mattades tillfälligt under första kvartalet - huvudsakligen ett resultat av dåligt väder, fackföreningsaktioner i hamnarna på västkusten och svagare export i kölvattnet av den starkare dollarn - bedömer vi att den underliggande expansionen i den amerikanska ekonomin är fortsatt robust. Tillväxten fortsätter att öka för att förmodligen toppa under nästa år. Mot denna bakgrund förväntas arbetslösheten falla ytterligare. Federal Reserve har hittills avstått från åtstramningar, vilket förvirrat analytikerkråren något, men en första räntehöjning kommer sannolikt ganska snart. Vår syn är att centralbanken höjer i juni. Efter det kommer Fed dock gå långsamt fram.

Envist låg aktivitet i euroområdet

I euroområdet går det desto långsammare. Efter att ECB:s tillgångsköp kom på tapeten finns det dock anledning att vara försiktigt optimistisk. Euron har försvagats samtidigt som vi har sett en förbättring av läget på kreditmarknaden. Olika mätningar av stämmningsläget i näringslivet pekar till och med på en gradvis återhämtning i den ekonomiska aktiviteten som ligger något över konsensusförväntningarna. Givet det fortsatt låga kapacitetsutnyttjandet så är det dock klart att ECB kommer behöva bedriva en expansiv period under en lång period. Det talar för fortsatt dollarförstärkning.

Gradvis lägre tillväxt i Kina

I Kina verkar den senaste tidens data bekräfta att tillväxten håller på att avmattas. Givet att detta främst beror på strukturella faktorer kommer inte detta att kunna stoppas av några konventionella stimulansåtgärder. Inte desto mindre bör myndigheterna klara av att styra förloppet så att Kina undviker en hårdlandning. Vi har också en fortsatt positiv syn på Indien. Den ryska situationen har förbättrats något, framför allt beroende av en korrektion uppåt i oljepriserna, men landet står fortfarande inför ett recessionsscenario och på längre sikt finns det inte heller så mycket att glädjas över. Brasiliens utsikter är också dystra.

Stora utmaningar väntar Finlands nya regering

De nordiska länderna utgör en blandad kompot. I Danmark överraskade data på uppsidan under andra hälften av förra året, vilket av vissa togs som intäkt för att ekonomin kanske stod inför en varaktig förbättring efter att antal avslagna år. Det var dock möjligen en tjuvstart. Det mesta pekar på modest tillväxt under de närmaste åren. Finlands läge är dock betydligt mer prekärt, ett resultat av såväl cykliska som strukturella faktorer. Med största sannolikhet står den inkommande centerledda regeringskoalitionen inför stora utmaningar för att få ordning på ekonomin. I Norge har naturligtvis oljeprisfallet stora effekter. Ekonomin ser ut att bromsa in snabbare än Norges Bank förväntat sig. En ytterligare räntesänkning kan därför inte uteslutas.

Riksbanken på väg att komma ikapp

Sverige har en starkare ekonomi än grannländerna. Från ett konjunkturperspektiv ter sig svensk ekonomi befinna sig i ett läge som har mer gemensamt med Storbritannien än med de flesta länderna i euroområdet. Kapacitetsutnyttjandet är relativt högt och stiger gradvis. Trots det har inflationen legat långt under Riksbankens mål som därför till sist reagerat och infört en negativ styrränta. Även om vi tycker att det hade varit bra om Riksbanken agerat tidigare, i likhet med Norges Bank, så tror vi att man nu kommer lyckas att få upp inflationen närmare det officiella målet.

Gunnar Tersman, +46 8 701 2053, gute03@handelsbanken.se

FX

Den stora dollarrörelsen är nu över

Den kraftiga apprecieringen av den amerikanska dollarn sedan förra sommaren kommer sannolikt att följas av betydligt mindre rörelser. Vi behåller vår syn att EUR/USD-kursen kommer att försvagas till paritet i år och till och med röra sig ännu en bit längre ned. Riksbanken har för närvarande ett tak för den svenska kronan men kommer att släppa greppet när vi får fler bevis för att den importerade inflationen ökar och att den svenska inflationen fortsätter att stiga jämfört med euroområdet, vilket gör att Riksbanken kan överse med att kronan ökar i värde jämfört med euron.

Kontrasterna för hur penningpolitiken kommer att bedrivas har nu anammats av marknadens aktörer

Vår syn på dollarn relativt euron har primärt baserat sig på hur penningpolitiken bedrivs. Den gradvisa ekonomiska återhämtningen i USA har föranlett ett slut på QE och en första räntehöjning närmar sig. ECB har som kontrast blivit tvingad att lansera ett massivt stödköpsprogram för att undvika ett deflationsscenario, särskilt i de sydligare länderna vilket föranleder ECB att behålla den låga räntan under lång tid. Dessa kontraster för hur penningpolitiken kommer att bedrivas har nu anammats av marknadens aktörer. Konsensusprognoserna för EUR/USD-kursen har rört sig från 1,30 förra sommaren till nära paritet i nuläget. Det innebär att vi inte längre ligger lika långt från konsensus som vi gjorde för 12 - 18 månader sedan.

Amerikanska räntor är låga i absoluta tal, men ett bra alternativ till euroområdets kärnländer

Vi tror dock fortfarande att det finns utrymme för en fortsatt försvagning av euron. Kombinationen av ECB:s obligationsköp och förväntningar om att den första räntehöjningen ligger långt fram i tiden har lett till obligationsräntor i kärnan av euroområdet under eller nära noll för löptider ända upp till över tio år. Även om räntan på amerikanska tioåriga statsobligationer ligger en bra bit under normalnivån i en historisk jämförelse ligger de ändå mer än 150 räntepunkter över räntorna i euroområdets kärnländer och i dagens räntemiljö måste det betraktas som en bra avkastningsökning. I det perspektivet kanske det inte spelar så stor roll för EUR/USD-kursen om Fed gör den första räntehöjningen i juni, september eller december i år. Enligt vår prognos uppnås paritet inom ett halvår och 0,95 inom ett år till följd av fortsatta flöden från obligationsportföljer i euroområdet till den amerikanska marknaden och andra aktiviteter som normalt drivs av räntedifferenser.

Inhemskt inflationsstryck för svagt för att snabbt uppnå inflationsmålet

När kommer Riksbanken att släppa greppet om kronan?

Riksbanken har för tillfället lagt ett tak för ytterligare kronförstärkning vilket framgår av åtgärderna som vidtogs i mars, mellan de penningpolitiska mötena. Att valutakursen uppmärksammas på detta sätt är en förändring jämfört med tidigare fokus på s.k. "spot inflation" (dagsnoterad inflation), som i sin tur var en förändring jämfört med den framåtblickande ansatsen i fråga om penningpolitiken. Resonemanget bakom fokuseringen på kronans växelkurs är att det inhemska inflationsstrycket för närvarande inte är tillräckligt starkt för att inflationen snabbt ska kunna återgå till målet på 2 procent. Det branta fallet för energipriserna har förvärrat läget. Om inflationsförväntningarna förblir låga på grund av en låg "spot inflation" kan det få effekt på löneförhandlingarna för nästa år, vilket gör det svårare att få upp den inhemska inflationen även nästkommande år.

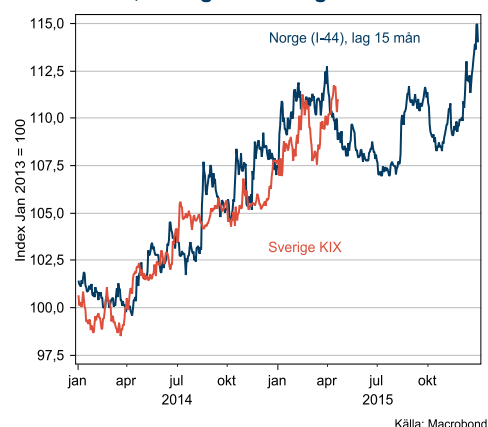
Riksbanken vill vara på den säkra sidan

En svag krona får genomslag i högre inflation mycket snabbare än en gradvis upphettning av arbetsmarknaden. Därför vill inte Riksbanken att kronan ska stärkas innan man ser tydliga bevis på att importerad inflation leder till högre kärninflationssiffror och stigande inflationsförväntningar. I mars kom Riksbankens reaktion när EUR/SEK-kursen närmade sig 9,00 men Riksbanken förnekar att man har ett specifikt mål för EUR/SEK-kursen utan menar att fokus ligger på den handelsvägda valutakursen enligt KIX-index. Detta index låg på cirka 112 när inflationsrapporten för februari togs fram och ligger för närvarande kring nivå 115. Vi tror att Riksbanken vill vara på den säkra sidan och hellre se att kronan handlas över (svagare) 112 än under (starkare).

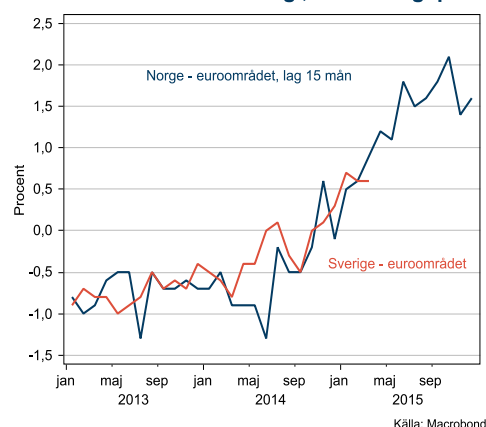
Kommer Sverige att följa Norge gällande inflation?

Med vårt scenario för fortsatt nedgång för EUR/USD-kursen under de kommande 6 - 12 månaderna finns det utrymme för EUR/SEK-kursen att gå ned utan att det leder till ett KIX-index under 112. I genomsnitt de senaste 20 åren har en ökning på 10 procent i USD/SEK-kursen lett till en ökning av KIX-index på cirka 5 procent. Om EUR/SEK-kursen fortsätter att ligga på den nuvarande nivån, runt 9,30, innebär en minskning av EUR/USD-kursen till paritet inom ett halvår att USD/SEK-kursen går upp till 9,30 och att KIX-index stiger med 2–3 procent. En fortsatt nedgång för EUR/USD-kursen till 0,95, vilket vi tror kommer att bli verklighet inom den kommande tolv månadersperioden, kommer att innebära att USD/SEK-kursen hamnar på cirka 9,80 om EUR/SEK-kursen ligger kvar på 9,30 och KIX kommer då sannolikt att hamna på cirka 120. Till slut kommer kronan att vara för svag för att vara förenlig med Riksbankens medellånga inflationsprognos på 2 procent.

Valutaindex, Sverige och Norge



Harmoniserad KPI ex energi, inflationsgap



Alternativa valutakurssscenarier

Vi bör notera att det finns en skillnad mellan var Riksbanken vill att kronan ska handlas på kort sikt och var den tror att kronkursen kommer att ligga på medellång sikt. I prognosen för februari väntar sig Riksbanken en gradvis appreciering från 112 till 105 mot KIX. För att se vad som skulle hända om kronan i stället ligger kvar runt nuvarande nivåer eller försvagas ytterligare till 120 kan vi få viss vägledning av de alternativa valutakurssscenarier som publicerades i inflationsrapporten i juli 2013. En avvikelse på 4 procent från KIX referensnivå skulle få kärninflationen (KPIF) att avvika med cirka 0,4 procent från referensnivån enligt modellsimuleringarna. Sådana simuleringar bör tas med en rejäl nypa salt men om vi från det resultatet extrapolerar ett KIX på 120 i stället för 105 (Riksbankens prognos till slutet av 2016) skulle det ge en KPIF på cirka 1,5 procentenheter högre än referensnivån. Det innebär en kärninflation på cirka 3,5 procent om vi använder Riksbankens februariprognos som referensnivå.

Vid någon tidpunkt kommer Riksbanken sluta förhindra en kronförstärkning

Vid någon tidpunkt kommer Riksbanken att släppa taket på kronan eftersom det kommer att bli alltmer tydligt att inflationen i Sverige kommer att fortsätta öka jämfört med euroområdet och att Riksbankens penningpolitik kommer att avvika från den som förs av ECB. Exakt när detta händer beror på tre saker: EUR/USD-kursen, effekten av den importerade inflationen samt bevis på att inhemsk inflation kommer att fortsätta stiga nästa år. Ingen av dessa faktorer är lätt att prognostisera med större precision men vi tror att det är sannolikt att EUR/USD-kursen redan inom ett halvår har rört sig nedåt och att vi har fått tillräckliga bevis för en stigande importerad inflation för att Riksbanken ska kunna låta kronan stiga mot euron – en appreciering som kommer att fortsätta om och när vi får bevis för att den inhemska inflationen är på väg upp.

Jan Häggström, +46 8 7011097, jaha05@handelsbanken.se

USA

Federal Reserve ser en första räntehöjning i år

Trots att BNP saktade in tillfälligt under första kvartalet i år räknar Federal Reserve med att både inflation och arbetslöshet förbättras ytterligare framöver. Vi tror att centralbanken börjar höja styrräntan i juni och sedan fortsätter strama åt i mycket långsam takt; dock kan vi inte utesluta en senare start följt av snabbare höjningar. I vilket fall som helst kommer styrräntan sannolikt att hamna nära 0,6 procent i slutet av 2015.

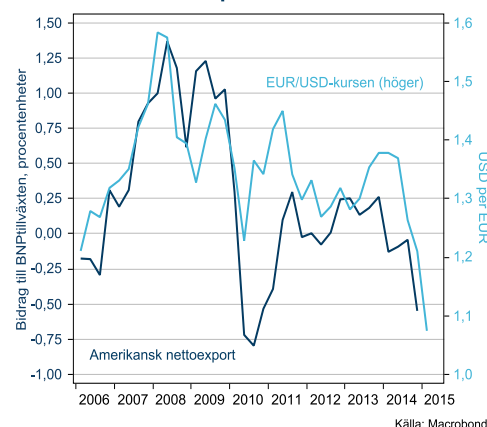
BNP saktade in kraftigt under första kvartalet

BNP saktade tillfälligt in under första kvartalet i år. Orsakerna var många. Vintern var sträng i vissa delstater och strejker och övertidsblockader i hamnar på västkusten drabbade varuleveranserna. Dessutom minskade dollarförstärkningen nettoexporten. Även om nettoeffekten av fallet i energipriset i slutändan troligen kommer att bli positiv för sysselsättning och BNP har det låga oljepriset lett till minskad oljeprospektering och senarelagda investeringar i energisektorn. De har också påverkat många delstaters skatteinkomster negativt. Däremot har tjänstesektorn utvecklats starkt i flera delar av landet. Det går dock inte att utesluta att BNP-tillväxten under första kvartalet 2015 landade i närheten av nollstrecket.

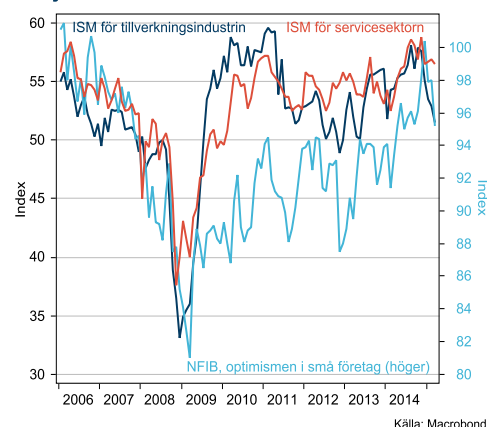
Varuproduktion är hårdare drabbad

Skillnaden mellan varuproduktion och tjänsteproduktion är iögonfallande. Sedan början av året har ISM för tillverkningsindustrin minskat markant även om nivån fortfarande är över 51, medan ISM för tjänsteproduktion har förblivit stark och stannat över 56. Under motsvarande period har sysselsättningen i den varuproducerande sektorn i genomsnitt ökat med 19.000 personer per månad, jämfört med en ökning på 179.000 personer i tjänstesektorn.

Amerikansk nettoexport och EUR/USD



Konjunkturbarometrar



Tillväxten framöver tillräcklig för att sänka arbetslösheten

Vi förväntar oss att tillväxten kommer att bli runt tre procent under de närmaste kvartalen, vilket borde minska arbetslösheten ytterligare. De ekonomiska förhållandena är gynnsamma för privat konsumtion. Nedgången i energipriserna har ökat hushållens köpkraft, vilket sannolikt kommer att lyfta konsumtionsutgifterna. Dessutom bidrar en mycket lätt penningpolitik, mindre åtstramande finanspolitik, stigande sysselsättning och löner, samt ökad nettoförmögenhet och förbättrade kreditvillkor också till att öka hushållens konsumtionsbenägenhet.

Investeringar för att lyfta produktiviteten

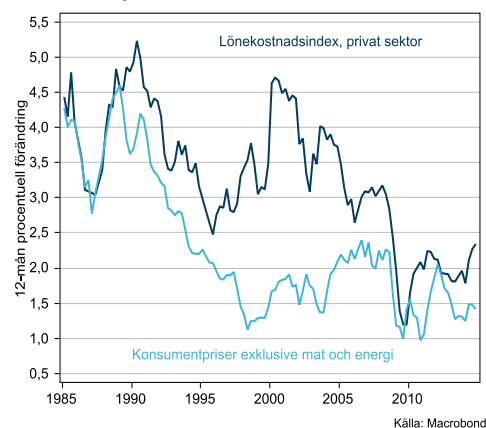
Även om dollarn förstärks ytterligare framöver räknar vi med att amerikanska företag kommer att förbli globalt konkurrenskraftiga och fortsätta att fungera som tillväxtmotorer. För närvarande har produktivitetstillväxten (produktion per arbetad timme) avstannat; den är nu nära noll. Vi tror dock att en del av nedgången i produktivitet beror på lägre kapacitetsutnyttjande till följd av den ekonomiska avmattningen vid senaste årsskiftet. Denna del kommer sannolikt att öka automatiskt när BNP-tillväxten återigen tar fart i enlighet med vår prognos. Men för att förbli globalt konkurrenskraftiga kommer amerikanska företag förmodligen också behöva sänka produktionskostnaderna ytterligare framöver. Mest effektivt är troligen att höja produktivitetstillväxten genom att investera i utrustning och ny teknik.

Arbetsmarknaden en nyckel till den första räntehöjningen

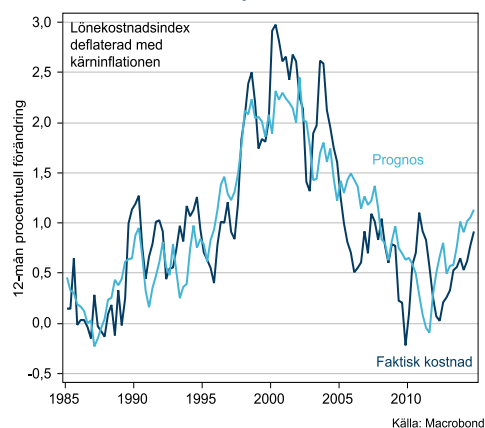
Löneinflation ingen pålitlig indikator för prisinflationen

Nedgången i energi- och importpriser har sänkt inflationen, som nu är längre ifrån Federal Reserves långsiktiga mål än den var i mitten av förra året. Federal Open Market Committee (FOMC) planerar trots detta att höja styrräntan när arbetsmarknaden har förbättrats ytterligare och FOMC är "skäligen övertygad" om att inflationen på medellång sikt kommer att återvända till målet på två procent. En fortsatt förbättring av arbetsmarknaden är viktig för förtroendet för inflationsutsikterna. Enligt FOMC finns det ett avsevärt teoretiskt stöd och betydande empiriska bevis för att inflationen sakta kommer att stiga mot två-procentsmålet när resursutnyttjandet blir tigare.

Löne- och prisinflation



Reala lönekostnader i privat sektor



Löneinflation ingen pålitlig indikator för prisinflationen

Utsikterna för löneinflationen är dock betydligt osäkrare även i det fall arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och inflationen återvänder till målet på två procent. Andra faktorer utanför Federal Reserves kontroll (såsom produktivitetstillväxt, global konkurrens, teknisk utveckling och facklig organisationsgrad) påverkar nämligen också reallönetillväxten. Därför kan vi aldrig vara säkra på vilken tillväxttakt i nominella löner som är förenlig med en stabil konsumentpris inflation på två procent. Denna osäkerhet minskar användbarheten av löneutvecklingen som indikator för om Federal Reserve är på väg att uppnå sitt inflationsmål

Federal Reserve ser en första räntehöjning i år

Styrräntan runt 0,6 procent vid årets slut

Vi tror att centralbanken börjar höja styrräntan i juni och sen fortsätter att strama åt i mycket långsam takt; dock kan vi inte utesluta en senare start följt av snabbare höjningar. I vilket fall som helst kommer mittpunkten i styrränteintervallet sannolikt att hamna nära 0,6 procent i slutet av 2015. Vi förespråkar det första alternativet, eftersom det minskar risken för en stark marknadsreaktion; marknaderna kan tolka ett stort första steg som ett tecken på att det kommer kraftiga räntehöjningar framöver.

Nytt mått på ekonomins underliggande styrka

I ett tal den 27 mars diskuterade Federal Reserves ordförande Janet Yellen varför FOMC reviderade ned den planerade ränteökningstakten vid sitt möte den 17-18 mars. Janet Yellen införde ett nytt mått på ekonomins underliggande kortsiktiga styrka, nämligen en ickeobserverbar tänkt real jämviktskorränta. (Korräntan är räntan på federal funds-marknaden.) Den reala korttidsräntan är definierad så att den håller kvar arbetslösheten på sin naturliga nivå och inflationen på sitt två-procentsmål under förutsättning att inga störningar inträffar i ekonomin. Historiskt har den reala jämviktskorräntan betraktats som oberoende av de cykliska störningar som ingår i en konjunkturcykel. Införandet av en tidsvarierande real jämviktskorränta ändrar enkla policyregler, såsom Taylorregeln, som rutinmässigt har använts för att bestämma när det är dags att höja styrräntan. Modifieringen är enkel och okomplicerad. Den konstanta termen i Taylorregeln, som representerar en konstant jämviktskorränta, byts ut mot en tidsvarierande jämviktskorränta¹.

¹ En ny modifierad Taylorregel: $r_t = r_t^* + \pi_t + 0.5(\pi_t - 2) - (u_t - u^*)$, där r_t betecknar korträntan, r_t^* den ickeobserverbara reala jämviktskorräntan; π_t är faktisk inflation, u_t är faktisk arbetslöshet, och u^* är den ickeobserverbara naturliga arbetslösheten. I en traditionell Taylor regel är termen $r_t^* + \pi_t$ konstant.

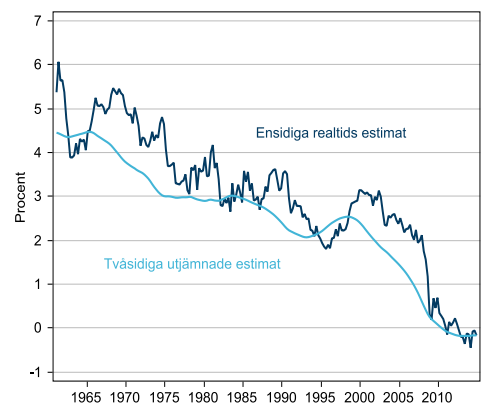
Ofördelaktiga faktorer sänker den underliggande styrkan

I spåren av finanskrisen, föll den reala jämviktskorträntan långt under noll på grund av ett stort antal ofördelaktiga faktorer, såsom skärpta kreditkrav, begränsad tillgång till vissa krediter, behov av att minska hushållens skuldbördor och en restriktiv finanspolitik efter att de inledande stimulanspaketerna hade upphört. Dessutom bidrog en förhöjd osäkerhet om framtidsutsikterna, vilken minskade företagens vilja att investera och anställa och hushållens vilja att köpa hus, bilar och andra sällanköpsvaror, också till att sänka jämviktskorträntan.

Den underliggande styrkan tillåter gradvisa räntehöjningar

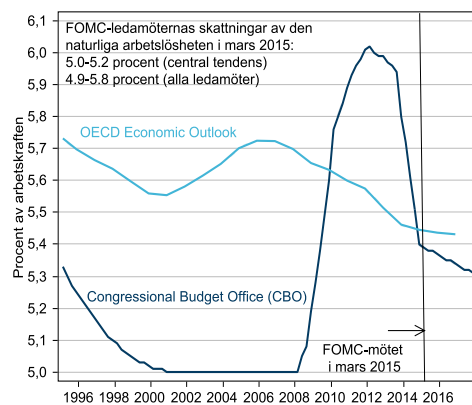
Janet Yellen tror att nettoeffekten av dessa ofördelaktiga faktorer har avtagit under det senaste året, vilket har lett till att sysselsättningen har kunnat expandera trots en nästan oförändrad penningpolitik. Hennes bedömning är att den reala jämviktskorträntan har ökat och nu är nära noll, vilket är ett huvudskäl till att FOMC planerar att höja styrräntan innan årets slut. Trots att amerikansk export sannolikt kommer fortsätta att tyngas av den senaste tidens dollarförstärkning, räknar FOMC med att de ofördelaktiga faktorerna kommer att försvagas ytterligare under de närmaste åren, vilket skulle höja jämviktskorträntan långsamt. FOMC planerar att höja styrräntan i takt med att jämviktskorträntan stiger. En sådan politik skulle ge utrymme för både sysselsättning och inflation att öka och närma sig Federal Reserves mål.

Den reala jämviktskorträntan



Källa: Laubach and Williams (2003), Measuring the natural rate of interest

Den naturliga arbetslösheten



Källa: Macrobond

Ikkeobserverbara mått med stora estimeringsfel

Vi är inte nöjda med att Fed har två ikkeobserverbara variabler i sin nya Taylorregel; nämligen den reala jämviktskorträntan (mått på den underliggande styrkan i ekonomin) och arbetslöshetsgapet (mått på lediga resurser i ekonomin). Dessa två ikkeobserverbara mått kan bara estimeras med hjälp av långtgående identifierande antaganden i komplicerade och icketransparenta ekonomiska regressionsmodeller, vilket minskar möjligheterna att förstå argumenten bakom policybesluten. Dessutom minskar den stora osäkerheten i beräkningarna förutsägbarheten i penningpolitiken. Till exempel redovisades inte orsaken till att den naturliga arbetslösheten reviderades ned vid det senaste FOMC-mötet ordentligt.

Realtidsskattningar är extra osäkra

Låt oss titta på några tekniska problem i samband med estimeringen av den ikkeobserverbara reala jämviktskorträntan, som visas i grafen ovan. Estimeringar med ensidiga filter motsvarar realtidsskattningar av jämviktskorträntan, eftersom de enbart använder tidigare känd data. Estimeringar med dubbelsidiga filter använder, däremot, både tidigare känd data och framtida data som ännu inte är känd. Dubbelsidiga filter kan därför inte användas för att öka precisionen på realtidsskattningarna. De kan bara användas för att öka precisionen på historiska skattningar av jämviktskorträntan. Om vi antar att de utjämnade tvåsidiga estimaten är helt felfria (överensstämmer med den "sanna" räntan) kan vi uppskatta estimeringsfelen för realtidsskattningarna. Under detta inte helt problemfria antagande blir estimeringsfelen för realtidsskattningarna av jämviktskorträntan mycket stora. Dessutom har realtidsskattningarna en bias uppåt. Den maximala avvikelser från den "sanna" jämviktskorträntan är 1,8 procentenheter på uppsidan och 0,5 procentenheter på nedsidan.

Ikke observerbara mått ökar risken för policymisstag

De stora skattningsfelen i både den reala jämviktskorträntan och den naturliga arbetslösheten ökar risken för policymisstag. FOMC är naturligtvis medveten om detta och använder därför också ett brett spektrum av observerbara mått för att spegla de ekonomiska och finansiella förhål-

landena. En annan komplikation är att den fulla effekten av penningpolitiska åtgärder märks först efter långa fördröjningar. Detta innebär att beslutsfattare inte kan vänta med att justera penningpolitiken till dess målen har uppnåtts. Janet Yellen har framhållit att det är viktigt att inte skjuta upp starten av en penningpolitisk normalisering till dess inflationsmålet har uppnåtts eller är på väg att uppnås. Att vänta alltför länge skulle öka risken för en kraftig "overshooting" av Federal Reserves mål om maximal hållbar sysselsättning och två procents inflation. Detta skulle kunna leda till att FOMC framöver tvingades strama åt penningpolitiken kraftigt, vilket kan undergräva både tillväxt och sysselsättning. Dessutom uppmuntrar en alltför låg styrränta till överdrivet risktagande, som potentiellt på sikt kan äventyra den finansiella stabiliteten.

Risken av att hålla styrräntan alltför låg alltför länge

Federal Reserv nu långt bakom kurvan

I ett historiskt perspektiv är Federal Reserve extremt sen med att strama åt penningpolitiken. Även om detta är en del i en medveten plan så ökar sannolikheten för att det senare kan behövas kraftiga åtstramningar för att förhindra en överhettning. En sådan åtstramning skulle öka risken för omfattande utförsäljningar av långa obligationer, vilket kan leda till att centralbanken förlorar kontrollen över penningpolitiken. Dessutom ökar alltför låga räntor under alltför lång tid risken för överdrivet risktagande och finansiella bubblor, speciellt som ett globalt sparandeöverskott och lätt penning politik i Japan och euroområdet pressar ner amerikanska långa räntor. I efterhand är det lätt att se att penningpolitiken var alltför lätt både under uppbyggnaden av aktieprisbubblan som sprack 2000 och under uppbyggnaden av subprime-hushållslånebubblan som sprack 2007. Ur ett historiskt perspektiv ser det riskabelt ut att fortsätta mycket längre med den nuvarande lågräntepolitiken.

Har risken att höja för tidigt FOMC i sitt grepp?

Vi tycker att FOMC bryr sig för mycket om riskerna med att höja alltför tidigt och för lite om riskerna med att höja alltför sent. Flera FOMC-ledamöter har sagt att de är rädda för att höja styrräntan, eftersom de då fruktar att ekonomin tappar farten. Dessa ledamöter söker förmodligen efter ursäkter för att hålla styrräntan låg under en längre tid framöver.

Icebanker utan likviditetsstopp expanderar...

Under senare år har en betydande del av kreditgivningen skiftat från banker till finansiella företag utan bankstatus. Hårdare regleringar av banker och ökande kostnader för att följa regelsystemen har bidragit till denna förändring. Många icebanker, som ägnar sig åt löptids- och likviditetstransformationer, har belånat sig för att få upp vinsterna, vilket innebär att de är ungefär lika sårbara som banker, men utan att ha det likviditetsstöd som centralbanken ger alla banker. Dessutom är banker och icebanker sammankopplade på många sätt; till exempel genom derivat, kreditlinor och andra tjänster som banker utför åt icebankerna. Många icebanker ägs också av bankholdingbolag som i många fall tillhandahåller kapital- och likviditetsgarantier till sina icebankdotterbolag.

... vilket ökar risken för panikutförsäljningar

Många icebanker, såsom hedgefonder, förlitar sig på kortsiktig finansiering och investerar i illikvida tillgångar med långa bindningstider. Denna likviditets- och löptidstransformation utgör ett hot mot dessa icebankers solvens, speciellt om de också är högt belånade. Denna utsatthet ökar risken för omfattande panikutförsäljningar av illikvida tillgångar som har potential att pressa ner priserna kraftigt. I värsta fall kan ett sådant tillgångsprisfall utlösa en kedjereaktion som hotar den finansiella stabiliteten.

Nyckeltal

Procentuell förändring	2013	2014	2015p	2016p	2017p
BNP	2.2	2.4	2.7	2.7	2.5
Offentlig konsumtion	-2.0	-0.2	1.0	2.4	2.4
Hushållens konsumtion	2.4	2.5	2.8	2.2	2.0
Bostadsinvesteringar	11.9	1.6	4.5	6.1	6.1
Investeringar ex bostäder	3.0	6.3	5.1	4.3	3.8
Lagerinvesteringar	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Nettoexport*	0.2	-0.2	-0.2	0.0	0.0
Arbetslöshet**	7.4	6.2	5.3	4.9	4.7
Kärninflation (PCE)	1.3	1.4	1.5	2.1	2.1

*Bidrag till BNP-tillväxten **Procent av arbetskraften

Källor: MakroBond och Handelsbanken Capital Markets

Petter Lundvik, +46 8 701 3397, pelu16@handelsbanken.se

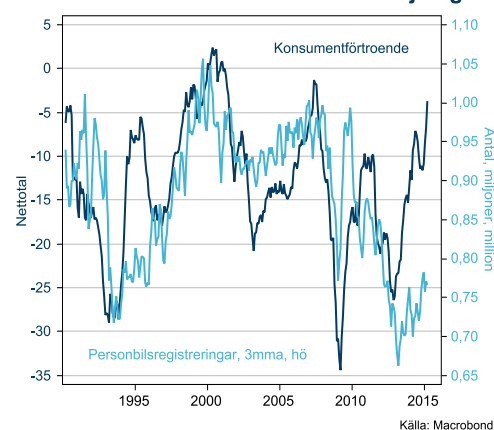
Euroområdet

Deflationstryck trots ekonomisk återhämtning

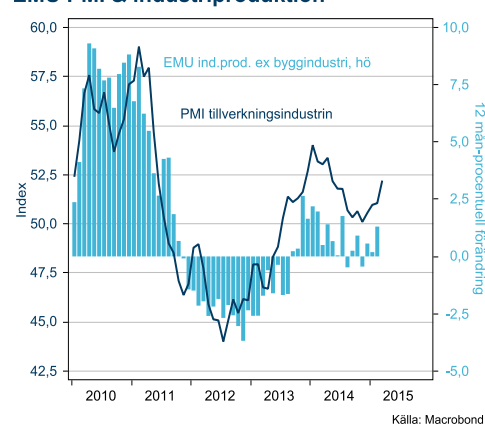
Flera konjunkturbarometrar pekar på en gradvis ekonomisk återhämtning, men vi fortsätter att vara mer optimistiska än konsensus för 2015. Första kvartalet ser ut att bli relativt svagt enligt hittills inkommande data. Men förbättrat förtroende tycks ha lyft delar av den inhemska efterfrågan. Det stora slacket på arbetsmarknaden i delar av euroområdet kommer fortsätta att pressa ner lönetillväxten och inflationen. I Tyskland, där förhållandet är det motsatta, accelererar lönetillväxten och inflationen. Detta kommer dock inte stoppa ECB från att under lång tid hålla fast vid den nuvarande mycket stimulerande penningpolitiken.

Konjunkturbarometrarna för tjänstesektorn är något förvånande starkare än de för industri-sektorn. Man borde kanske förvänta sig att det var tvärtom eftersom den svaga euron är mer fördelaktig för exportörer än för den inhemska sektorn. En förklaring är att euroområdet påverkas negativt av den svaga ekonomin i Ryssland och andra tillväxtmarknader. Stigande konsumentförtroende har hjälpt att lyfta även bilförsäljningen, som verkar ta fart. En åldrande bilpark och ökat ersättningsbehov spelar också roll.

EMU konsumentförtroende & bilförsäljning



EMU PMI & industriproduktion



De stora förändringarna i ECBs politik har inte bara påverkat växelkursen och prognosen för exporten. Förhållandena på kreditmarknaden har också förbättrats (med Grekland som betydande undantag). Utlåningsräntan för företag faller äntligen i södra euroområdet, vilket är en nödvändig förutsättning för att penningpolitiken ska fungera.

Företagens vinster är en avgörande variabel för en hållbar återhämtning

Vi anser att eurons försvagning och en påbörjad normalisering av kreditförhållandena kommer att vara positivt för euroområdet och skapa förutsättningar för en återhämtning som inte bara varar i ett antal kvartal. Som vi påpekade i vår senaste [konjunkturprognos](#) i december är företagens vinster avgörande för en hållbar återhämtning. Eurons styrka har hindrat företagen från att höja priserna, vilket har bidragit till svaga vinstmarginaler.

Jämfört med USA har eurozonens enhetsarbetskostnader reagerat väldigt långsamt på de svaga arbetsmarknaderna. Det förklarar också varför vinstmarginalerna inte har ökat i eurozonen när de har rusat i höjden i USA. Detta börjar förändras då det finns ett tryck nedåt på lönerna i de länder som har stora slack på arbetsmarknaden. Till en början är det osannolikt att en stigande ekonomisk aktivitet leder till att det skapas många nya jobb. Istället kommer en stigande aktivitet att leda till produktivitetstillväxt och högre kapacitetsutnyttjande. Med andra ord; låga löneökningar och ökande produktivitet kommer pressa ner enhetsarbetskostnaderna.

Kombinationen av större utrymme för företagen att höja priserna och lägre enhetsarbetskostnader kommer sannolikt att höja vinstmarginalerna kraftigt. Detta hände först i USA och sen i Japan när yenen började försvagas. Utan en ökning av vinstmarginalerna är det inte

troligt att företagets efterfrågan på arbetskraft eller investeringar kommer att öka. Vår syn är att en hållbar återhämtning kräver ökade vinstmarginaler.

En hållbar återhämtning kräver ökade vinstmarginaler

Vad kommer ECB att göra?

ECB har bara ägnat sig åt QE i stor skala under en månad, men den starka förbättringen i de ekonomiska indikatorerna och eurons snabba försvagning har lett till att en del ekonomer redan ifrågasätter huruvida programmet kan fortsätta som planerat till oktober 2016, eller om obligationsköpsprogrammet kommer att avbrytas i förtid. Det finns också en oro för att ECB kommer att misslyckas att få tag på de kvantiteter de planerar att köpa.

Euron skulle kunna stiga i värde igen om ECB signalerar en nedtrappning av obligationsköpen

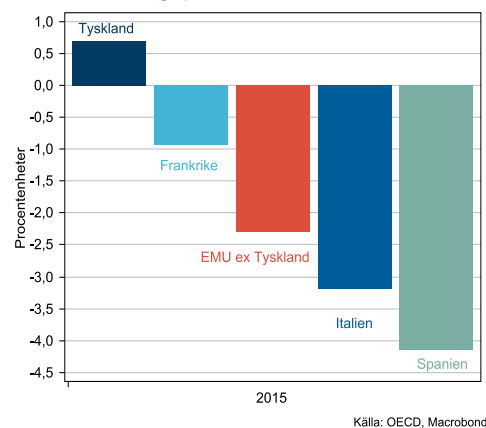
Eurons försvagning beror delvis på förväntningar om att ECB snabbt kommer att expandera sin balansräkning. Men om ECB skulle börja minska de planerade obligationsköpen kan euron åter börja stiga i värde och äventyra både den önskade konjunkturåterhämtningen och att inflationen återvänder till ECBs mål. Därför ser vi det som osannolikt att ECB kommer att förändra sitt QE-program innan den ekonomiska återhämtningen har blivit stabil. Vi kan jämföra med situationen i USA där det krävdes tre omgångar kvantitativa lättnader innan ekonomin hade hämtat sig tillräckligt för att Fed skulle kunna avsluta obligationsköpen.

Ökande klyfta på arbetsmarknaderna i euroområdet

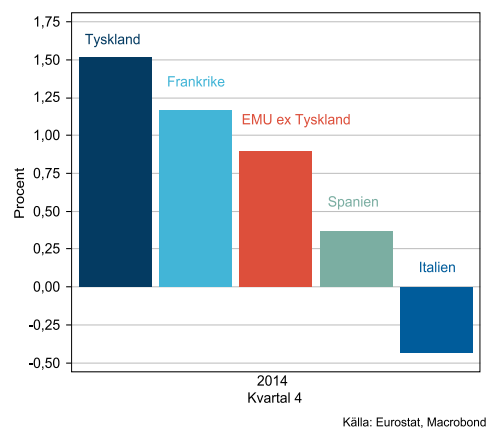
Dessutom finns det fortfarande ett kraftigt deflationstryck. Det har funnits en ökande klyfta på arbetsmarknaderna i hela eurozonen. Den tyska arbetslösheten har minskat stadigt sedan 2009 medan arbetslösheten ända fram till förra året steg i resten av eurozonen. Enligt OECDs bedömning tyder detta att den tyska arbetsmarknaden börjar överhettas; vilket redan börjar visa sig i form av löneökningar. Men i resten av eurozonen måste arbetslösheten minska med 2-3 procentenheter ytterligare innan lönerna kan börja stiga.

Avvikelsen mellan löneökningar och inflation i Tyskland i förhållande till resten av eurozonen kommer därför sannolikt att öka i år och nästa med stigande inflation i Tyskland och ett nedåtriktat tryck på löner och inflation i den södra delen av euroområdet.

Arbetslöshetsgap



Löneinflation



Spänningarna i ECBs styrelse kommer sannolikt att bestå

Vi behåller vår uppfattning att ECB kommer att bortse från risken för inflation i Tyskland och istället fokusera på deflationsriskerna på annat håll. Kombinationen deflation och hög skuldsättning blir sannolikt mycket mer kostsamt men också svårare att få slut på än hög inflation i Tyskland. Men spänningarna i ECBs styrelse kommer sannolikt att bestå och tyska väljare kommer inte att bli så glada när de ser hur inflationen urholkar det reala värdet på deras sparkonton och dessutom gör real avkastning på ränteplaceringar negativ.

ECB kommer sannolikt att hålla kvar vid sin nuvarande penningpolitik

Det troligaste är att ECB kommer att hålla fast vid sin nuvarande inställning till penningpolitiken tills det har skett en markant ekonomisk förbättring i södra Europa. Om klyftan i arbetslösheten inte sluts lika snabbt som i USA kommer det att ta flera år innan ECB diskuterar när den första räntehöjningen kommer – en diskussion som Fed har idag. Skillnaden i penningpolitik mellan eurozonen och USA kommer därför sannolikt att bestå under lång tid.

Jan Häggström, +46 87011097, jaha05@handelsbanken.se

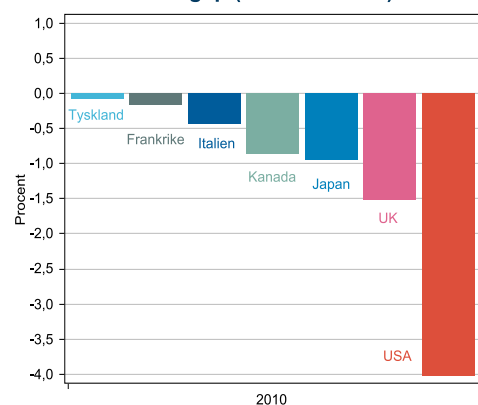
Arbetsmarknad och löner

Lägre arbetslöshet – men vad händer med lönerna?

Den ekonomiska återhämtningen efter finanskrisen har gått långsammare än vid tidigare konjunkturuppgångar; i flera länder i Europa har det knappast skett någon uppgång alls. Men även om återhämtningen i USA har varit svag i termer av BNP har återhämtningen på arbetsmarknaden gått snabbare och arbetslösheten har minskat betydligt snabbare än förväntat. Trots detta har löneinflationen varit fortsatt dämpad. Storbritannien har haft en liknande utveckling och både Federal Reserve och Bank of England har avvaktat med att höja räntan. Att det till synes inte finns någon koppling mellan arbetslöshet och löneinflation är en av faktorerna bakom detta. Frågan är om det fortfarande finns ett stabilt samband mellan en stramare arbetsmarknad och löneinflation eller om vi numera rör oss i okänd terräng.

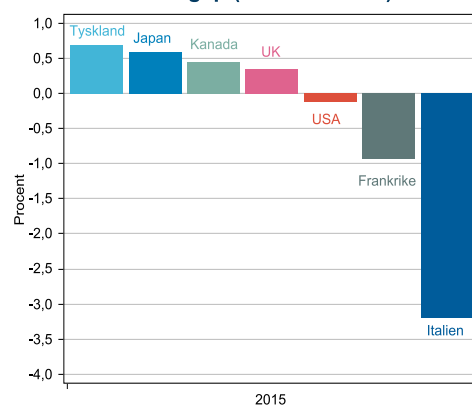
Det har skett utpräglade förbättringar på de flesta arbetsmarknader i G7-länderna. Om vi mäter läget på arbetsmarknaden i arbetslöshetsgap (skillnaden mellan faktisk arbetslöshet och den naturliga arbetslösheten (NAIRU), enligt OECD:s uppskattning) i stället för att bara se på faktisk arbetslöshet, är det enklare att göra jämförelser mellan olika länder. Då ser man att alla G7-länder hade outnyttjad kapacitet i någon utsträckning under 2010 och att USA, Storbritannien och Japan var de länder som låg längst från full sysselsättning. Men bilden har förändrats sedan dess och fem av G7-länderna ligger 2015 nära eller över full sysselsättning; bara Frankrike och Italien ligger väsentligt under.

G7 arbetslöshetsgap (OECD estimat)



Källa: Macrobond

G7 arbetslöshetsgap (OECD estimat)



Källa: Macrobond

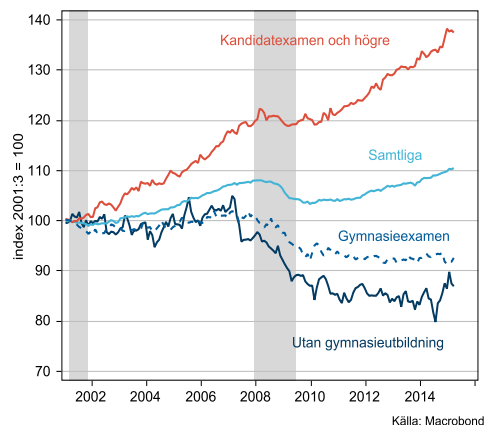
Strukturellt skifte i USAs arbetslöshet

Den totala arbetslösheten har minskat väsentligt i USA men arbetslösheten har också skiftat strukturellt. Till exempel har korttidsarbetslösheten fallit till nästan samma nivåer som vid tidigare konjunkturbottnar, medan långtidsarbetslösheten har fortsatt att vara hög. Skillnaden i arbetslöshet är också stor för grupper med olika utbildningsnivåer. Sysselsättningen för dem med lägre utbildning har ökat betydligt mindre än för dem med högre utbildning, vilket också avspeglas i arbetslöshetssiffrorna. Vi kan se liknande trender i andra länder. Detta tyda på en växande mismatch mellan utbud och efterfrågan av olika typer av arbete.

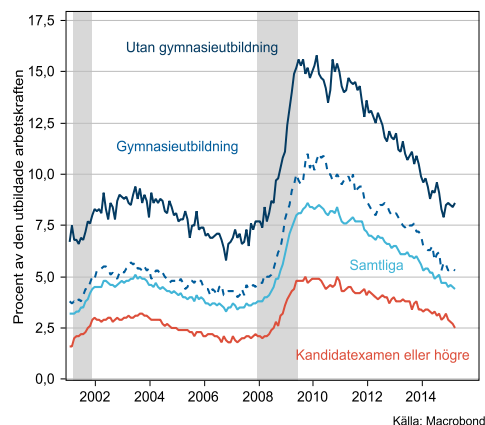
Ökad globalisering är en orsak

En förklaring till det strukturella skiftet på arbetsmarknaden är den ökade globaliseringen, som inte bara påverkar tillgång och efterfrågan på varor och tjänster utan också tillgång och efterfrågan på arbete. Det har skett en relativ ökning av tillgången på utbildad arbetskraft vilket har en benägenhet att pressa ned lönerna för låginkomsttagare också i höginkomstländer. Motsatsen gäller för arbete som kräver högre utbildning. Tekniska förändringar är också en drivkraft för arbetskraft för olika kategorier eftersom nya tekniker gör att det blir möjligt att ersätta vissa kategorier av arbetare med maskiner. Samtidigt har tekniska förändringar en benägenhet att leda till ökad efterfrågan på arbetskraft med de färdigheter som krävs för att införa dessa nya tekniker.

Sysselsatta per utbildningsnivå, 25 år +



USA: Arbetslöshet efter utbildning



USA, Tyskland, Japan och Storbritannien nära full sysselsättning

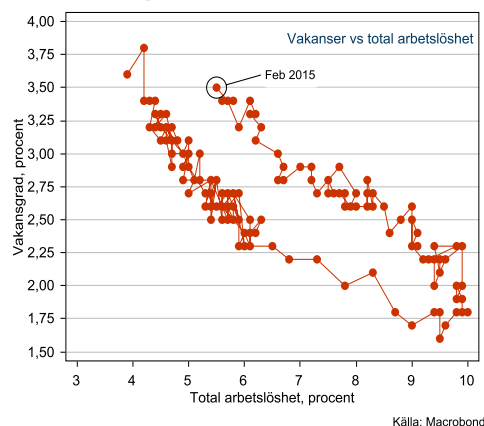
Många utvecklade ekonomier påverkas av samma slags krafter, vilket leder till i stora drag likartade arbetsmarknadstrender, men det finns också stora skillnader. USA är mycket nära full sysselsättning liksom Tyskland, Japan och Storbritannien, medan arbetslösheten i Sydeuropa är fortsatt envist hög. Ett skäl kan vara att valutakursjusteringar kan kompensera för löner som inte är i linje med den globala konkurrensen. Sådana justeringar är möjliga att uppnå med hjälp av penningpolitik, där t.ex. Japan är ett bra exempel. Men det fungerar inte mellan medlemmar i en monetär union, så nominella lönejusteringar blir den mekanism som fungerar för att återställa konkurrenskraften. Det är också tydligt att institutionerna på arbetsmarknaden är olika i olika länder, vilket ger upphov till skillnader i lönebildningen.

Beveridgekurvan

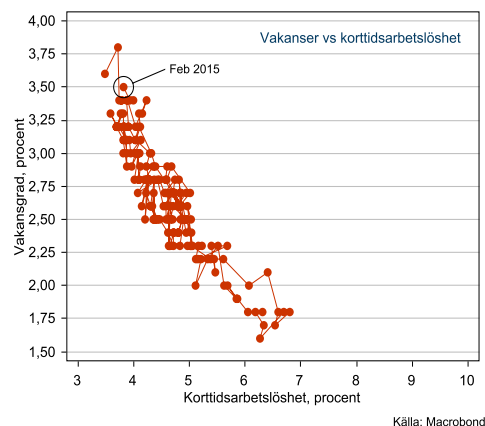
Beveridgekurvan en relation mellan lediga jobb och arbetslöshet

Ett sätt att illustrera obalansen mellan tillgång och efterfrågan på arbetskraft är att använda den så kallade Beveridgekurvan. Kurvan visar förhållandet mellan lediga jobb och arbetslöshet. Det normala beteendet under en konjunkturcykel är att när det blir fler lediga jobb och sysselsättningen ökar, ökar vakansgraden samtidigt som arbetslösheten minskar. Det som har hänt i USA är att andelen lediga jobb har ökat snabbare än vad arbetslösheten har minskat, vilket har lett till att Beveridgekurvan har skiftat utåt. Detta kan tolkas som ett bevis på ökad mismatch mellan lediga jobb och kvalifikationerna hos de arbetssökande. Det blir tydligt om vi ser på förhållandet mellan vakansgraden och korttidsarbetslösheten. Där ser vi inga skiften i det historiska förhållandet. Detta verkar tyda på att det i dag är omfattande mismatch mellan de lediga jobb som finns och de långtidsarbetslösas kvalifikationer.

USA Beveridge kurva



USA Beveridge kurva



Vi kan se en liknande utveckling i Sverige där Beveridgekurvan också har skiftat utåt. Andelen lediga jobb är i linje med tidigare utveckling men arbetslösheten ligger en bra bit under tidigare konjunkturbottnar.

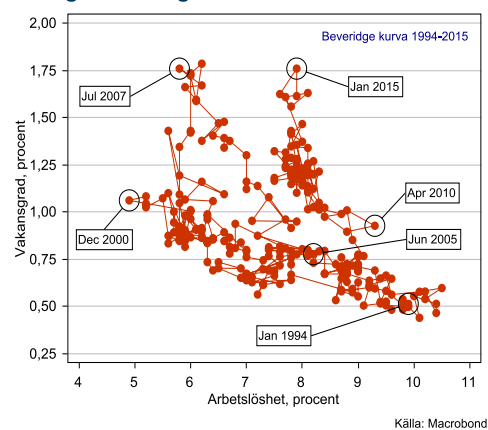
Arbetsmarknaden i Tyskland skiljer sig kraftigt från den i USA och Sverige eftersom Beveridgekurvan har skiftat inåt på senare år. Det var ett betydande skifte utåt från mitten av 1990-talet fram till mitten av 2000-talet, vilket sannolikt hade en koppling till återföreningen av Öst- och Västtyskland men som också kan ha varit en konsekvens av en alltmer oflexibel arbetsmarknad. Efter reformerna på arbetsmarknaden 2004 har Beveridgekurvan återigen skiftat tillbaka till där den låg i början av 1990-talet.

Klyftorna mellan hög- och lågutbildade har ökat

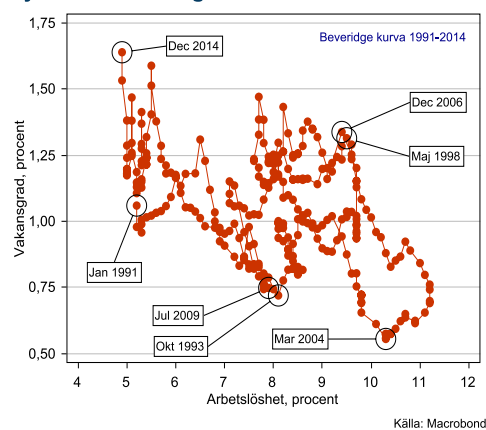
Sverige har en liknande utveckling som i USA med avseende på antalet arbetslösa och deras respektive utbildningsnivå. Klyftorna mellan arbetslösa och arbetande bland de hög- och lågutbildade har i båda länderna ökat i betydande utsträckning.

I likhet med många andra länder i Europa har Sverige en snabbt stigande ungdomsarbetslöshet jämfört med det totala antalet arbetslösa. Det finns dock tydliga undantag till denna utveckling i Europa, t.ex. Tyskland, där ungdomsarbetslösheten är betydligt lägre. Detta bör tolkas som att regleringar och institutioner på arbetsmarknaden spelar stor roll.

Sverige Beveridge kurva



Tyskland Beveridge kurva



Geografisk dimension av arbetslösheten inte alltid som väntat

Det finns också en geografisk dimension av arbetslösheten och den verkar åtminstone till viss del sakna koppling till skillnaderna i efterfrågan på arbetskraft. Normalt är möjligheterna till anställning större i storstäderna. Men vid en jämförelse mellan Stockholm och Malmö, där antalet lediga vakanser utvecklats parallellt finns det en slående skillnad i arbetslöshetsställen; den har minskat betydligt mer i Stockholm än i Malmö.

Födelseland påverkar arbetslösheten

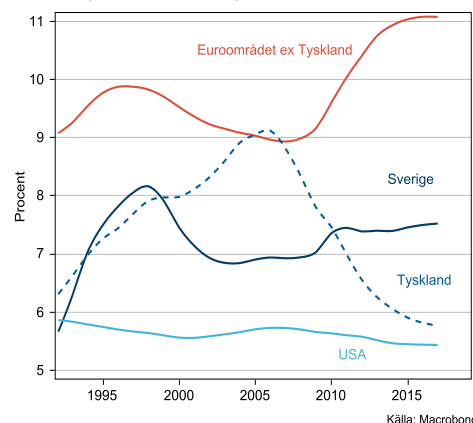
På den svenska arbetsmarknaden finns det också betydande skillnader med avseende på var man är född. Generellt har arbetslösheten bland utlandsfödda ökat jämfört med dem som är födda i Sverige. Det gäller särskilt ungdomsarbetslösheten där nivån för födda inom landet ligger nära nivåerna före krisen medan arbetslösheten för utlandsfödda i åldrarna 15-24 är fortsatt hög. Arbetslösheten för födda inom landet, 25-74 år, är bara 3,5 procent vilket är bara en halv procentenhet över den tidigare konjunkturbotten och i princip i linje med 2006, vilket var ett år med full sysselsättning på arbetsmarknaden enligt Riksbanken.

Den naturliga arbetslöshetsnivån har skiftat upp i Sverige

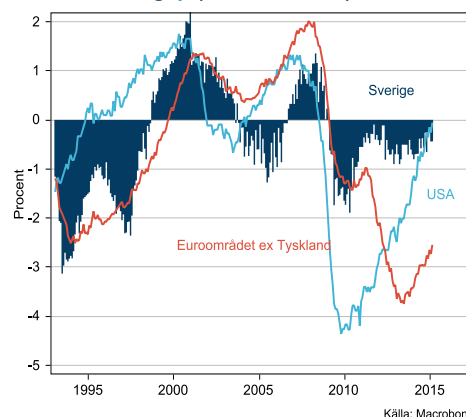
De senaste uppskattningarna av jämviktsarbetslösheten (den nivå på arbetslösheten som är förenlig med en stabil inflation eller "den naturliga arbetslösheten") verkar vara förenliga med observationerna ovan om skiftet utåt i Beveridgekurvan i Sverige och skiftet inåt i Tyskland. De är också i linje med förändringarna i sammansättningen av arbetslösheten i Sverige jämfört med Tyskland. I Sverige har det skett en viss ökning av jämviktsarbetslösheten under de senaste tio åren medan den i Tyskland har fallit kraftigt sedan mitten av 2000-talet.

Enligt dessa uppskattningar har jämviktsarbetslösheten ökat mer i euroområdet (och naturligtvis ännu mer om Tyskland undantas) än i Sverige. Men den faktiska arbetslösheten har ökat mycket mer i euroområdet än i Sverige. Följden är att klyftan mellan den aktuella arbetslösheten och jämviktsarbetslösheten fortfarande är betydande i euroområdet, cirka 2,5 procent, medan arbetslöshetsgapet i Sverige för närvarande är under 0,5 procent vilket egentligen inte är någon större skillnad jämfört med det gapet i USA.

NAIRU (OECD estimat)



Arbetslöshetsgap (OECD estimat)



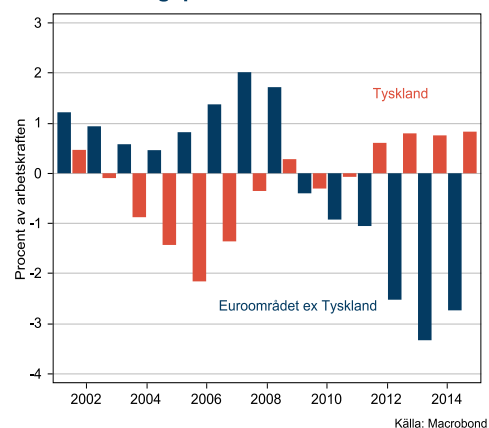
Avspeglar löneinflationen fortfarande villkoren på arbetsmarknaden?

Globalisering och högre konkurrens från ekonomier med låga löner verkar ha påverkat efterfrågan på vissa typer av arbete. Dessa krafter kan också ha påverkat den naturliga arbetslösheten, även om det är svårt att bedöma effekten då det också finns utjämnande krafter som särskiljer från land till land på grund av institutionerna på arbetsmarknaden. På mer flexibla arbetsmarknader skulle vi förvänta oss en större effekt på lönerna men i länder med stelare arbetsmarknad skulle effekten på sysselsättningen bli större.

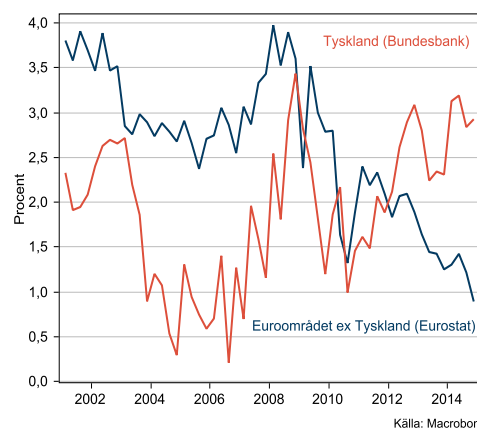
Fortfarande ett tydligt förhållande mellan trycket på arbetsmarknaden och löner

När världen förändras uppstår frågan om det verkligen går att lita på att det historiska sambandet mellan arbetsmarknaden och löneinflationen fortfarande gäller. Vi har tittat på löneinflationen i flera ekonomier och noterat att det fortfarande finns ett tydligt förhållande mellan löner och arbetslöshetsgapet. Detta blir särskilt tydligt när man jämför olika länder i euroområdet. Under 1990-talet drabbades Tyskland under flera år med för hög arbetslöshet (negativa arbetslöshetsgap) vilket ledde till mycket låg löneinflation. Samtidigt rädde överhettning i resten av euroområdet vilket ledde till en hög och accelererande löneinflation. Rollerna har blivit omvända på senare år i och med att löneinflationen avtar i euroområdet samtidigt som den ökar i Tyskland. Arbetslöshetsgapen speglar detta tydligt.

Arbetslöshetsgap



Löneinflation



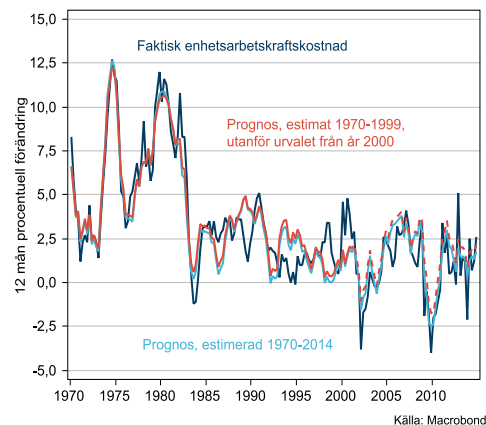
Den naturliga arbetslöshetsnivån i USA har gradvis blivit lägre

Löneinflationen har varit dämpad i USA, trots att ekonomin snabbt närmar sig nivåer som tidigare ansågs motsvara full sysselsättning. Uppskattningar av den naturliga arbetslösheten har gradvis blivit allt lägre och ett ofta angett skäl till detta är den mycket långsamma ökningstakten för löneökningarna. De senaste uppskattningarna som publicerades av Fed i mars 2015 ligger inom intervallet 5,0–5,2 procent. Detta är en minskning från 5,2 - 5,5 procent i december 2014 och en ännu större nedgång från 5,2 - 6,0 procent i december 2012. Vi kan notera att den amerikanska arbetsmarknaden också är mycket heterogen – en egenenskap som normalt är kopplad till en stigande nivå av naturlig arbetslöshet.

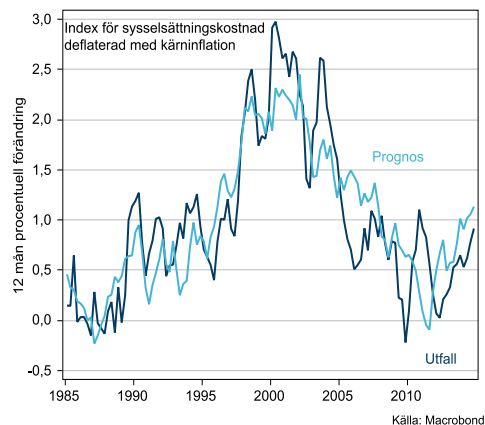
Viktigt att ta hänsyn till inflation och produktivitet

Men det finns två viktiga faktorer som måste övervägas vid historiska jämförelser mellan löneinflation och trycket på arbetsmarknaden. Den första är inflation. När inflationen är hög har lönerna en benägenhet att öka snabbare än när vi har en miljö med låg inflation. Detta verkar självklart men glöms ofta bort i debatten. Vi bör därför inte bara se på mått på nominella löner utan också på löner justerade för inflation. Den andra faktorn är produktivitet. I en ekonomi med hög produktivitetstillväxt tenderar lönerna att stiga snabbare än om produktivitetstillväxten är låg. Nyligen genomförda studier av den amerikanska arbetsmarknaden verkar komma fram till att det fortfarande finns ett stabilt förhållande mellan inflation för reallöner och i någon mån arbetsmarknadssituationen och den slutsatsen drar också vi. När ekonomin når full sysselsättning ökar reallönerna allt snabbare och omvänt. Reallöneökningarna i dag är i linje med historiska förhållanden (se figur nedan) och när aktiviteten på arbetsmarknaden ökar allt mer kan vi också förvänta oss en snabbare ökning av reallönerna.

Arbetskraftskostnad, ex jordbruk



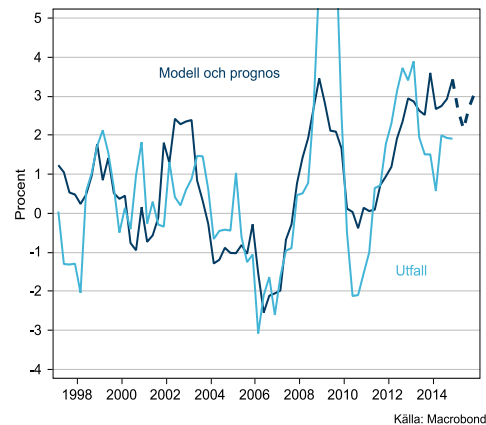
Real sysselsättningskostnad, privat sektor



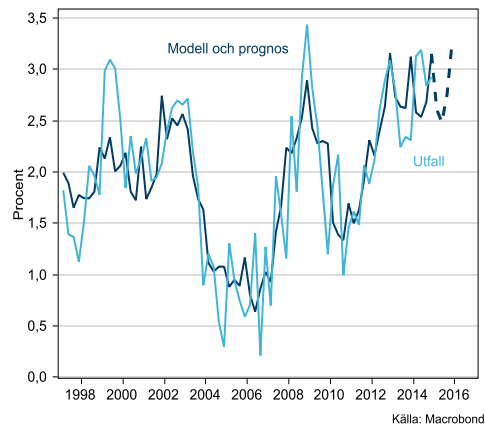
Modellen förutspår den faktiska inflationen för enhetskostnaden oerhört väl

Vi har också uppskattat den amerikanska löneinflationen efter justering för produktivitetsoökningar, vilket är samma sak som att se på enhetskostnaderna för arbete. Vi finner att lönebildningen har varit ganska stabil över tid, sett i relation till villkoren på arbetsmarknaden. Det enda som verkar ha förändrats är att valutakursen började få betydelse under 1990-talet. Om vi uppskattar en modell för enhetskostnader för arbete baserat på data från perioden 1970–1999 och gör en prognos över perioden 2000–2014 kan vi se att modellen förutspår den faktiska inflationen för enhetskostnaden oerhört väl (se figur ovan). Detta stöder åsikten att vi fortfarande kan basera prognoserna på historiska förhållanden. Men de allra senaste siffrorna för enhetskostnader för arbete visar på en betydligt snabbare ökning än om vi bara ser på lönerna, och kostnadsökningarna ligger inte långt från nivåerna som vi senast såg vid toppen av den förra konjunkturcykeln. Detta verkar stämma överens med att den amerikanska ekonomin är nära full sysselsättning.

Enhetsarbetskraftskostnad i Tyskland



Tysk löneinflation



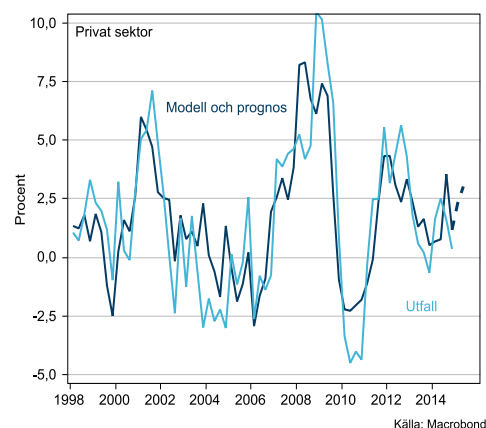
Sverige liknar USA i termer av arbetslöshetsgap

Våra empiriska resultat för Tyskland leder oss till likartade slutsatser. Olika mått på löneinflation kan förklaras genom läget på arbetsmarknaden. Ökningstakten i den tyska löneinflationen ligger i princip i linje med det vi bör förvänta oss med tanke på arbetslöshetsgapet och andra mått pekar mot en överhettad arbetsmarknad.

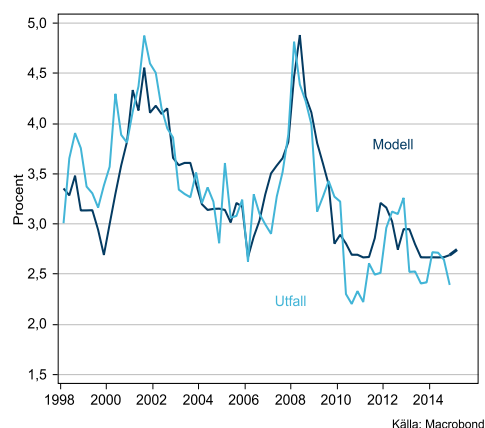
Sverige liknar USA i termer av arbetslöshetsgap (dvs. tämligen nära full sysselsättning). Men till skillnad från USA finns en tendens uppåt i OECD:s uppskattning av jämviktsarbetslösheten i Sverige. Detta är förenligt med det dramatiska skiftet i Beveridgekurvan (se ovan). Vi finner att arbetslöshetsgapet är en viktig bestämmande faktor för löneinflation och enhetskostnader för arbete och även att andelen lediga jobb är en ledande indikator. Ser vi enbart på lediga jobb, sticker Sverige ut med en mycket snabb ökning till nivåer som ligger över tidigare konjunkturtoppar. Enkätbaserade mått på löneförväntningarna hjälper också till att fånga dynamiken i löneinflationen.

Löneutvecklingen på senare tid verkar vara i linje med det man skulle vänta sig, med tanke på läget på arbetsmarknaden. Löneinflationen i Sverige liknar den i Tyskland i det att den avviker en hel del från trenden i euroområdet, undantaget Tyskland. Men det är inte överraskande när man beaktar arbetslöshetsgapen inom de respektive områdena.

Svensk enhetsarbetskraftskostnad



Svensk löneinflation



Mismatchen mellan utbud och efterfrågan har ökat i flera men inte i alla länder

Sammanfattningsvis ser vi att det har skett en betydande återhämtning på vissa arbetsmarknader men inte på andra. Skillnaderna mellan länder är stora, beroende på makroekonomisk politik efter krisen men också på strukturella arbetsmarknadsreformer före krisen eller bristen på sådana, vilket har gjort att vissa arbetsmarknader är mer flexibla än andra. Det är också stora skillnader mellan olika segment på arbetsmarknaderna inom länderna. Det avspeglar delvis globala trender och är delvis en följd av att krisen drabbade vissa sektorer mer än andra. Följden är att obalansen mellan tillgång och efterfrågan på arbetskraft har ökat i flera men inte i alla länder.

Löneinflationen har varit förvånansvärt låg i flera länder trots att arbetslösheten har minskat snabbt. Om vi justerar för inflation eller produktivitet, förklarar traditionella mått på en stramare arbetsmarknad fortfarande en stor del av utvecklingen på sikt. I länder där det börjar bli överhettning på arbetsmarknaderna bör vi därför förvänta oss fortsatt acceleration av reallönerna och/eller arbetskostnaden per enhet. Detta skulle normalt öka inflationen så centralbankerna bör vara uppmärksamma om arbetslösheten minskar ytterligare.

Jan Häggström, +46 8 7011097, jaha05@handelsbanken.se

Storbritannien

Kampen mellan bra och dålig deflation

Solid ekonomisk tillväxt, en förbättrad arbetsmarknad och en starkare valuta är nu fakta i den brittiska ekonomin. Svag produktivitetstillväxt i kombination med ett stort bytesbalansunderskott är dock utmaningar som kvarstår. Bank of England kommer att behålla nuvarande låga ränta för att driva inflationen tillbaka till målet på 2 procent. Veckorna före och efter valet den 7 maj kommer att vara skakiga för det brittiska pundet.

Realekonomin tuffar på

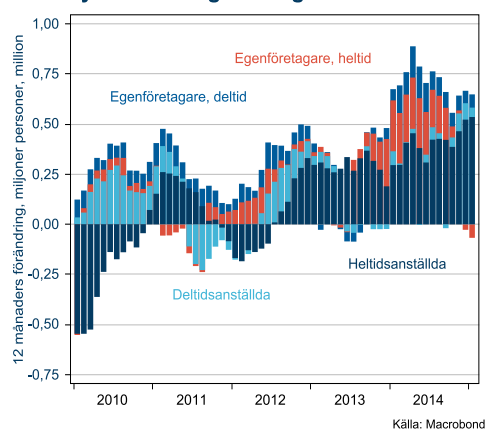
Återhämtningen har inte varit balanserad

Den brittiska ekonomin har återhämtat sig starkt och är bland de främsta G7 länderna när det gäller ekonomisk tillväxttakt, följt av Kanada. Fjärde kvartalets BNP förra året var starkare än tidigare estimat och mätt i GBP är nu nivån 3,7 procent högre än toppnoteringen första kvartalet 2008. Återhämtningen har dock inte varit helt balanserad då privat konsumtion har varit den främsta drivkraften medan investeringarna har givit ett negativt bidrag. Nettoexporten har dock återhämtat sig något. Trots detta har underskottet i bytesbalansen ökat och uppgår nu till rekordhöga 5,6 procent av BNP – det största underskottet sedan mätningarna började. Det stora underskottet speglar en ekonomi som konsumerar mer än vad den producerar men det är även ett resultat av lägre avkastning på investeringar utomlands, främst i euroområdet. Andra moln som kan skymma den brittiska himlen framöver är utgången av valet den 7 maj, fallande priser, låg produktivitetstillväxt och svagare efterfrågan på viktiga exportmarknader. Totalt sett är dock utsikterna för ekonomin ljusare.

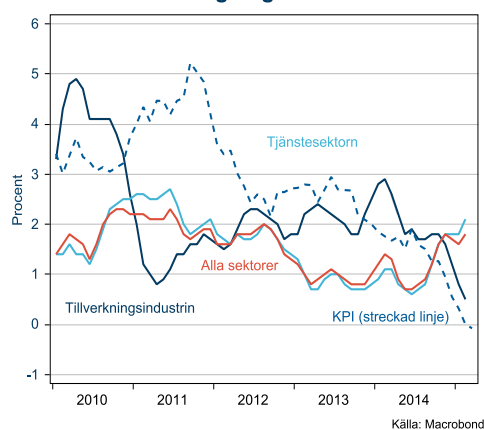
Moln kan skymma den brittiska himlen

Återhämtningen på arbetsmarknaden har varit kraftfull och sysselsättningen har ökat med 7 procent sedan den lägsta noteringen i juni 2009. Arbetskraftsdeltagandet är nu högre i Storbritannien än i både Tyskland och USA. Ökande sysselsättning i kombination med högre lönetillväxt, om än liten, ger möjlighet för hushållen att minska sina skulder men även ge en skjuts till inhemsk efterfrågan. Ökningen av privat konsumtion har varit högre än löneökningstakten, vilket också har varit fallet under de senaste åren. Fallande priser har resulterat i en ökad köpkraft, vilket har gett en extra skjuts åt både konsumtion och sparande.

Solid sysselsättningsökning



Ordinarie löneökning högre än inflationstakt



Inflation vs. deflation

Än så länge ett "bra disinflation" scenario

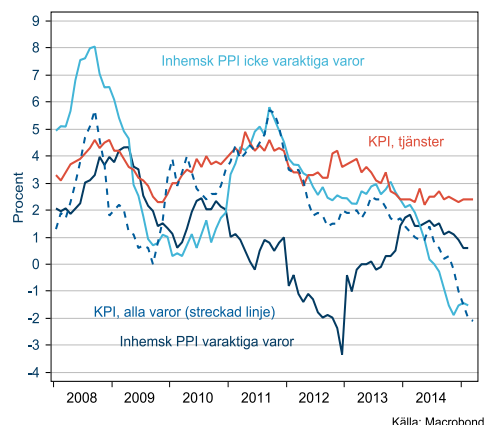
När priserna i en ekonomi faller är det viktigt att fokusera på vilka komponenter inom hela varukorgen, KPI, som faller. Prisfallet har än så länge drivits av prisnedgångar i det som hushållen köper, främst råvaror, och inte i vad de säljer, såsom löner. Detta är ett "bra disinflation" scenario. Det är inte ovanligt att se en högre efterfrågan när priserna faller just på grund av detta relativspel. Detta är en faktor till varför det inte går att fokusera på endast inflationsförväntningar när priser, löner och räntor ska prognostiseras.

Globala priser har störst påverkan på konsumentpriser

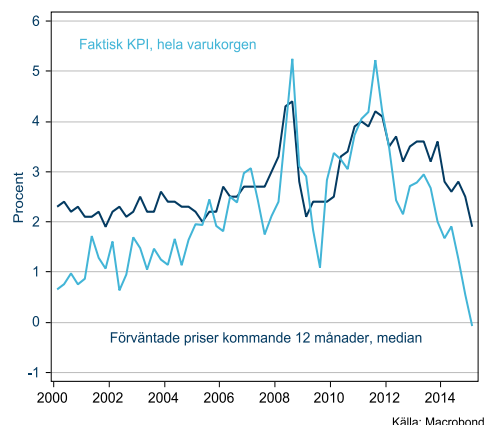
Globala producentpriser faller

En av de största komponenterna som påverkar konsumentpriserna är globala producentpriser. Dessa påverkar KPI via valutakanalen, en svag valuta gör att importerade varor blir dyrare och vice versa. En annan betydande komponent är inhemska löner, definierad som enhetsarbetskraftskostnad. En ytterligare viktig komponent är kostnader för boende inklusive ränteförändringar. Alla dessa komponenter påverkar i sin tur företagets vinstmarginaler. Inom den brittiska ekonomin har producentpriserna fallit sedan 2011, både vad företagen får betala och kostnad ut mot kund. Om man däremot rensar bort energikomponenten från producentpriserna, den så kallade kärninflationen, är priserna fortfarande stigande. Priserna inom tjänstesektorn, har inte haft samma prisfall som inom varusektorn, främst på grund av högre lönetillväxt inom tjänstesektorn.

Icke varaktiga varor driver producentprisfall



Bank of England: Inflationförväntningar



Lönetillväxten har varit svag de senaste sex åren

Även inflationsförväntningarna har fallit

Inflationsförväntningarna har fallit sedan slutet av 2013 och enligt den senaste undersökningen från Bank of England har inflationsförväntningarna under nästkommande 12 månaderna fallit till 1,9 procent, den första noteringen under inflationsmålet sedan 2001. Lönetillväxten har varit svag de senaste sex åren och detta har varit en svår nöt att knäcka för beslutfattare. Med en starkare arbetsmarknad där arbetslösheten faller borde lönerna öka i en snabbare och högre takt än vad statistiken visar. Till viss del har detta att göra med en låg produktivitetstillväxt, främst inom tjänstesektorn.

Svag lönetillväxt kan vara ett tecken på att outputgapet är större än beräknat

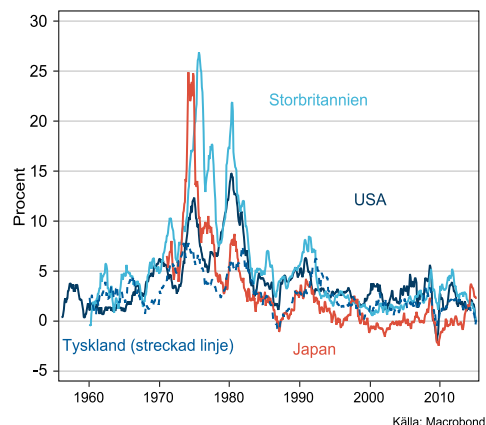
En annan faktor när det gäller den låga lönetillväxten är att tidsperioden mellan fallet i arbetslöshet och lönetillväxten kan ha blivit längre vilket betyder att ett fall i arbetslösheten inte per automatik resulterar i en högre lönetillväxt, åtminstone inte på kort sikt. Detta kan vara resultatet om arbetskraften ökar på grund av att fler vill arbeta på befintliga lönenivåer. Svag lönetillväxt kan även vara ett tecken på att gapet mellan faktisk och potentiell tillväxt, det så kallade outputgapet, är större än beräknat och det är en viktig faktor till varför Bank of England behållit den låga styrräntan så länge. Det finns även en risk att lägre inflationsförväntningar kan orsaka lägre löneökningstakt i lönehandlingar framöver. Historiska data visar att för varje procentenhet som inflationsförväntningarna faller resulterar i ett lika stort fall i lönetillväxten. Med andra ord, det finns en risk att lönerna kan komma att utvecklas svagare.

Relativspelet mellan ECB och BoE fortsätter

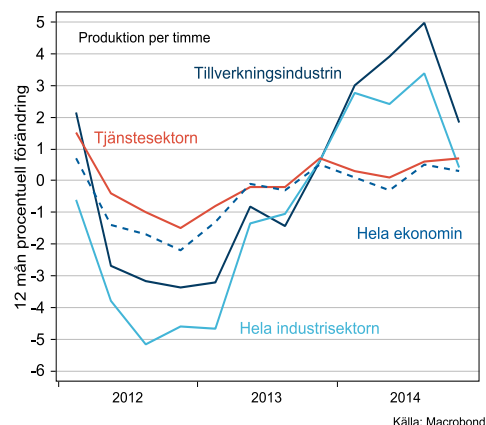
Vår syn är att pundet kommer att fortsätta att förstärkas

Skillnaden i både efterfrågan och penningpolitik i euroområdet och Storbritannien kommer att fortsätta att synas i det brittiska pundets appreciering vs. euron. Vår syn är att pundets förstärkning mot euron kommer att fortsätta, dock kommer veckorna före och efter valet den 7 maj att vara skakiga. Så länge det grekiska dramat inte är löst kommer investerarens jakt på bättre avkastning att driva på valutaförstärkningen. Detta kommer i sin tur att resultera i en ytterligare prispress nedåt på importerade varor. Scenariot med bra deflation kommer med stor sannolikhet att fortsätta. Scenariot med dålig deflation, dvs när lönerna faller, är mindre sannolikt på grund av en starkare arbetsmarknad i kombination med en stark ekonomisk tillväxt.

Historisk inflation positiv, utom i Japan



Svag produktivitetstillväxt



Kommer den brittiska ekonomin uppleva ett deflationsscenario?

Sannolikheten att Storbritannien ska falla in i en deflationsspiral är även liten då vi tittar till historien. Detta inte har inträffat i ett land med flytande valutakurs och en oberoende centralbank - med Japan som undantag. Positiv inflation har varit norm efter andra världskriget fram till finanskrisens utbrott. Låg produktivitetstillväxt har länge varit ett bekymmer för Bank of England och är den andra sidan av hög sysselsättningsökning då ökningen av antalet som arbetat inte har matchat vad de faktiskt producerar. Om produktiviteten forstärker vara svag kommer detta på sikt att dämpa löneförhandlingarna vilket på längre sikt kan dämpa den ekonomiska tillväxten.

I den senaste rapporten från OECD gällande den brittiska ekonomin lyftes låga räntor och tillgång till krediter fram som en framgångsfaktor vilket har hjälpt till att styra upp återhämtningen men OECD belyser risken med den stora banksektorn, svag export, höga huspriser och fortsatt svag ekonomisk utveckling i euroområdet. Den största risken är dock svag produktivitetstillväxt, ett mått som visar produktion per arbetare/arbetad timme. Detta mått visar om en nation har blivit mer effektiv men är en nyckelfaktor för en högre levnadsstandard.

Produktivitetstillväxt nödvändig för att förstärka inhemsk efterfrågan

Minskningen av investeringstakten är ett bekymmer. Detta har dels att göra med svag produktivitetstillväxt men även det faktum att företagens marginaler minskar då priserna pressas nedåt. En ökning av vad som produceras per timme är en förutsättning för att bibehålla en stark inhemsk efterfrågan som hitintills varit motorn för den ekonomiska tillväxten. Barometrar inom arbetsmarknaden pekar på en högre löneökningstakt både i år och nästa år så kombinationen av högre löneökningstakt och en ökning av produktiveten, om än liten, ger en bild av en ekonomi som med stor sannolikhet kommer att kunna undvika ett dåligt deflationsscenario framöver. Men vi kan inte utesluta detta helt om ett utdraget globalt disinflationsscenario blir verklighet och försätter trycka ned inhemska priser. Om så blir fallet kommer Bank of England att ta till penningpolitiska verktyg för att ta sig ur en eventuell deflationsspiral. Men där är vi inte ännu. Vi reviderar vår syn på när Bank of England kommer med den första räntehöjningen till första kvartalet nästa år.

Nyckeltal

Procentuell förändring	2014	2015p	2016p	2017p
BNP	2,8	2,7	2,5	2,1
Privat konsumtion	2,5	2,3	2,0	2,0
Investeringar	7,8	3,0	3,2	3,4
Arbetslöshet*	6,2	5,5	5,4	5,3
Konsumentpriser	1,5	0,7	1,5	1,7

* ILO

Källa: Handelsbanken Capital Markets

Helena Trygg, +46 8 701 1284, hetr01@handelsbanken.se

Japan

Bank of Japan fortsätter sitt experiment

Med en svagare valutakurs borde inflationen ta fart. Om momshöjningen för ett år sedan rensas bort är inflationstakten under inflationsmålet vilket ger makthavarna huvudvärk då målet sattes att uppnå 2 procent inflation inom två år och där är vi nu. Hur Bank of Japan kommer att agera är en öppen fråga men Kuroda har överraskat tidigare.

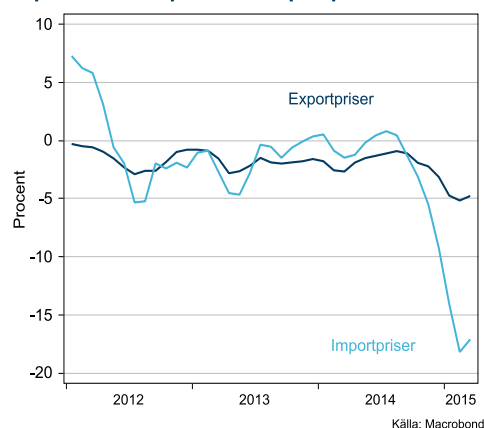
Hushållen kommer äntligen att få reallöneökningar

BNP siffrorna för fjärde kvartalet 2014 visade att privat konsumtion gav det största bidraget till den ekonomiska tillväxten följt av nettoexporten. BNP ökade med 0,4 procent jämfört med tredje kvartalet men minskade med 0,8 procent jämfört med fjärde kvartalet 2013. Under våren har löneavtalsrörelsen varit i fokus, pådrivet av politiker, då löneökningstakten varit nästan obefintlig det senaste decenniet. Förslaget är att lönerna ska öka med 2,4 procent, om det går igenom blir det det största påslaget på 17 år. Premiärminister Abe har lyft lönefrågan då han är beslutsam att en högre löneökningstakt ger en skjuts åt den privata konsumtionen som i sin tur hjälper till att styra landet ut ur den stagnation som pågått i mer än 20 år. När det gäller hur de japanska företagen mår så visar den senaste undersökningen från Tankan att både små och stora företag befinner sig i en något bättre situation än förra kvartalet. Inflationen har överraskat på nedsidan, trots den svagare valutan. Detta har minskat förtroendet för beslutsfattare då inflationsmålet på två procent skulle uppnås inom två år. Där är vi nu.

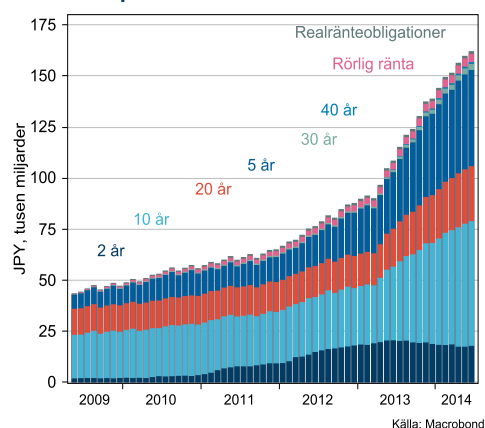
Nikkei 225 och Topix drivs av låga räntor

Omviktningen av centralbankernas balansräkningar har resulterat i en försvagning av JPY vs. USD. Detta borde resultera i att importerade varor blir dyrare men även ge en skjuts till exporterande företag. Den ultralätta penningpolitiken driver den japanska börsen och har lyft både Nikkei 225 och Topix till nya högstanivåer. Relativspelet mellan främst Federal Reserve och Bank of Japan har blivit ännu tydligare då Bank of Japan fortsätter vara expansiva medan den amerikanska centralbanken har upphört med sina stödköp. Detta kommer att försvaga JPY vs. USD ytterligare.

Japan: Både export och importpriser har fallit



Bank of Japans innehav av JGB's



Är det dags för centralbanken att börja finansiera offentlig konsumtion?

Centralbankschefen Haruhiko Kuroda, har överraskat finansiella marknader med att vara mer expansiv än förväntat. Då inflationen, rensat för momshöjningen i april förra året, är under inflationsmålet på två procent kan det komma mer stimulanser från Bank of Japan. Men den låga inflationen ger även en skjuts åt hushållen vilket gör det extra svårt att bedöma vad nästa steg blir. Bank of Japan köper i stort sett alla japanska statspapper och håller räntorna nedtryckta så är det slutligen dags för centralbanken att börja finansiera offentlig konsumtion? Relativspelet mellan centralbankerna kommer att fortsätta under lång tid och sätta press på valutan. Vi behåller vår syn att JPY vs. USD kommer att depreciera ytterligare och nå 140 inom 12 månader.

Helena Trygg, +46 8 701 12 84, hetr01@handelsbanken.se

Kina

Avmattningen fortsätter

Färska data bekräftar att tillväxten fortsätter att mattas av och då djupgående strukturella krafter ligger till grund för avmattningen kommer stimulanser endast att dämpa den, inte få den att upphöra. Det är viktigt att beakta finansiella risker men dessa kan sannolikt begränsas.

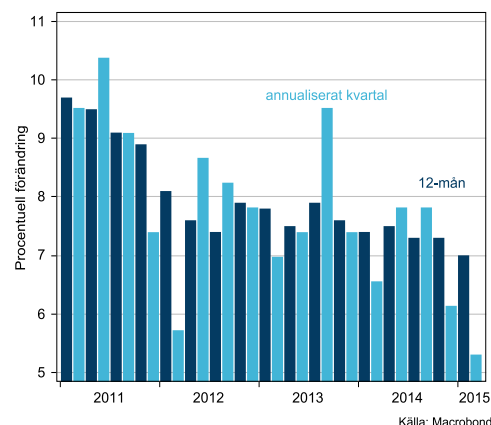
Föränderlig demografi i kombination med andra faktorer ger önskade konsekvenser

Den stadiga nedgången i den kinesiska tillväxttakten fortsätter. Strukturellt har landets toppstyrda tillväxtmodell med en grund i tillverkningsindustrin visat sig vara ohållbar ur ekonomisk och miljömässig synpunkt. Föränderlig demografi, med en begynnande minskning av befolkningen i arbetsför ålder bidrar till detta tillsammans med ökande efterfrågan på tjänster. Faktorer på kort sikt, bland annat fallande bostadspriser, lokala regeringarnas försvagade finanser och regeringens aggressiva kampanj mot korruption har bidragit till nedgången.

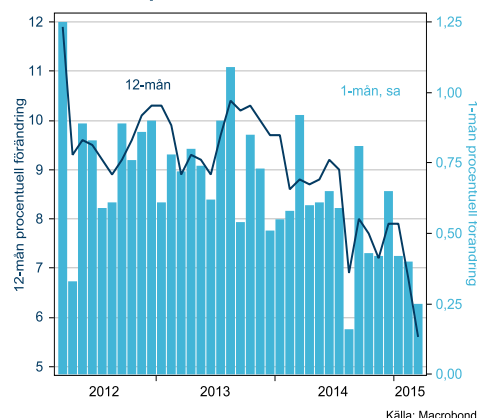
Högre frekventa detaljer viktigare än rubriker

Andra kvartalets BNP blev 7,0 procent på årsbasis, något bättre än vad vi väntat. Men tillväxten minskade på kvartalsbasis ända ner till 1,3 procent, den lägsta siffran sedan serien startade 2010, vilket motsvarar endast 5,3 procent på årsbasis. Även om vi ibland har svårt att få siffrorna på kvartalsbasis att stämma överens med takten på årsbasis betraktar vi detta som ett olycksbådande tecken på fortsatt avmattning längre fram.

Kina: BNP



Kina: Industriproduktion



Även om första kvartalets tillväxt blev 7 procent, är detaljerna svaga

Data för mars månad bekräftar vårt intryck. I synnerhet industriproduktionen som minskade till 5,6 procent på årsbasis från 6,8 procent i februari, den lägsta siffran någonsin förutom korta perioder under den globala krisen och efterdyningarna efter Tiananmen-massakern. Tillväxttakten på månadsbasis föll också, men inte riktigt till den extremt låga nivån som i augusti i fjol. Investeringar i anläggningstillgångar fortsatte att mattas av, delvis till följd av nedgången i bostadspriser, till 13,5 procent på årsbasis hittills i år från 13,9 procent för januari-februari och 15,7 procent i december. Vårt försök att extrahera den faktiska tillväxttakten per månad från hittills under året antyder en tillväxt i mars på årsbasis på bara 13,1 procent, eller bara lite mer än halva takten vi såg så sent som för två till tre år sedan.

Trots avmattningen klarade sig detaljhandeln bra hela förra året och gav stöd för vår uppfattning att den länge efterlängtda ombalanseringen av den kinesiska ekonomin har tagit sin början. Ur det perspektivet är vi lite besvikna att se detaljhandeln minska till 10,2 procent på årsbasis (både nominellt och reellt) i mars. Svagheten i den inhemska efterfrågan stöds av importstatistiken, som varit konsekvent negativ på årsbasis sedan november i fjol. Exportstatistiken ser också svag ut men vi har mindre förtroende för uppgifterna om internationell handel då dessa de tenderar att vara kontaminerade av dolda kapitalflöden.

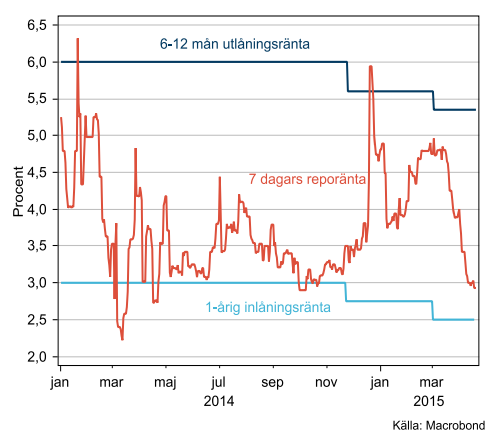
Fortsatt avmattning, stimulans och risker framöver

Den strukturella övergången till en mer hållbar tillväxtmodell har bara börjat. Därför tror vi att avmattningen i den kinesiska tillväxttakten kommer att fortsätta under både kommande kvartal och år. Regeringen kommer inte att göra en lika fullständig stimulansansträngning för att minska avmattningen nu som den gjorde 2009-10. Men vi har redan sett två räntesänkningar och en sänkning av nivåerna för bankernas reservkrav och vi tror att det kommer mer.

Inte lätt med penningpolitisk stimulans i Kina

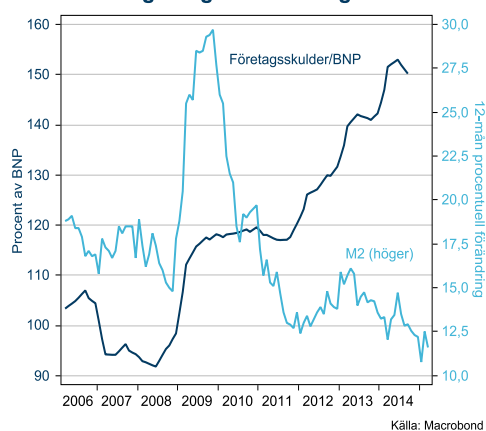
Men det är inte så lätt med penningpolitisk stimulans i Kina. Bankernas utlåningsräntor är nu väsentligen avreglerade, ändå är räntesänkningar bara till glädje för bankernas stora kunder vars räntor är avtalsmässigt bundna till de officiella räntorna. Centralbanken fokuserar istället alltmer på likviditeten i interbankmarknaden. Dess ansträngningar för att lindra stramheten i marknaden kan man se i nedgången på 200 räntepunkter i sjudagars reporänta sedan början på mars. Ännu viktigare är dock ansträngningarna att göra krediter tillgängliga för kunder, som t ex privata företagare, som inte får tillräcklig hjälp av de större statliga bankerna. Detta visar sig vara mycket svårare, vilket man t ex kan se i avmattningen av M2-penningmängden.

Kina: Räntor



Källa: Macrobond

Kina: Penningmängd och företagsskuld



Källa: Macrobond

Finansiella risker verkar vara ordentligt begränsade

Stimulans skapar också risker. Företagsutlåningen har redan rusat i höjden till kusligt höga nivåer, i synnerhet med tanke på den negativa trenden gällande företagets vinster. Vinster som krävs för att betala tillbaka lånen. Riktad stimulans av bostadslån eller krediter till privata entreprenörer kan bidra till dessa risker. Hittills verkar kinesiska banker dock vara tillräckligt kapitaliserade för att kunna hantera ökningen av oreglerade fordringar som redan har börjat. Centralregeringen är också, som vanligt, redo att skrida in om större problem visar sig.

Kina om omvärlden

Medan de flesta valutor försvagats mot dollarn på senare tid har den kinesiska renminbin rört sig i motsatt riktning. Den framtida riktningen verkar oviss men för den kinesiska regeringen handlar det inte om växelkursen utan valutans framträdande ställning i internationella transaktioner. Den ökande användningen av renminbi har tilltagit igen och utvecklingen mot en tänkbar konverterbarhet tycks ha accelererat.

Ett annat och potentiellt viktigare initiativ är bildandet av den asiatiska infrastrukturbanken Asian Infrastructure Investment Bank (AIIB). Det är ett tydligt försök att utmana USA:s ställning som den globala ledaren i finansiella sammanhang. Hittills verkar Kina lyckas med att dra till sig internationellt stöd för det initiativet. Men som några har påpekat har storskaliga infrastrukturprojekt inte alltid varit bästa sättet att främja utvecklingen. För många utvecklingsländer kan det vara viktigare att importera kunskap än kapital. I det avseendet brister det fortfarande i Kina.

Knut Anton Mork, +47 2239 7181, knmo01@handelsbanken.no

Indien

Datarevidering lyfte tillväxten från 4,7 till 6,9 procent

En anpassning av nationalräkenskaperna till modern internationell standard lyfte tillväxten från 4,7 till 6,9 procent. Tyvärr fungerar inte datarevideringar i längden. För att permanent lyfta tillväxten måste premiärminister Modi åtgärda bristen på elektricitet och förenkla lagarna för markförvärv och arbetsmarknad.

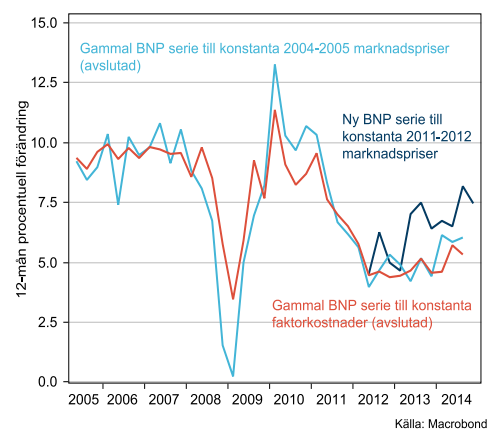
Revision av nationalräkenskaperna...

BNP växte med 7,5 procent (tolvmånadersförändring) i fjärde kvartalet 2014, vilket innebär att tillväxten i Indien nu är lika hög som i Kina. Frågan är om detta ska ses som en bekräftelse på att premiärminister Modi, som tillträdde i maj förra året efter att ha lovat föra en bättre ekonomisk politik, har lyckats rivstarta ekonomin? Nej, vi tror inte att detta är fallet. Snarare kommer tillväxtökningen från en datarevidering som bara borde ha påverkat tillväxten marginellt. Syftet med revideringen var att anpassa de indiska nationalräkenskaperna till modern internationell standard. BNP i fasta marknadspriser är nu det nya officiella måttet på ekonomisk tillväxt; en förändring från den tidigare standarden som använde BNP till fasta faktorkostnader. (BNP till marknadspris motsvarar BNP till faktorpris plus skatter minus subventioner.) Dessutom ändrades basåret från räkenskapsåret 2004-2005 till räkenskapsåret 2011-2012. Den nya reviderade kalkylen har också använt mer omfattande uppgifter om företagets verksamhet och nya undersökningar av konsumtionsutgifterna för hushåll och informella företag.

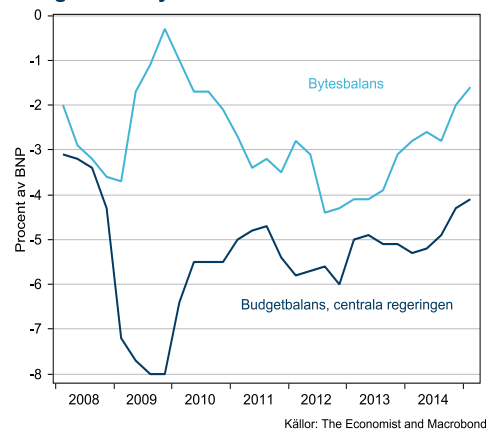
... lyfte tillväxten från 4,7 till 6,9 procent

Det indiska ministeriet för statistik meddelade att BNP efter utbytet av basår och bytet till BNP till marknadspris växte med 6,9 procent under räkenskapsåret 2013-2014. Med den gamla beräkningsmetoden skulle BNP ha vuxit med 4,7 procent under samma år.

BNP



Budget- och bytesbalans



Strukturella reformer behövs för att höja tillväxten

Tyvärr kan inte Indien förlita sig på revideringar för att lyfta tillväxten permanent. För att få upp tillväxten måste landet genomföra omfattande strukturella reformer samt upprätthålla disciplinen i finans- och penningpolitiken. Indiens utvecklingsstrategi är att locka fattiga lantarbetare till mer produktiva jobb med högre lön. Dock är utrymmet begränsat att följa Kinas exportinriktade tillväxtmodell. Den globala efterfrågan på konsumtionsvaror har avtagit och den tekniska utvecklingen har gjort tillverkningsindustrin mindre arbetsintensiv. Trots detta borde Indien kunna göra bättre ifrån sig. Landet har en IT-industri i världsklass, som bygger på högutbildad arbetskraft. Den är dock alltför liten för att kunna absorbera de 90-115 miljoner dåligt utbildade ungdomar som behöver ta sig in på arbetsmarknaden under de kommande tio åren. Bäst är förmodligen att försöka öka exporten av både tjänster och varor. Men för att uppnå detta mål, måste premiärminister Modi lansera strukturella reformer för att komma till rätta med bristen på elektricitet samt förenkla lagarna för markförvärv och arbetsmarknad. Sådana reformer är dock politiskt känsliga och motståndet är hårt.

Petter Lundvik, +46 8 701 3397, pelu16@handelsbanken.se

Sydostasien

Risker och möjligheter i balans

Förväntad åtstramning av Fed och en starkare amerikansk dollar har haft en negativ inverkan på många tillväxtmarknader på sistone. En möjlig ökning av den globala riskaversionen kan skapa problem också i Asien, även om olje- och råvaruprisernas fall är en positiv faktor och bör bidra till att balansera riskerna under 2015.

Avmattningen i tillväxtländerna i Asien bör vara tillfällig

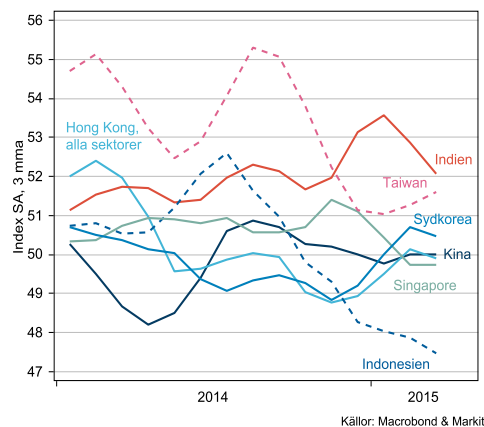
Åtstramningen av penningpolitiken i USA påverkar BNP-tillväxten på tillväxtmarknaderna i Asien eftersom det innebär mer stöd från amerikansk import i resten av världen

Penningpolitisk åtstramning i USA och skuldökning behöver bevakas

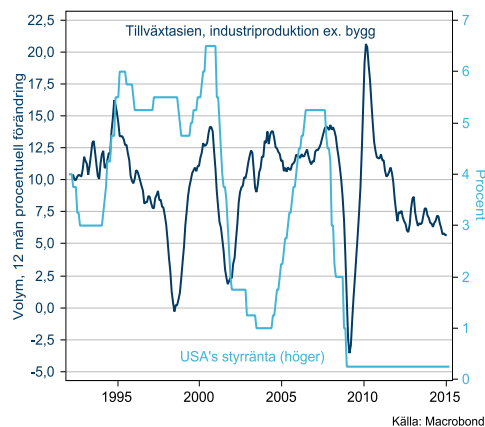
Inköpschefsindex för många av tillväxtländerna i Asien har pekat nedåt under första kvartalet 2015, där bara Taiwan uppvisar en liten ökning och Kina har stabila utsikter. Avmattningen i Asien kan visa sig bli tillfällig, med tanke på att det bör ske en återhämtning av tillväxten i USA under andra kvartalet, då arbetstvister i hamnar på västkusten och det hårda vintervädet inte längre påverkar handeln i USA samt att de kinesiska myndigheterna nu går över till åtgärder som stöder en måttlig tillväxt.

När Federal Reserves räntehöjning närmar sig kommer investerarna sannolikt att vara mer uppmärksamma på stabiliteten i externa och interna balanser, samt på de övergripande tillväxtutsikterna för vissa länder i Asien. Historiskt sett har den inledande fasen av stramare penningpolitik haft positiva effekter på BNP-tillväxten, eftersom det innebär att underskottet i den amerikanska bytesbalansen ökar och ger ett ökat stöd från amerikansk import i resten av världen. Bland dem som har drabbats under dessa perioder finns de ekonomier som är beroende av inflöden av flyktigt kapital för att finansiera bytesbalansunderskotten. De länder som är mest exponerade för tillväxt som styrs av USA och har externa överskott har normalt varit vinnare. NIC-länder i Asien (newly industrialised economies), Taiwan, Singapore, Sydkorea och Hongkong, finns i denna kategori.

Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin



Asiatisk industri och penningpolitik i USA



Räntehöjningscykeln i USA samt att noll-räntepolitiken har upphört leder normalt till ökad riskaversion och ett svagare inflöde av kapital

Globala investerare har visat sig vara mer riskaverta vid starten av en amerikansk räntehöjningscykel och när nollräntepolitiken upphör, trots att det finns gott om global likviditet till följd av de kvantitativa lättnaderna som ECB och Japans centralbank genomfört. Global penningpolitisk stimulans har varit den dominerande drivkraften för privata portföljinvesteringar till tillväxtmarknadsländer på senare år. Enligt Institute of International Finance (IIF) har den ökade volatiliteten på den amerikanska räntemarknaden, mot bakgrund av förväntad åtstramning av Fed och en starkare amerikansk dollar, haft en negativ inverkan på flödet av portföljinvesteringar till tillväxtmarknader i år. Samtidigt har många av tillväxtmarknaderna varit tvungna att hantera utmaningar till följd av betydande fall i olje- och råvarupriser, samt att världshandeln bidrar mindre till den globala ekonomiska tillväxten.

De tillväxtekonomier som i hög grad är beroende av extern finansiering löper den största risken

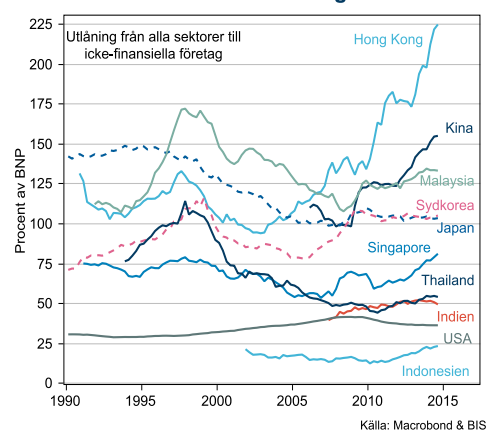
Skulderna i företagssektorn har ökat snabbt på senare år i vissa länder i Asien ...

... inklusive i Kina, vilket ökar risken i regionen som helhet

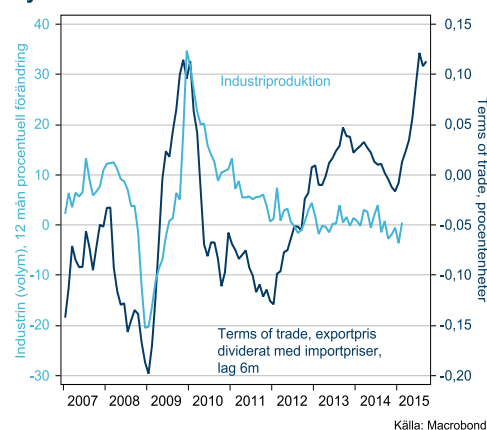
Störst risk löper de tillväxtekonomier som är integrerade på internationella finansmarknader samt har en stor exponering för extern finansiering. Den utsträckning i vilken inhemska värdepapper ägs av utländska investerare spelar också roll i att fastställa hur en ekonomi reagerar på en ökad riskaversion och att kapitalflödena avtar. Dessutom innebär den starka amerikanska dollarn en utmaning för tillväxtmarknaderna eftersom den ökar en skuldnoterad i dollar, sänker råvarupriserna och stryker inflödena av kapital.

Hur valutor och obligationsräntor i tillväxtländer reagerar på den starka amerikanska dollarn beror på graden av politiskt ingripande. Relativt oflexibla växelkurssystem löper mindre risk än de mer flexibla. Länders sårbarhet förklarar en stor del av skillnaderna. I termer av bytesbalansunderskott är Indonesien sårbart, men ser man på den totala skuldkvoten ser det ganska bra ut. De flesta ekonomier i Asien har bytesbalansöverskott och är därmed mindre exponerade för högre amerikanska räntor och starkare dollar. Trots detta har skulderna i företagssektorn vuxit snabbt under senare år i Kina, Hongkong, Malaysia och Singapore. Enligt statistik från BIS gällande utländska bankers krav på ekonomier i Asien, är exponeringen för en låntagare med medellånga lån omkring 300 procent av BNP i Hongkong och 60 procent i Malaysia. Resten av ekonomierna ligger mellan Taiwans 43 procent och Kinas 13 procent. Siffrorna är bara en indikation på extern risk eftersom de inkluderar inhemska lån samt lån i utländsk valuta vilka emitterats inom landet av internationella banker med verksamhet i landet. Det är dessa ekonomier, där både företag och hushåll har stora skulder, samt en betydande exponering för externa skulder, som bör bevakas om den globala riskaversionen ökar. Att Kina finns bland de mindre balanserade ekonomierna i fråga om sin skuldbörda, lägger till en systemriskkomponent i denna Kinaberoende region.

Kredit till icke finansiella företag



Syd Korea: Handel och industri



Lägre råvarupriser en viktig positiv faktor i regionen

Även om Federal Reserve höjer räntorna i år, vilket gör det dyrare att betala av lån som är noterade i dollar, är det kraftiga fallet i olje- och råvarupriser en viktig positiv faktor för regionen som helhet. Lägre oljepriser har bidragit till att dämpa inflationsförväntningarna och centralbankerna i flera länder i Asien, t.ex. Indien, Thailand, Sydkorea och Indonesien, har gått över till en lättare penningpolitik, vilket i sin tur lett till lägre obligationsräntor i de flesta av länderna.

Betydande förbättring av bytesförhållandet tyder på ökad ekonomisk aktivitet

Nettoimportörer av råvaror i Asien, särskilt av råolja och petroleum, har fått se en snabb och betydande förbättring i bytesförhållandet (exportpriser i förhållande till importpriser). Ser man på bytesförhållandet och aktivitetsindikatorer som industriproduktion och expertdata, som total BNP, finns det skäl att vara optimistisk. Lägre råvarupriser förbättrar bytesbalansen för nettoimporterande länder i Asien och stärker statens finanser, eftersom det möjliggör ett slut på oekonomiska subventioner och skapar utrymme för skattereformer. Det ger den offentliga sektorn mer pengar till infrastrukturinvesteringar, vilket i flera länder i Asien är av stor vikt för att skapa produktivitetssökningar. För den vanliga konsumenten i Asien fungerar lägre olje- och bränslepriser som en välkommen skattesänkning.

Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tiina.helenius@handelsbanken.fi

Brasilien

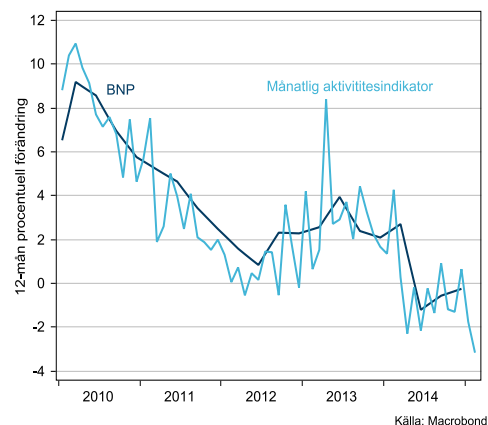
Från recession till politisk och statsfinansiell kris

Recessionen har fått fäste i Brasilien vilket skapar ett ytterligare tryck på statsfinanserna. Det krävs direkta åtstramningsåtgärder och strukturella reformer. Tyvärr hindrar den politiska krisen den nya regeringens förmåga att reagera och en nedgradering från ratinginstituten till under "investmentgrad" hotar. Det skulle förvärra recessionen ytterligare.

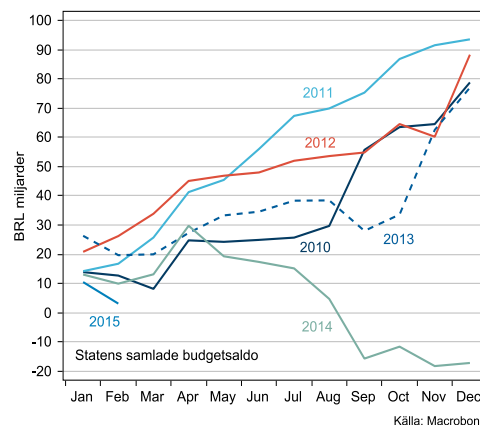
Recessionen kommer inte att försvinna under den närmaste tiden

Recessionen har fått fäste i Brasilien. BNP ökade något på kvartalsbasis under tredje och fjärde kvartalet i fjol, men det var främst på grund av en metodförändring i BNP-statistiken. Samtidigt har den årliga tillväxttakten varit negativ sedan andra kvartalet i fjol. Eftersom den kvartalsvisa tillväxten med största sannolikhet har blivit negativ igen under första kvartalet i år, ser BNP-tillväxten för 2015 i dess helhet ut att bli negativ, -1 procent. Det främsta skälet till att nedgången fortsätter är den stramare finanspolitiken, högre räntor då inflationen är fortsatt hög, bristen på reformer på arbetsmarknaden, dämpat förtroende hos hushåll och företag samt politisk ovisshet. Tillväxten kommer nog att bli mer än noll kommande två år när motvinden gradvis börjar avta. Men de flesta problemen kommer inte att försvinna helt och eftersom det är svårt att precisera de nya faktorer som skulle kunna dra igång tillväxten på nytt, kommer BNP-ökningen sannolikt att landa kring 1 procent 2016 och inte överstiga 2 procent 2017, mycket lägre än normen för ett par år sedan.

Recessionen har kommit för att stanna



Försämring av de offentliga finanserna



Statsfinanserna behöver verkligen konsolideras

Statsfinanserna försämrades inför valet i fjol. Den fortsatta och förvärrade recessionen tyngder statsbudgeten ytterligare eftersom skatteintäkterna dyker medan kostnaderna stiger brant. Det behövs en konsolidering av statsfinanserna för att återupprätta förtroendet hos hushåll och företag för ökad privatkonsumtion och investeringar. Men det kanske är ännu viktigare att återupprätta förtroendet hos ratinginstitut och placerare. Standard & Poor nedgraderade Brasilien till under investmentgrad i mars 2014, Fitch bedömer Brasilien bara ett snäpp från icke-investment grad och har nyligen placerat landet på negativ bevakning. Ännu en nedgradering av Brasilien skulle med stor sannolikhet trigga tilltagande kapitalflykt då många utländska placerare inte längre skulle få rätt att placera i brasilianska tillgångar. Det skulle sätta ytterligare tryck på inhemska aktier och realen. Det skulle dessutom få negativ effekt på realekonomin då en nedgradering kommer att försvåra både de offentliga och privata sektorernas möjligheter att få finansiering. Kom ihåg att den goda ekonomin under åren både före och efter den finanskrisen till stor del drevs på av (utländsk) kredit.

Utmanande politisk miljö

Tyvärr är den politiska miljön en stor utmaning, vilket inte bådar gott för något genomförande av finanspolitisk åtstramning. Petrobras korruptionsskandal har spridit sig till det brasilianska parlamentet och det har visat sig vara svårt för den nya regeringen att få kongressen att godkänna ny lagstiftning. Samtidigt har det varit mycket demonstrationer mot den nuvarande regeringen, korruption och neddragningar av bidrag.

Bjarke Roed-Frederiksen, +45 4679 1229, bjro03@handelsbanken.dk

Östeuropa

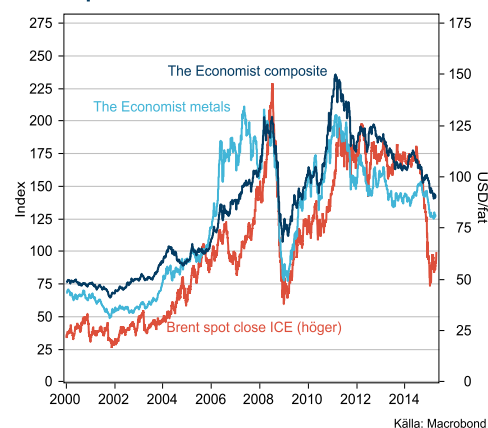
Monetär flodvåg stimulerar finansmarknaderna

Utsikterna för Östeuropa har inte förändrats nämnvärt under de senaste månaderna. Medan Ryssland fortfarande kan se fram emot ett avsevärt fall i den totala produktionen i år verkar såväl Baltikum som Centraleuropa att kunna fortsätta expandera både i år och nästa år. Trots avsaknaden av dramatiska nyheter vad gäller realekonomin har finansmarknaderna bjudit på rejäla uppgångar. Detta är i huvudsak ett resultat av ECB:s tillgångsköp samt Feds tendens att skynda långsamt med omläggningen av penningpolitiken i USA.

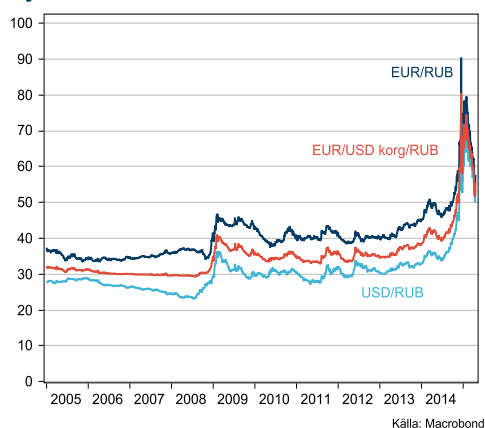
Prognoserna för reala ekonomin ganska oförändrade

De ekonomiska prognoserna för länderna i Central- och Östeuropa har i stort sett utvecklats sidledes de senaste månaderna. Från ett fågelperspektiv är bilden av de olika ekonomierna ganska oförändrad. För Rysslands del räknar vi och andra med en rejäl nedgång av reala BNP i år och en mycket långsam återhämtning därefter. Prognoserna för i år har visserligen justerats upp något givet studsens uppåt i oljepriserna men de underliggande trenderna är fortsatt mycket nedslående. Så länge som råvarupriserna stannar runt dagens nivåer lär Ryssland underprestera under många år framöver.

Råvarupriser



Ryssland: Växelkurser



Ryska tillgångspriser upp efter blygsamma uppgångar för oljan

Trots dessa avslagna framtidsutsikter har ryska tillgångspriser tagit rejäla kliv uppåt. Uttryckt i dollar bottnade aktiepriserna i slutet av förra året och har sedan stigit kraftigt. Visserligen har börsen långt kvar till de nivåer som rådde innan Ukraina-krisen men det ser mycket bättre ut nu än i slutet av fjolåret. Rysslands dollar- och euro-denominerade statsobligationer har också gjort en resa uppåt. Samma gäller för rubeln som stadigt stärkts under de senaste två månaderna. Vad ligger bakom dessa prisuppgångar? Återhämtningen i oljepriserna är självklart en viktig faktor. Därutöver har ECB:s tillgångsköp samt Feds uppenbara tvekan att strama åt penningpolitiken stimulerat riskaptiten generellt på finansmarknaderna. Ryska tillgångar ses förstås som riskfyllda men har också blivit mycket billiga ur ett konventionellt värderingsperspektiv. Slutligen har antagligen det senaste avtalet i Minsk i februari för att trappa ned konflikten i Ukraina också spelat en viss roll.

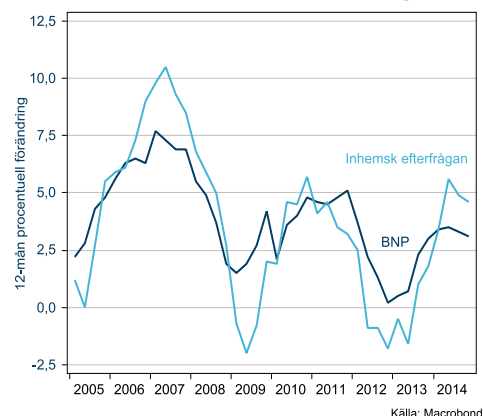
För tidigt att byta uppfattning om ryska investeringar

Det är knappast överraskande att finansmarknaderna reagerat positivt på centralbankernas politik. Reaktionen på marknaderna är ju i själva verket, från centralbankernas perspektiv, en kanal genom vilken man kan påverka realekonomin. I kombination med den modesta uppgången i oljepriserna har uppenbarligen vissa investerare dragit slutsatsen att det är dags att öka exponeringarna mot Ryssland igen. Ett välkänt citat från John F Kennedy säger en hel del om läget: "a rising tide lifts all boats". Det är dock för tidigt att byta uppfattning vad gäller de underliggande trenderna. Frågan är snarare vad som händer när det monetära tidvattnet vänder och likviditeten minskar för Rysslands del. Vi skulle i vilket fall som helst inte överdriva betydelsen av det mera positiva stämningläget på marknaderna.

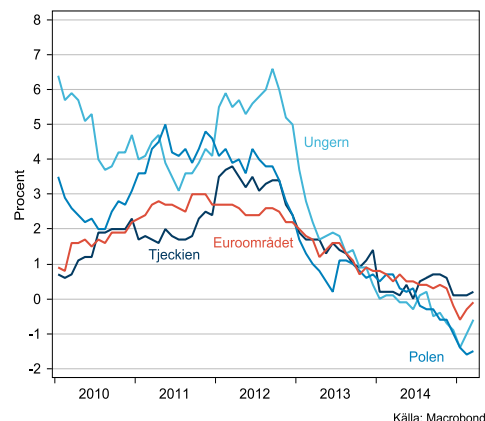
EU:s medlemsländer
i bättre form

För EU:s östra flank ser det däremot ganska bra ut. De flesta länder i denna grupp växer på i god takt även om det handlar om måttlig tillväxt jämfört med årtiondet innan finanskrisen. Dessa länder är stabila och har goda förutsättningar för fortsatt expansion. Situationen i Ryssland är självklart en negativ faktor som påverkar en del exportföretag men det finns andra faktorer som kompenserar för detta. Låga oljepriser, låga räntor och förbättrade utsikter för euroområdet är externa omständigheter som påverkar i positiv riktning. Internt kan de flesta länder även ståta med relativt låg skuldsättningsgrad och stabila offentliga finanser. Mot denna bakgrund torde den inhemska efterfrågan fortsätta driva ekonomierna framåt. Detta innebär väsentligt högre tillväxt i genomsnitt än i euroområdet.

Polen: Real BNP och inhemska efterfrågan



Centraleuropa: Inflation

Fallande priser ett
resultat av globala
faktorer

Liksom euroområdet befinner sig flera av regionens ekonomier i en situation med fallande prisnivå. Detta bör emellertid inte tolkas som ett uttryck för ett överskott av ledig kapacitet i ekonomin. Löneökningstakten ligger på komfortabelt avstånd från nollstrecket, speciellt i de baltiska länderna. Fallet i inflationen avspeglar framför allt den globala situationen, inte minst de låga energipriserna och deflationstendenserna i euroområdet. De lokala centralbankerna har inte desto mindre dragit sitt strå till stacken i kampen mot deflationsspöket och sänkt styrrentorna. Samtidigt kompliceras situationen av ECB:s tillgångsköp som ökat efterfrågan på regionens valutor, vilket tenderar att ytterligare trycka ned inflationen genom lägre importpriser.

Zlotyn och forint
stärkta av ECB

Både zlotyn och forint har stärkts avsevärt under den senaste tiden. Om denna trend fortsätter är det inte säkert att de lokala räntorna har bottnat. I de länder som nu deltar i eurosamarbetet är situationen en annan. De kan inte värja sig mot den monetära flodvägen. Oavsett hur ECBs penningpolitik passar det lokala ekonomiska landskapet så måste de anpassa sig. Exporten påverkas naturligtvis positivt av den ökade efterfrågan i Västeuropa som väntas bli resultatet av ECB:s insatser samtidigt som konsumtion och investeringar stimuleras på hemmaplan. Det finns ingen risk för överhettning för närvarande men man måste ändå fråga sig hur lämpligt detta är ur ett inhemskt perspektiv.

Real BNP i utvalda länder (procentuella förändringar)

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Estland	1,6	2,1	2,1	2,9	2,7
Lettland	4,2	2,4	2,2	3,2	2,9
Litauen	3,3	2,9	2,4	3,4	3,0
Tjeckien	-0,7	2,0	2,5	2,8	2,7
Ungern	1,5	3,6	2,5	2,3	2,5
Polen	1,7	3,3	3,5	3,6	3,4
Slovakien	1,4	2,4	2,7	3,1	2,9
Ryssland	1,3	0,6	-4,0	0,5	1,0

Källor: Officiell statistik och prognoser från Handelsbanken

Gunnar Tersman, +46 8 701 2053, gute03@handelsbanken.se

Sverige

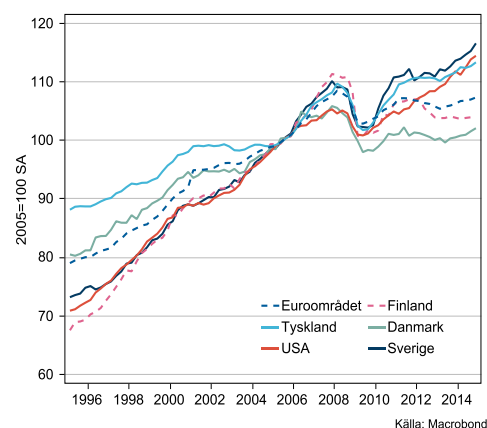
Inte mycket ledig kapacitet i arbetsmarknaden

Mot bakgrund av den måttligt starka återhämtning som euroområdet nu verkar stå inför och fortsatt stabil inhemsk efterfrågan räknar vi med starkare svensk tillväxt i år. I takt med bristen på ledig kapacitet blir mer påtaglig räknar vi med att tillväxten relativt snart mattas av något igen. I och med att kapacitetsutnyttjandet stiger kommer Riksbanken längre fram vara tvungen att vidta åtgärder för att dämpa efterfrågan. Arbetsmarknadens bristande flexibilitet verkar till stor del vara en reflektion av strukturella problem som borde hamna högt på dagordningen. Tyvärr ser vi inte mycket som tyder på leverans från politikerna.

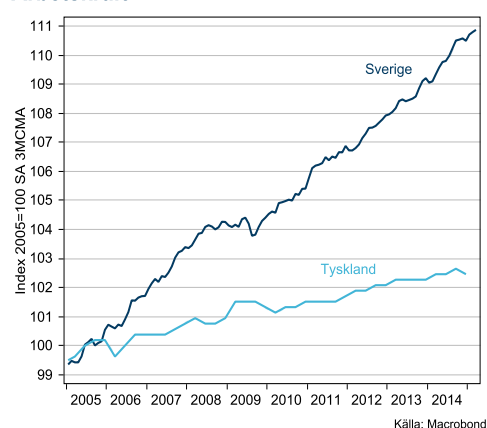
Lång tid med stark tillväxt i Sverige

Den svenska ekonomin har varit en av de starkaste i Europa under en lång period. Stram finanspolitik, strukturella reformer och kraftig tillväxt i arbetskraften har utgjort grunden för de svenska framgångarna. Sverige har lyckats bättre än många andra länder, inklusive några av de närmaste grannländerna. Under det senaste årtiondet har Sverige till och med lyckats med bedriften att utvecklas något starkare än Tyskland, euroområdets ekonomiska nav.

Real BNP



Arbetskraft



Inhemsk efterfrågan en viktig drivkraft

De två länderna har många saker gemensamt men också saker som särskiljer dem. Under de senaste tio åren har Sverige haft mycket högre arbetskraftstillväxt än Tyskland. De svenska hushållens tendens att skuldsätta sig och inom bostadsmarknaden är en annan svensk specialitet. Under perioden efter den globala finanskrisen har Tyskland å andra sidan varit mer framgångsrikt på exportsidan. Lite förenklat skulle man kunna säga att medan Sverige drivits av inhemsk efterfrågan så har Tyskland drivits av nettoexporten.

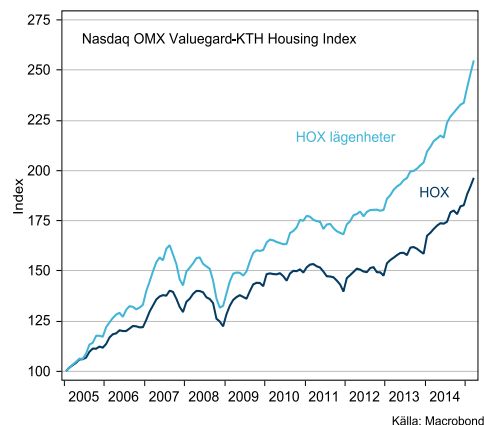
Försvagad krona ger stöd för exporten

I år verkar dock den svenska exporten kunna utvecklas starkare. Mot bakgrund av allt högre aktivitet i den amerikanska ekonomin och en begynnande återhämtning i Europa väntas exportföretagen få mer vind i seglen. Efterfrågeläget är inte det enda. Den svaga kronan i kölvattnet efter Riksbankens negativa styrränta har stärkt den svenska konkurrenskraften. Den reala effektiva växelkursen är nu tillbaka till nivåer som inte observerats sedan krisen och torde av allt att döma vara undervärderad i ett långsiktigt perspektiv.

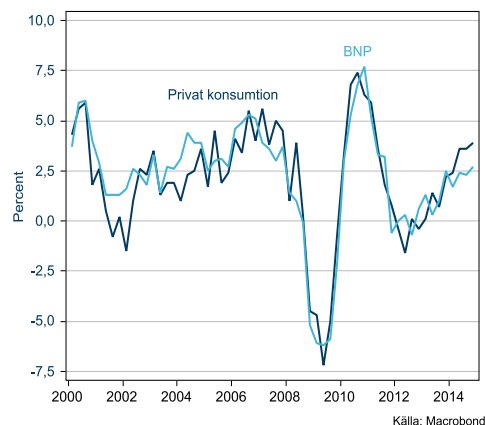
Hushållens aptit på bolån och bostäder kvarstår

Samtidigt förväntas konsumtionen och investeringarna växa i ungefär samma takt som förra året. Trots myndigheternas ansträngningar för att dämpa kreditefterfrågan bland hushållen kvarstår deras aptit på bolån och bostäder. Kausaliteten mellan bostadsefterfrågan och krediter är dubbelsidig. Stigande bostadspriser är inte enbart ett resultat av alltför generösa villkor på kreditmarknaden, de leder också till förmögenhetseffekter, vilka i sin tur genererar stigande konsumtion och därigenom tillväxt. Så länge som ränteläget är kvar på dagens extremt låga nivå och hushållen upplever att det finns hög efterfrågan på arbetskraft så kommer konsumtionen kvarstå som en viktig drivkraft. Det gäller hela prognosperioden.

Sverige: Bostadspriser



Sverige: Konsumtion och BNP



Företagen har starka finanser

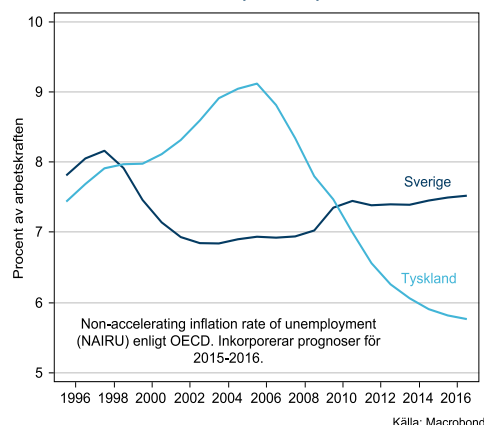
Investeringarna förväntas också bidra till tillväxten. Samtidigt som efterfrågan utomlands är på väg upp så fortsätter den inhemska ekonomin att utvecklas starkt. Företagen är generellt lönsamma, väl kapitaliserade och kan därför expandera när så möjligheter erbjuds. Effekterna av de låga räntorna och den svaga kronan är svårare att bedöma och beror till stor del på hur länge den nuvarande situationen kan väntas bestå. Dessa olika variabler är förstås inte orelaterade till varandra. Medan en högre tillväxt i omvärlden kan förväntas resultera i högre räntor globalt så torde ökad aktivitet i Sverige, oavsett källan, påverka den reala växelkursen och inflationen och därigenom också det inhemska ränteläget.

Arbetsmarknaden är stramare än man kan tro

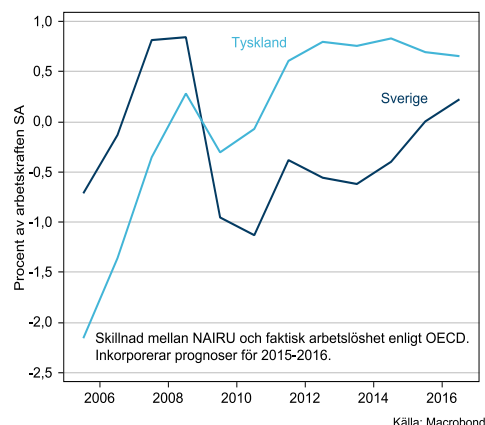
Stramare arbetsmarknad en grogrund för löneökningar

Det är i detta sammanhang arbetsmarknaden har en central roll. Vid ett första påseende skulle arbetsmarknadsläget kunna tolkas som att det fortfarande finns en hel del ledig kapacitet, en syn som vissa politiker tycks omfatta. Gräver man lite djupare är det dock rimligare att anta att arbetsmarknaden lider avsevärda strukturella problem och att arbetslösheten förmodligen redan har pressats ned under jämviktsnivån. Detta skulle innebära att det finns en grogrund för löneökningar och i förlängningen också högre inflation, något som på sikt kan förväntas ställa till det för Riksbanken.

Jämviktsarbetslöshet (NAIRU)



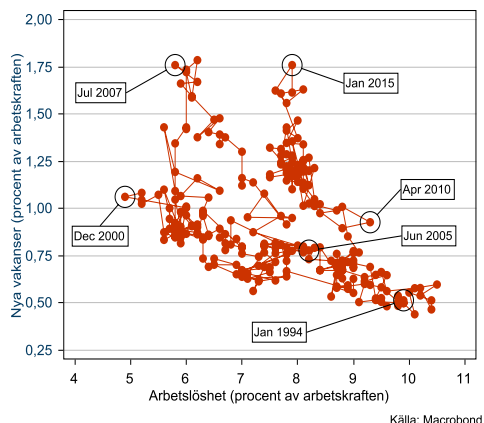
Arbetslöshetsgap



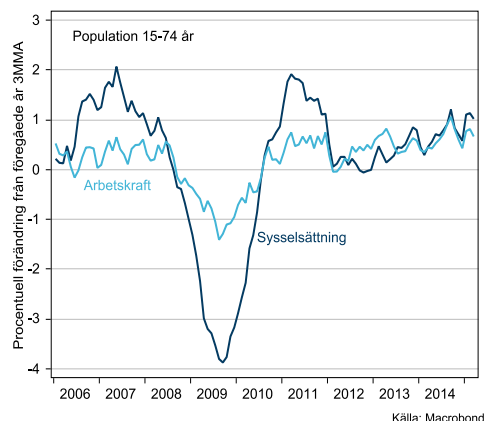
Strukturproblem bakom den höga arbetslösheten

Ekonometriska studier pekar på att NAIRU (non-accelerating inflation rate of unemployment) är fast på ganska höga nivåer i Sverige. Att döma av hur estimaten utvecklats över tid verkar det rent av som att arbetsmarknaden har genomgått en strukturell försämring över tiden sedan den globala finanskrisen. Denna utveckling avviker markant från det man kunnat observera i Tyskland där de s.k. Hartz-reformerna bidragit till att förbättra arbetsmarknadens funktionssätt. Trots den tidigare regeringens införande av jobbskatteavdrag för att stimulera arbetsutbud och sysselsättning verkar arbetsmarknaden alltså fungera sämre nu än tidigare. Vad ligger bakom denna försämring?

Sverige: Beveridge-kurva 1994-2014



Sverige: Arbetskraft och sysselsättning



Beveridgekurvan mäter effektiviteten på arbetsmarknaden

Man behöver inte enbart förlita sig på teoretiska konstruktioner som NAIRU för att finna argument för ståndpunkten att något är inte fungerar som det ska på den svenska arbetsmarknaden. Det är tydligt att det blivit svårare att matcha tillgängliga jobb med de arbetslösa. Genom att se på förhållandet mellan arbetslöshet och vakanser - den s.k. Beveridgekurvan - får man ett mått på hur effektivt arbetsmarknaden allokerar tillgängliga arbetskraftsresurser.

Arbetsmarknaden och vakansgraden negativt relaterade

Låg arbetslöshet i kombination med få vakanser innebär att arbetsmarknaden fungerar bra på att matcha arbetssökande med jobb. Om så är fallet kommer Beveridgekurvan att ligga nära det nedre vänstra hörnet i diagrammet. Arbetslösheten kan förstas fortfarande variera över tiden. En lågkonjunktur brukar innebära hög arbetslöshet och få vakanser. Under en högkonjunktur brukar det omvända råda. Om arbetsmarknaden är välfungerande så finner vi dock inte lägen där både arbetslösheten och vakansgraden är höga.

Fortsatt alltför små löneskillnader

Den svenska Beveridgekurvan har skiftat utåt, uppåt och till höger, över tiden. Samtidigt som arbetslösheten är hög är det svårt för företagen att fylla lediga jobb med kvalificerade sökande. Denna utveckling är inte överraskande. Trots att arbetskraften tenderar att bli allt mer heterogen så är lönespridningen fortsatt betydligt mindre i Sverige än i många viktiga konkurrentländer. En stor del av arbetskraften - med fel eller otillräcklig utbildning - är helt enkelt inte konkurrenskraftig i en arbetsmarknad som fortfarande kännetecknas av centralt bestämda löner och oflexibla kollektivavtal. För att arbetsmarknaden skall fungera effektivt måste lönestrukturen reflektera variationen av produktiviteten i arbetskraften i mycket större utsträckning än den gör idag.

Sverige: Arbetsmarknadsindikatorer baserad på födelseplats (25-74 år)

	2010	2011	2012	2013	2014
Arbetslöshet (procent av arbetskraften)					
Sverige	4,6	3,7	3,9	3,8	3,7
Utlandet	14,3	14,0	14,0	14,3	14,0
Sysselsättning (procent av befolkningen)					
Sverige	72,5	73,1	73,1	72,8	72,9
Utlandet	58,8	60,1	61,0	61,8	63,0
Labour force (procent av befolkningen)					
Sverige	75,9	75,9	76,0	75,7	75,8
Utlandet	68,6	69,9	70,9	72,1	73,3

Källa: Statistiska Centralbyrån (AKU)

Invandring en viktig faktor bakom ökad arbetskraft

Vad beror då den ökade heterogeniteten på? Sverige har upplevt mycket starkare tillväxt i arbetskraften och sysselsättningen än de flesta jämförbara europeiska länder under många år. Denna tillväxt har framför allt genererats via invandring. Att så är fallet behöver i sig självklart inte innebära att arbetskraften blir mer heterogen. Om invandrad arbetskraft har samma utbildningskvalifikationer som den inhemska så är förmodligen inte effekterna på

arbetsmarknaden lika stora. Vi har tidigare kunnat observera hur ganska stora volymer av utländsk arbetskraft kunnat tillkomma utan större friktion och många gånger är det nog så idag också. Vissa grupper, exempelvis invandrare från Östeuropa, har ju inte haft några större svårigheter att etablera sig på den svenska arbetsmarknaden.

Statistiken pekar på betydande problem för utrikes födda

Detaljerad statistik pekar inte desto mindre på avsevärda problem. Jämför man nyckeltalen för inrikes och utrikes födda finner man stora skillnader i alla åldersgrupper. Arbetslösheten är betydligt högre i den senare population samtidigt som förvärvsintensiteten är lägre. Det finns inget som tyder på någon större förbättring under senare år. Snarare är det slående hur stabila dessa nyckeltal är över tiden. På samma sätt finner man betydande skillnader när man disaggregerar arbetskraften utifrån utbildningsnivå. Lågutbildade har väsentligt sämre chanser på arbetsmarknaden än de mer meriterade. Sverige är dock inte unikt i detta avseende. Andra länder, inklusive USA vars arbetsmarknad vanligtvis uppfattas som mycket mer flexibel än den svenska, har också upplevt en försämring vad gäller matchningen på arbetsmarknaden sedan finanskrisen.

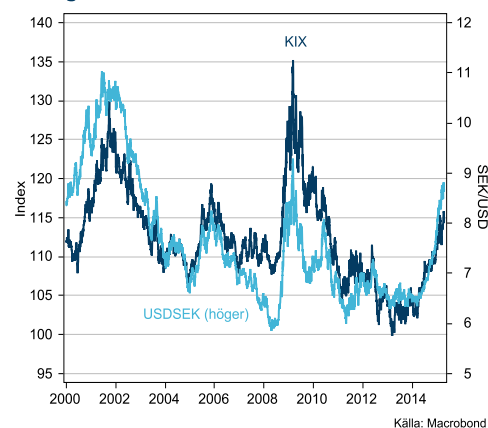
Arbetsmarknaden behöver reformeras

Även om problemen på arbetsmarknaden naturligtvis är komplexa och förmodligen beror på en rad ömsesidigt relaterade faktorer är det svårt att inte dra slutsatsen att det är dags för en ny runda av reformer. Den traditionella svenska modellen - baserad i stor utsträckning på centraliserad lönelönesättning och omfattande regelverk som höjer trösklarna för att anställa ny arbetskraft - rimmar dåligt med utvecklingen mot en alltmer kunskapskunskapsbaserad och globaliserad ekonomi. För att arbetsmarknaden skall fungera bättre måste politikerna ta initiativ som både ökar flexibiliteten och bättre premierar utbildningsinvesteringar.

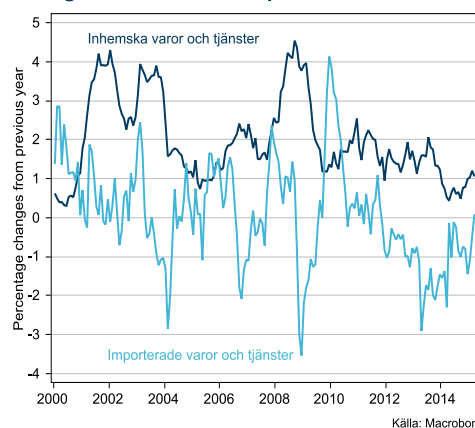
Fertil jordmån för högre löner

För närvarande är en stor del av de kroniskt arbetslösa utestängda från arbetsmarknaden. Detta innebär naturligtvis problem för de som drabbas. Men det minskar också potentiell BNP, vilket över tiden innebär svagare offentliga finanser. Att NAIRU hamnat på en så hög nivå är också något som Riksbanken har att förhålla sig till. Om ekonomin utvecklas som vi tror kommer kapacitetsutnyttjandet snart upp på sådana nivåer att det uppstår en press uppåt på löner och priser. I sådana lägen utgör naturligtvis såväl import av varor och tjänster som ökad immigration från andra delar av Europa något av en säkerhetsventil men det räcker knappast för att helt stävja dessa tendenser. Ser man till historiska data är det i själva verket påfallande hur starkt samband det är mellan löner å ena sidan och arbetsmarknads-läget å den andra.

Sverige: KIX och USDSEK



Sverige: Inhemsk och importerad inflation



Högre importpriser efter kronförsvagning

Svagare krona leder till högre inflation

I en öppen ekonomi som den svenska är naturligtvis inte det inhemska efterfrågetrycket den enda variabeln att ta hänsyn till. Hur ligger det till med den importerade inflationen? Den försvagade kronan har både direkta och mer indirekta effekter. På lite längre sikt stimuleras exporten av företagets förbättrade konkurrenskraft och lönsamhet. Även om detta självklart också påverkar ekonomin i stort så sker detta med viss fördröjning. En svagare krona har också mer direkta effekter via högre importpriser. I detta sammanhang är det främst den

nominella effektiva växelkursen som räknas och inte enbart hur kronan utvecklas gentemot euron. Riksbankens KIX-index är ett mått som utvecklats med just detta i åtanke. Det är viktigt här att poängtera att även om kronan är stabil vis-a-vis euron så kan den försvagas i KIX-termer om dollarn samtidigt stärks generellt.

Inflation utomlands skulle ge draghjälp

Växelkursutvecklingen är viktig men förtäljer inte hela historien. Prisutvecklingen i Sveriges viktigaste handelspartners är också en viktig aspekt av inflationsprocessen. För närvarande är utsikterna för stigande inflation tämligen begränsade, inte minst i euroområdet som ju kännetecknas av stora negativa BNP-gap på de flesta håll. I flera stora ekonomier ser vi dock en situation som påminner om Sveriges. I USA, Tyskland och Storbritannien börjar vi se brist på arbetskraft och i dessa ekonomier räknar vi med ökat tryck uppåt på lönerna. I takt med ökat inflationstryck i USA är det också rimligt att räkna med en fortsatt förstärkning av dollarn, vilket skulle kunna ha avsevärda effekter på importpriserna i Sverige.

Viktigt att påverka nästa avtalsrunda

Den svagare kronan har alltså både direkta och mer dynamiska effekter. Signaleffekten är också viktig. Genom att medverka till en nedpressad kronkurs sänder Riksbanken en signal till marknaden att man menar allvar med inflationsmålet. Det är inte minst viktigt med tanke på den kommande avtalsrörelsen. Kronförsvagningen höjer inflationsförväntningarna i en miljö där arbetsmarknadens parter under en tid vant sig vid mycket modesta prisökningar. Riksbanken vill rimligtvis påverka lönebildningen i en riktning och omfattning som anses konsistent med en inflationsbana som är förenlig med det officiella mandatet. Mot bakgrund av hur vinsterna i exportföretagen borde påverkas av den svaga kronan borde inte detta vara alltför svårt att åstadkomma.

Riksbanken i färd med att komma ikapp

Inget problem om Riksbanken väntar för länge

Efter att ha tittat lite närmare på inflationsutvecklingen i Sverige är det nu dags att avsluta med en diskussion om Riksbankens penningpolitik. Även om det nu finns förutsättningar för en acceleration av löner och priser, utifrån såväl läget på arbetsmarknaden som effekterna av den svaga kronan, så tror vi att Riksbanken väljer att agera långsamt. Förmodligen finns det en tendens att låta penningpolitiken vara expansiv i överkant. Riksbanken har utan tvivel underskattat deflationstrycket ganska länge. I det avseendet skulle man kunna säga att Riksbanken befinner sig i gott sällskap. Fristående analytiker, inklusive vi själva, har också gjort felaktiga prognoser. Kritiken från centralbankskollegor under senare tid spelar också in.

Ingen höjning förrän andra kvartalet 2016

Mot denna bakgrund tror vi på en ytterligare sänkning av reporäntan redan nästa vecka. Efter det kommer Riksbanken rimligtvis avvakta och vilja se hur ovanstående faktorer påverkar inflationsutfallen. Effekterna av den starkare dollarn kommer snart bli mer synliga medan det tar längre tid för det inhemska pristrycket att manifestera sig. Riksbanken kommer troligtvis börja med att montera ned tillgångsköpen innan man rör styrräntan. Vi tror en första höjning dröjer till andra kvartalet 2016. Under tiden är det möjligt att Riksbanken också överväger direkta interventioner i valutamarknaden istället för den mer indirekta ansatsen via räntorna. Detta har prövats med framgång i andra länder, däribland Schweiz, som befunnit sig i liknande omständigheter.

Gunnar Tersman, +46 8 701 2053, gute03@handelsbanken.se

Norge

Risk för negativa överraskningar

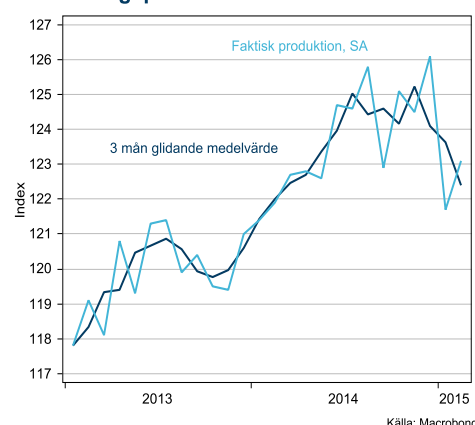
Vi ser tydliga tecken på att ekonomin saktar av snabbare än vad Norges Bank räknat med. Oljerelaterade aktiviteter, både förväntade och faktiska, är på nedåtgående. Dessutom finns det tecken på negativa spridningseffekter. Arbetsmarknaden tycks försvagas snabbare än vad Norges Bank räknat med. Slutligen har både konsument- och bostadspriser överraskat centralbanken på nedsidan. Vi förväntar oss en räntesänkning i maj, men Norges Bank kan mycket väl vänta tills i juni.

Långsammare tillväxt i den reala ekonomin; risk på nedsidan

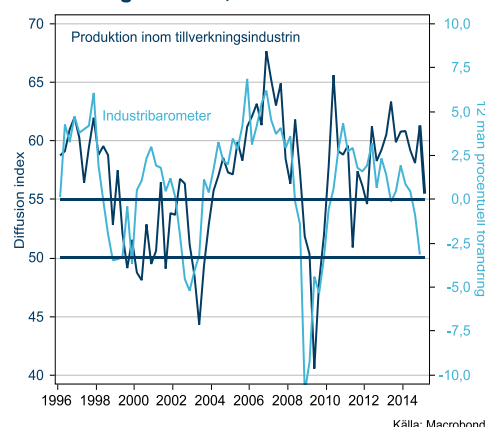
Produktiviteten i tillverkningsindustrin har kollapsat; pådrivet av oljeindustrin

Enligt Norges Banks prognos kommer fastlandsekonomin att expandera med 0,3-0,4 procent per kvartal under första halvåret 2015. Vi ser risker på nedsidan i de utsikterna, med tanke på kollapsen i oljerelaterade branscher. Produktiviteten i tillverkningsindustrin står inför en nedgång på 2 procent under första kvartalet; en betydande förändring jämfört med förra året då produktiviteten i tillverkningsindustrin ökade med 1,1 procent per kvartal. Nya order till sektorerna som levererar till oljeindustrin har gått ned påtagligt, vilket får oss att tro att detta bara är början på en fortsatt avmattning i tillverkningsindustrin. Bakgrunden till de utsikterna borde vara välkända eftersom investeringsaktiviteten på kontinentalsockeln står inför betydande nedgångar under de närmaste åren. Det är inget lokalt fenomen, eftersom man förväntar sig kraftiga minskningar även inom petroleuminvesteringar.

Tillverkningsproduktion



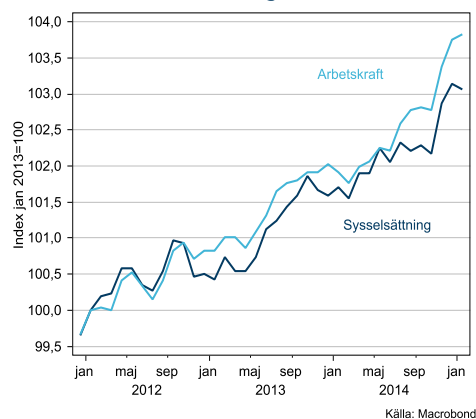
Tillverkningsindustri, barometrar nedåt



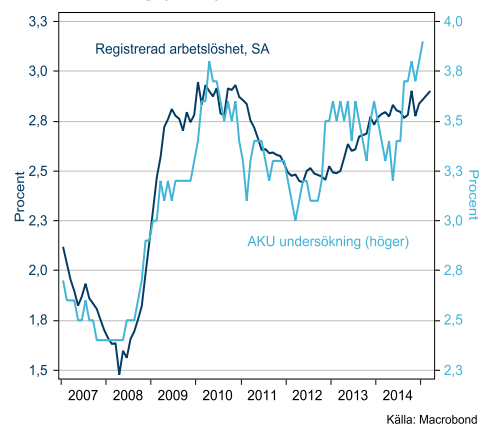
Arbetslösheten tycks också ha stigit snabbare än Norges Bank trott

Men frågan kvarstår huruvida nedgången i investeringarna kommer att sprida sig till resten av fastlandsekonomin. En stor del av den privata sektorn och arbetsmarknaden är, genom olika förbindelser, mycket exponerade mot petroleumsektorn både inhemskt och utomlands. I det avseendet ser vi en del trevande tecken på att risken på nedsidan för Norges Banks prognoser är ännu större än vad sista tidens realiserade statistik visat. Det finns också en del tecken för en snabbare avmattning av arbetsmarknaden. Arbetskraftsundersökningen LFS har visat att arbetslösheten accelererat till 3,9 procent under de senaste månaderna. Om den takten håller i sig kommer arbetslösheten för helåret överstiga 4,0 procent, vilket är Norges Banks prognos. Under nuvarande omständigheter fokuserar vi särskilt på utvecklingen i arbetslösheten i undersökningen, eftersom vi tror att det finns en betydande fördröjning mellan en undersökning och den officiella arbetslöshetsstatistiken. Vår bedömning grundar sig på det faktum att många uppsagda oljearbetare har fått avgångsvederlag. Det bör hålla dem flytande ett tag. Vi ser inga tecken på att tillverkningsindustrin utanför oljebranschen absorberar uppsagda arbetare från oljeindustrin; tvärtom, även den branschen har fortsatt att göra sig av med arbetare. Sysselsättningsindexet för tillverknings-PMI har också fortsatt att sjunka. Därmed tror vi att det bara är en tidsfråga innan den registrerade arbetslösheten börjar accelerera. Det kommer dock att ta en tid innan några mer vidsträckt konsekvenser visar sig på arbetsmarknaden.

Arbetskraftsundersökning



Undersökning (AKU) och arbetslöshet

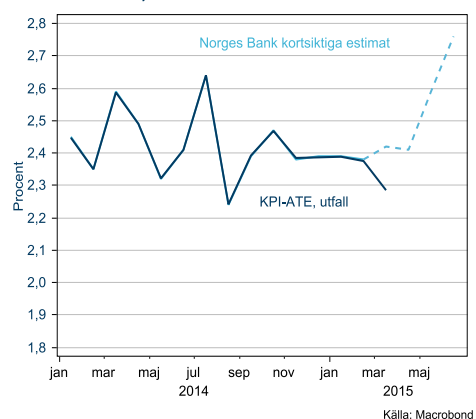


Både konsument- och bostadspriser har överraskat Norges Bank på nedsidan

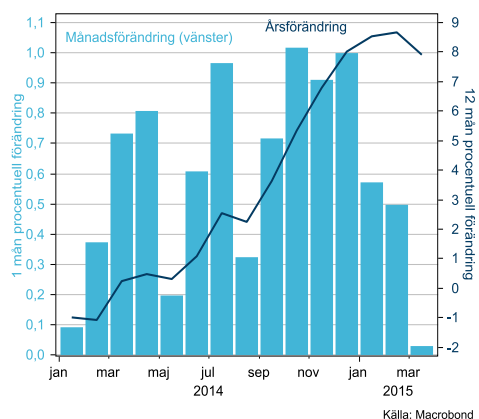
Konsument- och bostadspriser lägre än Norges Banks prognos

Relaterat till försvagningen av arbetsmarknaden ser vi också tecken på att löneökningarna kan bli lägre än Norges Banks bedömningar. Mer exakt har avtalsparterna kommit överens om ett lönemål på 2,7 procent, medan Norges Bank prognostiserar en ökning på 3,0 procent. Längre fram väntar sig Norges Bank att löneökningarna gradvis stiger mot 4,0 procent, vilket ser förefaller orealistiskt ut under rådande omständigheter. Realiserade löneökningar har faktiskt börjat avta. Det kan vara att vi har börjat se att svagare tillväxt och långsammare löneökningar dämpar inflationen. Efter att ha legat runt sitt mål på 2,5 procent under större delen av förra året, föll kärninflationen till 2,3 procent i mars; lägre än Norges Banks uppskattning på 2,4 procent. Fördelningen visar att inhemsk kärninflation har fallit markant under Norges Banks förväntningar. Så långt har total KPI anpassat för förändrade skatter och exklusive energiprodukter, hållits upp av högre importpriser, men den effekten, som är kopplad till den norska kronans försvagning på senare tid, kommer att avta med tiden. Bostadsmarknaden har också svalnat; pristrender har varit betydligt svagare än vad Norges Bank förutspått. Återhållsamheten började i januari och fortsatte under hela kvartalet. I mars stannade bostadspriserna av helt, vilket visar på en ganska skarp nedgång i den kommande takten på årsbasis. Det borde lindra Norges Banks oro för bubbeltendenser i fastighetsmarknaden.

Kärninflation, KPI-ATE



Svalare bostadsmarknad



Vi väntar oss en räntesänkning i maj, men tidpunkten är dock mycket osäker

Sammanfattningsvis ser vi det sannolikt att Norges Bank kommer att leverera ytterligare en räntesänkning redan vid sitt möte i maj. Norges Bank har signalerat en 50 procents sannolikhet för en räntesänkning i maj, medan en räntesänkning i juni redan är helt inprisad. Men vi måste understryka att våra förväntningar inför maj gör en räntesänkning mycket osäker. Den allmänna bakgrunden är att Norges Bank helt enkelt inte vill sänka styrräntan ytterligare; åtminstone inte förrän de verkligen är tvungna.

Marius Gonsholt Hov, +47 2239 7349, maho60@handelsbanken.no

Finland

En kamp för reformer

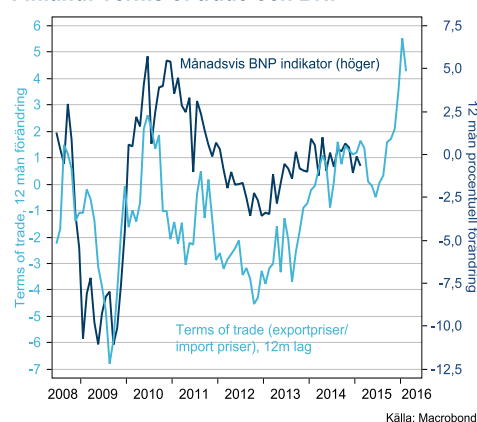
Finland bör gynnas av bättre tillväxtutsikter i Europa men den kollapsade exporten till Ryssland skapar stor osäkerhet om utländsk efterfrågan. På grund av problem med konkurrenskraften och svag lönsamhet i företagen tror vi på en måttlig återhämtning under vår kommande prognosperiod.

Måttlig återhämtning för exporten väntas men den kollapsande ryska handeln skymmer utsikterna

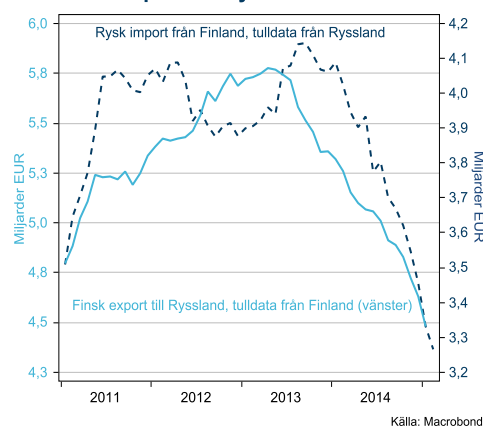
Extern efterfrågan ställs inför både positiva och negativa krafter

Finland bör gynnas av de förbättrade tillväxtutsikterna i Europa, som är landets huvudsakliga exportmarknad. Om vi bara ser till det faktum att handelsutbytet förbättrats med 5 procent jämfört med läget för ett år sedan, finns det vissa förhoppningar om en måttlig återhämtning av exporten. Men den kollapsande exporten till Ryssland tyder på att botten möjligen ännu inte är nådd. Det innebär att prognoser för exporttillväxten skymms av osäkerhetsfaktorer.

Finland: Terms of trade och BNP



Finsk varuexport till Ryssland



Exporten i förhållande till BNP har minskat med 8 procentenheter sedan 2008

Enligt vår prognos ökar BNP med 0,5 procent 2015, 1,5 procent 2016 och 1,6 procent 2017

Svag lönsamhet i företagen förklarar omlokalisering av produktion och små inhemska investeringar

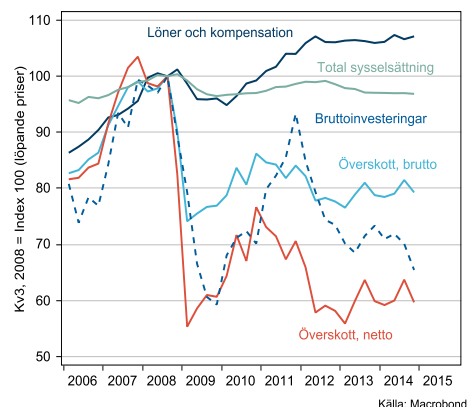
Utvecklingen för både extern efterfrågan och ekonomin i stort efter finanskrisen pekar på att det finns allvarliga strukturella begränsningar och kostnadshinder för tillväxten. Under perioden 1995-2008 uppgick tillväxten i export av varor och tjänster till i genomsnitt 8 procent per år och BNP-tillväxten till i genomsnitt 3,8 procent per år. Från början av 2010, dvs. efter den första kraschen, har den genomsnittliga tillväxttakten per år uppgått till 1,9 respektive 0,5 procent per år. Vid toppen före finanskrisen 2008 var förhållandet mellan export av varor och tjänster och BNP i Finland 45 procent, medan samma förhållande uppgick till 37 procent i fjol vilket är en nedgång med 8 procentenheter. I Sverige var nedgången 5 procentenheter och i Tyskland har det skett en ökning på omkring 3 procentenheter under motsvarande period. På grund av dessa olösta frågor tvekar vi att göra en prognos om en stabil återhämtning för Finland trots de något ljusare globala tillväxtutsikterna. Den mindre storleken på exportsektorn innebär att Finland måste minska inhemsk efterfrågan och inkomst per capita för att upprätthålla extern jämvikt. Vi behåller vår prognos för BNP-tillväxten för 2015-2016 oförändrad på 0,5 procent respektive 1,5 procent och för 2017 är vår prognos en tillväxt på 1,6 procent.

Svag lönsamhet i företagssektorn tyder på måttliga investeringar

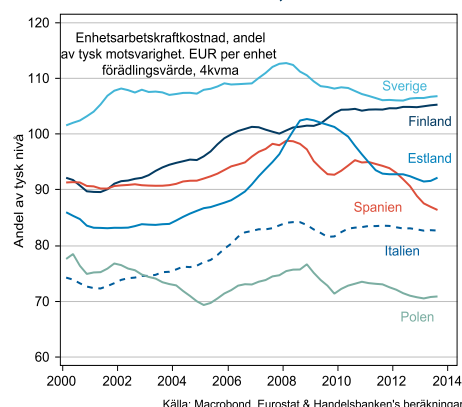
Finland har ett allvarligt konkurrensproblem sett till kostnadsläget jämfört med de viktigaste konkurrenterna. Enhetsarbetskraftskostnaden är högre än i Tyskland men totalt sett är den finska produktionen påtagligt mindre avancerad. Om man bara tittar på enhetsarbetskraftskostnaderna är det inte förvånande att även finska företag flyttar till Polen. Den svaga lönsamheten är också en förklaring till varför företagets investeringar fortsätter att falla fritt. Vi har hävdad att lönsamheten i företagssektorn måste återställas för att investeringar och sysselsättning ska ta fart igen. Detta verkar mer sant än någonsin. Därför måste Finland svälja samma beska medicin som länderna i Sydeuropa: minska arbetskostnaderna per enhet via konkurrenskraftig lönesättning och förbättrad produktivitet. Det är lättare sagt än gjort i en valutaunion där de flesta andra länder försöker göra samma sak. För Finlands del är det än

svårare då graden av specialisering har minskat sedan mobiltelefonproduktionen upphörde. Därför blir investeringsåterhämtningen både långsam och påfrestande.

Icke finansiella finska bolag



Enhetsarbetskraftskostnad, alla sektorer



Viss ljusning av hushållens utsikter

Efter två års negativ tillväxt för den privata konsumtionen har utsikterna förbättrats, dock måttligt. Hushållens pessimism har lättat något, och indikatorer ökar och närmar sig ett långsiktigt genomsnitt. Lägre energi- och livsmedelspriser, uppgång på börsen, ett mindre intensivt flöde med negativa nyheter från arbetsmarknaden och euroområdet har sannolikt bidragit till en mindre dyster stämning. Men politik och geopolitik – särskilt Grekland och Ryssland – kan fortsätta att påverka hushållens optimism under prognosperioden.

Arbetsmarknadens dåliga utveckling fortsatte under första kvartalet 2015 och den säsongsjusterade arbetslösheten har nått högre nivåer än under den tidigare toppnivån 2009. Envis stagnation har lett till missmod bland de arbetssökande vilket, tillsammans med ogynnsam demografi och strukturella förändringar i vissa industrisektorer, har pressat tillbaka antalet deltagande på arbetsmarknaden till nivåer före millennieskiftet. Detta har negativ inverkan på ökningen av hushållens disponibla inkomster och på statsfinanserna. Vi förväntar oss att en måttlig återhämtning av konjunkturcykeln påverkar arbetslösheten marginellt under 2016-2017, men det löser inte de strukturella problemen. Vinsterna ökar troligen mycket måttligt under prognosperioden eftersom det finns ett växande samförstånd kring att Finland behöver återställa sin konkurrenskraft.

Positiva faktorer för hushållen innefattar oljerelaterade förbättringar av köpkraften och rekordlåga räntor som faller ytterligare efter ECB:s kvantitativa lättnader. Enkäter tyder på en ökande vilja att låna pengar, och ökningstakten i bolånestocken avtar inte längre, delvis på grund av att hushållen amorterar av sina lån i lägre takt. Men en nödvändig förutsättning för ökad aktivitet på bostadsmarknaden är bevis på en återhämtning på arbetsmarknaden, vilket kan dröja till nästa år. Vi förväntar oss högre sentiment och att arbetsmarknaden bidrar till konsumtionsökningen.

Den nya regeringens fokus är arbetsmarknaden

Finland har fastnat i institutioner och en typ av kollektivt styrande som växte fram under efterkrigstiden. Institutionerna – den industriella ekonomin, välfärdsstaten, centraliserade löneförhandlingar och fackföreningar – har problem att anpassa sig till förändringar till följd av globalisering, medlemskap i den monetära unionen och en åldrande befolkning. Finland har valt nytt parlament och ska bilda nu regering. Vi förväntar oss att regeringen, med stöd av aktörer på arbetsmarknaden, inför en återhållsam lönebildning och en arbetsmarknadsreform som stimulerar utbudet av arbetskraft samt att vi får se en omfattande förändring i hur socialförsäkringar och vård tillhandahålls. Den strama finanspolitiken kommer att fortsätta.

Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tiina.helenius@handelsbanken.fi
Tuulia Asplund, +358 10 444 2403, tuulia.asplund@handelsbanken.fi

Olje- och livsmedelspriser samt färre negativa nyheter ger ett förbättrat sentiment

Lägre deltagande på arbetsmarknaden påverkar ekonomin negativt

Vi förväntar oss måttlig privat konsumtion under 2015-2017 om 1,1 procent

Strukturella reformer troligen på den nya regeringens dagordning

Danmark

Bättre – men fortfarande inte bra

Den ekonomiska aktiviteten var bättre än väntat under andra halvåret 2014 och det finns tecken på att tillväxten kan öka efter de senaste årens dystra utveckling. Extremt låga finansieringskostnader, lägre oljepriser, en svagare handelsvägd valuta och något bättre utsikter för euroområdet bidrar till återhämtningen men den begränsas av lågt kapacitetsutnyttjande och fortsatt hög skuldnivå hos hushållen.

Positiva överraskningar efter de låga förväntningarna andra halvåret 2014

Det har funnits tecken på en ökning av den ekonomiska aktiviteten, med positiva överraskningar jämfört med de låga förväntningarna under andra halvåret 2014. Det innebär att ekonomin nu har vuxit i sex kvartal i rad. BNP-tillväxten för 2014 slutade på 1,1 procent vilket var något över vår tidigare uppskattning på en tillväxt på cirka 0,75 procent. Dessutom förbättras arbets- och bostadsmarknaderna snabbare än väntat.

Gott om medvind för närvarande ...

Det finns flera faktorer som tyder på att den positiva utvecklingen kan fortsätta. Återhämtningen får stöd av de extremt gynnsamma finansieringsvillkoren, en försvagning av den handelsvägda danska kronan och tecken på en återhämtning av efterfrågan i euroområdet. Dessutom bör de låga oljepriserna fortsätta att stimulera den danska ekonomin.

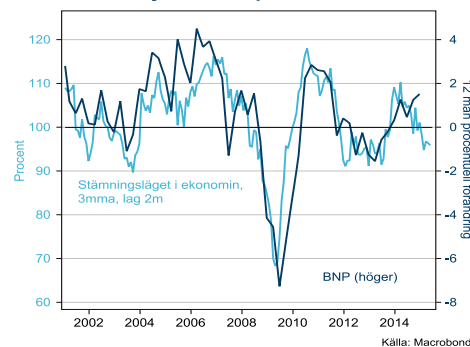
... men det finns också hinder för den ekonomiska aktiviteten

Men vi fortsätter ändå att se begränsningar för den ekonomiska aktiviteten. Indikatorer på företagens sentiment har ännu inte visat på en högre återhämtning av aktiviteten och pekar till och med på betydande risker för en nedgång på kort sikt. Särskilt tillverkningssektorn har fortsatt problem, vilket i viss mån avspeglar fortsatta problem med konkurrenskraften. Så trots en förbättring av konkurrenskraften i fråga om arbetskostnaderna per enhet de senaste åren, har tillverkningssektorn ännu inte återhämtat sig efter det kraftiga fallet efter finanskrisen. Kapacitetsutnyttjandet är fortfarande lågt, vilket belastar investeringsökningar trots rekordhøgt sparande i företagen.

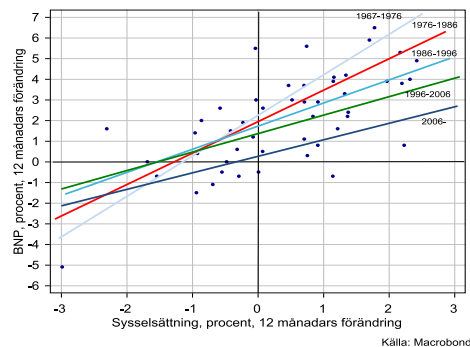
Fortsatt behov av att minska skuldsättningen hos hushållen

Dessutom ser vi hushållens höga skulder som en dämpande faktor för en potentiell ökning av den privata konsumtionen. Den nuvarande nivån med ökad optimism hos hushållen tyder på att hushållen är mindre benägna att spara, men vi fortsätter att förvänta oss att konsumtionen hålls tillbaka till följd av det fortsatta behovet av att minska skuldsättningen. Och slutligen, även om tillväxtutsikterna på kort sikt på några av de danska mest viktiga exportmarknader (särskilt i euroområdet) har förbättrats, fortsätter vi att förvänta oss att återhämtningen på dessa blir måttlig, med en klar risk för att den tappar farten längre fram under prognosperioden.

Risker för konjunkturen på kort sikt



Potentiell tillväxt har fallit



Obs! Figuren till höger visar motsvarande värden för tillväxten i BNP och sysselsättning under perioden 1966–2014. De färgade linjerna representerar en regressionsanalys av motsvarande värden under de angivna tidsperioderna.

Tillväxtutsikterna på lång sikt fortfarande relativt dämpade

Sammanfattningsvis håller vi fast vid prognosen om fortsatt men relativt dämpad ekonomisk återhämtning de kommande kvartalerna. I kombination med baseffekter från den mer positiva utvecklingen under andra halvåret 2014 har vi ändå reviderat upp vår prognos för BNP-tillväxten i år från 0,8 procent till 1,3 procent. Men längre fram förväntar vi oss att de positiva effekterna från lägre oljepris, svagare effektiv valutakurs och låga räntor kommer att avta

och att tillväxttakten stabiliseras på omkring 1 procent under 2016 och 2017. Därför är vår syn på tillväxtutsikterna på längre sikt för den danska ekonomin fortfarande relativt dämpad.

Potentiell tillväxt har minskat

Detta får också stöd av minskningen i potentiell tillväxt som har skett de senaste tio åren. Baserat på regressioner har den potentiella tillväxttakten (mätt som tillväxttakt som är förenlig med stabil sysselsättning) fallit ganska dramatiskt. Dessutom visar beräkningen också att företag kan vara mindre benägna att vidta åtgärder som har som mål att öka produktiviteten, och i stället möta en ökad efterfrågan med mer arbetskraft. Det skulle därför ha krävts en tillväxttakt på 4 procent per år under perioden 1966–1976 för att generera 1 procent ökning av sysselsättningen. Under perioden 2008–2014 har samma sysselsättningsökning uppnåtts med en ekonomisk tillväxt på bara 1 procent. Det förklarar den kraftiga ökningen i sysselsättningen trots den mycket svaga ekonomiska tillväxten, vilket är positivt. Men det understryker också begränsningarna i tillväxtpotentialen på längre sikt och visar på det fortsatta behovet av produktivetsförbättringar samt reformer med målet att öka arbetsstyrkan.

Tryck på den danska kronan har lett till ännu lägre räntor

De nuvarande mycket låga räntorna sänktes ännu mer av det plötsliga trycket uppåt på den danska kronan efter att centralbanken i Schweiz i början av året övergav kopplingen mellan francen mot euron. Som ett resultat sänktes räntan på bankcertifikat till -0,75 procent, stora interventionsköp genomfördes och det blev ett tillfälligt stopp i nyemissionen av statsobligationer. Nationalbankens åtgärder visade att man definitivt ville upprätthålla den fasta växelkursen och sedan slutet av februari har trycket på den danska kronan avtagit. Men det finns fortfarande ett underliggande tryck uppåt på den danska kronan till följd av det enorma överskottet i bytesbalansen, vilket väntas minska mycket lite under de kommande åren, eftersom ECB:s obligationsköp och oron för Grekland tynger euron. Därför väntar vi oss att räntorna ligger kvar på den nuvarande negativa nivån under en överskådlig framtid.

Risker på längre sikt för finansiell instabilitet och bubblor

Den låga räntenivån bör förstås ses som en positiv faktor för den danska ekonomin eftersom den i viss mån bör bidra till högre investeringar och ökad konsumtion. Men det finns också en risk för att den negativa räntesatsen, vilken innebär att bankerna måste betala för att placera överskottslikviditet hos Nationalbanken, kan leda till överdrivet risktagande när bankerna försöker hitta högre avkastning. Detta kan leda till ekonomisk instabilitet och ge problem längre fram under prognosperioden. Det finns också en risk för bubblor på bostadsmarknaden om räntorna ligger kvar för länge på sådan låga nivåer.

Inte mycket utrymme för finanspolitik som stöd för ekonomin

I Danmark är det valår i år (senast i september 2015), men den ekonomiska politiken på kort sikt kommer sannolikt inte att bli så annorlunda oavsett resultat, eftersom underskottet i statsbudgeten och den så kallade budgetlagen kommer att ha en dämpande inverkan. Därför väntas budgetunderskottet åter öka i år efter att förbättrats till följd av statens ökade extraordinära intäkter avseende beskattning av pensioner. För närvarande väntar vi oss inte att underskottet kommer att stå i konflikt med budgetreglerna gällande ett budgetunderskott på max 3 procent, men de väntade stora underskotten lämnar lite utrymme för finanspolitiskt stöd för ekonomin.

Nyckeltal

Procentuell förändring	2013	2014	2015p	2016p	2017p
BNP	-0,5	1,1	1,3	1,0	1,0
Privat konsumtion	0,0	0,5	1,2	1,3	1,0
Offentlig konsumtion	-0,5	1,4	0,9	0,2	0,5
Fasta investeringar	1,0	3,7	1,9	2,3	-0,1
Export	0,8	2,6	2,8	2,8	1,7
Import	1,5	3,8	3,4	2,8	1,6
Arbetslöshet*	7,0	6,5	6,0	5,8	5,8
Konsumentpriser	0,8	0,6	0,5	1,5	1,7
Huspriser, en familjshus	2,7	3,5	3,5	3,0	2,5
Budgetbalans**	-1,1	1,2	-2,6	-2,7	-2,7

* Procent ** Procent av BNP

Källor: Danmarks Statistik och Handelsbanken Capital Markets

Jes Asmussen, +45 4679 1203, jeas01@handelsbanken.dk

Nyckeltal

BNP-prognoser

	2014	2015p	(Tidigare prognos)	2016p	(Tidigare prognos)	2017p
Sverige	2,3	3,2	3,2	2,9	2,5	2,5
Norge	2,2	1,1	0,8	0,3	0,6	0,3
Norge fastlandet	2,3	1,3	1,3	0,8	1,2	0,8
Finland	-0,1	0,5	0,5	1,5	1,5	1,6
Danmark	1,1	1,3	0,8	1,0	1,0	1,0
EMU	0,9	1,5	1,4	1,6	1,5	1,5
USA	2,4	2,7	3,2	2,7	2,6	2,5
Storbritannien	2,8	2,7	2,4	2,5	2,1	2,1
Japan	-0,1	1,0	1,2	1,0	1,1	0,9
Brasilien	0,1	-1,0	-0,5	0,8	1,3	1,7
Ryssland	0,6	-4,0	-4,5	0,5	0,5	1,0
Indien	7,2	7,4	NA	7,7	NA	8,0
Kina	7,4	6,9	6,9	6,5	6,5	6,3
Tjeckien	2,0	2,5	2,5	2,8	2,8	2,7
Ungern	3,4	2,5	2,2	2,3	2,4	2,5
Polen	3,3	3,5	3,3	3,6	3,6	3,4
Slovakien	2,4	2,7	2,8	3,1	3,1	2,9

Källa: Handelsbanken Capital Markets

Inflationsprognoser

	2014	2015p	(Tidigare prognos)	2016p	(Tidigare prognos)	2017p
Sverige	-0,2	0,2	0,7	2,0	2,8	3,0
Norge	2,0	2,1	2,5	2,0	1,8	1,8
Finland	1,0	0,0	1,2	1,2	1,7	1,8
Danmark	0,6	0,6	0,6	1,5	1,4	1,7
EMU	0,4	0,2	0,4	1,4	1,4	1,7
USA (kärn)	1,4	1,5	1,5	2,1	2,1	2,1
Storbritannien	1,5	0,7	0,9	1,5	1,8	1,7

Källa: Handelsbanken Capital Markets

Arbetslöshetsprognoser

	2014	2015p	(Tidigare prognos)	2016p	(Tidigare prognos)	2017p
Sverige	7,9	7,5	7,5	7,0	7,0	6,6
Norge	3,5	4,1	4,0	4,3	4,2	4,6
Finland	8,7	8,9	8,8	8,6	8,6	8,3
Danmark	6,5	6,0	6,5	5,8	6,5	5,8
EMU	11,6	11,2	11,4	10,9	11,1	10,7
USA	6,2	5,3	5,3	4,9	4,9	4,7
Storbritannien	6,2	5,5	5,5	5,4	5,4	5,3

Källa: Handelsbanken Capital Markets

Valutaprognoser

	22 apr	<1 m	<3 m	<6 m	<12 m	<24 m	<36 m
EUR/SEK	9,29	9,45	9,30	9,15	8,65	8,50	8,50
USD/SEK	8,65	8,36	8,86	9,15	9,11	8,95	8,95
GBP/SEK	12,91	12,95	12,74	12,71	12,10	11,97	11,64
NOK/SEK	1,10	1,10	1,06	1,02	0,96	0,94	0,94
DKK/SEK	1,24	1,27	1,25	1,23	1,16	1,14	1,14
CHF/SEK	9,06	9,26	9,12	8,71	8,24	7,73	7,08
JPY/SEK	7,24	6,85	7,14	7,04	6,50	5,96	5,96
EUR/USD	1,07	1,13	1,05	1,00	0,95	0,95	0,95
USD/JPY	119,53	122,00	124,00	130,00	140,00	150,00	150,00
EUR/GBP	0,719	0,730	0,730	0,720	0,715	0,710	0,730
GBP/USD	1,49	1,55	1,44	1,39	1,33	1,34	1,30
EUR/CHF	1,03	1,02	1,02	1,05	1,05	1,10	1,20
EUR/DKK	7,46	7,46	7,45	7,45	7,45	7,46	7,46
SEK/DKK	0,80	0,79	0,80	0,81	0,86	0,88	0,88
USD/DKK	6,95	6,60	7,10	7,45	7,84	7,85	7,85
GBP/DKK	10,37	10,22	10,21	10,35	10,42	10,50	10,21
CHF/DKK	7,28	7,31	7,30	7,10	7,10	6,78	6,21
JPY/DKK	5,81	5,41	5,72	5,73	5,60	5,23	5,23
EUR/NOK	8,45	8,60	8,75	9,00	9,00	9,00	9,00
SEK/NOK	0,91	0,91	0,94	0,98	1,04	1,06	1,06
USD/NOK	7,86	7,61	8,33	9,00	9,47	9,47	9,47
GBP/NOK	11,74	11,78	11,99	12,50	12,59	12,68	12,33
CHF/NOK	8,24	8,43	8,58	8,57	8,57	8,18	7,50
JPY/NOK	6,58	6,24	6,72	6,92	6,77	6,32	6,32
USD/BRL	3,04	3,00	2,90	3,00	3,10	3,20	3,20
USD/RUB	53,69	52,00	52,50	53,50	54,00	53,00	51,00
USD/INR	63,04	63,00	63,00	63,00	64,00	65,00	65,00
USD/CNY	6,20	6,20	6,20	6,20	6,10	6,00	6,00
EUR/PLN	3,99	4,00	4,00	3,95	3,85	3,70	3,60
EUR/RUB	57,68	58,76	55,13	53,50	51,30	50,35	48,45

Källa: Handelsbanken Capital Markets

Ränteprognoser

Styrränta	22 apr	<1 m	<3 m	<6 m	<12 m	<24 m	<36 m
Sverige	-0,25	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	1,00	1,75
USA	0,125	0,125	0,25	0,50	1,00	2,00	3,00
Euroområdet	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Norge	1,25	1,00	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75
Danmark	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Storbritannien	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	1,75	2,50
3-mån interbank ränta	22 apr	<1 m	<3 m	<6 m	<12 m		
Sverige	-0,14	-0,20	-0,20	-0,20	-0,20		
USA	0,28	0,25	0,30	0,60	1,10		
Euroområdet	0,00	0,05	0,10	0,10	0,10		
Norge	1,45	1,20	1,20	1,20	0,95		
Danmark	-0,21	-0,20	-0,20	-0,15	-0,10		

Källa: Handelsbanken Capital Markets

Ränteprognoiser fortsättning...

2-årig statsobligations ränta	22 apr	<1 m	<3 m	<6 m	<12 m	<24 m	<36 m
Sverige	-0,32	-0,40	-0,35	-0,20	0,15	1,10	1,85
USA	0,53	0,55	0,70	1,00	1,30	2,10	3,00
Euro (Tyskland)	-0,27	-0,30	-0,15	0,00	0,00	0,00	0,20
Norge	0,74	0,75	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25
Danmark	-0,48	-0,50	-0,35	-0,15	-0,10	0,00	0,20
Finland	-0,22	-0,15	-0,10	0,05	0,05	0,10	0,35
Storbritannien	0,46	0,50	0,60	0,85	1,20	2,25	2,50
5-årig statsobligations ränta	22 apr	<1 m	<3 m	<6 m	<12 m	<24 m	<36 m
Sverige	-0,07	-0,10	0,05	0,30	0,65	1,30	1,90
USA	1,34	1,35	1,45	1,70	2,00	2,50	3,00
Euro (Tyskland)	-0,14	-0,20	-0,05	0,10	0,20	0,40	0,60
Norge	1,02	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50
Danmark	-0,25	-0,35	-0,15	0,00	0,15	0,50	0,75
Finland	-0,07	0,05	0,10	0,20	0,35	0,60	0,85
Storbritannien	1,19	1,20	1,35	1,65	1,85	2,50	2,75
10-årig statsobligations ränta	22 apr	<1 m	<3 m	<6 m	<12 m	<24 m	<36 m
Sverige	0,30	0,20	0,35	0,65	0,95	1,45	1,95
USA	1,91	1,95	2,10	2,40	2,70	2,90	3,00
Euro (Tyskland)	0,10	0,05	0,20	0,50	0,65	0,80	1,00
Norge	1,42	1,50	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50
Danmark	0,20	0,15	0,25	0,55	0,75	0,95	1,15
Finland	0,19	0,35	0,40	0,60	0,75	0,95	1,20
Storbritannien	1,57	1,60	1,75	2,10	2,35	2,50	3,00
2-årig swap	22 apr	<1 m	<3 m	<6 m	<12 m		
Sverige	-0,12	-0,20	-0,15	0,00	0,35		
USA	0,79	0,80	0,90	1,20	1,50		
Euro (Tyskland)	0,07	0,05	0,15	0,25	0,25		
Norge	1,16	1,25	1,25	1,25	1,25		
Danmark	0,10	0,10	0,20	0,30	0,35		
Storbritannien	0,92	0,95	1,05	1,20	1,75		
5-årig swap	22 apr	<1 m	<3 m	<6 m	<12 m		
Sverige	0,31	0,25	0,40	0,65	1,05		
USA	1,48	1,50	1,55	1,80	2,10		
Euro (Tyskland)	0,20	0,15	0,30	0,40	0,50		
Norge	1,45	1,50	1,50	1,50	1,50		
Danmark	0,36	0,30	0,40	0,50	0,65		
Storbritannien	1,35	1,35	1,50	1,70	2,00		
10-årig swap	22 apr	<1 m	<3 m	<6 m	<12 m		
Sverige	0,87	0,75	0,90	1,20	1,50		
USA	1,96	2,05	2,15	2,45	2,75		
Euro (Tyskland)	0,47	0,40	0,50	0,75	0,90		
Norge	1,82	1,80	1,80	1,80	1,80		
Danmark	0,72	0,65	0,75	0,95	1,15		
Storbritannien	1,67	1,70	1,85	2,25	2,50		

Källa: Handelsbanken Capital Markets

Research disclaimers

Handelsbanken Capital Markets, a division of Svenska Handelsbanken AB (publ) (collectively referred to herein as 'SHB'), is responsible for the preparation of research reports. SHB is regulated in Sweden by the Swedish Financial Supervisory Authority, in Norway by the Financial Supervisory Authority of Norway, in Finland by the Financial Supervisory of Finland and in Denmark by the Danish Financial Supervisory Authority. All research reports are prepared from trade and statistical services and other information that SHB considers to be reliable. SHB has not independently verified such information and does not represent that such information is true, accurate or complete. Accordingly, to the extent permitted by law, neither SHB, nor any of its directors, officers or employees, nor any other person, accept any liability whatsoever for any loss, however it arises, from any use of such research reports or its contents or otherwise arising in connection therewith.

This report has not been given to the subject company, or any other external party, prior to publication to approval of the accuracy of the facts presented. The subject company has not been notified of the recommendation, target price or estimate changes, as stated in this report, prior to publication.

In no event will SHB or any of its affiliates, their officers, directors or employees be liable to any person for any direct, indirect, special or consequential damages arising out of any use of the information contained in the research reports, including without limitation any lost profits even if SHB is expressly advised of the possibility or likelihood of such damages.

The views contained in SHB research reports are the opinions of employees of SHB and its affiliates and accurately reflect the personal views of the respective analysts at this date and are subject to change. There can be no assurance that future events will be consistent with any such opinions. Each analyst identified in this research report also certifies that the opinions expressed herein and attributed to such analyst accurately reflect his or her individual views about the companies or securities discussed in the research report.

Research reports are prepared by SHB for information purposes only. The information in the research reports does not constitute a personal recommendation or personalised investment advice and such reports or opinions should not be the basis for making investment or strategic decisions. This document does not constitute or form part of any offer for sale or subscription of or solicitation of any offer to buy or subscribe for any securities nor shall it or any part of it form the basis of or be relied on in connection with any contract or commitment whatsoever. Past performance may not be repeated and should not be seen as an indication of future performance. The value of investments and the income from them may go down as well as up and investors may forfeit all principal originally invested. Investors are not guaranteed to make profits on investments and may lose money. Exchange rates may cause the value of overseas investments and the income arising from them to rise or fall. This research product will be updated on a regular basis.

No part of SHB research reports may be reproduced or distributed to any other person without the prior written consent of SHB. The distribution of this document in certain jurisdictions may be restricted by law and persons into whose possession this document comes should inform themselves about, and observe, any such restrictions.

Please be advised of the following important research disclosure statements:

SHB employees, including analysts, receive compensation that is generated by overall firm profitability. Analyst compensation is not based on specific corporate finance or debt capital markets services. No part of analysts' compensation has been, is or will be directly or indirectly related to specific recommendations or views expressed within research reports.

From time to time, SHB and/or its affiliates may provide investment banking and other services, including corporate banking services and securities advice, to any of the companies mentioned in our research.

We may act as adviser and/or broker to any of the companies mentioned in our research. SHB may also seek corporate finance assignments with such companies.

We buy and sell securities mentioned in our research from customers on a principal basis. Accordingly, we may at any time have a long or short position in any such securities. We may also make a market in the securities of all the companies mentioned in this report. [Further information and relevant disclosures are contained within our research reports.]

SHB, its affiliates, their clients, officers, directors or employees may own or have positions in securities mentioned in research reports.

According to the Bank's Ethical Guidelines for the Handelsbanken Group, the board and all employees of the Bank must observe high standards of ethics in carrying out their responsibilities at the Bank, as well as other assignments. The Bank has also adopted Guidelines concerning Research which are intended to ensure the integrity and independence of research analysts and the research department, as well as to identify actual or potential conflicts of interests relating to analysts or the Bank and to resolve any such conflicts by eliminating or mitigating them and/or making such disclosures as may be appropriate. As part of its control of conflicts of interests, the Bank has introduced restrictions ("Information barriers") on communications between the Research department and other departments of the Bank. In addition, in the Bank's organisational structure, the Research department is kept separate from the Corporate Finance department and other departments with similar remits. The Guidelines concerning Research also include regulations for how payments, bonuses and salaries may be paid out to analysts, what marketing activities an analyst may participate in, how analysts are to handle their own securities transactions and those of closely related persons, etc. In addition, there are restrictions in communications between analysts and the subject company. For full information on the Bank's ethical guidelines please see the Bank's website [www.handelsbanken.com/About the bank/Investor relations/Corporate social responsibility/Ethical guidelines](http://www.handelsbanken.com/About%20the%20bank/Investor%20relations/Corporate%20social%20responsibility/Ethical%20guidelines).

Handelsbanken has a ZERO tolerance of bribery and corruption. This is established in the Bank's Group Policy on Bribery and Corruption. The prohibition against bribery also includes the soliciting, arranging or accepting bribes intended for the employee's family, friends, associates or acquaintances.

For company-specific disclosure texts, please consult the Handelsbanken Capital Markets website: www.handelsbanken.com/research.

When distributed in the UK

Research reports are distributed in the UK by SHB.

SHB is authorised by the Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen) and the Prudential Regulation Authority and subject to limited regulation by the Financial Conduct Authority and Prudential Regulation Authority. Details about the extent of our authorisation and regulation by the Prudential Regulation Authority, and regulation by the Financial Conduct Authority are available from us on request.

UK customers should note that neither the UK Financial Services Compensation Scheme for investment business nor the rules of the Financial Conduct Authority made under the UK Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) for the protection of private customers apply to this research report and accordingly UK customers will not be protected by that scheme.

This document may be distributed in the United Kingdom only to persons who are authorised or exempted persons within the meaning of the Financial Services and Markets Act 2000 (as amended) (or any order made thereunder) or (i) to persons who have professional experience in matters relating to investments falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), (ii) to high net worth entities falling within Article 49(2)(a) to (d) of the Order or (iii) to persons who are professional clients under Chapter 3 of the Financial Conduct Authority Conduct of Business Sourcebook (all such persons together being referred to as "**Relevant Persons**").

When distributed in the United States

Important Third-Party Research Disclosures:

SHB and its employees are not subject to FINRA's research analyst rules which are intended to prevent conflicts of interest by, among other things, prohibiting certain compensation practices, restricting trading by analysts and restricting communications with the companies that are the subject of the research report.

SHB research reports are intended for distribution in the United States solely to "major U.S. institutional investors," as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934. Each major U.S. institutional investor that receives a copy of research report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide research reports to any other person.

Reports regarding fixed-income products are prepared by SHB and distributed by SHB to major U.S. institutional investors under Rule 15a-6(a)(2). Reports regarding equity products are prepared by SHB and distributed in the United States by Handelsbanken Markets Securities Inc. ("HMSI") under Rule 15a-6(a)(2). When distributed by HMSI, HMSI takes responsibility for the report. Any U.S. person receiving these research reports that desires to effect transactions in any equity product discussed within the research reports should call or write HMSI. HMSI is a FINRA Member, telephone number (+1-212-326-5153).

Svenska Handelsbanken AB (publ)

Stockholm

Blasieholmstorg 11
SE-106 70 Stockholm
Tel. +46 8 701 10 00
Fax. +46 8 611 11 80

Copenhagen

Havneholmen 29
DK-1561 Copenhagen V
Tel. +45 33 41 8200
Fax. +45 33 41 85 52

Helsinki

Aleksanterinkatu 11
FI-00100 Helsinki
Tel. +358 10 444 11
Fax. +358 10 444 2578

Oslo

Tjuvholmen Allè 11,
Postboks 1249 Vika
NO-0101 Oslo
Tel. +47 22 94 0700
Fax. +47 2233 6915

London

Trinity Tower,
3 Thomas More Square
LONDON, E1W 1WY
Tel. +44 207 578 8668
Fax. +44 207 578 8090

New York

875 Third Avenue, 4th floor
New York, NY 10022-7218
Tel. +1 212 446 4700
Fax. +1 212 326 2730