

## *Tillväxt utan inflation*

*Michael Boström  
Chief analyst  
Danske Bank - FICC  
+46 8 568 805 87  
mbos@danskebank.se*

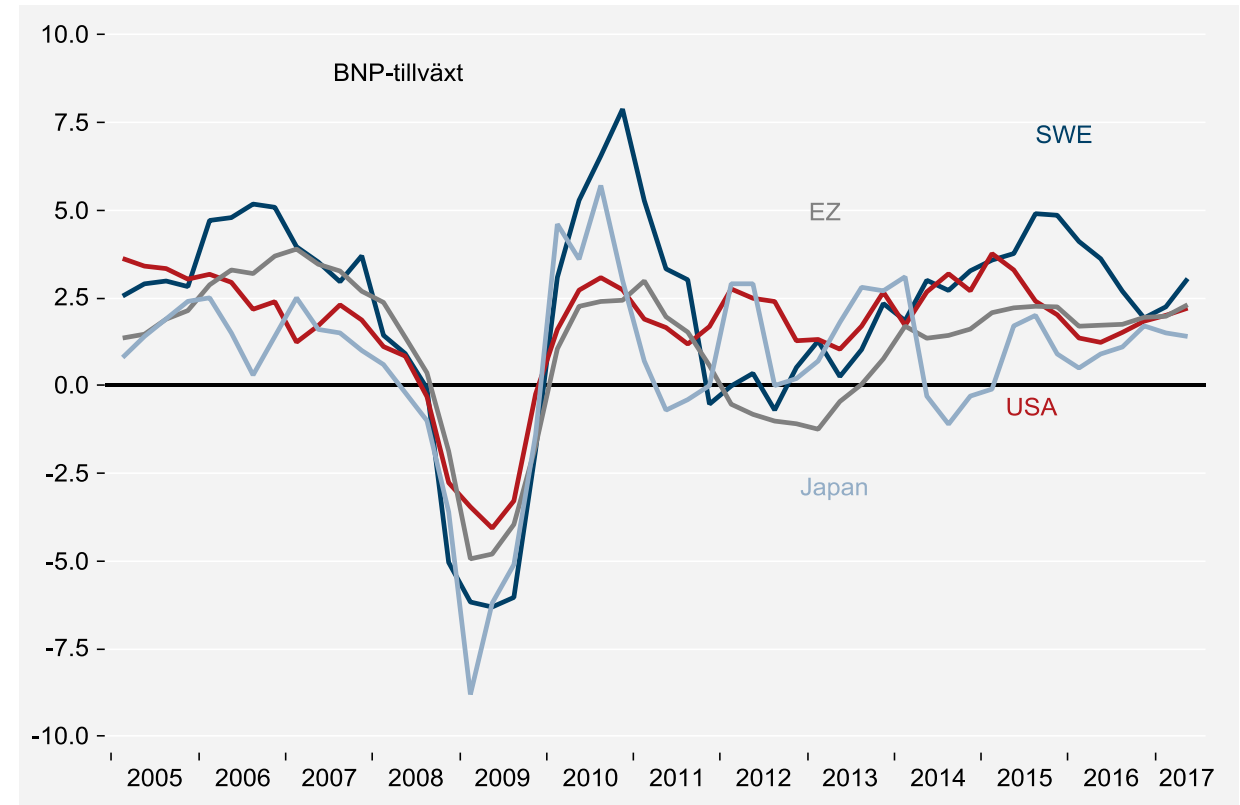
## *Några internationella och svenska teman*

---

- Synkroniserad återhämtning i industrivärlden
- Arbetslösheten sjunker (men är fortfarande hög på en del håll)
- Samtidigt är inflationen på global basis envist låg – ett mysterium för centralbanker
- Trump gör ett försök att sänka skatterna – många frågetecken
- Svensk ekonomi utvecklas starkt tack vare bostadsbyggandet
- Inflationen har stigit snabbt under våren
- Varför envisas Riksbanken med minusränta

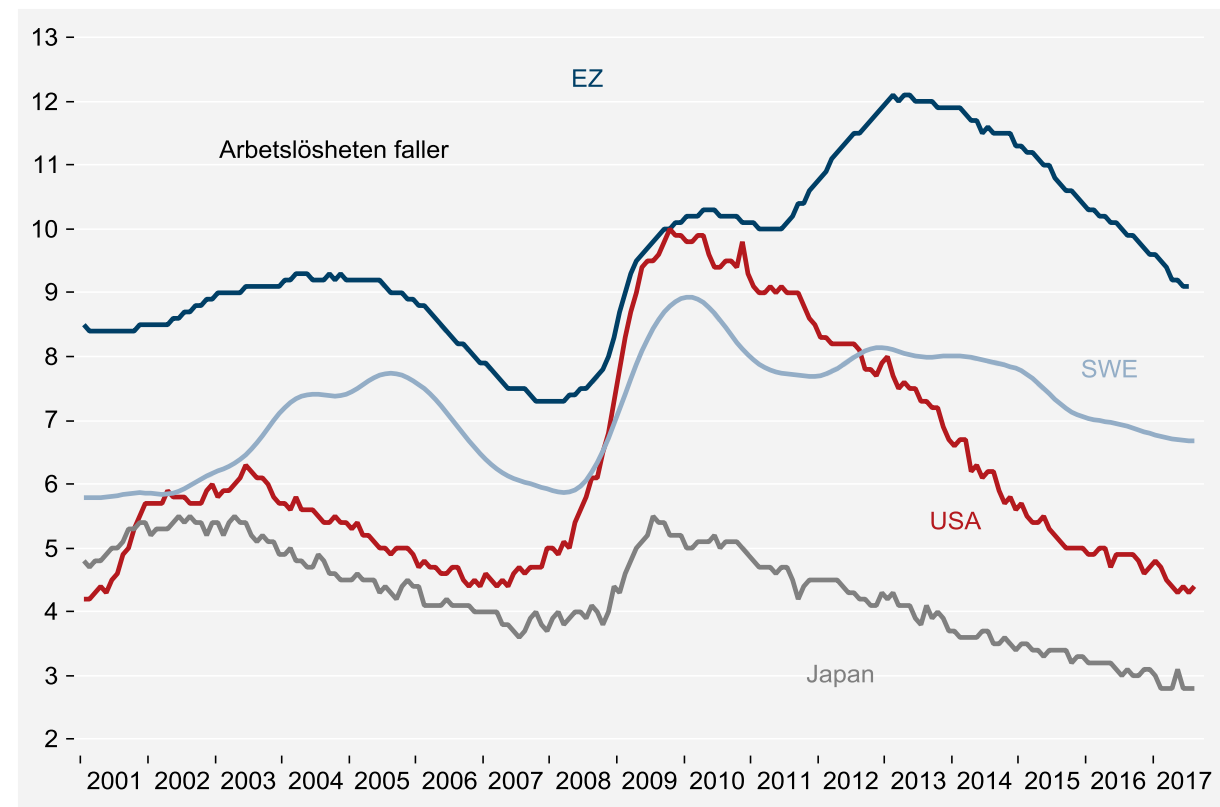
## Synkroniserad återhämtning

- EZ har (med hjälp av ECB) lämnat den akuta krisen bakom sig – alla länder i unionen uppvisar positivt BNP-utveckling
- Stagnationen i Japan har mildrats bl a tack vare ultralåga räntor
- USA är sent i cykeln men lovar Trump att lyfta tillväxten med ett par procentenheter, går det?
- Svenskt bostadsbyggande gör att BNP växer snabbare än trend
- Den kritiserade extrema centralbankspolitiken ser ut att ha lyckats...eller?



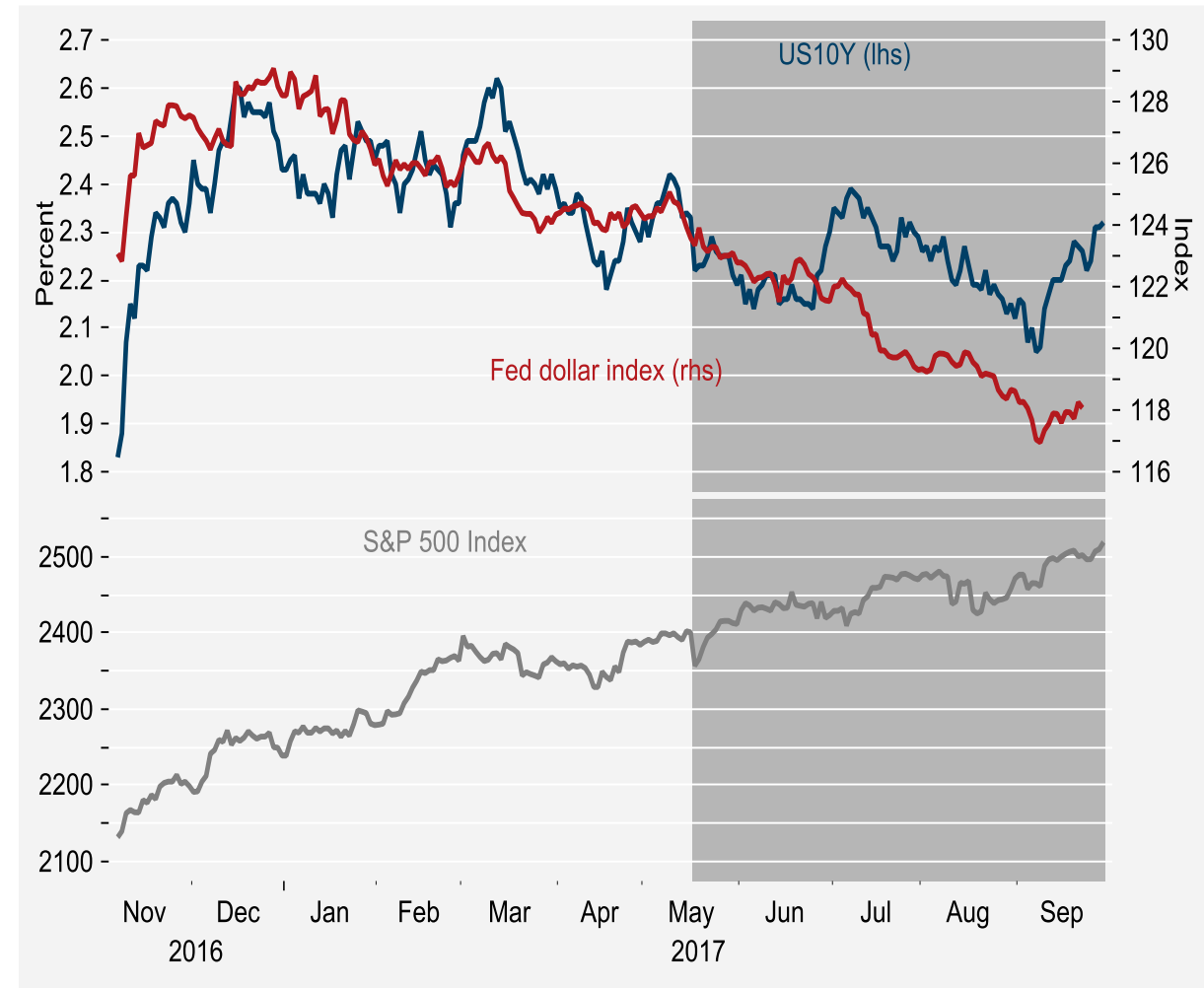
## Arbetslösheten faller – men är ännu hög på en del håll

- SWE: långsamt fallande arbetslöshet på grund av mycket höga arbetslöshetstal för utlandsfödda
- EZ: strukturellt hög arbetslöshet (GRE, SPA) men ändå nere på förkrisnivå
- USA: har nått "full" sysselsättning
- JAP: alltid låg arbetslöshet då kvinnors förvärvsfrekvens är låg och den demografiska utvecklingen är dålig
- Fler i jobb och ökade inkomster skapar en positiv spiral



## Trump trade – kom den av sig?

- Kraftig optimism efter presidentvalet
- Skattesänkningar och infrastruktur
- Dollar, räntor och börs starkare
- Kongressen misslyckades att döda Obama-care
- Presidenten i krig med GOP
- Lyfte skuldtaket (3 månader) med hjälp av demokraterna
- Dollarn och räntor har backat ner igen
- Men börsen är på all-time-high



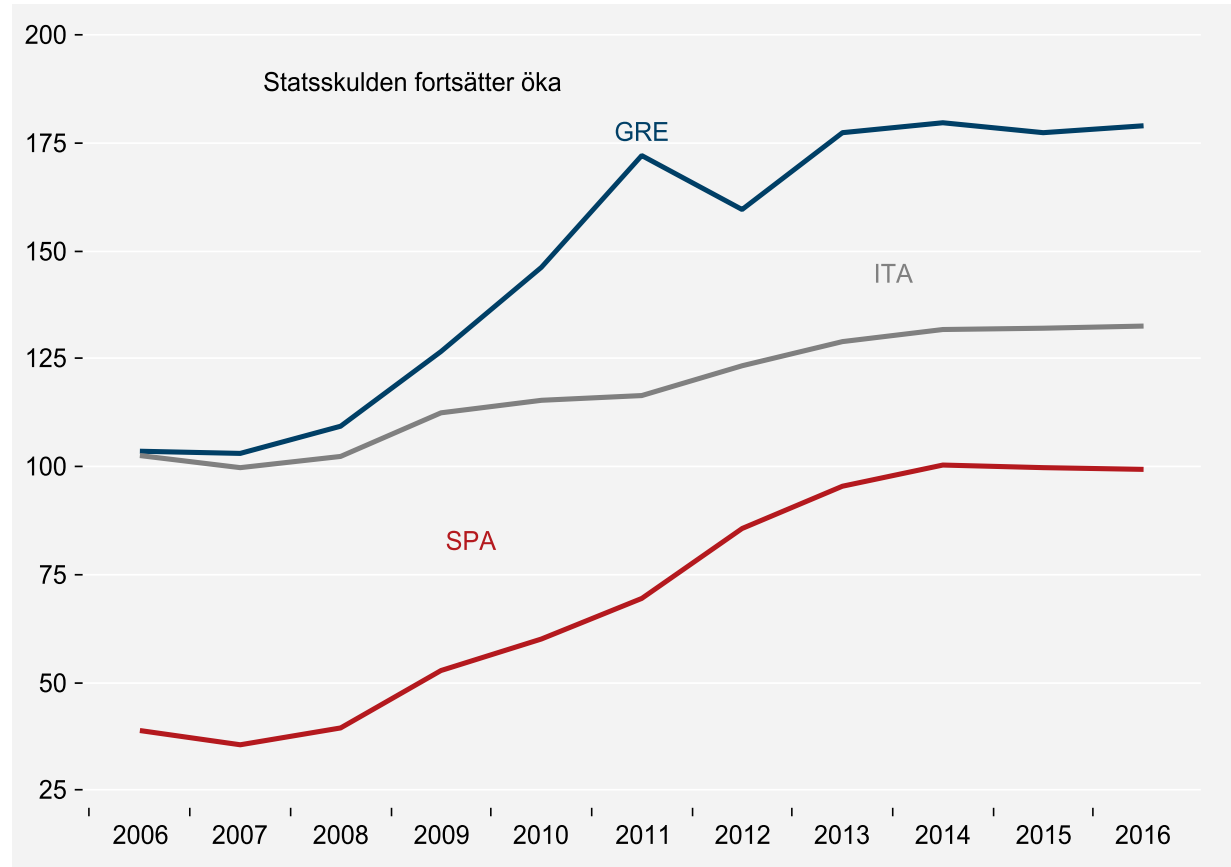
## *Kan Trump fördubbla tillväxten?*

---

- I dagsläget väldigt oklart vad skatteförslaget innehåller (bolagsskatten sänks från 30 till 20 procent?)
- Är skattesänkningarna finansierade - annars skenar budgetunderskottet
- Ofinansierade skattesänkningar kan öka tillväxten under en period
- Men samtidigt stiger räntorna (bromsar tillväxten)
- Svarare att öka tillväxten när full sysselsättning redan råder
- Tillväxt på sikt styrs av demografi och produktivitet
- Väl avvägda infrastruktursatsningar kan lyfta tillväxten långsiktigt

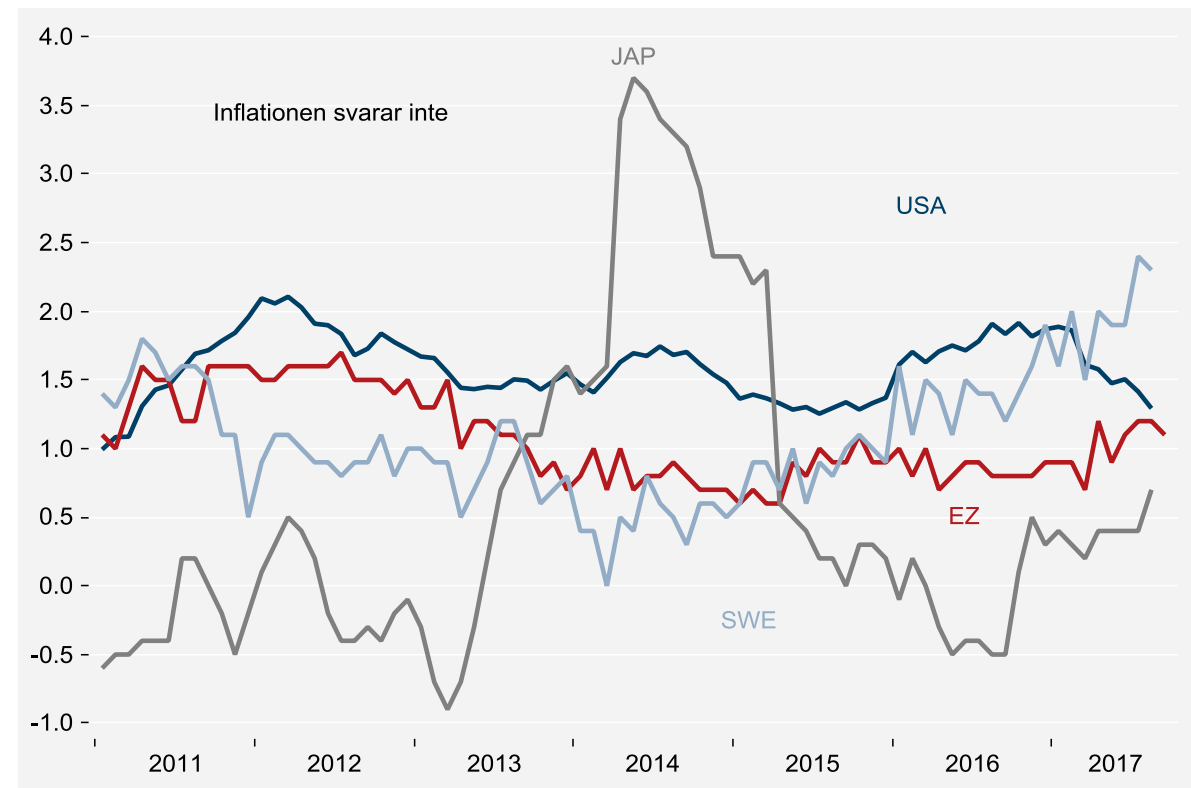
## Är Euro-krisen över?

- Eurokrisen var en skuldkris
- På ytan är krisen över – tillväxten har återvänt
- Men statsskulderna har fortsatt att öka
- ECB har köpt €1700 mdr i statsobligationer
- Därmed har räntorna på statsskuden pressats ner artificiellt
- Vad händer om (när) ECB avvecklar obligationsköpen och räntorna stiger?



## Hyfsad global tillväxtbild men svagt inflationstryck – ett mysterium

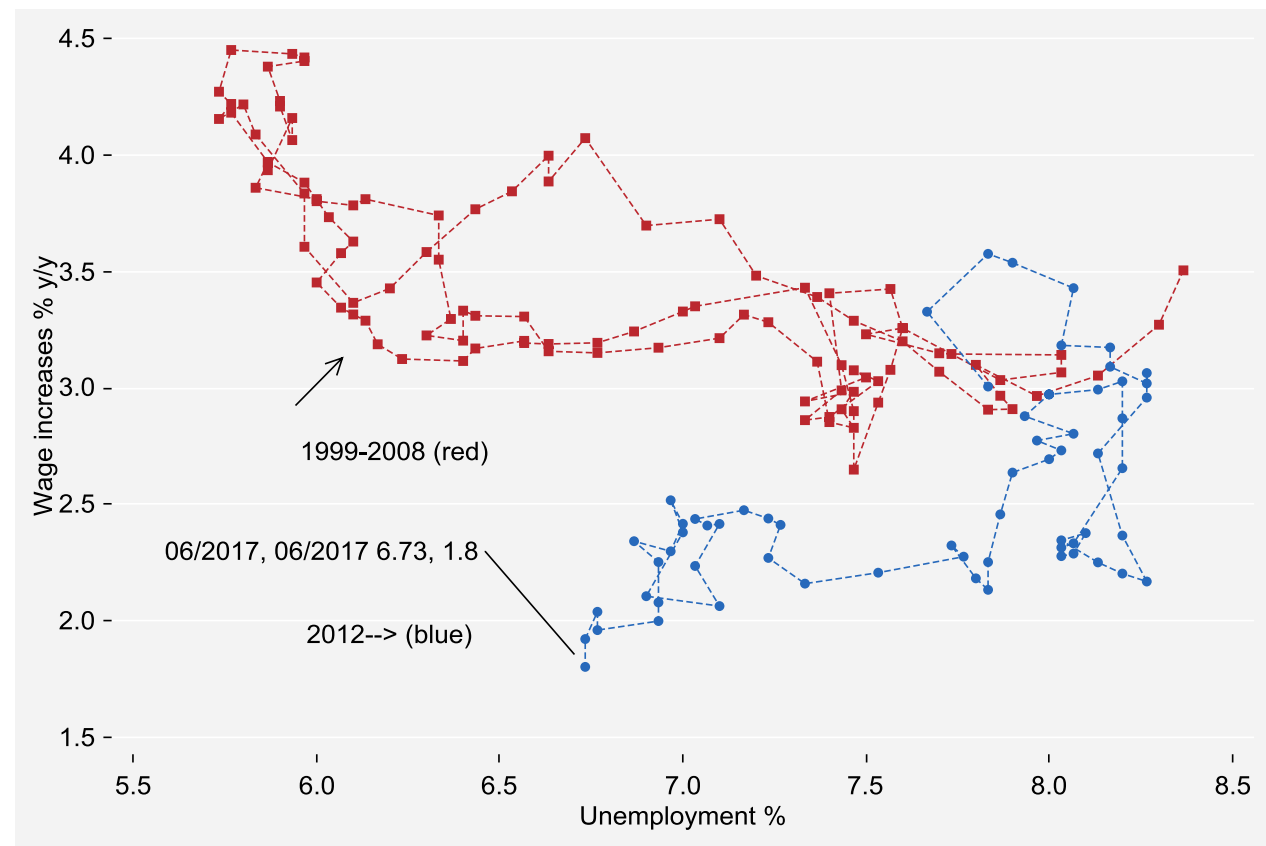
- USA: Inflationen har vänt *ner* igen helt på tvärs mot förväntningarna.
- EZ: Inga övertygande tecken på uthålligt högre inflation.
- JAP: Boostade inflationen 2014 med hjälp av momshöjningar – misslyckades.
- SWE: Inflationen har stigit men delvis av tillfälliga skäl, kan vända ner igen.
- Gemensamt är att lönetillväxten är mycket klen i förhållande till den ekonomiska utvecklingen i stort.





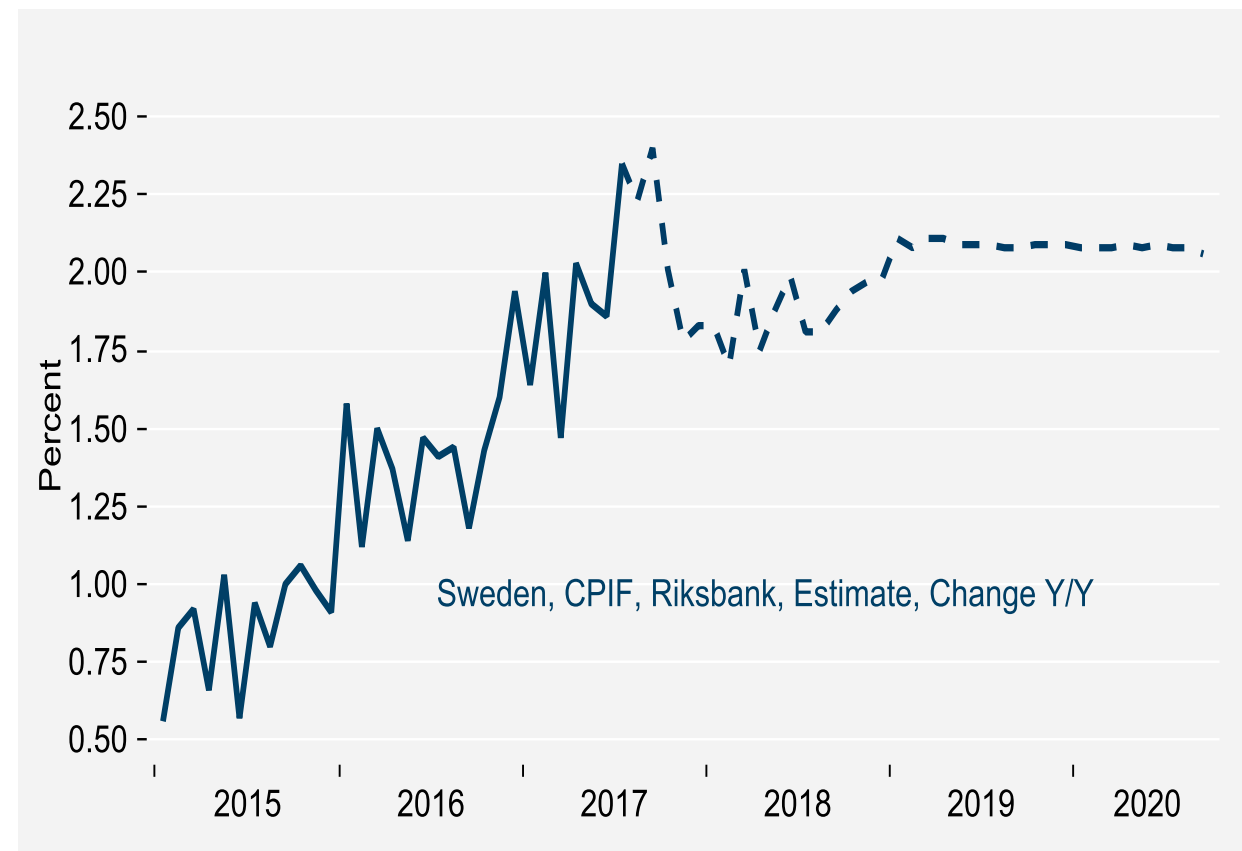
## Phillipskurvan – har den gått sönder?

- Phillipskurvan är en grundbult i centralbankernas ”tänk”
- Sjunkande arbetslöshet -> acceleration i löner -> högre inflation
- Men sedan finanskrisen har sambanden inte fungerat (horisontell Phillipskurva) - varför
- En mera internationaliserad arbetsmarknad (import av låga löner utifrån)
- Mer ”lediga resurser” än man trott
- Industrimärket (ingen löneglidning)
- Alla centralbanker hoppas att sambandet skall återuppstå – annars är man lost i space



## Är det inte dags att höja räntan Riksbanken?

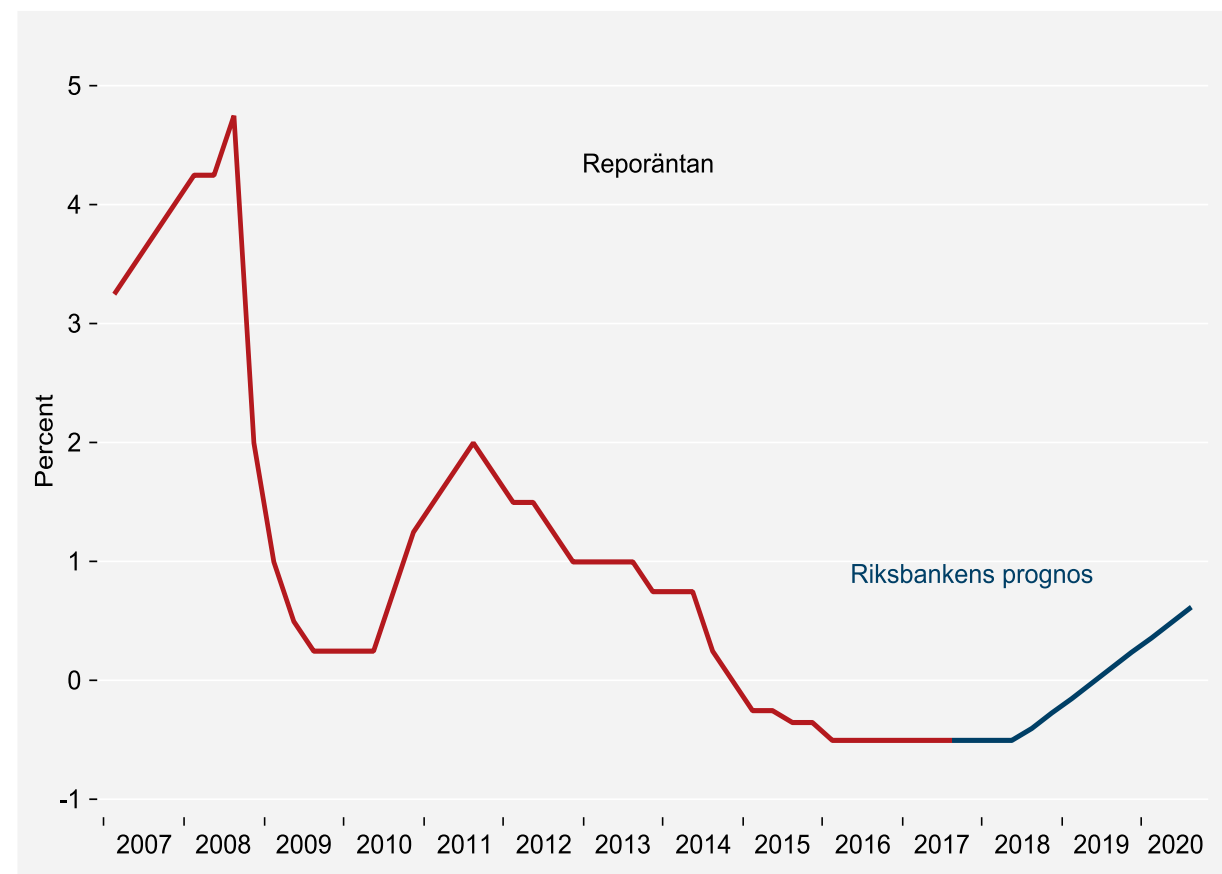
- BNP växer kraftigt
- Bostadsmarknaden är het
- Inflationen har stigit – och väntas ligga nära 2%
- Minusränta ökar riskerna för finansiella obalanser
- Inflationsförväntningarna ligger nära 2%
- Regeringen flaggar för stimulanser på 40 miljarder



## Ingves svar: ”det är det inte alls – för stora risker” (senaste räntebeskedet)

- ”Det tog oss sex år att komma hit
- En del av inflationsuppgången är teknisk och tillfällig
- Inflationsförväntningarna kan lätt falla igen
- Inflationsprognosen är betingad av att vi fortsätter med en kraftig monetär stimulans
- Kronan får inte stärkas för snabbt (då vänder inflationen ner, 30% av KPI är import)
- Kan inte avvika speciellt mycket från andra centralbanker (läs ECB)
- Räntehöjningar utomlands (läs ECB igen) är mera avlägsna än vi tidigare trott

*Nu blev ju dessutom Ingves kvar på posten*



## Var landar vi då?

- ECB väntas successivt reducera tillgångsköp under 2018
- Inflationsprognosen når inte 2% ens i slutet av 2019
- Inga räntehöjningar förrän QE avslutats
- Vår tolkning: första höjningen en bra bit in i 2019
- Riksbanken (tror vi) slutar att köpa obligationer vid årsskiftet
- Räknar idag med att börja höja (10bp) Q3 2018
- Kan vara ett helt år innan ECB - kommer det att ske?
- Vår gissning idag är att det inte blir någon räntehöjning 2018

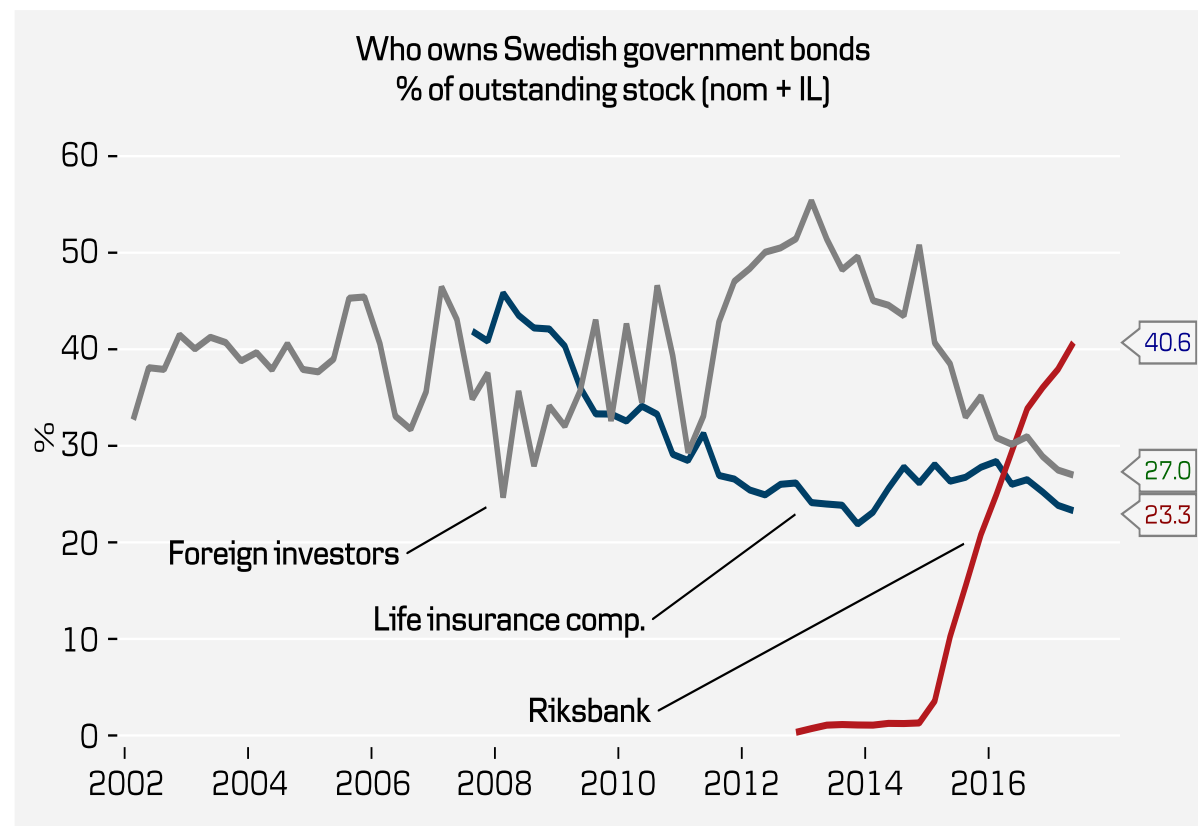
### Euro area HICP

(year-on-year percentage changes)



## Kan räntor inte gå upp – ja vi har ju det där med QE

- Riksbanken har köpt 275 mdr i nominella obligationer och äger drygt 40% av alla statsobligationer.
- Det är mer än vad ECB köpt i EZ.
- Har framför allt pressat ner långa räntor.
- QE närmar sig troligen sitt slut.
- Traditionella ränteplacerare har minskat sina statsobligationsinnehav kraftigt.
- Vilken privat investerare vill köpa på nuvarande låga räntenivå?
- Kräver (antagligen) att räntenivåerna stiger.



## Bostadsbyggandets betydelse för Sverige några basfakta

Sedan 2013 har bostadsbyggandet ökat med 130 procent – enda anledningen till att BNP ökar mer än trend.

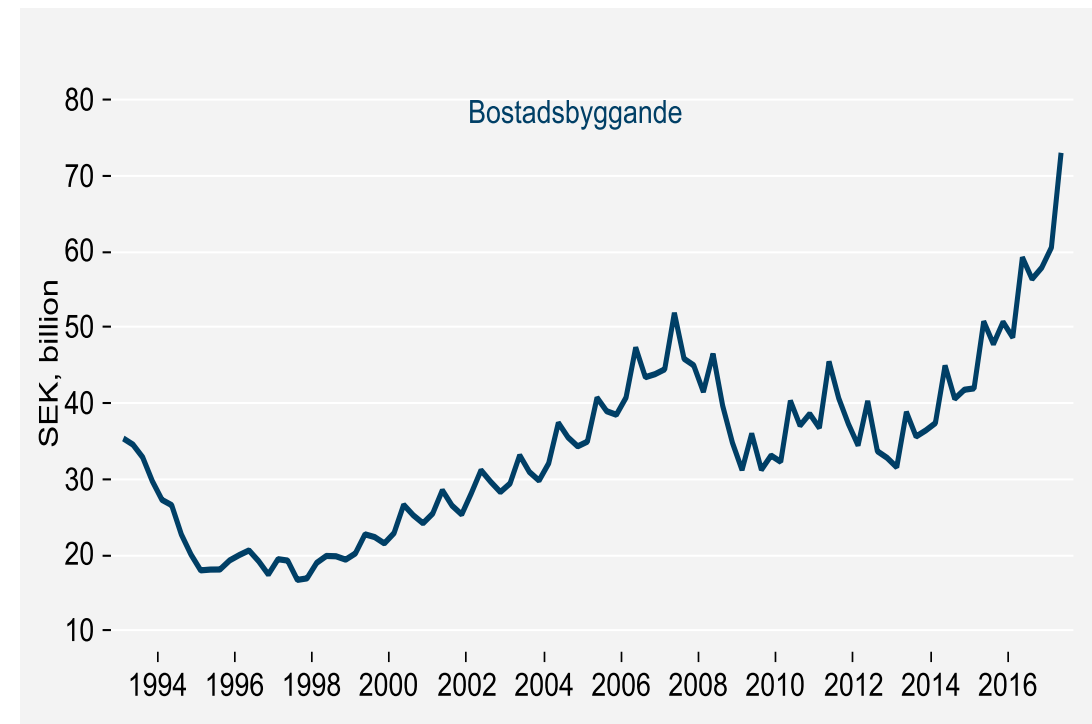
Q2-17 steg bostadsbyggandet med 25 procent jämfört med Q2-16.

Bostadsbyggandets andel av BNP har fördubblats sedan 2013.

Kan man ha bostadsbrist och överutbud samtidigt?

Bostadsbyggande och konsumtion är det som framför allt skapar tillväxt i Sverige,

Om byggandet av någon anledning skall bromsa in får det stor påverkan på hela ekonomin (svagare BNP-tillväxt).  
Press på priserna?



## Disclosure

Denna presentation har tagits fram av Danske Bank Markets, en del av Danske Bank A/S. Danske Bank står under tillsyn av det danska Finanstilsynet och av den svenska Finansinspektionen.

Danske Banks investeringsanalyser utarbetas i enlighet med etiska regler från Danish Society of Investment Professionals och rekommendationer från Danish Securities Dealers Association.

Danske Bank har etablerade rutiner för att förebygga intressekonflikter och för att tillförsäkra högkvalitativa investeringsanalyser grundade på objektiva och oberoende analyser. Dessa rutiner är dokumenterade i Danske Bank Research Policy. Anställda inom en Danske Bank Research-avdelning måste i alla situationer som kan påverka objektiviteten och oberoendet av en analys hänvisa sådana frågor till Research management och till Compliance Officer. Danske Bank Research-avdelningar är organiserade oberoende från och rapporterar inte till andra affärsområden inom Danske Bank. Analytikernas ersättning är delvis grundad på Danske Banks generella lönsamhet, vilket inkluderar intäkter från investment banking, men analytikerna får ingen bonus eller annan ersättning knuten till specifika företagsfinansieringar eller kapitalmarknadstransaktioner.

Danske Bank ställer själv priser i olika finansiella instrument och kan därför inneha positioner i finansiella instrument som nämns i denna presentation. Vänligen se vidare <http://www-2.danskebank.com/Link/researchdisclaimer> för ytterligare information och villkor.

## Disclaimer

Denna publikation har tagits fram av Danske Bank Markets endast i informationssyfte. Publikationen har tagits fram oberoende och enbart utifrån publik information och utan hänsyn till bedömningar och ställningstaganden från Danske Banks interna kreditavdelning. Det är inte ett erbjudande eller en förfrågan om ett erbjudande om att köpa eller sälja något finansiellt instrument. Även om skäligen åtgärder vidtagits för att säkerställa att innehållet inte är osant eller missvisande, så lämnas inga garantier om riktigheten eller fullständigheten och inget ansvar kan göras gällande på grund av förlust som åsamkats med förlitande på denna publikation.

Danske Bank, dess anknutna eller anställda kan utföra tjänster för, marknadsföra sig mot, inneha långa eller korta positioner i, eller på annat sätt ha intressen i, (inklusive derivat), emittenter nämnda i denna publikation. Danske Bank Markets analytiker får inte investera i finansiella instrument i den sektor respektive analytiker täcker.

Denna publikation är inte riktad till någon privatperson i U.K. eller någon person i U.S.A. Danske Bank A/S står under tillsyn av Finanstilsynet och lyder under tillämpliga bestämmelser i de länder där banken utövar sin verksamhet. Banken står även under begränsad tillsyn av Financial Conduct Authority och Prudential Regulation Authority (U.K.) Detaljer kring omfattningen av denna tillsyn kan erhållas på begäran.

Copyright © Danske Bank A/S. Mångfaldigande eller spridning av denna publikation är förbehållen Danske Bank A/S.