



EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA

AUGUSTI 2007

Nordic Outlook

Globalt: Kreditoro dämpar tillväxt och mjukar upp centralbanker
Norden: Fortsatt styrka och högre kostnadstryck

Important your attention is drawn to the statement on the back cover of this report which affects your rights.

S|E|B

SEB Ekonomisk Analys

Nordic Outlook - Augusti 2007

Denna rapport publicerades den 28 augusti 2007.

Avstämningsdag för valuta- och räntenoteringar var den 23 augusti 2007.

Robert Bergqvist, chefekonom robert.bergqvist@seb.se	+46 8 506 23016
---	-----------------

Håkan Frisén, chef för Ekonomisk Analys hakan.frisen@seb.se	+46 8 763 8067
--	----------------

Bo Enegren, ekonom bo.enegren@seb.se	8594
---	------

Ann Enshagen Lavebrink, ekonomassistent ann.lavebrink@seb.se	8077
---	------

Mikael Johansson, ekonom mikael.johansson@seb.se	8093
---	------

Tomas Lindström, ekonom tomas.z.lindstrom@seb.se	8297
---	------

Fax nr	+46 8 763 9300
--------	----------------

Bidrag till texten om Tyskland har lämnats av Thomas Köbel och Klaus Schrüfer från SEB Frankfurt/M.

SEB, Ekonomisk Analys, KA3, SE-106 40 STOCKHOLM

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter från källor som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.

Internationellt: Kreditoron dämpar tillväxt och centralbanker

- **Världsekonomin undgår inte spridningseffekterna** från USA:s bolånekris som väntas fortgå ytterligare minst ett halvår. Den negativa tillväxteffekten blir 0,3-0,5 procentenheter. Trots detta fortsätter världsekonomin att växa över trend de närmaste åren.
- **Den långa tillväxtperioden ger nu tendenser till inflation.** Det märks t ex i Norden, Baltikum, Storbritannien och Kina. Centralbankerna måste väga dessa delvis sencykliska fenomen mot ökade globala tillväxtrisker. Man får delvis hjälp av stramare kreditförhållanden för att uppnå en i många fall välkommen inbromsning.
- **USA-svackan blir mer utdragen.** BNP-tillväxten stannar vid ca 2 procent både i år och 2008. Återhämtningen på husmarknaden dröjer. Ökad tillväxtosäkerhet och svagare arbetsmarknad tvingar Fed att tidigare lägga sänkningar, trots kvarvarande inflationsrisker. Om ett år väntas styrräntan ligga på 4,0 procent.
- **Tillväxten i Euro-zonen tuffar på med hjälp av den tyska ekonomin.** Stigande privat konsumtion, med stöd av starkare arbetsmarknad, bidrar till att tillväxten hålls uppe även 2008. ECB höjer refinansräntan till 4,25 procent; den starka euron förhindrar vidare höjningar.
- **Företagen tvingas att ta ställning till prishöjningar och/eller lägre vinstmarginaler.** Konjunkturbild och räntescenariot ger stöd för en gynnsam börsutveckling. Nedskrivna vinstutsikter utgör en risk.
- **US-dollar tappat sitt korträntestöd det närmaste året,** vilket tvingar EUR/USD upp till 1,44. Euron får ta en stor börda eftersom de asiatiska valutorna förblir lågt värderade. Kinas yuan skrivs upp långsamt medan strukturella kapitalflöden och fortsatt lågräntepolitik medverkar till en svag japansk yen.

Sverige: Riksbanken fortsätter att höja räntan

- BNP växer med **3,6 procent i år** och med **3 procent 2008**. Exporten mattas en del, bl a till följd av svagare amerikansk efterfrågan. Stora investeringsbehov och ökande köpkraft driver dock på den inhemska efterfrågan och bidrar till stor motståndskraft.
- Sysselsättningen fortsätter upp. I år tillkommer 100 000 nya jobb medan ökningstakten dämpas till 60 000 nästa år. **Arbetslösheten faller ned till 3½ procent 2008.** Flera sektorer får brist på arbetskraft. Kostnadstrycket ökar när löneökningstakten växlar upp till över 4½ procent nästa år, samtidigt som produktiviteten dämpas.
- Den underliggande inflationen ligger över 2 procent i slutet av 2008. **Riksbanken** fortsätter att höja räntan, trots mer osäkra omvärldsförutsättningar. Vid årets slut ligger reporäntan på 4,0 procent och i mitten på 2008 når den 4,5 procent. När Riksbanken stänger räntegapet stärks kronan.
- **Statens finanser fortsätter att förbättras.** Sparandet i den offentliga sektorn överstiger med råge budgetmålet på 1 procent. Arbetsmarknadsläget talar mot ytterligare finanspolitisk stimulans, men finansdepartementet lär få allt svårare att stå emot trycket på ytterligare skattesänkningar eller utgiftsreformer i rådande budgetläge.

Baltikum och övriga Norden: Intensivt högttryck

- **Danmark:** Ekonomin går in i ett lugnare skede. Konsumtionen dämpas av avkylningen på fastighetsmarknaden. Ökad resursbrist håller också tillbaka tillväxten och driver upp inflationen.
- **Norge:** Högkonjunkturen är på väg att kulminera. Efter nästan 5 procents tillväxt i år sker en inbromsning 2008. Rekordlåg arbetslöshet och stigande löneökningar driver på det inhemska kostnadstrycket. Norges Bank höjer styrräntan till 5,75 procent nästa år.
- **Finland:** Tillväxttoppen är nära men även kommande år ökar BNP i god takt. Arbetsmarknaden fortsätter att förbättras och inflationen stiger från låg nivå.
- Tillväxten dämpas måttligt i **Baltikum** men överhettningens riskerna kvarstår. Kredittillväxten har visserligen avtagit något, men inflation och bytesbalansunderskott ligger kvar på höga nivåer.

Innehållsförteckning

Nordic Outlook - Augusti 2007

Sammanfattning	3
Internationell översikt	5
USA	12
Japan	16
Kina	17
Euro-zonen	18
Storbritannien	23
Central- och Östeuropa	24
Sverige	26
Danmark	34
Norge	35
Finland	37
Nordiska nyckeldata	38
Internationella nyckeldata	40

Fördjupningsrutor

Undervärderad yen förblir svag	10
Svidande nederlag för Abe	16
Partikongress med stora utmaningar	17
Riggat för starkare konsumtion	19
Starkare offentliga finanser	20
Stabilare bostadsmarknad i Euro-zonen	22
Marginell lindring av baltisk överhettning	25
Sverige: Varför inte högre konsumtion?	28
Produktiviteten dämpas, men har inte kollapsat	29
Det nya finanspolitiska rådet	33

Allvarliga utmaningar

- God tillväxt, men kreditkrisen dämpar
- Fedsänkningar underlättar anpassning
- Europeiska centralbanker dämpar takten
- Dollarn försvagas på nytt

Den globala ekonomin utsätts nu för påfrestningar. Spridningseffekter från den amerikanska bolånekrisen har blivit tydliga i det globala finansiella systemet. I USA signalerar Federal Reserve en markant ökad oro för genomslagen på den reala ekonomin.

Vi räknar med att **världens centralbanker fortsätter att sätta in verkningsfulla motmedel** mot de mest akuta förlamningseffekterna som kreditoron skapar. Krisen kommer ändå att få reala effekter genom försiktigare kreditgivning och minskad riskvilja som dämpar investeringar och så småningom också konsumtion.

Effekterna blir tydligast i USA, där vi räknar med en BNP-effekt på minus ½ procentenhet. **Världen i övrigt påverkas också**, dels genom att olika finansiella aktörer är exponerade mot den amerikanska bolånemarknaden, dels indirekt genom lägre efterfrågan från USA och en svagare dollar. Vi räknar med att BNP-effekten i slutänden begränsas till -¼ procentenhet för t ex Västeuropa.

Det som komplicerar bilden för många centralbanker är att hotbilden från kreditkrisen ska vägas mot en situation där stigande kapacitetsbrister och ökat inflationstryck talar för fortsatt ekonomisk-politisk åtstramning. Detta gäller såväl i många OECD-länder som snabbväxande ekonomier, inte minst i Kina.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
USA	2,9	1,9	2,1	2,8
Japan	2,2	2,4	1,9	2,0
Kina	10,7	11,0	10,0	9,0
Euro-zonen	2,9	2,6	2,4	2,1
Storbritannien	2,8	2,9	1,9	2,2
Norden	3,8	3,4	2,9	2,3
OECD	3,1	2,6	2,5	2,7
Världen	5,4	5,1	4,7	4,7

Källor: OECD, SEB

Den globala ekonomin har fortsatt att uppvisa imponerande tillväxt. Kombinationen av ny teknik, globalisering och trovärdiga centralbanker ger underliggande styrka. Dessa krafter bidrar till en positiv växelverkan mellan mogna industriländer och de nya snabbväxande ekonomierna i främst Asien och Östeuropa.

Starka balansräkningar hos hushåll och företag, måttligt värderade börskurser samt ett hittills ganska försiktigt investeringsbeteende hos företagen utgör

också stabiliserande krafter. **Totalt sett spår vi en mild inbromsning av världsekonomin**, även om konjunkturörelserna i olika regioner blir större.

Mätt som global BNP i köpkraftskorrigerade termer blir dämpningen måttlig; BNP-tillväxten minskar gradvis från 5,4 procent toppåret 2006 till 4,7 procent 2009. **Detta kan dock ge sken av överdriven stabilitet**. De nya snabbväxande ekonomierna får med denna, alltmer etablerade beräkningskonvention, en större vikt än vad som motsvarar deras betydelse för t ex den finansiella utvecklingen.

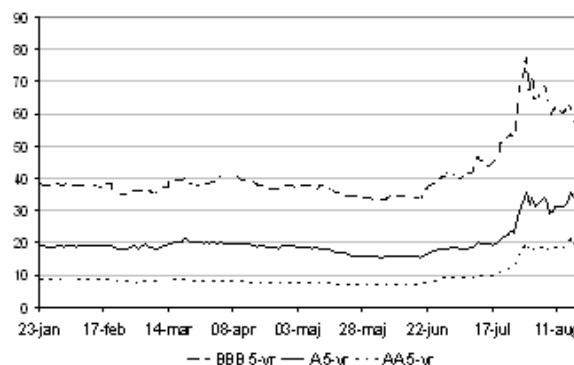
Baksmälla på kreditmarknaden

Problemen på den amerikanska bolånemarknaden har visat sig vara större än befarat. Effekterna av den tidigare **mycket låga räntan** i kombination med en aggressiv marknadsföring av förrådiska och **svärgenomsådliga lånekonstruktioner** visar sig nu.

En korrigering på kreditmarknaden var väntad då spreadarna de senaste åren sjunkit i ihop på ett sätt som inte motsvarat den risk kreditgivarna tagit. Men finansieringen har även strypts till institut och företag som i ett annat läge inte hade haft några problem. Ett stort antal planerade emissioner har fått skjutas på framtiden, vilket visar hur snabbt aptiten på krediter förändrats.

Kreditspreadar i olika riskklasser 2007

Räntepunkter



Källor: Markit, SEB

Överblicken av olika riskpositioneringar är naturligtvis begränsad för alla i en tid av explosiv finansiell utveckling, inte minst inom hedgefondindustrin. Det börjar dock bli alltmer uppenbart hur kreditförluster, som i grunden härrör från den amerikanska subprime-lånemarknaden, fortplantat sig i det globala finansiella systemet. I takt med att bolåneinstitut, som verkade på denna marknad, fallit ihop har många placerare drabbats. Exponeringen mot subprimemarknaden var i många fall inlindad i kreditderivatprodukter som var svärgenomsådade också för de inblandade. Ett antal fonder som varit djupt involverade har helt fått stänga igen och förluster i banksektorn börjar komma upp till ytan.

Realekonomiska konsekvenser - men måttliga

Häftiga omsvängningar i kreditmiljö och riskaptit kan ge upphov till mer eller mindre allvarliga scenarier. När allt fler blir oroliga över det egna risktagandet och motpartens kreditvärdighet sprider sig rädsla och försiktighet.

Om tilliten försvinner och en sk credit crunch-process kommer igång **påverkas den reala ekonomin ofelbart**. Kreditåstramningen påverkar direkt den ekonomiska aktiviteten i form av minskade investeringar och företagsaffärer. Effekter sprider sig sedan till resten av ekonomin. Hushållen drabbas till en början av stramare kreditförhållanden, men efterhand påverkas också bostadspriser, börs och arbetsmarknad. I nästa steg kan företag som till en början såg solventa och starka ut drabbas av den allmänna nedåtgående spiralen i ekonomin.

Historiska erfarenheter kan tjäna som grund för olika scenarier för den kommande utvecklingen.

- **Bortblåsningsscenariot:** De flesta finansiella oroshärdar visar sig bli relativt kortlivade. Korrektionen på aktiemarknaden har än så länge inte varit större än den var t ex vid börsoron förra våren. Ett tänkbart scenario är att centralbankernas agerande snabbt får avsedd effekt och konsekvenserna blir små. Huspriserna i USA pressas ytterligare en bit och en tillnyktring i risktagande sker där t ex kreditspreadarna i vissa riskklasser hamnar på mer rimliga nivåer.
- **Ränteanpassningsscenariot:** Kreditorer består och orostendensen på börs och i förtroendeindikatorer fördjupas. Riskerna för realekonomiska effekter blir betydande. Centralbankerna måste ingripa med ränteanpassningar för att gjuta mod i ekonomins aktörer. Det finns flera historiska exempel på att förtroendet ganska snabbt kan komma tillbaka under rätt förutsättningar. Utvecklingen 1998 i samband med Rysslandskrisen och LTCM-kraschen är ett exempel. Scenariot innebär att ränteanpassningar, eventuellt i kombination med finanspolitisk stimulans, begränsar de långsiktiga effekterna för konjunktur och börsutveckling.
- **Recessionsscenariot:** En ännu djupare nedgång där orostendenserna vi nu ser är början på slutet för den uppgång som präglat världsekonomin de senaste fyra åren. Ett sådant scenario innebär paralleller till utvecklingen efter millennieskiftet. Räntesänkningar kunde då bara bromsa den negativa reala och finansiella dynamiken. Den amerikanska ekonomin gick in i en recession med global lågkonjunktur som följd. Börsnedgången blev lång och kraftig.

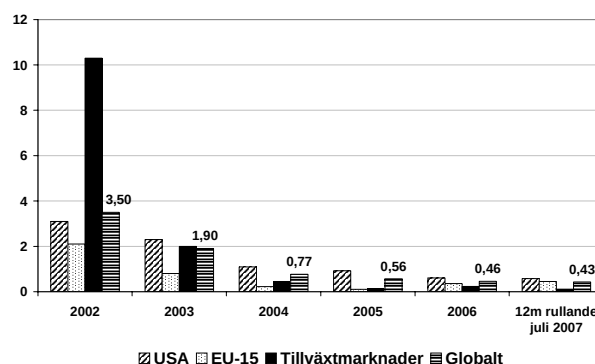
Vår bedömning är att **problemen nu är av mer allvarlig karaktär** än de som skrämt upp markna-

derna vid en rad tillfällen de senaste åren. Dessa initierades ofta av att hotbilder i den makroekonomiska utvecklingen blivit mer sannolika. Detta ledde bl a till att kortsiktiga vinsthemtagningar pressade börserna, men i grunden hade inte de ekonomiska förutsättningarna förändrats. Denna gång tycks det uppenbart att den ekonomiska spelplanen tydligare förändrats.

Bortblåsningsscenariot ter sig i nuläget därför inte speciellt sannolikt.

Andel företag med inställda betalningar (Default rates)

Procent



Källa: Standard & Poor's

Däremot ser vi en rad skäl till att effekterna blir begränsade och att en recession kan undvikas. Detta grundar sig på såväl en analys av kreditmarknadsläget som av de underliggande stötdämparna i den finansiella och reala miljön.

Trots den senaste tidens turbulens är företagens fundamentala kreditkvalitet fortsatt god. Ett bevis är att antalet företagskonkurser ligger på historiskt låga nivåer. Under det första halvåret 2007 har globalt sett endast 11 företag med rating från Standard & Poor's gått i konkurs. Detta är en viktig skillnad mot kreditronen i början av 2000-talet.

De direkta kreditförlusterna orsakade av att problemhushåll på den amerikanska bostadsmarknaden inte kan fullgöra sina åtaganden ter sig hanterbara för det finansiella systemet. Oavsett alla de spridningsmekanismer som nu uppenbaras borde grundproblemet storlek i slutänden ha betydelse för sannolikheten för en recession.

Man bör också framhäva flera faktorer i den underliggande finansiella och reala ekonomin som bidrar till att minska riskerna för bredare spridningseffekter:

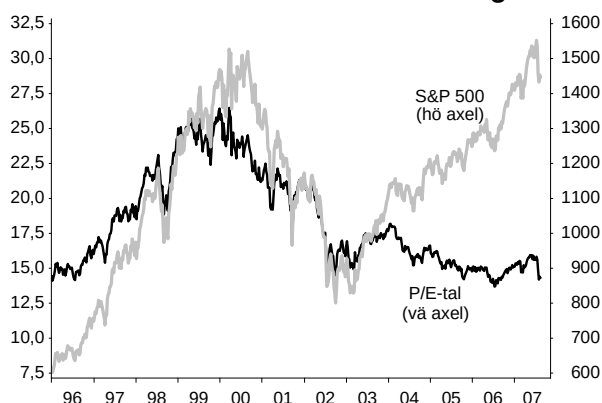
Avsaknad av investeringsexcesser: Företagens starka balansräkningar i kombination med den relativt låga investeringsnivån innebär en viktig motståndskraft. Härvidlag är skillnaden mot millennieskiftet betydande, då överinvesteringarna i sig bar fröet till den kommande nedgången.

Moderat börsvärdering: Börsernas måttliga värdering med P/E-tal som i nuläget ligger i storleksordningen 12-15 i Västeuropa och USA, innebär också en stabiliserande kraft. Situationen är även här annorlunda än vid millennieskiftet.

Solida hushåll: Hushållens förmögenhetsställning är stark. Sparandet ligger på en relativt hög nivå i de flesta länder, med USA och Storbritannien som viktiga undantag. Det krävs troligen ganska stora fall i huspriserna och en markant försvagning av arbetsmarknaden för att hushållens konsumtion globalt sett ska undermineras som stabiliserande kraft i världsekonomin.

Globala drivkrafter: Stabiliserande faktorer i form av tillväxtkraft i nya ekonomier och inflationspress i de gamla är också viktiga. Åtminstone för tillfället ser det ut som om expansionen i de snabbväxande ekonomierna har nått en mognare fas där riskerna för återkommande turbulens är mindre än de var för tio år sedan.

USA: Börsindex och värdering



Källor: Standard & Poor's, Reuters

Vår slutsats är att ett "Ränteanpassningsscenario" i nuläget är det mest sannolika. Det innebär räntesänkningar i USA och allt annat lika mindre höjningar i Europa. Riskerna för att recessionsscenario ska förverkligas ligger främst i om vi nu skulle få se en snabb nedgång i vinstförväntningarna. En sådan skulle pressa aktiekurserna och ställa värderingsanalysen ovan på ända. En annan risk är att inflationstrycket blir oväntat starkt. Centralbankernas anpassning av räntorna för att möta kreditfarorna skulle då kunna skapa stora trovärdighetsproblem och äventyra den ekonomiska stabiliteten.

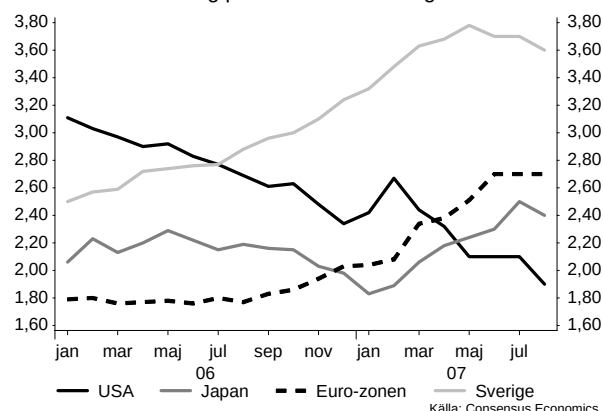
Uppgången i Europa och Asien fortsätter

Det senaste årets utveckling av konsensusprognoserna illustrerar tydligt **den särkoppling som skett mellan olika delar av världsekonomin**. Trots att prognoserna för USA ständigt skrivits ned, har tillväxtutsik-

terna i Europa och Asien inte bara hållits uppe utan t o m gradvis skruvats upp. Vi har tidigare pekat på faktorer som bidragit till att minska spridningseffekterna från den amerikanska avmattningen; t ex att nedgången haft specifikt amerikanska orsaker samtidigt som den rört sektorer med ganska litet import-innehåll. Den senaste tidens utveckling har dock visat att om krisen på allvar påverkar det finansiella systemet, är den globala integrationen för stark för att effekterna ska begränsas enbart till USA.

Consensus BNP-prognos 2007

Årlig procentuell förändring



Källa: Consensus Economics

Särkopplingen innebär att olika delar av **världsekonomin nu ligger i olika faser**. Medan kapacitetsutnyttjandet faller i USA, fortsätter det att stiga i Europa och stora delar av Asien. Denna utveckling för med sig **både risker och möjligheter**. Kan övriga världen stå emot den pågående amerikanska avmattningen ökar möjligheterna för en varaktigt hög global tillväxt när väl det amerikanska lokomotivet kommer igång igen.

Vår huvudprognos grundar sig på att sådan växeldragning kommer till stånd:

- **Den amerikanska ekonomin** har sedan drygt ett år tillbaka växt klart långsammare än trend. Problemen inom bostadssektorn fortsätter att hämma ekonomin. Hushållens konsumtion dämpas i spåren av stagnerade huspriser och svagare arbetsmarknad. Företagsinvesteringar och stigande export gör ändå att recession kan undvikas. BNP-tillväxten hamnar runt 2 procent både i år och nästa år; klart under trend. Mot slutet av nästa år räknar vi med en tydligare tillfriskning, vilket lyfter tillväxten mot den trendmässiga 2009.
- Tillväxten i **Euro-zonen** ser fortsatt stark ut, trots en viss besvikelse i andra kvartalets BNP-siffror. Den positiva dynamik som präglar ekonomin bidrar till att förlänga uppgången och minska effekterna av kreditproblemen. Hushållens konsumtion har ännu inte kommit igång på allvar, men med stöd av hög sysselsättning och stigande inkomster är en islossning på gång. Trots stigande räntor och en stark euro tror vi att ekonomin fortsätter att växa

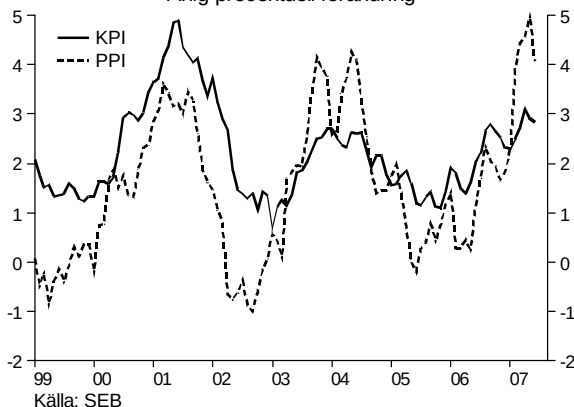
över trend nästa år. Vi räknar med en BNP-tillväxt på 2,6 procent i år och 2,4 procent nästa år.

- Høgt resursutnyttjande utgör det främsta hindret för fortsatt expansion i många **nya snabbväxande ekonomier**. Även om såväl ekonomisk-politiska beslutsfattare som prognosmakare är ute på okänd mark ser vi små risker för en kraftig tillväxtdämpning de närmaste åren. **Östeuropa och Asien** fortsätter därmed att stimulera världsekonomin. Den **japanska** ekonomins bättre status stöttar också utvecklingen i de snabbväxande länderna i Asien.
- De **nordiska ekonomierna** fortsätter att växa kraftigt. Resursutnyttjandet i **Danmark och Norge** har stigit snabbt och arbetslösheten har nått rekordlåga nivåer. Kombinationen av kapacitetsrestriktioner och stigande räntor gör att tillväxten mattas 2008. I **Sverige och Finland** blir tillväxten stark såväl i år som nästa år men efterhand börjar tilltagande cykliska bromsar slå in även här.

Inflationsriskerna tilltar

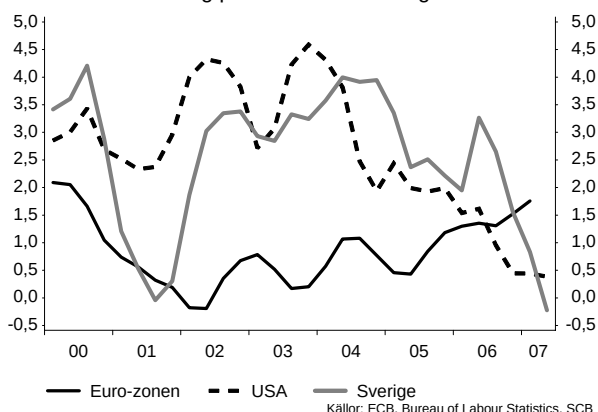
Inflationstrycket ökar nu av flera skäl. Råvarupriserna har fortsatt att stiga. Stigande resursutnyttjande i de flesta länder innebär högre lönetryck. Samtidigt har produktiviteten mattats på många håll, vilket förstärker kostnadstrycket. Det senaste halvåret har livsmedelspriserna stigit påtagligt världen över. Till detta ska läggas en fortsatt snabb expansion av penningmängd och krediter.

OECD: Livsmedelspriser
Årlig procentuell förändring



Å andra sidan har de disinflationistiska krafterna i världsekonomin visat sig fortsatt starka. Vår bedömning är att dessa tillsammans med räntehöjningar räcker för att **förhindra en kraftig inflationsuppgång**. Att den amerikanska kärninflationen fallit tillbaka och att inflationen i Euro-zonen dämpas av stigande produktivitetstillväxt, bidrar också till att moderera hotbilden på inflationssidan. I detta avseende avviker Euro-zonen på ett intressant sätt från huvudtrenden i OECD-området.

Produktivitet
Årlig procentuell förändring



Fed sänker - fortatta höjningar i Norden

De flesta centralbanker har agerat i förebyggande syfte för att stävja inflationstendenserna. Speciellt har centralbankerna i Europa fortsatt marschen mot högre räntor i ganska snabb takt. God tillväxt och tilltagande underliggande inflationstryck utgör skäl för ytterligare höjningar samtidigt som effekterna av kreditoron bidrar till att göra centralbankerna mer försiktiga.

Det är ändå sannolikt att man i så hög utsträckning som möjligt vill hålla en rågång mellan de olika verktyg som står till buds. En del av de anpassningar i risktagande som vi nu ser är trots allt något som centralbankerna ser som önskvärda. Det innebär att likvidiseringsåtgärder i första hand används för att dämpa effekterna av kreditproblemen, medan räntepolitiken även fortsättningsvis styrs av tillväxt- och inflationsutsikter. Vår bedömning är dock att kreditproblemen kommer att förändra tillväxt- och inflationsutvecklingen på ett sätt som gör att även räntepolitiken påverkas:

Federal Reserve har redan agerat med likviditetsinjektioner och sänkt diskonto (den ränta till vilken bankerna kan låna av centralbanken). Vi räknar med att man nu följer upp med sänkningar av den viktigaste styrräntan fed funds target. I höst sänks räntan med 75 räntepunkter och därefter med ytterligare 50 punkter under våren när försvagningen på arbetsmarknaden blir tydligare. Därmed ligger styrräntan på 4,00 procent i mitten av nästa år.

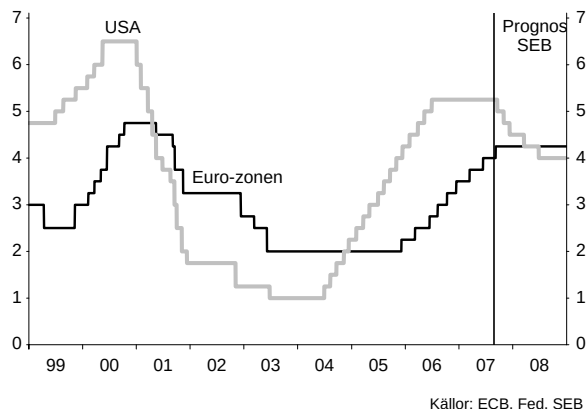
ECB höjer troligen räntan till 4,25 procent i september. Även ECB har injicerat likviditet i kreditmarknaden. Men fallande arbetslöshet och inflationshot på sikt ses som tillräckliga skäl för att genomföra ytterligare en räntehöjning. Effekter av amerikansk inbromsning och kreditåstramningen i kombination med fortsatt ganska låg faktisk inflation, gör dock att vi tror att man sedan avstår från fler höjningar.

Bank of England avstår från ytterligare räntehöjningar. I det internationella klimat som råder torde den anse en höjningsdosen på 125 räntepunkter som man levererat det senaste året vara tillräcklig för att dämpa

husmarknad och konsumtion, samt på sikt också den höga inflationen.

Styrräntor

Procent



Bank of Japan höjer styrräntan i mycket försiktig takt. Deflationshotet har fått förnyad aktualitet, men fortsatt återhämtning i ekonomin väger troligen tyngre i Bank of Japans vågskål. Vi räknar med en höjningsdos motsvarande 50 räntepunkter per år, vilket skulle ge en nivå på 1,25 procent i slutet av nästa år.

De nordiska centralbankerna fortsätter att höja. Ekonomierna växer snabbt och arbetsmarknaden förstärks. **Norges Bank** slås mot allt tydligare överhettningstendenser och höjer till 5,75 procent under nästa år. Riksbanken i Sverige backade före sommaren från sin tidigare mjuka räntelinje. Vi räknar med att de inhemska motiv som talar för en fortsatt normalisering av räntenivån framöver väger tyngst i vågskålen och att **Riksbanken** fortsätter till 4,50 procent i mitten av nästa år.

Långräntorna upp en bit till i Europa

Den makroekonomiska särkopplingen mellan USA och Euro-zonen har lett till mindre skillnader i ränteläget, såväl på korta som långa sidan. De europeiska obligationsräntorna har stigit trendmässigt i spåren av ECB:s höjningar. Skillnaden mellan de tyska och amerikanska 10-årsräntorna har, helt i linje med våra prognoser, krympt ihop från ca 110 räntepunkter för ett år sedan till runt 40 i dagsläget.

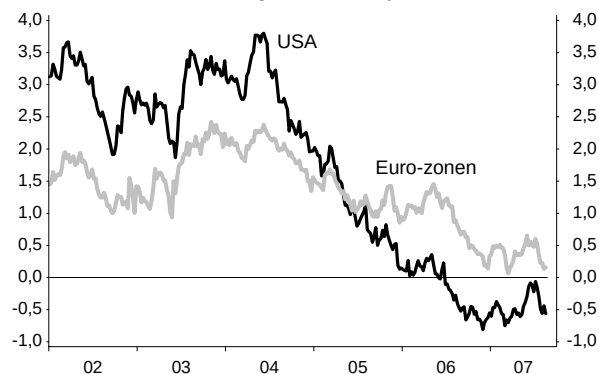
Centralbankernas agerande kommer även framöver att vara den viktigaste drivkraften för långräntorna. I USA är huvudtrenden nedåtriktad det närmaste halvåret i och med att Feds sänkningar börjar, medan rörelsen för den tyska räntan blir liten när väl ECB:s styrränta planar ut.

Avkastningskurvan har det senaste året haft en **negativ lutning i USA**, samtidigt som den nu är nästan **helt flack i Euro-zonen**. Det är rimligt att räkna med ganska flacka avkastningskurvor även på

lite längre sikt. Globaliseringens disinflationistiska krafter och centralbankernas trovärdighet bidrar till att hålla nere långräntorna. Slutligen tillkommer behovet för pensionsfonder att investera i långa statspapper. Sammantaget innebär detta att långräntorna både i USA och Tyskland kommer stanna en bit **under 5 procent** under prognosperioden.

Avkastningskurvans lutning

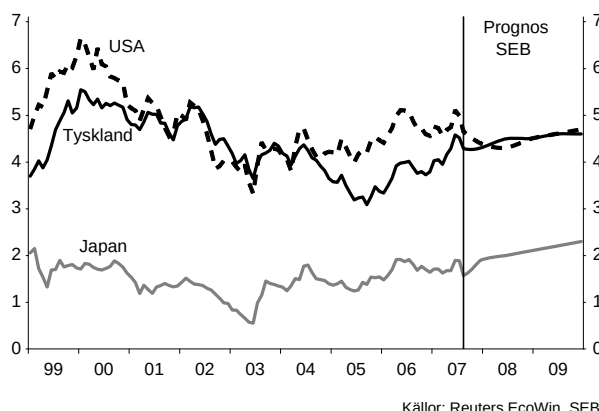
Differens mellan 10-årig ränta och styrränta, %-enheter



I de nordiska länderna kommer obligationsräntorna att ligga högre än i Euro-zonen. Den negativa svenska 10-årsspreaden mot Tyskland har i det närmaste helt eliminerats de senaste månaderna. Vi räknar med att konjunkturstyrkan och snabbare styrräntehöjningar bidrar till att de **svenska långräntorna** framöver kommer att ligga **10-15 punkter över de tyska**. De norska långräntorna ligger nu hela 60 punkter över de tyska. Den heta norska ekonomin motiverar även fortsättningsvis betydligt högre långräntor även om skillnaden minskar något. Mot slutet av 2008 ligger **den norska 10-årsräntan 50 punkter över den tyska**.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent



Måttlig börsvärdering, men ökade risker

Den långa globala boomen har gynnat världens börser. Låga räntor och god likviditet har drivit upp riskapiten. I vissa avseenden har detta lett till bubbelliknande prissättningar, t ex har vissa kreditspreadar nått nivåer

Internationell översikt

Nordic Outlook - Augusti 2007

som inte motsvarar den risk som kreditgivarna tagit. En avsevärd tillnyktring är nu på väg med högre riskpremier som följd.

Börsutvecklingen kommer att präglas av fortsatt oro en tid framöver. Osäkerheten kring spridningseffekter från kreditåtstramningen kommer att tynga. Att riskerna för vinstbesvikelser generellt sett också ökar i en allt mognare högkonjunktur bidrar också till en volatil börsutveckling.

Vinstvecklingen under andra kvartalet överraskade å andra sidan positivt. Detta gäller inte minst i USA, där avmattningen i ekonomin således inte satte avtryck på lönsamheten. Samtidigt är värderingen på aktiemarknaden generellt sett moderat, och efter den senaste tidens sättning har P/E-talen kommit ned ytterligare. I kombination med vårt relativt gynnsamma makroekonomiska scenario, innebär detta **relativt goda utsikter för börsutvecklingen på lite längre sikt**. De största riskerna för ett globalt börsfall ligger i att en eventuell **eskalering av kreditkrisen** i kombination med cyklisk kostnadspress leder till en kraftig **nedrevidering av vinstutsikterna**.

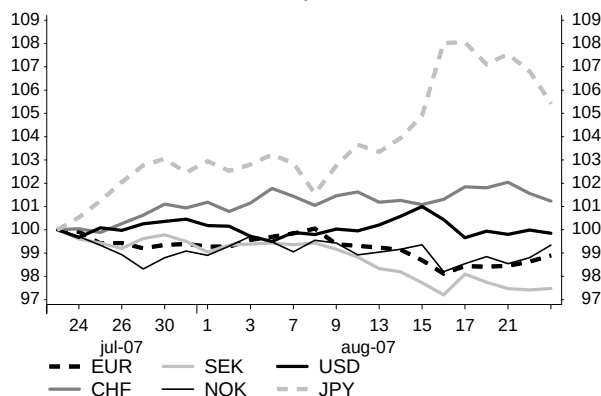
Underliggande valutatrender fortsätter

Det senaste året har vår valutaanalys främst styrts av

korträntedifferenser. Dessa har drivit ett flöde till valutor med högre ränteavkastning (carry trade). Till viss del kan förändringar i korträntorna tolkas som en omvärdering av olika regioners medelfristiga tillväxtkraft, vilket också påverkat valutorna. Globala obalanser i handelsflödena har också spelat en viss roll för valutärörelserna.

Växelkurser under orostid

Index 23 juli = 100



Den senaste tiden har den finansiella oron inneburit att andra drivkrafter tagit överhanden. **Minskad riskapitet har lett till avveckling av carry-trade positioner.**

Undervärderad yen förblir svag

Den japanska yens utveckling sätter just nu myror i huvudet på många. Den reala effektiva växelkursen nådde rekordlåga nivåer i somras. Samtidigt fortsätter Japan att generera överskott i bytesbalansen i storleksordningen 4 procent av BNP. Yenen framstår således som fundamentalt undervärderad ur flera aspekter.

Japan: Nominell effektiv växelkurs



Mot denna bakgrund ter sig kanske den senaste tidens förstärkning som naturlig. Vår syn är dock att de krafter som pressat ned valutan är av relativ långsiktig karaktär:

Låg ränta: Den låga räntan gör det attraktivt för japanska exportörer att återinvestera valutaintäkter utomlands. Därtill tar internationella placerare lån i yen och placerar i mer högavkastande tillgångar, som t ex amerikanska statspapper (carry-trades).

Portföljdiversifiering: De japanska hushållen har traditionellt stor andel av sin förmögenhet i lågavkastande bankinlåning. En avreglering av banksektorn ger större möjligheter att förbättra avkastningen genom placeringar i utländska tillgångar, bl a aktier.

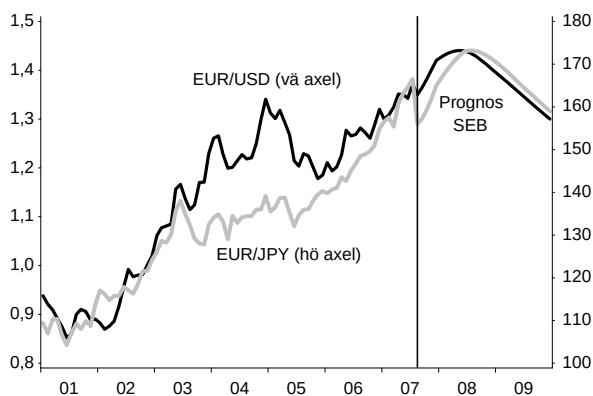
Ökande direktinvesteringar: De allt starkare ekonomiska banden till asiatiska tillväxtekonomier som Kina och Indien leder till stigande direktinvesteringar till dessa länder.

Stigande råvarupriser: De senaste årens stigande råvarupriser har också pressat ned yenen. Japans importpriser har ökat mycket snabbare än exportpriserna, (försämrad terms-of-trade).

På sikt är det därför troligt att yenen förblir svag i en miljö präglad av god global tillväxt, höga råvarupriser och närmast obefintlig japansk inflation. I detta perspektiv är BoJ:s normalisering av penningpolitiken för långsam för att lyfta yenen. En alltför stor appreciering ligger inte heller i myndigheternas intresse mot bakgrund av de inhemska underliggande problem som den japanska ekonomin fortfarande brottas med.

ner, vilket stärkt valutorna i typiska lågränteländer som Japan och Schweiz. I detta klimat har USD och GBP klarat sig hyfsat, medan t ex euron och den svenska och norska kronan försvagats en del.

Växelkurser EUR/USD och EUR/JPY



Källor: Reuters EcoWin, SEB

Den närmaste tiden kan dessa oroskrafter fortsätta att dominera valutamarknaden. I ett längre tidsperspektiv

kommer dock **de underliggande drivkrafterna att åter ta överhanden**. Ränteskillnaden mellan USA och Euro-zonen krymper snabbt. Vi räknar då med att förstärkningen av euron återupptas och att yenen åter försvagas (se ruta). Vi räknar med att EUR/USD står i 1,44 i mitten på nästa år. Därefter förstärks dollarn tydligt när den amerikanska ekonomin piggnar till. USD/JPY är tillbaka runt 120 i mitten på nästa år. Detta innebär att vi förutser en rekordhög EUR/JPY-kurs runt 173 vid mitten av nästa år.

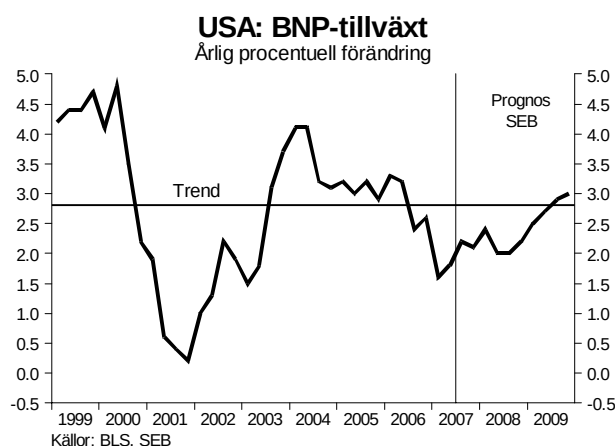
Ett tema i vår förra Nordic Outlook var att de valuta-politiska spänningarna tenderar att stiga. Det närmaste året är det **i första hand euron som får bära bördan** i en värld som präglas av amerikansk avmattning, kvarvarande deflationsrisker i Japan samt kinesisk ovilja och oförmåga att skriva upp sin valuta till en mer fundamentalt grundad värdering. Detta skulle kunna utgöra grogrund för protektionism, vilket i sin tur är ett hot mot global tillväxt.

Förlängd svacka

- Tillväxt runt 2 procent även nästa år
- Bostadssektorn släpkanare för ekonomin
- Arbetslösheten stiger, men inflationen är seg
- Fed påskyndar sänkningar

Problemen på den amerikanska bolåne marknaden har förvärrats. Effekterna på den reala ekonomin förstärks dessutom av globala finansiella spridningseffekter, som i viss mån påverkar aktiviteten på bredare front. Även om den akuta krisen i stor utsträckning löser upp sig kommer ekonomin att hämmas av ett fortsatt fall i bostadsbyggandet samtidigt som hushållens konsumtion dämpas i takt med att arbetsmarknaden försvagas en del.

Vi räknar med att BNP-tillväxten som årsgenomsnitt hamnar på 1,9 procent i år och på 2,1 procent nästa år. Det innebär en tillväxt fortsatt **klart under den trendmässiga båda åren och således ett gradvis allt större outputgap**. Först 2009 återgår tillväxten till sin långsiktiga trend. Konsensusprognosen i augusti låg för 2008 kvar så högt som på 2,6 procent, men denna lär anpassas nedåt i rask takt de närmaste månaderna.



Fördjupningen av kredit- och bolånekrisen samt ökade risker för hela det globala finansiella systemet har på kort tid föranlett Federal Reserve att ge uttryck för en betydligt större oro avseende de realekonomiska utsikterna. Fed har redan agerat; först genom likviditetsinjektioner och därefter genom att sänka diskontot. Vi räknar med att Fed följer upp dessa åtgärder med en sänkning av den viktiga fed-fundsrentan i september och att man sedan sänker med ytterligare 50 räntepunkter före årsskiftet. Därefter sänker man räntan med ytterligare 50 punkter ned till 4,0 procent i mitten av nästa år.

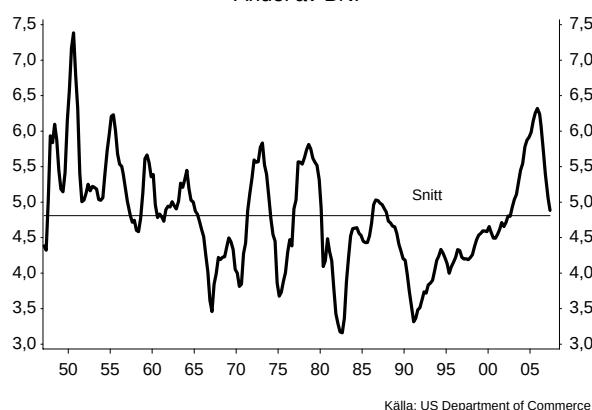
Det sencykliska mönster som nu präglar ekonomin innebär dock svåra avvägningar för Fed. Produktiviteten har mattats påtagligt, vilket i kombination med ett fortsatt högt resursutnyttjande, stigande råvarupriser

samt en svagare dollar innebär att inflationsriskerna ännu är påtagliga. Krafterna bakom den inflationsoro som tidigare dominerat Feds riskbild lär finnas kvar i kulisserna ytterligare en tid.

En ränta – dual ekonomi

Tendenserna i den amerikanska ekonomin har varit långt ifrån entydiga på senare tid. Industrin har återhämtat sig under våren och sommaren. Stora lager som hämmat produktionen har betats av i många branscher. Samtidigt har en svag dollar i kombination med en stark omvärld gynnat exporten. Under andra kvartalet gav nettoexporten ett större tillväxtbidrag än den gjort på många år. Den långa trenden mot allt större underskott i bytesbalansen har åtminstone tillfälligt också brutits.

USA: Bostadsbyggande
Andel av BNP



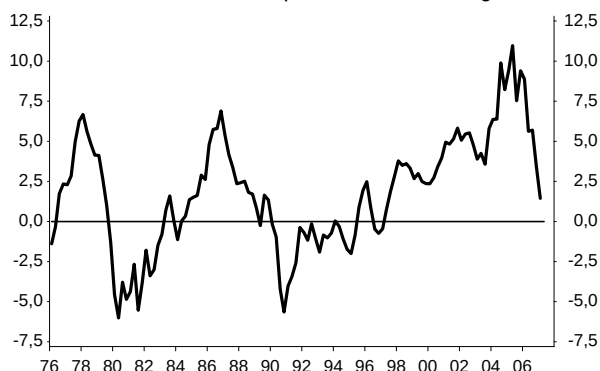
Samtidigt är det uppenbart att den förnyade tillförsikten i industrin har svårt att sprida sig till den övriga ekonomin så länge problemen inom bostadssektorn kvarstår. **Fallet i bostadsbyggandet har nu pågått i över ett år.** Anpassningen har kommit en bra bit på väg. Bostadsbyggandet har, som andel av BNP, nått ned till nivåer i paritet med det historiska genomsnittet. Det mesta tyder på att nedgången fortsätter ytterligare något år. Anpassningsförloppet efter en så kraftig boom vi sett de senaste åren kommer rimligen att innehålla en fas med byggnad en bra bit under det historiska genomsnittet.

Fortsatt prispress på bostäder

Utvecklingen av huspriserna är avgörande för hur svagheterna på bostadsmarknaden sprider sig till den övriga ekonomin. Än så länge har inte den nationella kvartalsstatistiken (enligt OFHEO) registrerat några fall i huspriserna, men ökningstakten har stadigt avtagit och låg under första kvartalet på 4 procent på årsbasis. Mäklarstatistiken har visat minustal, även om denna mer oförädlade statistik också visar större ryckighet.

USA: Reala huspriser

Priser minus KPI, procentuell förändring



Källa: The Office for Federal Housing Enterprise Oversight

På samma sätt som på volymsidan finns det ytterligare fallhöjd för priserna. Hittills har aldrig huspriserna i USA fallit på nationell nivå. Tidigare korrekationer har dock skett i en miljö med högre inflation, vilket inneburit att relativpriset på bostäder har kunnat anpassas utan nominella fall. En viss anpassning av relativpriset förefaller nu mycket sannolik. I nuvarande låginflationsmiljö innebär detta troligen nominella prisfall. Det är därför troligt att prisförändringarna i årstakt enligt OFHEO sjunker en bit under nollstrecket det kommande året. De realekonomiska effekterna ska dock ses mot bakgrund av att de amerikanska hushållena de senaste fem åren kunnat notera en 50-procentig ökning – plus 5 500 miljarder dollar – i nettovärde (marknadsvärde minus skulder) på den amerikanska fastighetsmarknaden.

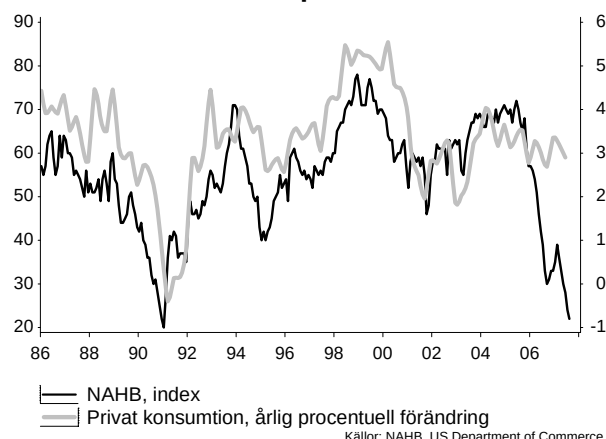
Vi räknar med att Feds agerande bidrar till att lösa upp den akuta krisen på bolånemarknaden och därmed förhindra ett kraftigt prisras. Att de stora halvstatliga bolånesinsituten Fannie Mae och Freddie Mac nu ansöker om att utöka sina kreditvolymen tyder också på att det finns andra sätt att hålla bomarknaden vid liv.

Konsumtionskrafter drar åt olika håll

Spridningseffekterna av lägre bostadsbyggande blir gradvis mera tydliga. På investeringssidan minskar behovet av infrastruktursatsningar samtidigt som efterfrågan på inredningsprodukter hämmar konsumtionen. Än så länge har dock hushållens konsumtion som helhet hållits uppe relativt väl; mätt på årsbasis ligger ökningstakten fortfarande nära 3 procent.

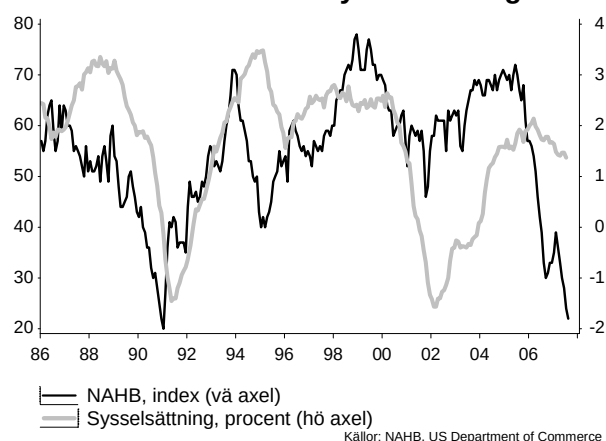
Det stabila historiska sambandet mellan bostadsbyggandet, mätt som stämningsslaget hos producenterna, och hushållens konsumtion har således brutits (se diagram). Detta är troligen hänförligt till den allmänna konjunkturdynamiken sedan millenniumkraschen. Den extremt låga räntan åren 2002 till 2004 bidrog till att hålla uppe efterfrågan i de mest räntekänsliga delarna av ekonomin, där bostadssektorn intar en nyckelroll. Den utveckling vi nu ser i volymer och priser är i hög

grad en spegelbild av mönstret under dessa överbrygningsår.

USA: NAHB och privat konsumtion

Källor: NAHB, US Department of Commerce

Bostadssektorn har därigenom frikopplats från den allmänna konjunkturcykeln på ett sätt som avviker från det historiska mönstret, då bostadsbyggandet samvarierat tydligt med t ex sysselsättningsutvecklingen. I nuläget utgör alltså stark arbetsmarknad, men också tidigare stigande aktie- och fastighetsförmögenheter, en motvikt till de konsumtionsdämpande effekterna från bostadssektorn på ett historiskt onormalt sätt.

USA: NAHB och sysselsättning

Källor: NAHB, US Department of Commerce

De krafter som stöttat konsumtionen kommer i viss mån att fortsätta verka även om de försvagas en del. Feds räntesänkningar och en traditionell finanspolitisk stimulans inför nästa års presidentval utgör också krockkuddar. Vår prognos innebär att konsumtionstillväxten gradvis dämpas från 3,1 procent 2006 till knappt 1,7 procent 2008, för att därefter åter accelerera något 2009. Det innebär en viss anpassning av det låga sparandet, som når upp till drygt 3 procent av inkomsterna nästa år.

Försiktigt investeringsbeteende

Investeringarna utanför bostadssektorn har den senaste tiden uppvisat varierande utvecklingstenden-
ser. Expansionen i många tjänstesektorer, inte minst inom handeln, har fört med sig en snabb ökning av byggandet av kommersiella lokaler. Att produktionsre-
surser frigörs från bostadssektorn spelar säkert också en roll för uppgången i det övriga byggandet. Däremot verkar inte maskininvesteringarna på industrisidan ta fart på allvar. Med tanke på uppgången i inköpschefs-
index inom industrin är detta lite förvånande.

Flera grundläggande förutsättningar talar för att stigande investeringar kan utgöra en motkraft till svagare konsumtion framöver. Investeringsnivån är historiskt sett låg samtidigt som kapacitetsutnyttjandet är högt och företagens balansräkningar och lönsamhet är i gott skick. Därtill ser det ut som om den amerikanska industrin kommer att få stöd av såväl den allmänna styrkan i världskonjunkturen som en svag dollar.

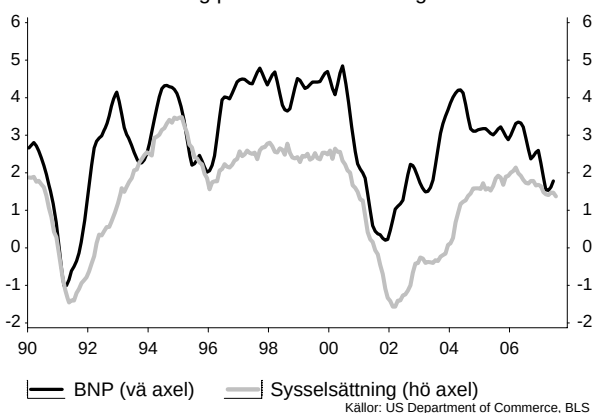
Sammantaget blir vår slutsats att den amerikanska avmattningen blir mer utdragen och djupare än vad vi tidigare trott och i ännu högre grad jämfört med konsensusbilden. Stigande investeringar och starkare utrikeshandel bör kunna bidra till att en recession kan undvikas. Riskerna på nedsidan har dock ökat betydligt.

Arbetsmarknaden försvagas

Arbetsmarknaden har det senaste halvåret visat motståndskraft mot den svagare tillväxten. Arbetslösheten har legat runt 4½ och sysselsättningstillväxten har hållits hyfsat väl uppe även om årstakten dämpats en del.

USA: BNP och sysselsättning

Årlig procentuell förändring



Nu finns en del tecken på att arbetsmarknaden börjar ge vika. Arbetskraftsundersökningen (LFS) har sedan en tid visat en nedåtgående sysselsättningstendens samtidigt som tidiga tecken på stigande arbetslöshet kan spåras. Indikatorbilden är dock inte entydig. Antalet nyanmällda arbetslösa ligger fortfarande lågt och

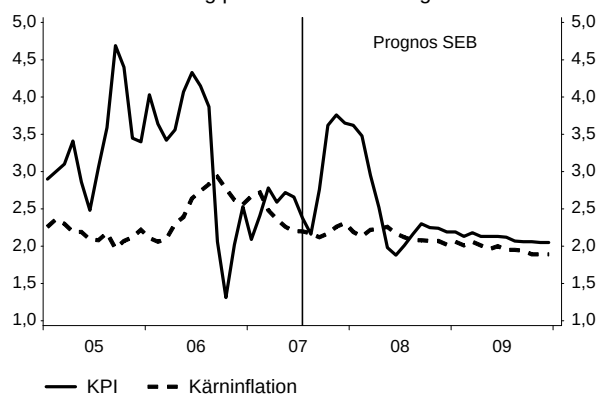
Feds Beige Book rapporterar om en fortsatt stark efterfrågan på arbetskraft.

Vår slutsats är att det mesta talar för att sysselsättningen kommer att dämpas ytterligare framöver. Som framgår av diagrammet är sambandet mellan sysselsättningen och BNP-tillväxten ganska stabilt. En BNP-ökning runt 2 procent tyder på att sysselsättningen dämpas till 50 000 nya jobb i månaden (100 000 nya jobb ses som jämvikt), vilket innebär att arbetslösheten fortsätter uppåt.

Tendenserna till en nedgång i den trendmässiga tillväxten i arbetsutbudet har samtidigt **blivit alltmer tydliga**. Försvagningen av arbetsutbudet innebär att den **potentiella tillväxten i USA har fallit**. Vår uppfattning är att den potentiella tillväxten i USA har sjunkit från ca 3½ procent under 1990-talet till under 3 procent i dag. En lägre potentiell tillväxt **begränsar utrymmet för räntesänkningar**.

USA: Inflation

Årlig procentuell förändring



Inflationshotet inte avskrivet

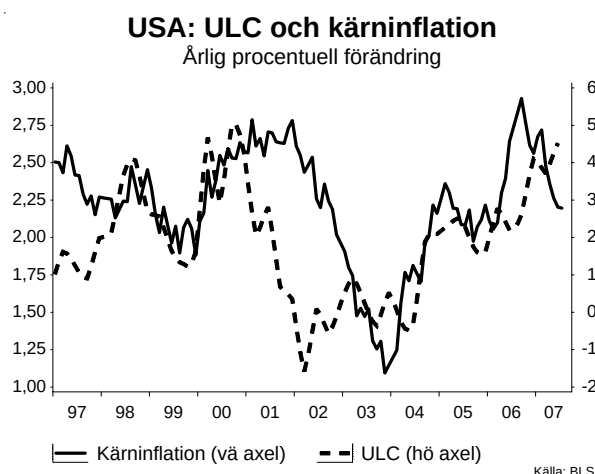
Baseffekter från variationer i oljepriset dominerar den kortsiktiga KPI-utvecklingen. Under hösten och vintern kommer KPI att stiga kraftigt, när dagens höga prisnivå jämförs med de förhållandevis låga prisnivåer som rådde förra hösten. Samtidigt har den globala trenden mot högre livsmedelspriser varit allra tydligast i USA. Detta har spätt på KPI-inflationen med 0,3-0,4 procentenheter. Sammantaget innebär detta att KPI-inflationen i genomsnitt ligger kvar runt 3 procent år 2007.

Kärninflationen har däremot fallit tillbaka oväntat snabbt under våren. Nedgången har varit bred och rört såväl varor, tjänster som den räntekopplade "shelterkomponenten". Nedgången har satt avtryck i lägre inflationsförväntningar mätt som t ex break-even-inflation.

Det är dock för tidigt att redan nu avfärda inflationsriskerna, trots tydligare avmattning i ekonomin. Trycket från höga **enhetsarbetskostnader** har tilltagit i takt med dämpad produktivitet. Ökningstak-

ten ligger nu över 4 procent. Höga insatsvarukostnader innebär därtill en viss inflationspress. Dollarns försvagning bidrar också till kostnadsimpulsen.

Vår prognos är att kärninflationen ligger kvar något över 2 procent det närmaste året. Feds favoritmått, kärninflationen i den privata konsumtionsdeflatoren, ligger trendmässigt lite lägre än kärn-KPI, varför det är troligt att denna hamnar något under 2 procent som genomsnitt för 2008.



Räntesänkningar till 4 procent

Så sent som vid det senaste räntepolitiska mötet (FOMC) den 7 augusti stod Fed fast vid sin syn att inflationsriskerna utgjorde det tydligaste hotet mot en balanserad ekonomisk utveckling. Därefter har uppenbart den finansiella krisen ganska drastiskt förändrat Feds bedömning.

Den snabba omsvängningen i riskanalysen skapar onekligen en del frågetecken. En tolkning är att Fed haft en viss bias till att tona ned de realekonomiska

riskerna. Längre framstod de finansiella rörelserna i hög grad som en önskvärd tillnyktring i risktagandet. Innan indikationerna var tillräckligt tydliga på att tillväxtutsikterna verkligen skulle påverkas, ville man inte driva på förväntningarna om räntelättnader.

Vår tolkning är att man nu är redo att sänka fed fundsräntan och då kommer det att gå ganska snabbt. Vi räknar med att räntan sänks med 75 räntepunkter under resten av året och sedan med ytterligare 50 punkter till 4,0 procent under första halvåret 2008.

Fed kommer även fortsättningsvis att ställas inför kniviga avvägningar. Den faktiska inflationsutvecklingen och underliggande kostnadstryck kommer det närmaste halvåret att tala mot räntesänkningar. Att den långsiktiga ökningstakten i arbetsutbudet håller på att dämpas är också ett skäl för Fed att vara försiktig med räntesänkningar. Dessa faktorer väger dock ganska lätt i en miljö där bostadskrisen tynger ekonomin och hotar den finansiella stabiliteten.

Faktorer som avgör Feds agerande:

Variabel	Riktning	Vikt
Tillväxt	Sänk	**
Arbetslöshet	Sänk	**
Finansiell stabilitet	Sänk	***
Bostadsmarknad	Sänk	**
Arbetsutbud	Avvakta	*
Inflation:	Avvakta	**

Fortsatt uppgång

- Export och investeringar starkaste drivkrafterna
- Lägre arbetslöshet stöttar konsumtionen
- Högre räntor, trots låg inflation

Uppgången i japansk ekonomi fortsätter. Expansionen har hittills främst drivits av export och investeringar. Förbättringen på arbetsmarknaden talar för att även hushållens köpvilja nu gradvis tilltar, vilket lyfter konsumtionen. **BNP ökar i år med 2,4 procent och med knappt 2 procent 2008.** Deflationskrafterna har visat sig mer seglivade än väntat. Bank of Japan höjer därför styrräntan försiktigt till 1,25 procent i slutet av nästa år. Den fortsatt låga räntan tillsammans med en del strukturella utflöden av kapital bidrar till att yenen ånyo försvagas efter den senaste tidens förstärkning.

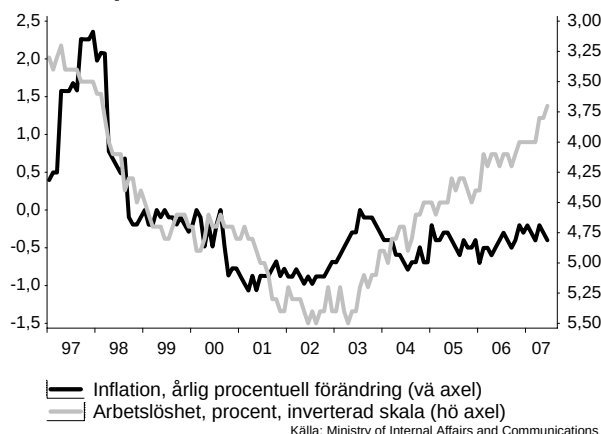
Vår tillväxtprognoz för i år är uppreviderad med ½ procentenhet. Detta beror i första hand på ett starkare BNP-utfall för första halvåret. Indikatorbilden ger däremot inget tydligt stöd för ökad tillväxtoptimism. Vi räknar därför med att tillväxten blir relativt svag de närmaste månaderna för att därefter återhämta sig något under slutet av året. Investeringarna tar då ny fart med stöd av högt kapacitetsutnyttjande, stark vinsttillväxt och robust export.

Den svaga länken i den japanska expansionen utgörs av hushållens konsumtion. Trots att uppgången i export och investeringar satt allt tydligare avtryck på arbetsmarknaden har konsumentförtroendet fallit tillbaka samtidigt som detaljhandeln är fortsatt svag. Lönerna fortsätter att vara nedpressade. Den allt stramare arbetsmarknaden bör dock på sikt resultera i ökad lönetillväxt, vilket ger stöd för konsumtionen. Hushållens mycket starka finansiella ställning utgör också en potential för ett konsumtionsuppsving.

Arbetslösheten fortsätter att sjunka och nådde i juni sin lägsta nivå på nästan ett decennium. Trots detta ligger **inflationen kvar strax under nollstrecket** efter fjolårets försiktiga tendens till uppgång. God produktivitetstillväxt och lönepress gör att enhetsarbetskostnaderna fortsätter att falla. Lönepressen förstärks i viss mån av sammansättningseffekter på arbetsmarknaden, då många välbetalda äldre går i pension och ersätts av yngre med lägre löner. Att äldre återanställs till väsentligt lägre löner efter den formella pensionen förekommer också. Andra krafter som motverkar en uppgång i inflationen är den höga prisnivån samt ökad konkurrens i de relativt skyddade och ineffektiva inhemska sektorerna. Sammantaget räknar vi med att inflationen ligger kvar kring nollstrecket under resten av året och att den därefter stiger långsamt till drygt en halv procent de närmaste åren.

Så länge återhämtningen i ekonomin fortgår tycks deflationstendenserna inte utgöra något hinder för Bank of Japan att normalisera penningpolitiken. Centralbanken betonar istället risken för att inflationen kommer tillbaka med full kraft när arbetslösheten nått en kritiskt låg nivå. Detta motiverar räntehöjningar i förebyggande syfte. Dessutom är man rädd för att en alltför låg ränta ska leda till finansiella obalanser. Vår tolkning är att **räntan fortsätter att höjas med 50 punkter om året** och att styrräntan därmed ligger på 1,25 procent i slutet av 2008 för att sedan stiga till 1,75 under 2009. Det som på kort sikt skulle kunna avhålla banken från fortsatta höjningar är om den globala kreditoron fördjupas. Detta skulle i sin tur kunna leda till ytterligare avveckling av carry-positioner och därmed en fortsatt förstärkning av yenen, vilket minskar behovet av räntehöjningar.

Japan: Inflation och arbetslöshet



Svidande nederlag för Abe

Det nyligen genomförda valet till överhuset innebär ett svidande nederlag för det regeringsbärande LDP-partiet i allmänhet och för premiärminister Abe i synnerhet. Valresultatet kan betraktas mer som en missnöjesyttring mot Abes regering än som ett mandat för det segrande oppositionspartiet DPJ. Men även om valresultatet försvagat LDP:s ställning har partiet fortfarande en stabil majoritet i underhuset. Viktigt är därför vad som kommer att hända internt inom LDP och vem som efterträder Abe om han tvingas avgå framöver. En trolig effekt av valet är emellertid en långsammare finanspolitisk konsolidering. Exempelvis lär en eventuell höjning av konsumtionsskatten skjutas ytterligare på framtiden. Abes planer på att skriva om Japans pacifistiska konstitution lär bli svåra att genomföra liksom ambitionerna att öka Japans internationella åtaganden. I den mån det närmast populistiska DPJ får ökat inflytande är detta negativt för reformpolitiken.

Obekvämt hög tillväxt

- **Bromsåtgärder får liten effekt**
- **Matpriser driver upp inflationen**
- **Nya ledare utses på partikongress**

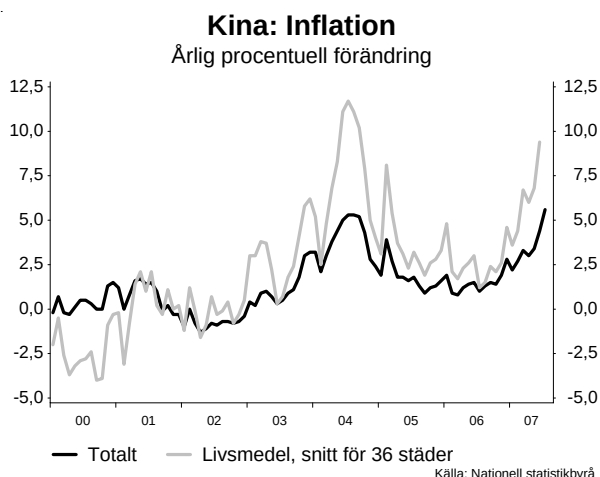
Kinas BNP växte med nästan 12 procent under andra kvartalet i år, signifikant högre än de 7,5 procent som satts upp som genomsnittligt mål för perioden 2006-2010. **Trots nya åtstramningsåtgärder höjer vi tillväxtprognoserna något 2007-2008, till 11 respektive 10 procent.** Nästa år bidrar Beijing-OS till en extra knuff åt inhemsk efterfrågan. Först 2009 går BNP-tillväxten ned under 10 procent.

Investeringarna, som förra året uppgick till 41 procent av BNP, förblir **primus motor** i ekonomin. Investeringsboomen har bidragit till **kraftiga produktivitetssökningar** och därmed till att enhetsarbetskostnaderna hållits nere trots en snabb löneutveckling i vissa sektorer. Samtidigt innebär den planekonomiska kreditgivningen att många investeringar vare sig är affärsmässigt eller samhällsekonomiskt motiverade.

Nettoexporten fortsätter **också** att ge **stora bidrag** till tillväxten. Bytesbalansöverskottet väntas hamna på runt 9 procent av BNP i år. Det stora kapitalinflödet ökar riskerna för överinvesteringar. Den privata konsumtionen växer sedan några år tillbaka i allt snabbare takt, men ger ännu ett relativt litet bidrag till landets tillväxt.

Matpriser bakom inflationsuppgång

Inflationen har stigit snabbt i år. I juli uppgick KPI-inflationen till 5,6 procent, den högsta takten sedan 1997. Detta har fått debatten om kinesisk överhettning att åter blossa upp. Vår bedömning är dock att **inflationsuppgången** i sig **inte** är något tydligt tecken på **överhettning** eftersom den i mycket hög grad drivits av volatila matpriser.



Icke desto mindre finns tydliga motiv att fortsätta åtstramningspolitiken. Centralbanken har under det senaste året höjt räntan fyra gånger och sannolikt kommer flera höjningar, varav ytterligare en i år. Stigande inflation har dock lett till att realräntan ändå fallit och blivit negativ. **Extremt låga realräntor** leder till att inhemska investerare jagar alternativa placeringar. Men med ett outvecklat finansiellt system är alternativen få. Detta är en bidragande orsak till de stora inflödena till aktiemarknaden, med stora risker för en bubbla som följd. Förutom räntehöjningarna har regeringen försökt bromsa utvecklingen genom att sänka skatten på ränteinkomster från 20 till 5 procent, i syfte att göra banksparande mer attraktivt.

Ökad apprecieringstakt

Under det senaste året har **apprecieringstakten** av valutan ökat till ca 5 procent per år gentemot USD (mätt handelsvägt har förstärkningen varit ungefär lika stor). Vi räknar med att takten **höjs** med ytterligare **någon procentenhet** framöver. Därtill har en rad administrativa åtgärder vidtagits i syfte att dämpa och bredda tillväxten; bl a höjdes nyligen reservkraven på bankerna.

Partikongress med stora utmaningar

Det kinesiska kommunistpartiet håller i höst sin 17:e partikongress. Denna ska lägga fast generella riktlinjer för den ekonomiska politiken de kommande fem åren. Kongressens huvuduppgift blir att möta de stora utmaningar som följer av den snabba tillväxten. Det är troligt att satsningar på jordbruk, utbildning och hälsovård fortsätter. Åtgärderna syftar till att motverka tendenser till social oro, bl a genom att verka för att skillnader mellan storstad och landsbygd inte ska bli alltför stora när det gäller löner och andra levnadsvillkor. Ett annat mål är att stimulera konsumtionen så att Kina kan minska sitt stora beroende av tillverkningsindustrin.

För president Hu Jintao innebär kongressen ett avgörande tillfälle att ändra om i ledarstrukturerna. Följs den informella 70-årsgränsen tidigare kommer detta att vara hans sista femårsperiod vid makten. En av de viktigaste frågorna är därför om presidentens efterträdare indirekt kommer att utses, vilket kan ge tydliga signaler om den politiska riktningen i ett längre tidsperspektiv.

Medvetenheten i Kina om de stora utmaningar och problem som den ekonomiska revolutionen medfört verkar vara stor och ganska väl utbredd. Kommunistpartiet har uppenbarligen ändå ambitionen att fortsätta att styra något som alltmer liknar en marknadsekonomi med planekonomiska medel. Tiden får utvisa om detta är möjligt.

God tillväxt, trots motvind

- Tillväxt över trend även 2008
- Stigande inkomster får igång konsumtionen
- Inflationen stannar runt 2 procent
- ECB parkerar på 4,25 procent

Tillväxten i Euro-zonen ligger nu **en bit över den långsiktiga trenden**. Den positiva dynamik som präglar ekonomin är tillräcklig för att hålla uppe tillväxten även nästa år, trots avmattningen i USA, starkare euro och högre ränteläge. Vi räknar med en **tillväxt på 2,6 procent i år och 2,4 procent nästa år**. Kredit- och finansorn kommer att sätta spår i den ekonomiska utvecklingen en tid framöver, vilket dämpar ECB:s motiv att fortsätta åtstramningen av penningpolitiken efter en septemberhöjning till 4,25 procent. Gradvis mindre lediga resurser och stark kredit- och penningmängdstillväxt utgör dock tillräckliga skäl för ECB att undvika räntesänkningar.

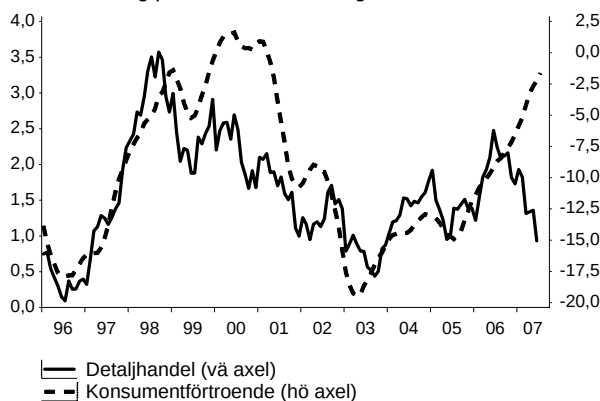
Exporten hålls uppe väl trots euron

Tillväxten har de senaste åren varit starkt beroende av exporten. Det gäller framför allt Tyskland. Förra året registrerades där en **exporttillväxt på hela 13 procent** och i år räknar vi med en uppgång på 9 procent, trots en starkare euro. I Euro-zonen som helhet ökar exporten i år med drygt 6 procent.

Effekterna av en trendmässig nedgång i Euro-zonens exportandel till USA visar sig nu i ökad motståndskraft mot svagheter västerut. Tysk export gynnas särskilt av den allt större andelen till snabbväxande ekonomier i Östeuropa och Asien. En stor export till oljeproducerande länder stimulerar också, i synnerhet när oljepriset stiger mot nya rekordhöjder. Den tyska exporten fortsätter därtill att gynnas av en fördelaktig produktmix med hög andel investeringsvaror.

Euro-zonen: Detaljhandel och förtroende

Årlig procentuell förändring och netttotal



Källor: Eurostat, DG ECFIN

Den tyska konkurrenskraften har stärkts av en låg kostnadsutveckling under många år. Stora företagsvinster tillsammans med högt kapacitetsutnyttjande gynnar investeringsutvecklingen. De **totala investeringarna i Euro-zonen stiger med knappt 6 procent i år och drygt 4 procent nästa år**. För Tyskland är ökningstalen ännu något högre; 6,6 respektive 5,8 procent.

Trots förbättringen på arbetsmarknaden fortsätter konsumenterna att vara försiktiga. Under första halvåret i år stagnerade detaljhandeln nästan helt. Det är ändå troligt att **en starkare arbetsmarknad och stigande framtidstro till slut också ger en starkare konsumtionstillväxt** (se ruta). Vi räknar med att den privata konsumtionen ökar med 1,1 procent i år för att nästa år stiga med 1,6 procent.

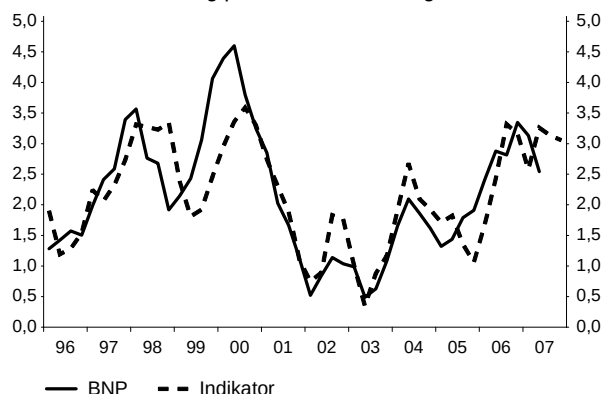
Uppsvinget fortsätter

Vissa tecken finns nu på att **tillväxten har toppat för den här gången**. BNP-utfallet för andra kvartalet i år var en besvikelse och industriproduktionen i Tyskland tycks vara på väg in i en lugnare fas. Till detta ska läggas att den senaste tidens kredit- och finansoro dämpar humöret i olika förtroendemätningar, och troligen också på marginalen exporten, investeringar och konsumtion.

Trots detta ser vi utsikter för en fortsatt ganska stark tillväxt. SEB:s sammanvägda tillväxtindikator antyder t ex **en potential för överraskningar på uppsidan under andra halvåret**. Att besvikelsen i tyska BNP-siffran för andra kvartalet till en del var hänförlig till lageravveckling och vädereffekter på byggandet bidrar också till tillförsikten.

Euro-zonen: BNP och SEB-indikator

Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, SEB

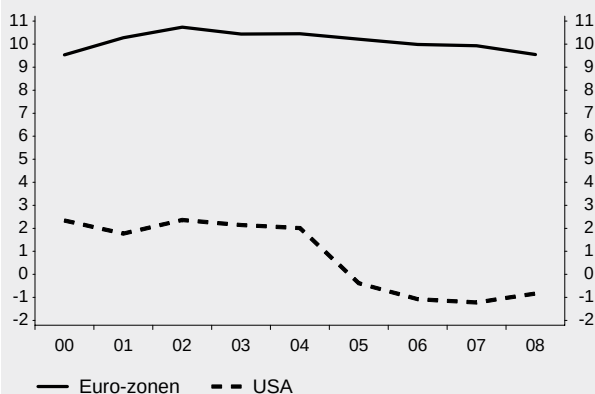
Tillväxten i Euro-zonen som helhet beräknas hamna på 2,6 procent i år, 2,4 procent nästa år och lite drygt 2 procent 2009. Den tyska tillväxten hamnar på 2,6 procent i år, med stöd från exporten och investeringarna, och minskar sedan till 2,4 procent 2008 och 2,2

Riggat för starkare konsumtion

Den svaga konsumtionsutvecklingen reser frågan varför hushållen i Euro-zonen är så försiktiga, i synnerhet i jämförelse med de amerikanska.

Hushållens sparkvot

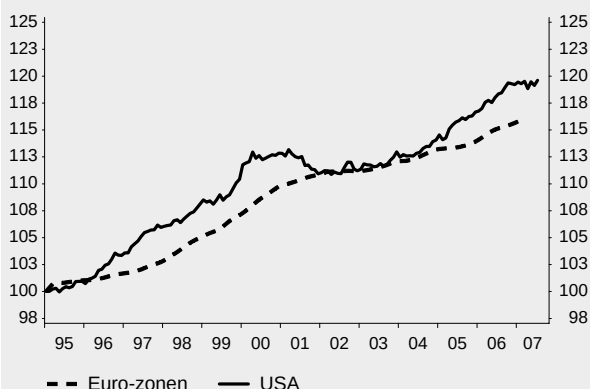
Procent



Sparkvoten (sparandets andel av disponibelinkomsten) har av tradition legat högre i Euro-zonen än i USA och Storbritannien. Detta kan bero på större osäkerhet om framtida inkomster, men är också kopplat till skillnader i definitioner och sociala system. De senaste åren har en långsammare prisutveckling på bostäder i kombination med ett mindre utbrett aktieäggande inneburit en långsammare förmögenhetsutveckling i Euro-zonen. Detta har bidragit till att öka skillnaden i sparkvot genom att behovet att spara av de löpande inkomsterna har varit större i Euro-zonen än i USA och många andra länder.

Sysselsättning

Index 1995=100



En annan förklaring är att de europeiska hushållens inkomster inte har ökat lika mycket som de amerikanska, vilket återspeglar en sämre tillväxt i både

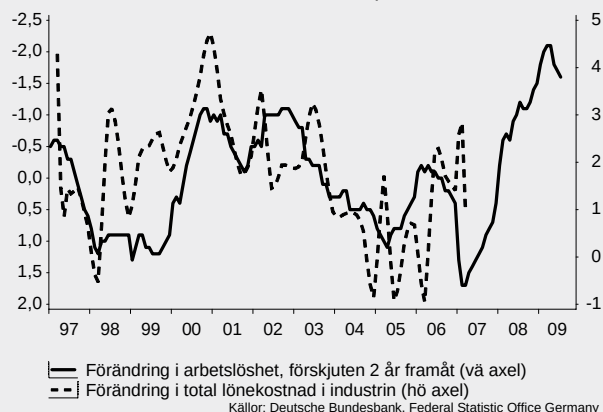
sysselsättning och timlön. Även om sambandet mellan inkomst och konsumtion på kort sikt inte behöver vara så starkt, har säkert hushållens syn på det långsiktiga inkomst- och konsumtionsutrymmet påverkats åt det mer försiktiga hållet i Euro-zonen.

Den amerikanska arbetsmarknaden tog mer stryk än den europeiska under krisåren i början på 2000-talet, men repade sig sedan rejält. Den allra senaste tiden har dock sysselsättningsstillväxten saktat in i USA, samtidigt som den har tagit extra fart i Euro-zonen.

Diagrammet nedan indikerar att **fallande arbetslöshet innebär en betydande potential för löneökningar** de närmaste åren. Även om erfarenheter från andra länder tyder på att globalisering och ökat konkurrenstryck har medfört att löneökningstakten blivit mindre känslig för fallande arbetslöshet är det troligt att en uppgång i arbetsinkomsterna nu är på väg. I Tyskland finns flera exempel på löneavtal som slutits på högre nivå än på många år. Att arbetskraftskostnaderna nu stiger snabbt även i Östeuropa innebär troligen också minskad nominell lönepress i Tyskland.

Tyskland: Arbetslöshet och löner

Procentenheter och procent



Sammantaget drar vi slutsatsen att de europeiska hushållen kommer att lätta en del på plånboken när stigande framtidsstro och sjunkande arbetslöshet också kompletteras av högre inkomster. Möjligen kan en mer tillväxtorienterad ekonomisk politik i Frankrike ge ökad optimism och framtidsstro. Även om vi inte räknar med en speciellt hög konsumtionsstillväxt i ett internationellt perspektiv är ett konsumtionsuppsving en viktig ingrediens för vår prognos om en relativt stark konjunktur i Euro-zonen.

Euro-zonen

Nordic Outlook - Augusti 2007

procent 2009. Frankrike växer med 2,1 procent i år, som vanligt med starkt stöd från hushållssektorn, och lite drygt 2 procent per år 2008 och 2009.

Den senaste tidens utveckling har inneburit **ökande nedåtrisker i prognosen**. Avmattningen i USA, uppblossande finansiell oro samt osäkerhet om den tyska konsumtionsuppgången utgör viktiga osäkerhetsmoment. Även vissa regionala faktorer, så som den högt uppdrivna bostadsmarknaden i Spanien, är en risk.

Starkare offentliga finanser

Den gynnsamma konjunkturutvecklingen **stärker de offentliga finanserna i Euro-zonen**. Vårens prognoser kommer att överträffas i de flesta länder. Det är dock svårt att veta hur mycket av budgetförstärkningen som är en underliggande strukturell förbättring och hur mycket som beror på konjunkturen. Joaquin Almunia, EU:s ekonomikommisionär, har därför sin vana trogen upprepat kravet på att medlemsländerna bör eliminera underskotten så snart som möjligt för att förbereda sig på en sämre konjunktur och framtida budgetproblem förknippade med den åldrande befolkningen.

Det har även framförts krav på att medlemsländerna ska uppvisa balanserade budgetar 2010, men Frankrikes president Nicolas Sarkozy stretar emot. Han vill hellre sänka skatter för att sätta fart på den franska ekonomin, som för tillfället växer långsammare än snittet i Euro-zonen. Frankrike har inte uppvisat budgetöverskott sedan 1980.

Enligt vår prognos (se tabellen nedan) förbättras budgetläget gradvis under perioden i de flesta länder, men det är ändå inte troligt att Euro-zonen som helhet kommer att uppvisa budgetbalans 2010.

Tyskland ser dock ut att kunna uppvisa en balanserad budget redan i år.

Budgetsaldo, procent av BNP

	2006	2007	2008	2009
Euro-zonen	-1,6	-0,8	-0,5	-0,4
Finland	3,9	3,8	3,7	3,2
Frankrike	-2,5	-2,4	-1,8	-1,7
Italien	-4,4	-2,1	-2,1	-2,0
Portugal	-3,9	-3,5	-3,1	-2,8
Spanien	1,8	1,4	1,1	1,0
Tyskland	-1,7	-0,1	0,2	0,4

Källa: EU-kommissionen, SEB

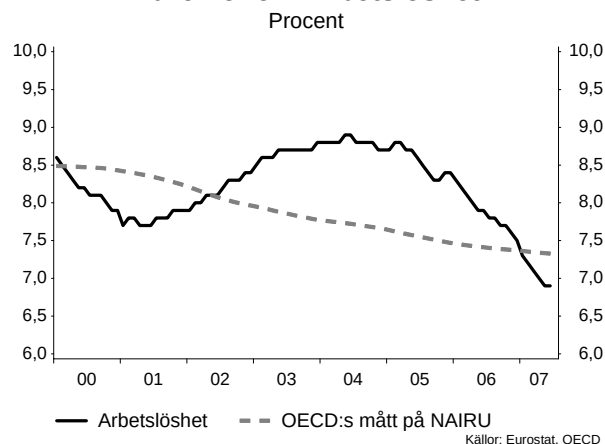
Högre resursutnyttjande

Arbetslösheten har nu sjunkit under traditionella mått på jämviktsarbetslösheten (NAIRU), dvs den nivå som är förenlig med stabil inflation. Enligt vår prognos faller arbetslösheten till lite drygt 7 procent som årsgenomsnitt i Tyskland 2009, 7,5 procent i Frankrike och knappt 6 procent i Italien.

Än så länge är det dock **svårt att spåra någon ökning av det underliggande kostnadstrycket** från

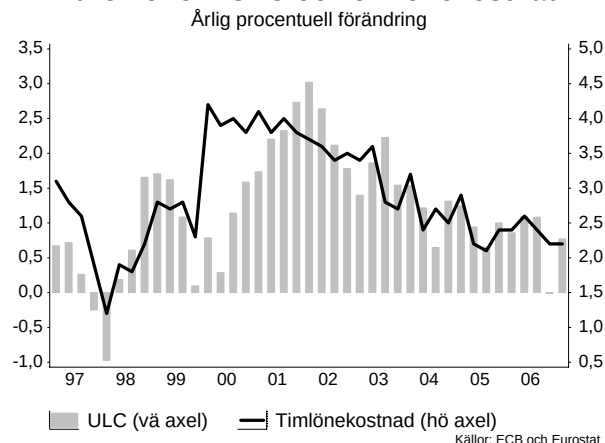
arbetsmarknaden. Enhetsarbetskostnaden (ULC) stiger endast i långsam takt. I hög grad beror detta på att produktivitetstillväxten fortsätter uppåt, vilket skiljer Euro-zonen från de flesta andra västländer där avtagande produktivitetstillväxt har lett till en tydlig uppgång i ULC.

Euro-zonen: Arbetslöshet

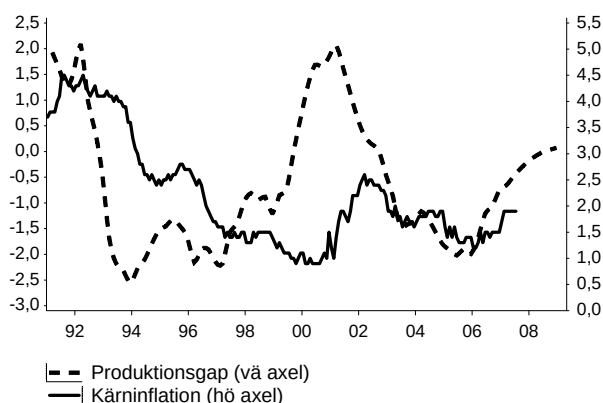


En tänkbar förklaring till att den låga arbetslösheten inte satt tydligare spår i kostnadsutvecklingen är att traditionella jämviktsmått ännu inte har tagit hänsyn till förbättringar i ekonomins funktionssätt. Ökad global konkurrens, EU:s utvidgning samt reformer på arbetsmarknaden är faktorer som kan ha bidragit till att pressa ned NAIRU.

Euro-zonen: ULC och timlönkostnad



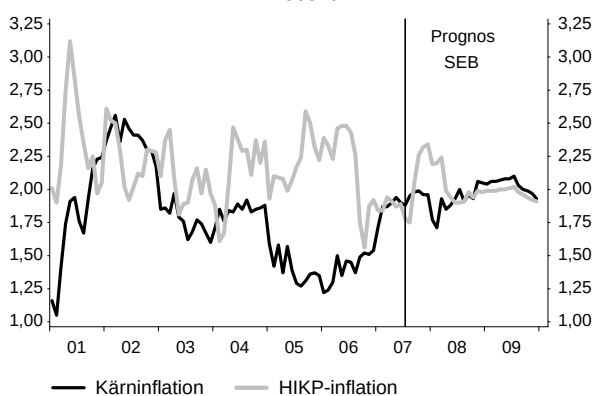
Osäkerheten gör att det är viktigt att titta på olika mått på resursutnyttjandet. Produktionsgapet, dvs skillnaden mellan faktisk och potentiell produktion, antyder också risker för stigande inflation. Enligt diagrammet nedan tycks kärninflationen reagera med en eftersläpning på ett till två år på en förändring i produktionsgapet. Det bör dock poängteras att inflationsuppgången i början på 2007 i hög grad är en effekt av momshöjningen i Tyskland i januari, vilket gör den svårare att tolka som en konsekvens av lägre produktionsgap.

Euro-zonen: Produktionsgap och inflation
Procent

Källor: Eurostat, OECD

Inflation i linje med målet

HIKP-inflationen har det senaste året rört sig ryckigt till följd av energirelaterade baspriseffekter och den tyska momshöjningen. Den allra senaste tiden har den dock legat stabilt kring ECB:s målsatta nivå nära men inte över 2 procent. Baseeffekter från energipriserna spelar en stor roll för inflationsutvecklingen även det kommande halvåret. De sänker först inflationstakten något i augusti, men pressar sedan upp den ganska snabbt igen till 2,3 procent i slutet på året.

Euro-zonen: Inflation
Procent

Källor: Eurostat, SEB

På sikt sätter stigande resursutnyttjande en inflationspress från kostnadssidan. En starkare euro och fortsatt gynnsam produktivitetsutveckling drar dock åt andra hållet. Kärninflationen uppgår till i genomsnitt 1,9 procent i år och nästa år, och 2,0 procent 2009. **HIKP-inflationen ligger still på 2,0 procent i genomsnitt under hela prognosperioden.**

ECB höjer till 4,25 procent

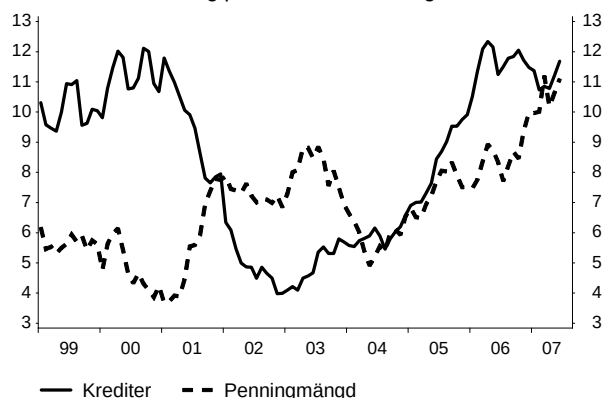
ECB har under lång tid bedömt att tillväxtriskerna är nedåtriktade och att inflationsriskerna är uppåtriktade. Den prognos och räntestrategi som vi bedömer att ECB lade fast i juni pekade på två höjningar under andra halvåret. ECB har också gett vissa signaler om att man kommer att höja räntan till 4,25 procent vid sitt septembermöte.

Problemen på kreditmarknaden lär dock förändra spelplanen en del. Vi tror att tydligare effekter i form av kreditförluster, starkare euro och vissa tillväxtjusteringar bidrar till att ECB avstår från att gå längre än 4,25. Fortsatt återhållen inflation och snarast fallande inflationsförväntningar talar också för detta.

Å andra sidan innebär vår prognos fortsatt god tillväxt och stigande resursutnyttjande samtidigt som ECB:s oro för den långa perioden av monetär expansion också måste beaktas. Detta talar för att ECB inte kommer att leverera den räntesänkning i början på nästa år som marknaden nu räknar med. Risken i ränteprognosen ligger snarast på uppsidan.

Faktorer som avgör ECB:s agerande

Högre ränta	Lägre ränta
God BNP-tillväxt	Kreditoro
Lägre arbetslöshet	Måttlig inflation
Monetär expansion	Starkare euro
Högre lönetryck	

Euro-zonen: Krediter och penningmängd
Årlig procentuell förändring

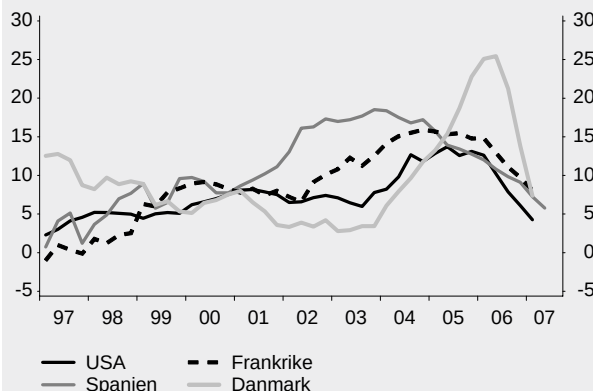
Källa: ECB

Stabilare bostadsmarknad i Euro-zonen

Nedgången på den amerikanska bostadsmarknaden reser frågor kring riskerna för en liknande europeisk utveckling. Längre betraktades husmarknadernas drivkrafter som nationella, eller kanske i ännu högre grad som regionala. Under senare år har IMF pekat på förekomsten av en global huspriscykel där olika länders position i räntecykeln är viktig.

Huspriser i utvalda länder

Årlig procentuell förändring

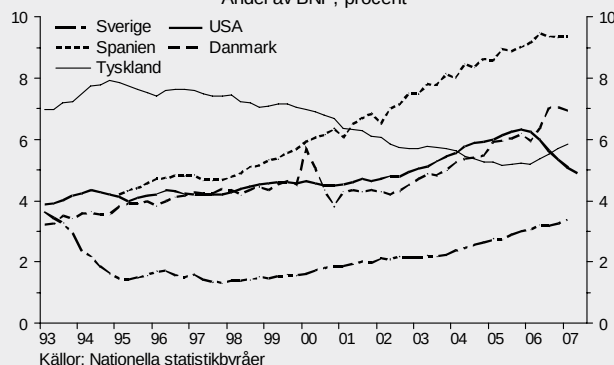


Källor: Nationella statistikbyråer

En slutsats av ett sådant resonemang är att nedgången i USA, som ligger tidigt i räntecykeln, skulle förebåda en allmän avmattning i Europa. I viss mån kan man se sådana tecken. Länder som Frankrike och Spanien har t ex följt pristrenden i USA relativt väl, om än på olika nivåer. I Norden ser vi en tydlig avmattning i Danmark, medan uppgången har fortsatt i Norge och Sverige. Tyskland avviker från det generella mönstret eftersom priserna låg stilla under boomen i omvärlden, men stiger svagt nu.

Bostadsinvesteringar

Andel av BNP, procent



Källor: Nationella statistikbyråer

Läget på arbetsmarknaden, hushållens finansiella ställning och dimensioneringen av byggsektorn avgör hur känsligt ett land är för de reala effekter i form av minskad husbyggande och lägre konsumtion som följer av en nedgång på bostadsmarknaden.

Det finns flera skäl att tro att effekterna på Euro-zonen och Väst Europa i allmänhet blir mindre än i USA, såväl när det gäller prisutveckling som de realekonomiska följdverkningarna:

- **Hushållens sparande är betydligt högre**, bl a beroende på ett mer försiktigt sparbeteende. Skillnader i bostadsfinansieringssystem har också bidragit till att europeiska hushåll i mindre grad än de amerikanska utnyttjat husförmögenheter till konsumtion. Någon större omfattning av lån till hushåll med svag ekonomi, motsvarande den amerikanska subprimemarknaden, finns inte heller.
- **I Tyskland börjar huspriserna stiga först nu**. Att man så tydligt avviker från den globala huspriscykeln minskar riskerna för stora effekter på Euro-zonen som helhet.
- **Bostadsbyggande som andel av BNP** var generellt sett lägre i Väst Europa under bostadsboomens topp. Även om prisutvecklingen i många länder väl matchat den amerikanska har inte byggvolymerna exploderat som i USA åren 2002-2005.

Det finns dock vissa länder som är sårbara. Det mest tydliga exemplet är Spanien. Priserna är mycket högt uppdrivna i relation till inkomsterna, samtidigt som byggsektorn utgör en oproportionerligt stor andel av ekonomin. Hittills har inte nedkylningen fått några tydliga reala effekter, vilket antyder att Spanien har en betydande anpassning framför sig.

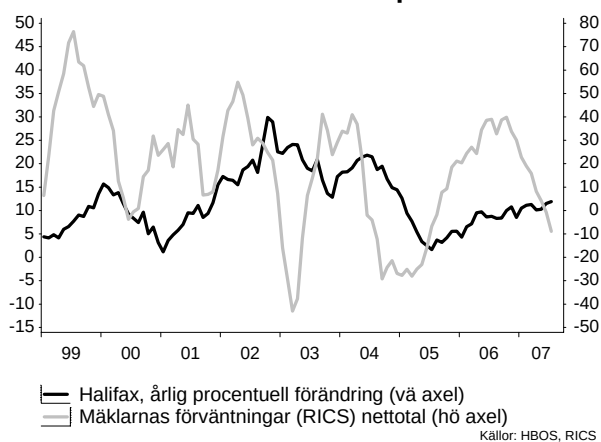
Mjuklandning 2008

- **Högt resursutnyttjande**
- **Tidiga tecken på dämpad husmarknad**
- **Reporäntan har toppat**

Den brittiska konjunkturen förblir stark ännu något halvår. Nästa år börjar den försvagas som en konsekvens av den **monetära åtstramningen** och avmattningen i USA. Bank of England (BoE) har höjt styrräntan med 125 punkter (till 5,75 procent i juli) inom loppet av ett år. Åtstramningen bidrar nästa år till en avkylning av fastighetsmarknaden och hushållens konsumtion. Samtidigt väntas det senaste årets pundförstärkning på sikt försvaga exportindustrins konkurrenskraft. **BNP-tillväxten dämpas från knappt 3 procent 2007 till ca 2 procent per år 2008-2009**, vilket bidrar till att inflationstrycket lättar.

Tillväxttakten har legat stabilt något över potentiell nivå på 2,5 procent sedan slutet av 2005. Företagen visar fortsatt optimism samtidigt som hushållens framtidstro har återvänt efter en tvåårig svacka, delvis beroende på en ljusare arbetsmarknad. Det mesta tyder därför på fortsatt styrka den närmaste tiden.

Storbritannien: Huspriser



Däremot finns tecken på att det högre ränteläget börjar kyla av den heta husmarknaden, bl a har ansökningarna om lån till nya hus fallit snabbt. Ännu ökar visserligen huspriserna med över 10 procent i årstakt, men vi räknar med en betydande avkylning under 2008. En tydlig signal på en avmattning i priserna är att **mäklarnas prisförväntningar** (RICS-enkäten) gradvis har dämpats det gångna halvåret och nu anger en **utplaning**; enkäten har visat sig vara en god indikator på prisutvecklingen något halvår framåt i tiden.

Även om förmögenhetsställningen avseende bostäder förblir stark, är **hushållens konsumtion** sannolikt **känslig** för en svagare prisutveckling. Räntebördan har ökat snabbt. Skuldsättningen är hög och sparkvo-

ten har fallit till 2 procent – den lägsta nivån på nästan 50 år. Vi räknar med att sparandet rör sig uppåt de närmaste åren; genomsnittet för sparkvoten sedan 1995 är cirka 6 procent. Konsumtionsökningen pressas därmed ned från 2½ procent 2007 till 2 procent per år.

Kvardröjande inflationsrisker

Högt resursutnyttjande och snabb penningmängdstillväxt gör att inflationsriskerna kvarstår ett tag till. Det senaste halvåret har arbetsmarknaden återhämtat sig och företagen aviserar ökad brist på kvalificerad arbetskraft. Arbetslösheten har sjunkit från 5,7 till 5,5 procent; nära jämviktsnivån. Vår prognos är att **arbetslösheten sjunker ytterligare** något den närmaste tiden för att sedan plana ut nästa år. **Löner-na** har fortsatt att utvecklas **lugnt** trots det strama arbetsmarknadsläget. En förklaring till detta är att ökad arbetskraftsinvandring har dämpat flaskhalsproblemen på arbetsmarknaden.

Trots måttliga löneökningar har **inflationssuppgången** varit **relativt bred**. Den starka efterfrågan har gjort att kostnadsökningar i företagen, t ex höjda råvarupriser, har kunnat pressas vidare till konsumentledet. Den faktiska inflationstakten har visserligen sjunkit från över 3 procent i början av året till oväntat låga 1,9 procent i juli, vilket bidragit till att de höga inflationsförväntningarna som i hög grad oroar BoE dämpats något efter vinterns skarpa uppgång. Trenden i den underliggande inflationen har dock fortsatt uppåt, vilket bidrar till att vi spår en trög nedgång i inflationen. På kort sikt innebär även effekter från sommarens översvämningar att livsmedelspriser stiger. **Målet 2 procent nås först för 2008**. Det innebär att inflationsmålet överskridits två år i rad.

BoE är av tradition aktivistisk och agerar ofta tidigt på nya förutsättningar, inte minst i omvärlden. Trots vissa kvarhängande inflationsrisker avstår BoE från ytterligare räntehöjning i höst. Skälet är ökad nedåtrisk i den globala tillväxten efter kreditoron. När den inhemska avmattningen börjat samtidigt som Fed genomfört en rad räntelättnader är det troligt att marschen mot en neutralare inriktning av penningpolitiken påbörjas. Vi räknar med en **första räntesänkning i februari 2008** och att styrräntan i slutet av 2008 är 5,00 procent. Räntesänkningarna bidrar till att pundet efterhand försvagas.

Finanspolitiken väntas bli lätt kontraktiv. Företags- och inkomstskatten sänks visserligen något från och med april 2008, men dessa åtgärder är nästan helt finansierade. Ett nyval redan 2007-2008 skulle sannolikt inte ändra regeringens ekonomiska politik.

Hög tillväxt – hög inflation

- **Inhemsk efterfrågan fortsatt draglok**
- **Arbetsmarknaderna förstärks**
- **Finanspolitiken expansiv trots inflationsrisker**

Konjunkturstyrkan i Central- och Östeuropa består, trots svagare omvärld. Handeln med USA är liten och regionen, särskilt de centraleuropeiska ekonomierna, drar nytta av den ihållande uppgången i Tyskland. Men framför allt är det **konsumtion och investeringar** som **driver tillväxten**. BNP i nio större östländer inklusive Baltikum ökar med **7 procent i år**, för att dämpas marginellt till **6½ respektive 6 procent de kommande två åren**. Lettland och Ukraina växer snabbast. Prognosen för 2007-2008 är uppjusterad jämfört med NO i maj, men den senaste tiden globala kreditorer har medfört att nedåtriskerna ökat. Det höga inflationstrycket lättar marginellt.

Rysslands tillväxt första halvåret var 8 procent. En viss inbromsning ned under 7 procent sker på två års sikt i kölvattnet av tilltagande utbudsrestriktioner. Det närmaste året fortsätter ekonomin att stimuleras av höga råvarupriser och expansiv finanspolitik. Investeringarna fortsätter uppåt efter den robusta återhämtningen förra året. Investeringsnivån är dock fortfarande relativt låg, speciellt inom industrin. Vi räknar inte med någon större politisk kursändring efter parlaments- och presidentvalen i december 2007 och mars 2008. Reformprocessen fortskrider i oförändrat långsam takt. Ett WTO-inträde 2008 är ännu inom räckhåll. Det skulle sänka industri- och jordbrukstillstånd samt öppna tjänstesektorn för utländsk konkurrens.

Även **Ukrainas** BNP växte med 8 procent under årets första hälft och tillväxten väntas ligga kvar i detta härad på sikt. Höga råvarupriser gynnar ekonomin. Detaljhandel och byggande växer snabbt. Inflationen blir tvåsiffrig i år. I Ukraina är opinionsbilden oklar inför nyvalet till parlamentet i september. Om parti-grupperingen runt Julia Tymosjenko, premiärminister i början av den orangea revolutionen för ett par år sedan, ånyo slår sig samman med president Viktor Juschtsjenko har man något större stöd än den mer ryssvänliga premiärministern Viktor Janukovitj.

I Centraleuropa går **Polen** mot ännu ett år med över 6-procentig tillväxt, väl över potentiell nivå. Inhemsk efterfrågan förblir stark, delvis stimulerad av stora medel från EU:s strukturfonder. Fortsatta spänningar inom regeringskoalitionen ger en stökig politisk situation och leder troligen till nyval i höst. Detta hotar ej den positiva konjunkturutvecklingen. Om något stärks utsikterna för ekonomiska reformer.

Slovakien inför planenligt **euron 2009**. Inflationen ligger kvar lågt trots stark tillväxt. Det beror dels på en bättre fungerande ekonomi än andra öst-ekonomier efter genomförda reformer, dels på stärkt valuta.

Ungern stramar åt finanspolitiken för att komma till rätta med de stora underskotten i budget och bytesbalans. Detta ger en djup tillväxtsvacka i år. Ekonomin återhämtar sig långsamt framöver.

Resurserna sinar

Arbetslösheten i Central- och Östeuropa har nästan undantagslöst fallit till relativt låga nivåer och pressas **ytterligare nedåt framöver**. I Baltikum är arbetskraftsbristen redan påtaglig, delvis beroende på de senaste årens emigrationsvåg till väst; en trend som dock ser ut att bromsas framöver då lönerna stigit snabbt. I Polen, Tjeckien och Ryssland är det än så länge främst byggsektorena som har svårt att rekrytera, men problemen breddas. Detta bäddar för höga löneökningar. Samtidigt är kapacitetsutnyttjandet i industrin högt.

Det höga resursutnyttjandet innebär att inflationsriskerna generellt sett har ökat, även om det senaste halvårets inflationsuppgång delvis kan förklaras med dåliga skördar och matprishöjningar. Trots detta antas den **ekonomisk-politiska åtstramningen bli beskedlig**:

- I Baltikum är det endast Lettland som stramar åt finanspolitiken något.
- I Polen och Tjeckien har räntorna höjts. Vi räknar med fortsatta höjningar till 5,25 respektive 3,75 procent i början av nästa år. Någon finanspolitisk åtstramning är inte i sikte i Polen, men i Tjeckien har nyligen ett ekonomiskt reformpaket godkänts i parlamentet, innefattande en viss finanspolitisk konsolidering.
- I Ryssland och Ukraina ändras inte räntorna mycket och finanspolitiken förblir expansiv. Den ryska centralbanken fortsätter sin knepiga balansakt. Man vill undvika att oljeintäkterna ger en alltför kraftig appreciering av rubeln samtidigt som man vill pressa ned inflationen. Det blir svårt att få ned inflationen till riktmärket 8,0 procent mot slutet av året.

Marginell lindring av baltisk överhettning

Den långsiktigt ohållbara och delvis kreditdrivna **tillväxten** i Baltikum **viker långsamt** de närmaste åren. Detta gör att **obalanserna** också **minskar långsamt**.

Konsumtionen fortsätter att stimuleras av snabba löneökningar, låga realräntor, och i Estland och Litauen även av sänkta inkomstskatter. Investeringarna får näring av såväl det uppdrivna kapacitetsutnyttjandet som EU:s strukturfonder. Samtidigt finns faktorer som pekar mot att konjunkturtoppen är på väg att passeras. Växande utbudsrestriktioner i kombination med höjda nominella utlåningsräntor och stramare kreditgivning bromsar tillväxten. I Lettland bidrar även en stramare finanspolitik.

Vi räknar med en måttlig dämpning av tillväxten. Estlands tillväxt sjunker från 8 procent i år till 6,5 procent 2009; Lettlands från 10 till 8 procent och Litauens från 8 till 6 procent. Ekonomierna rör sig således ned mot en potentiell nivå på 6-7 procent. Men då farten varit hög under många år har obalanser redan hunnit byggas upp. Sedan ett år tillbaka uppvisar **Lettland och Estland** tydliga tecken på **överhettning**. Litauen har än så länge inte lika uppenbara obalanser.

De senaste åren har underskotten i bytesbalansen svällt till mycket höga nivåer, särskilt i Lettland och Estland. Inflationen har accelererat och ligger nu långt över Euro-zonens nivå. Detta gäller främst i Lettland där årstakten ligger nära 9 procent.

Vårt huvudscenario har sedan tidigare varit en **mjuklandning** i de baltiska ekonomierna. I våras underströk vi i flera rapporter att en sådan **förutsätter** en fortsatt **dämpning** av den **höga kredittillväxten**, kanske också en finanspolitisk åtstramning i Estland. Givet att centralbankerna med de fasta växelkurssystemen har begränsade möjligheter att kyla ned ekonomierna har vi också betonat affärsbankernas viktiga roll när det gäller kreditexpansionen.

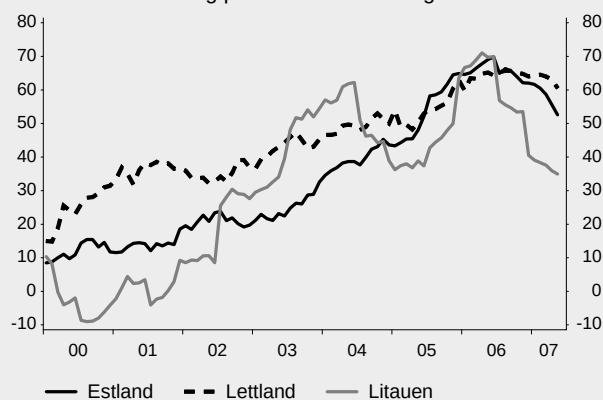
Inte mycket har **förändrats** i den ekonomiska bilden om man ser till **första halvårets** utfall och barometrar:

1. BNP-tillväxten har dämpats endast i Estland. Där har också hushållen och företagens framtidsutsikter trendmässigt sviktat, även om de fortfarande ligger på historiskt höga nivåer.

2. Den extremt höga kreditökningen till privat sektor har börjat mojna i alla länder. I Estland och Lettland är detta delvis kopplat till tidiga tecken på en försvagning på fastighetsmarknaden. Den lettiska kredittillväxten torde dämpas ytterligare på kort sikt genom de stramare kreditvillkor som implementerades i juli. Denna förändring var en del av regeringens anti-inflationsplan som lades fram i mars efter valutaturbulensen i februari.

Baltikum: Lån till privat sektor

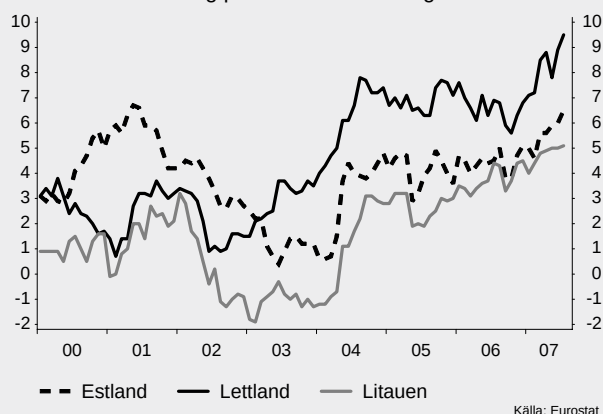
Årlig procentuell förändring



3. När det gäller inflationstrycket har dock läget snarast förvärrats. Vi har därför höjt inflationsprognoserna för samtliga länder. En viss dämpning i inflationen sker visserligen nästa år, men inget land hamnar lägre än ett årsgenomsnitt på 4 procent. Löneökningar på 20-30 procent i år, något lägre nästa år, eldar på pristrycket. I Estland bidrar även momshöjningar till att inflationen inte sjunker snabbare 2008.

Baltikum: HIKP

Årlig procentuell förändring



4. Bytesbalansunderskottet har minskat något i Estland. I Lettland ligger det kvar på en oförändrat mycket hög nivå, medan det ökat i Litauen.

Sammantaget är vår bedömning att **överhettningsshotet** i Baltikum **kvarstår**, även om **mjuklandning** fortfarande är **huvudscenariot**.

Inhemsk motståndskraft

- **Omvärldsoro ger lägre tillväxt...**
- **...men robust inhemsk efterfrågan håller BNP över trend**
- **Stark arbetsmarknad, ökande resursbrist**
- **Riksbanken normaliserar räntan**
- **Allt större offentliga överskott**

Ökade finansiella risker och svagare omvärldstillväxt i kombination med en svensk ekonomi som visar robust styrka och där riskerna för resursbrist och överhettning börjar torna upp sig gör situationen svårbedömd. Vår slutsats är att **svensk ekonomi på olika sätt kommer att påverkas av orostendenserna i omvärlden**. Den inhemska ekonomin är ändå tillräckligt stark för att BNP-tillväxten ska fortsätta ligga över trend. Därmed stärks uppgången på arbetsmarknaden ytterligare och **behovet av en normalisering av räntepolitiken kvarstår**.

Den globala finansiella oron och en djupare nedgång i USA har föranlett en nedrevidering av Sveriges tillväxt för 2008 med en kvarts procentenhet. Årets BNP-siffra påverkas i mindre grad, men det oväntat svaga utfallet första halvåret gör ändå att tillväxten blir ca ½ procentenhet lägre än i vår förra prognos. Vi räknar nu med en tillväxt på **drygt 3½ procent i år**, som sedan dämpas till **3 procent 2008**.

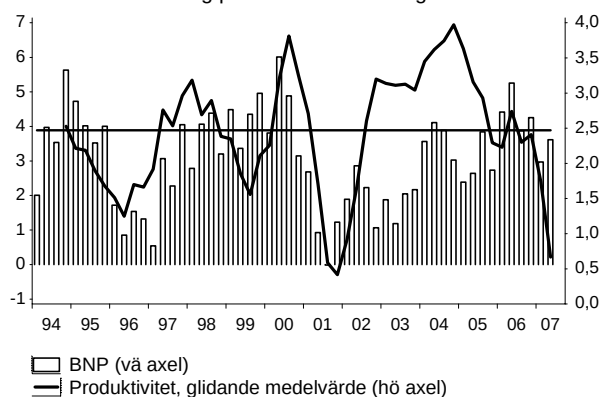
Styrketecknen i den inhemska ekonomin består. Investeringsaktiviteten är mycket expansiv, speciellt i industrin. Detta ger utrymme för fortsatt exportexpansion, genom att lindra de flaskhalsproblem som hämmat industriproduktionen. Kraftigt stigande inkomstökningar och en allt starkare arbetsmarknad talar för att ett lyft i konsumtionen är på gång, även om stimulansen från förmögenhetsökningar dämpas framöver.

Sysselsättningen fortsätter att stiga i snabb takt, medan produktivitetstillväxten mattas. **Arbetslösheten faller till 3½ procent i slutet av nästa år**. Stigande löneökningar i kombination med den avtagande produktivitetstillväxten ger stigande inhemskt kostnadstryck. Inflationen stiger därmed gradvis och **UND1X ligger om två år över två procent**.

Riksbanken hamnar i ett dilemma. I en värld med stora finansiella risker och en något vikande omvärldsefterfrågan kan räntehöjningar te sig svårsmälta. Samtidigt är det svårt att se att den inhemska tillväxt- och inflationsbilden ska förändras så mycket att vägen mot en normalisering av reporäntan avbryts. Vi räknar således med att Riksbanken fortsätter att höja reporäntan till 4,50 procent i mitten av nästa år, något över neutral nivå.

De offentliga finanserna har förbättrats i snabbare takt än väntat. Överskottet de kommande åren ser ut att hamna en bra bit över målet. Detta medför att finanspolitiken gradvis blir mer expansiv ju närmare vi kommer valet 2010. I vårt huvudscenario utgör detta ett ytterligare skäl för en normalisering av räntenivån. Skulle den internationella nedgången fördjupas kommer det finanspolitiska manöverutrymmet istället väl till pass som ytterligare en krockkudde för ekonomin.

Sverige: BNP och produktivitet
Årlig procentuell förändring

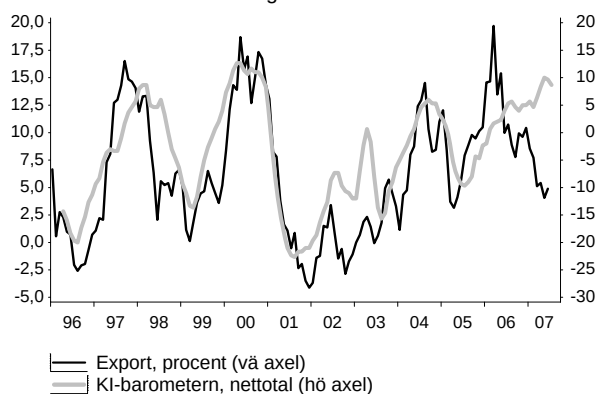


Källa: SCB

Kapacitetsproblem för exporten

Exporttillväxten kulminerade förra året. I år dämpas marknadstillväxten från 10 till 6 procent. Varuexporten hittills i år har försvagats mer än så. Detta torde bero på kapacitetsbrister i produktionen. Att företagsrapporter, Konjunkturinstitutets barometrar och produktionsstatistik fortfarande pekar tydligt uppåt gör dock att man bör vara försiktig när det gäller tolkningen av SCB:s exportsiffror.

Sverige: Export och KI-barometern
3-månaders glidande medelvärde



Källor: KI, SCB

Exporten växer nu snabbast österut till länder som Polen och Ryssland, men även Norden och Eurozonen är fortsatt expansiva marknader. Exporten till USA fortsätter att falla och något förvånande har den också fallit till Kina.

De kommande åren saktar exporttillväxten in ytterligare. Detta är en följd av allmänt svagare efterfrågan i omvärlden, inte minst på de viktiga nordiska marknaderna där överhettningstendenser – och höjda räntor – bromsar expansionen.

Investeringsboom

Det ansträngda kapacitetsutnyttjandet bidrar till **mycket höga investeringsplaner inom industrin**. Vi räknar med en volymökning på närmare 15 procent i år, den kraftigaste ökningen sedan mitten av 1990-talet. Investeringarna ökar även i andra delar av ekonomin. Utbyggnadsplanerna är mest expansiva inom energisektorn, där satsningar på vindkraft och förbättringar av elnätet bidrar till ökningarna på i storleksordningen 35 procent. Även bostadsbyggandet ser ut att öka i snabb takt i år. Till detta kommer statliga satsningar på infrastruktur som driver upp de offentliga investeringarna.

Sverige: Kapacitetsutnyttjande i industrin
Procent



Källa: SCB

Investeringsexpansionen inom industrin dämpas framöver. Även bostadsbyggandet bromsar troligen in nästa år som en följd av brist på arbetskraft, högre räntor och eftersläpande effekter av lägre subventioner till byggande av hyresrätter. Investeringsstillväxten dämpas sammantaget från 11 procent i år till knappt 5 procent 2008.

Bostadspriserna har fortsatt att stiga. I motsats till fallet i en rad andra länder syns inga tydliga tecken till avmattning. Att räntenivån är lägre och att höjningscykeln kom igång senare bidrar till att förlänga uppgången på bostadsmarknaden. Avskaffad förmögenhetsskatt och lägre fastighetskatt har också haft tydliga effekter.

Framöver kommer huspriserna att dämpas och stagnera även i Sverige. På kort sikt bidrar kreditoron till att kyla av och på lite längre sikt kommer effekter av högre räntor och långsammare sysselsättnings-tillväxt att sätta sina spår.

Förörsenat konsumtionslyft

En rad förutsättningar ligger på plats för en **uppväxling i den privata konsumtionen**. Stigande löneökningar, stark jobbtillväxt och sänkta inkomstskatter bidrar till att hushållens reala inkomster stiger med drygt 5 ½ procent i år och med 3 ½ procent i genomsnitt perioden 2007-09. Samtidigt faller arbetslösheten i snabb takt och hushållens optimism ligger på historiskt hög nivå.

Hushållens ekonomi

Årlig procentuell förändring

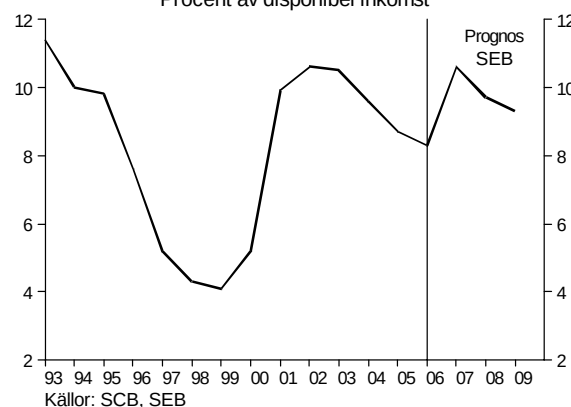
	2006	2007	2008	2009
Privat konsumtion	2,8	3,2	3,7	3,0
Disponibelinkomst	2,2	5,7	2,8	2,7
Sparkvot, nivå	8,3	10,6	9,7	9,3

Källor: SCB, SEB

Ändå har konsumenterna inte riktigt släppt greppet om plånboken. Första halvåret stannade konsumtionsökningen vid 2 ½ procent. Vår prognos om en tilltagande konsumtionstillväxt ligger dock fast, även om vi gjort en viss nedrevidering i år. Vi räknar nu med en tillväxt på 3,2 procent i år och 3,7 procent nästa år.

Sedan början på 2000-talet har sparandet legat på en relativt stabil nivå, trots allt starkare förmögenhetsställning och lägre arbetslöshet. Ett ökat behov att spara till följd av större osäkerhet kring framtida pensioner är säkert ett viktigt skäl till försiktigheten. Att förmögenhetsökningen i bostäder och aktier nu dämpas bidrar också till vår prognos om ett fortsatt högt sparande.

Sverige: Hushållens sparande
Procent av disponibel inkomst



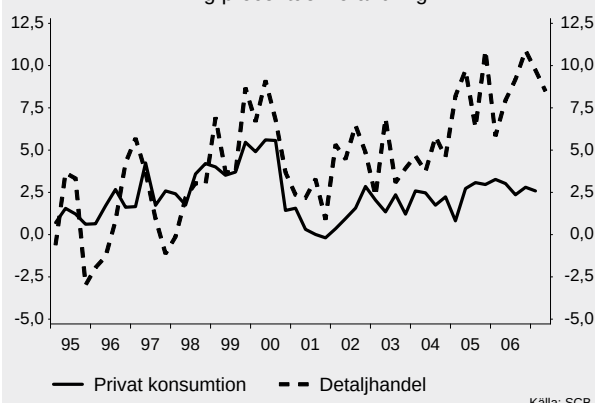
Källor: SCB, SEB

Varför inte högre konsumtion?

Trots alla faktorer som borde locka fram köplusten har konsumtionstillväxten inte tagit riktig fart. Denna utveckling står t ex i skarp kontrast till utvecklingen i övriga Norden. Ändå har detaljhandelsförsäljningen i Sverige utvecklats betydligt starkare än i grannländerna, vilket gör gåtfullheten i konsumtionssiffrorna ännu större. Visserligen utgör detaljhandeln bara en tredjedel av den privata konsumtionen, men historiskt har det funnits en ganska bra samvariation mellan detaljhandel och konsumtion.

Sverige: Detaljhandel och konsumtion

Årlig procentuell förändring



Detaljhandeln de senaste åren har till och med vuxit snabbare än under milleniumboomen. Att konsumtionen totalt sett inte nått samma tillväxtnivåer beror bl a på att inköpen av bilar och tjänster i stället vuxit betydligt långsammare på senare år.

Privat konsumtion efter ändamål

Procentuell förändring, ()=Vikt 2005

	2004-2006	1998-2000
Detaljhandel (36%)	5,2	4,4
Bilar (4%)	3,1	11,9
Energi (6%)	-3,1	-1,3
Övriga varor (4%)	-0,5	-1,5
Tjänster inkl bostad (51%)	2,1	3,3
Konsumtion i utlandet (4%)	7,0	11,9
Utlänningars konsumtion (-5%)	14,4	7,4
Summa	2,5	3,8

Källa: SCB

Trenden i turistanvändning bidrar också till att förklara glappet mellan detaljhandel och privat konsumtion. Utlänningars konsumtion i Sverige ingår i de olika varugrupperna, men räknas sedan av i den totala privata konsumtionen. Denna har växt betydligt snabbare 2004-2006 än 1998-2000. Det omvända gäller för svenskars konsumtion i utlandet. Nettoeffekten blir en dämpning av konsumtionstillväxten med 0,5 procentenheter 2004-2006.

Även om vi således kan spåra en del förklaringar till den måttliga konsumtionsuppgången har vi svårt att se att inte alla de underliggande drivkrafterna till slut ska resultera i högre konsumtion.

Arbetslösheten fortsätter nedåt

Efterfrågan på arbetskraft fortsätter att vara mycket stark. Antalet lediga platser enligt AMS har ökat kraftigt och anställningsplanerna i KI:s barometrar är expansiva. Sysselsättningsuppgången är bred och omfattar de flesta branscher. Även inom industrin ökar nu sysselsättningen. I snitt räknar vi med en sysselsättningsuppgång på 2½ procent eller 100 000 personer i år. Nästa år dämpas ökningen till ca 60 000 personer.

Arbetsmarknad och produktivitet

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
BNP	4,5	3,6	3,0	2,5
Produktivitet	2,5	0,8	1,6	1,6
Sysselsättning	1,9	2,4	1,3	0,7
Arbetade timmar	2,0	2,8	1,4	0,9
Arbetskraftsutbud	1,3	1,3	0,7	0,5
Arbetslöshet, nivå i %	5,4	4,3	3,7	3,5

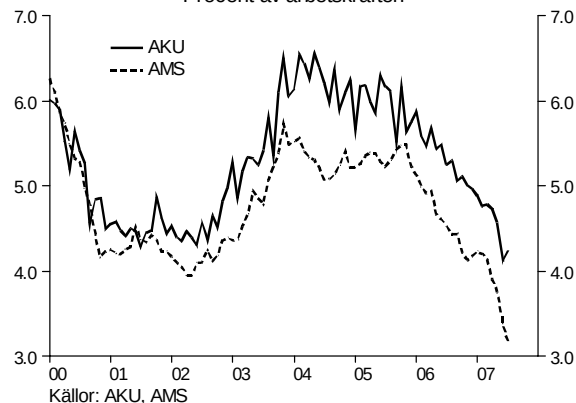
Källor: SCB, SEB

Stigande sysselsättning har gjort att arbetslösheten fortsatt att falla, trots stora neddragningar i arbets-

marknadspolitiken under vinterhalvåret. I juli var arbetslösheten 4,2 procent enligt AKU (säsongrensad) medan AMS siffra var så låg som 3,2 procent. Det mesta talar därför för att årsgenomsnittet hamnar under Riksbankens prognos på 4¾ procent. Det bör dock poängteras att sommarmånaderna är svårtolkade, bl a beroende på ett ändrat säsongmönster i AKU. Nedgången i AMS-statistiken överdrivs troligen också en del, t ex på grund av minskade incitament för studerande att skriva in sig på arbetsförmedlingarna.

Sverige: Arbetslöshet

Procent av arbetskraften



Arbetslösheten fortsätter att falla nästa år. Visserligen dämpas sysselsättningstillväxten, men samtidigt dämpas arbetskraftsutbudet av demografiska faktorer samt av en viss ökning av de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna. I slutet av 2008 har arbetslösheten kommit ned till 3½ procent.

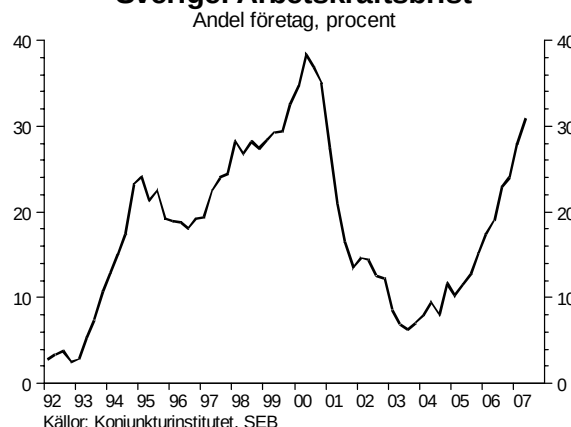
Stigande bristtal, högre löneökningar

Det allt stramare läget på arbetsmarknaden har redan resulterat i en ökad svårighet för företagen att rekrytera lämplig personal. Med en fortsatt nedgång i arbetslösheten kommer rekryteringsproblemen att förvärras.

I vilken utsträckning detta resulterar i ökad lönepress är svårbedömt eftersom det var länge sedan arbetslösheten var nere på nivåer kring 3½ procent. Erfarenheterna från t ex Norge och Danmark, där arbetslösheten redan sjunkit till, eller under dessa nivåer, är något blandade. I Danmark har löneökningarna varit förvånansvärt återhållsamma. Trots en arbetslöshet på bara 3½ procent i dagsläget väntas lönerna inte öka

med mer än knappt 4 procent i år. I Norge har arbetslösheten gått ned till 2½ procent och där tycks lönerna öka betydligt mer, eller cirka 5½ procent. Den underliggande inflationen i bägge länderna ligger bara på 1½ procent, även om trenden är uppåtriktad.

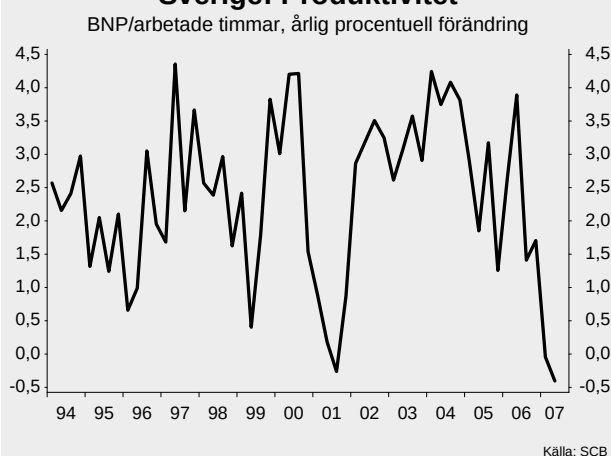
Sverige: Arbetskraftsbrist



Produktiviteten dämpas, men har inte kollapsat

Produktivitetstillväxten har avtagit dramatiskt de senaste två kvartalen. Andra kvartalet noterades till och med ett fall med knappt en halv procent, vilket är den svagaste utvecklingen på decennier.

Sverige: Produktivitet



I grunden är det logiskt och helt i linje med våra prognoser att produktiviteten dämpas när konjunkturen går in i en mognare fas. Möjligheterna att öka produktionen utan nyanställningar har i hög grad uttömts. Tillväxten blir mer inhemskt driven, vilket ger större tonvikt vid sysselsättningsintensiva tjänstebanscher. Därtill kommer sammansättningseffekter hos arbetskraften. De nyanställda utgörs i ganska hög grad av yngre oerfarna personer. Samtidigt

innebär satsningarna på ökade drivkrafter för arbete att personer med lägre produktivitet än genomsnittet börjar arbeta.

Vi räknar därför med att **produktivitetstillväxten halveras** från 3 procent perioden 2004-2006 till ca 1½ procent 2007-2009.

Vår prognos grundar sig dock på att siffrorna de senaste kvartalen ger en alltför dramatisk bild av produktivitetsavmattningen. Dessa kvartalssiffror är av tradition ryckiga. Borrar man i materialet kan man hitta tillfälliga faktorer som överdriver fallet. Ökningen av antalet arbetade timmar andra kvartalet var utan jämförelse det högsta som uppmätts sedan mätningen började 1970. Delvis berodde detta på den underliggande sysselsättningsökningen, men medelarbetstiden steg också kraftigt. Detta kan hänföras till ett kraftigt minskat semesteruttag samt utfasning av det sk friåret. Faktorer som bör betraktas som tillfälliga och som knappast påverkat BNP.

Erfarenheterna visar också att BNP-siffran i efterhand ofta justeras uppåt när liknande obalanser uppstår mellan data för sysselsättning och efterfrågan i ekonomin. Som framgår av tidigare avsnitt är såväl export som konsumtion heta kandidater till upprevidering på efterfrågesidan.

2007 års avtalsrörelse är på väg in i slutfasen. Kommunal slöt sent i våras avtal på en nivå i linje med andra kvinnodominerade förbund som t ex Handels. Dessa avtal ger löneökningar någon procentenhet över industrin.

Löneökning

Procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
Industri	3,2	4,0	4,5	4,5
Bygg	3,4	4,4	4,8	4,8
Näringsliv	3,2	4,3	4,6	4,7
Offentlig sektor	3,1	4,0	4,9	4,7
Totalt	3,1	4,2	4,7	4,7

Källor: SCB, SEB

Fortfarande återstår en del större avtalsområden, t ex inom den statliga sektorn samt för lärarna. Vår bedömning är att **lönerna växlar upp** från drygt 3 procent per år under förra avtalsperioden till drygt 4½ under 2007-2009.

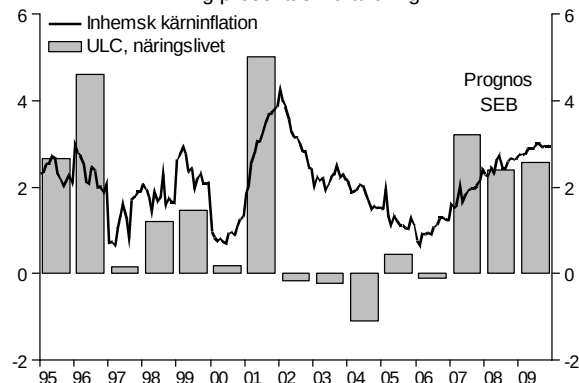
Löneökningarna hittills i år har dock varit relativt dämpade enligt konjunkturlönestatistiken. Än så länge finns dock bara data t o m maj månad och utfallen av årets avtalsrörelse kommer inte in i statistiken förrän under hösten. De dämpade löneökningarna kan också bero på de sammansättningseffekter som diskuteras i produktivitetsavsnittet. Den snabba uppgången i sysselsättning innebär nyanställningar av personer med lägre lön än genomsnittet. Detta utgör en nedåtrisk i löneprognosen.

Gradvis högre inflation

Den underliggande inflationen, UND1X, har legat relativt stabilt kring drygt en procent hittills i år. Vi räknar med att inflationen gradvis rör sig uppåt. Mot slutet av nästa år ligger UND1X något över 2 procent. Det viktigaste skälet är att det inhemska kostnadstrycket tilltar i takt med dämpad produktivitet och stigande löneökningar. Omslaget i enhetsarbetskostnad blir relativt dramatisk. Från att de senaste fem åren har

Sverige: Inflation och enhetsarbetskostnader

Årlig procentuell förändring



varit i stort sett oförändrade räknar vi med en ökning på knappt 3 procent per år. Detta slår gradvis igenom i det inhemska inflationstrycket.

Detta tycks redan ha smittat av sig på inflationsförväntningarna. Såväl hushåll och företag som aktörerna på finansmarknaden har justerat upp sina **inflationsförväntningar**. Dessa ligger nu **klart över 2 procent**.

Stigande livsmedelspriser pressar nu också upp inflationen. Dels finns en internationell trend med stigande livsmedelspriser, dels har prispressen inom dagligvaruhandeln minskat. Andelen företag som planerar att höja priserna har ökat dramatiskt både inom livsmedelsindustrin och i detaljhandelsledet enligt Konjunkturinstitutets barometer. Också hyrorna bidrar till ett ökat inflationstryck även om uppgången mildras av den sänkta fastighetsskatten på flerbostadshus 2008.

Försäljningspriser i dagligvaruhandeln

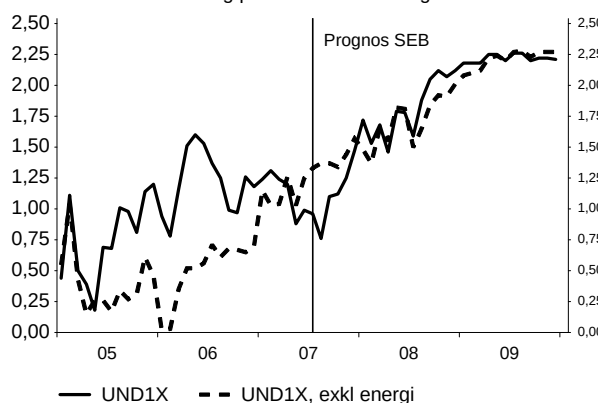
Nettotal



Bilden av prisutvecklingen på importerade varor är splittrad. Å ena sidan finns tecken på att den internationella prispressen på konsumtionsvaror är på väg att klinga av. Samtidigt räknar vi med en förstärkning av kronan under prognosperioden vilket drar åt motsatt håll. Vissa regelförändringar bidrar till att hålla tillbaka UND1X-inflationen nästa år. Det gäller tandvårdsre-

Sverige: Underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



formen samt sänkningen av sociala avgifter inom tjänstesektorn. Sammantaget blir **UND1X-inflationen 1,1 procent i år**, för att därefter stiga till **1,8 procent 2008** och **2,2 procent 2009**.

Fortsatta höjningar av styrräntan och ett allmänt högre ränteläge gör att KPI ökar snabbare än UND1X. Höjda skatter på energi och tobak, en ny skatt på trafikförsäkringspremier, samt återinförandet av trängsel-skatten i Stockholm bidrar också till en snabbare uppgång i KPI-inflationen i år. Nästa år slår de indirekta skatterna åt motsatt håll i och med den slopade fastighetsskatten och lägre tandvårdstaxor. KPI-inflationen blir i snitt 2,1 procent i år, 2,4 procent 2008 och 2,5 procent 2009.

Riksbanken höjer till 4,50 nästa år

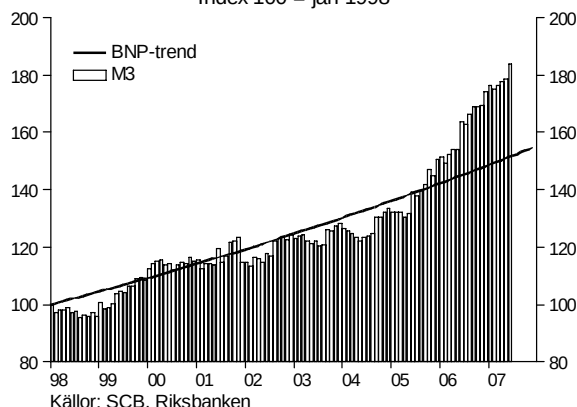
I den penningpolitiska rapporten i juni kommunicerade Riksbanken en betydande förändring av sin syn på behovet av räntehöjningar framöver. Den optimala räntebanan på några års sikt höjdes från 3,75 procent i februarirapporten till 4,40 procent samtidigt som räntepolitiken blev klart mer framtung. Förändringen motiverades främst av nya förutsättningar för inflationsprognosen i form av högre oljepriser, kraftigt fallande produktivitetstillväxt, oväntat höga löneavtal samt en mer expansiv finanspolitik.

I själva verket är det troligt att en omvärdering av de grundläggande förutsättningarna när det gäller **resursutnyttjande och överhettningrisker spelade en avgörande roll**, vilket också framkommit i olika tal och protokoll. Att man långt in i en blomstrande högkonjunktur, på tvärs med övriga centralbanker, skulle göra halt vid en räntenivå på 3,50-3,75 procent blev i efterhand en allt mer ohållbar positionering.

Sedan juni har Riksbanken därtill bekräftat att den ser vissa upptrisker i inflationen bl a beroende på en snabbare förbättring av arbetsmarknaden. Innan kreditoron hade marknaden ställt in sig mot vårt tidigare scenario med räntehöjningar upp till 4,75 procent.

Sverige: BNP och penningmängd (M3)

Index 100 = jan 1998



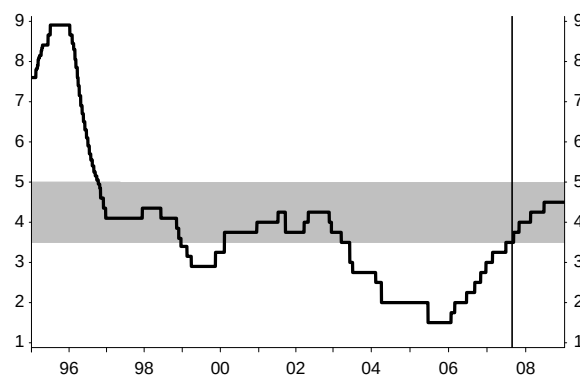
Källor: SCB, Riksbanken

Riksbanken lär framöver påverkas av omvärldsoron. På kort sikt ökar den allmänna osäkerheten om vart världsekonomin är på väg. I ett läge då Fed genomför kraftiga räntesänkningar kommer andra centralbanker att bli mer försiktiga med att genomföra höjningar. På lite längre sikt lär prognoserna för tillväxt och inflation påverkas, vilket på marginalen bidrar till mindre behov av räntehöjningar. Samtidigt förväntas kreditspreadar inte återgå till tidigare extremt låga nivåer, vilket i sig innebär en viss åtstramning.

I nuläget är det dock svårt att se att revideringarna ska bli så stora att de ändrar den grundläggande bilden av ekonomin. **BNP-tillväxten fortsätter att ligga över trend och bristsituationen på arbetsmarknaden blir allt tydligare.** Samtidigt är det uppenbart att högre löneökningar och avtagande produktivitetstillväxt ger stigande inflationstryck från kostnadssidan. Stigande inflationsförväntningar och den höga penningmängdstillväxten är också något som flera direktionsmedlemmar börjat lyfta fram på senare tid, vilket också stärker bilden av att en normalisering av räntan ter sig naturlig. Vi räknar därför med att Riksbanken fortsätter att höja reporäntan till 4 procent i december och till 4,50 i mitten av nästa år.

Sverige: Reporänta

Procent



Källa: Reuters EcoWin

Riksbankens arbetssätt kan också ha betydelse för att omsvängningen inte blir så stor. Med inflationsmålet som ankare och en ambitiös och utförligt beskriven prognos i den penningpolitiska rapporten som huvudsakligt kommunikationsmedel får inhemska och realekonomiska faktorer stor vikt. Kommentarer till förändrade internationella riskbedömningar förekommer visserligen ofta i tal och protokoll. Så länge inte dessa tydligt vägs in i bankens huvudprognos **väger de dock i slutänden ganska lätt i jämförelse med den slutgiltiga prognosen** över tillväxt och inflation.

Riksbanken kommer också att väga in hoten mot den finansiella stabiliteten. Man lär betona att den svenska exponeringen mot den amerikanska bostadsmarknaden är begränsad och att den svenska bolånemarknaden saknar motsvarighet till den amerikanska subprime-

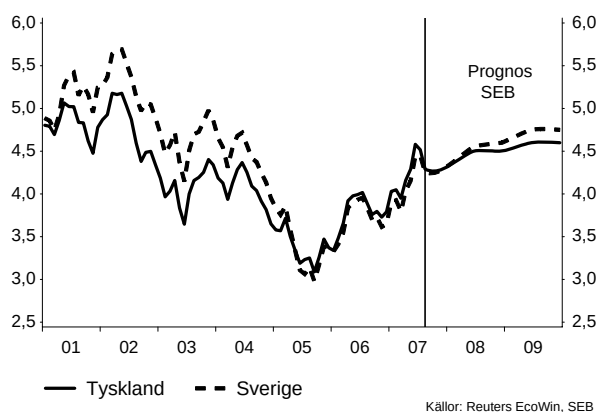
marknaden. Riksbanken lär också ta fasta på att svenska företag generellt sett har goda balansräkningar och god likviditet, vilket bidrar till att kreditspreadarna bör klara sig relativt bra.

Det är troligt att spridningseffekter från den amerikanska bolånekrisen också medför förluster i det svenska finansiella systemet. I vårt globala huvudskenario är det dock knappast troligt att dessa utgör ett tillräckligt stort problem för att Riksbanken ska avstå från vidare höjningar.

Stigande spread mot Tyskland

De svenska statsobligationsräntorna steg hastigt under våren. Uppgången följde det allmänna mönstret i Västeuropa men förstärktes också av den allt starkare svenska konjunkturen och Riksbankens tuffare tonläge.

Sverige: 10-åriga statsobligationsräntor
Procent



Eftersom Riksbanken höjer räntan i snabbare takt än ECB i år och nästa år, samtidigt som inflationstakten i Sverige och Euro-zonen konvergerar, stiger svenska obligationsräntor något snabbare än tyska. Det betyder att vi återgår till ett "normalläge" med **något högre obligationsräntor i Sverige än i Tyskland**. Den snabba minskningen av den svenska statsskuden verkar dock i andra riktningen. Vi spår att spreaden gentemot Tyskland ligger på 10 punkter i slutet på nästa år.

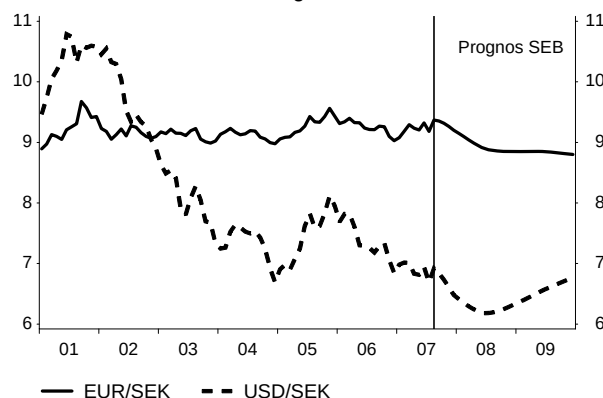
Kronan tappade rejält och snabbt i värde när finansorn accelererade, vilket framför allt berodde på att dollarn stärktes. I det längre perspektivet tror vi att goda ekonomiska utsikter och den starka externbalansen i kombination med Riksbankens normalisering av räntan stärker kronan. Därtill finns det ett fortsatt stort intresse från utländska långsiktiga placerare att öka sin exponering i kronan. Vår prognos är att EUR/SEK står i 9,20 vid årsskiftet och 8,85 i slutet av 2008. Motsvarande prognos för USD/SEK är 6,48 respektive 6,32.

I den mån Stockholmsbörsen framöver går bättre än ett globalt index kan det dock motverka kronförstärk-

ningen. Svenska portföljförvaltare kan då tvingas minska sitt innehav av inhemska aktier för att dessas andel i portföljen inte ska bli för stor, vilket leder till ett utflöde av kronor.

Sverige: Växelkurser

Månadsgenomsnitt



Arbetsmarknaden stärker finanserna

De offentliga finanserna har än en gång överraskat på uppsidan. Budgetöverskottet ser ut att hamna på ca 130 miljarder kronor i år och ca 120 miljarder nästa år. Effekterna av den starkare ekonomin i form av högre skatteinkomster och lägre utgifter för arbetslöshet är stora. Liksom i tidigare konjunkturuppgångar tycks effekterna också länge ha underskattats. Därtill innebär satsningarna på att få ned sjukfrånvaron att **kostnaderna i sjukförsäkringen minskar**; en utgiftspost som däremot normalt brukar öka i en konjunkturuppgång.

Utförsäljningen av statliga bolag bidrar med ca 150 miljarder kronor under treårsperioden. Börsoran kan bidra till att utförsäljningarna senareläggs, även om inte slutsumman behöver påverkas.

Offentliga finanser

Procent av BNP

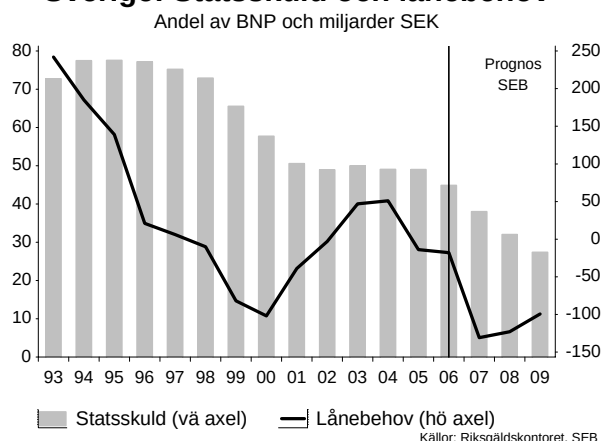
	2006	2007	2008	2009
Inkomster	55,2	53,9	53,1	52,4
Utgifter	52,8	51,7	51,0	50,3
Fin. sparande	2,4	2,2	2,2	2,1
Offentlig skuld (Maastricht)	46,9	39,5	34,0	29,4
Statsskuld	44,8	38,0	32,0	27,4
Statens lånebehov, mdr kr	-18	-131	-123	-99

Källor: Riksgälden, SCB, SEB

Det finansiella sparandet beräknas bli 2,2 procent av BNP i år och nästa år. Sedan i våras exkluderas premiepensionssystemet, vilket föranledde en justering av budgetmålet över en konjunkturcykel från 2 till 1 procent av BNP. Den offentliga sektorns inkomster

och utgifter minskar som andel av BNP, och statsskulden faller från ca 45 procent av BNP 2006 till en bit under 30 procent 2009. Även den konsoliderade offentliga skulden (Maastricht-definition) faller under 30 procent 2009.

Sverige: Statsskuld och lånebehov



Regeringen har gjort en rejäl rivstart. Konsekvenserna av de omfattande åtgärdsprogram som genomförts eller föreslagits inom skattepolitiken och arbetsmarknadspolitiken är fortfarande svåra att överblicka. Mycket talar för att **2008 års budgetproposition som presenteras i höst blir lite av en mellanårsproposition**. De viktigaste förslagen lär gälla andra steget i jobbavdraget, vilket kostar 11 miljarder kronor.

Hittills har inte alla åtgärder finansierats fullt ut. Regeringen har nu tvingats backa från sina planer på att finansiera delar av sina skattesänkningar med skärpta regler för sjukskrivningar. Det råder även viss osäkerhet om finansieringen av slopandet av fastighetsskatten och om förslaget om en andra karensdag blir av. Detta indikerar att politiken kan bli något mer expansiv det kommande året. Samtidigt är det svårt att

se några större risker med detta så länge budgetöverskottet blir allt större och politiken i många avseenden förbättrar ekonomins funktionssätt.

Politiska spänningar under uppsegling

På sikt kan dock starka offentliga finanserna i kombination med en het arbetsmarknad bädda för en **finanspolitisk dragkamp**. Statsministern och finansministern står inför en målkonflikt mellan resursutnyttjandet å ena sidan och saldomålet å det andra. Att resursutnyttjandet stiger, trots utbudsreformerna, talar emot att man ska släppa fram en ännu mer expansiv finanspolitik. Å andra sidan medger det höga offentliga sparandet, som med god marginal överstiger överskottsmålet, ännu mer tryck på gaspedalen i finanspolitiken.

Det mesta talar för att vi framöver får se en **allt expansivare finanspolitik ju närmare valet vi kommer**. Stora överskottet stärker argumentet om att skatteuttaget är onödigt stort, samtidigt som den allt lägre statsskulden försvagar argumentet om att man behöver fortsätta spara i ladorna för att rusta sig för sämre tider. Svenskt Näringsliv förespråkar t ex betydligt mer långtgående skattesänkningar och tydligare politisk viljeinriktning mot att förändra företagsklimatet. Därtill kommer att alla allianspartier, eventuellt pressade av dåliga opinionssiffror, säkert kommer att vilja utnyttja budgetutrymmet till satsningar på profilfrågor när vi närmar oss valet.

Finanspolitiken lär därför bli ännu något mer expansiv 2009. Vi har i prognosen räknat med **nya åtgärder motsvarande ca 30 miljarder kronor** eller en procent av BNP. Det tredje steget i jobbskatteavdraget (10-15 miljarder) kommer troligen och därtill lär reformer inom familjepolitiken, t ex jämställdhetspremie och vårdnadsbidrag, stå på tur.

Det nya finanspolitiska rådet

Finansminister Anders Borg har under sommaren tillsatt ett **finanspolitiskt råd med uppgift att granska och utvärdera regeringens politik**. Rådsmedlemmarna har tonvikt mot forskning inom arbetsmarknadsområdet. Det innebär troligen att man kommer att lägga större vikt vid långsiktiga, strukturella frågor än kortsiktiga budget- och konjunkturfrågor.

Rådet kommer säkert att presentera effektkalkyler av olika typer av regeländringar, speciellt inom områden som berör arbetsmarknaden. Detta torde innebära **ökad användning och legitimitet för beräkningar av s.k. dynamiska effekter**, dvs konsekvenser av beteendeförändringar till följd av nya beslut.

Om dessa räknas in som finansieringskällor skulle det innebära en acceptans av en mer expansiv

finanspolitik, i den mån denna har "ädla" strukturpolitiska syften. Dåliga erfarenheter från den stora skattereformen i början på 1990-talet har inneburit att regeringen hittills valt att avstå från ett sådant förfarande.

Å andra sidan kommer rådet troligen också att **bidra till att öka disciplinen i tillämpningen av t ex utgiftstaket** och hjälpa finansministern i dennes kamp mot mer spendervilliga fackministrar. Detta kan minska tendenserna till att budgeteringsmarginalen tas i anspråk för varaktiga utgiftsökningar eller till att förslagen utformas så att högre utgifter kan bokföras som skatteminskningar.

Flera moderata år

- **Husmarknad och konsumtion dämpas**
- **Resursbristen tilltar**
- **Inflationen stiger påtagligt 2008**

Dansk ekonomi går in ett lugnare tempo efter två år med över 3-procentiga BNP-ökningar. **Tillväxten** blir nära 2,5 procent i år men hamnar en bit **under trenden** 2 procent **såväl 2008 som 2009**. Bromsarna kommer från både efterfråge- och utbudssidan. Konsumtionen dämpas nu till följd av avkylningen av bostadssektorn. Framöver lägger även allt större resursbrist band på tillväxten – och höjer inflationen.

Svaghetstendenserna i hushållens konsumtion är tydliga. Detaljhandelstillväxten har falnat under året för att i sommar stagnera mätt i årstakt. Bilköpen faller sedan i våras. Näringslivets investeringar, exklusive ett sviktande bostadsbyggande, har fortsatt att utvecklas starkt i år. Även exporttillväxten har hållits uppe på goda nivåer även om årstakten hämmats av statistiska baseffekter.

Framåtblickande barometrar ger samma bild. Detaljhandels framtidsstro har urholkats ytterligare sedan i våras. Hushållens framtidsstro har också sjunkit, om än måttligt då stark arbetsmarknad stöttar. Byggföretagens förväntningar har knappt rört sig efter tidigare fall. Industrins optimism har stärkts och senaste inköpschefsindex ligger på historiskt hög nivå. Exportorderböckerna är välfyllda.

Vårt huvudscenario det närmaste året är en **hushållsdriven inbromsning**. Den privata konsumtionstillväxten sjunker måttligt från 3,4 procent 2006 till i genomsnitt 1¾ procent per år 2007-2009. Reallönerna stiger hyggligt och nya inkomstskattsänkningar kan vara på väg. Men höjda räntor och fortsatt försvagning på bostadsmarknaden får hushållen att öka sitt sparande.

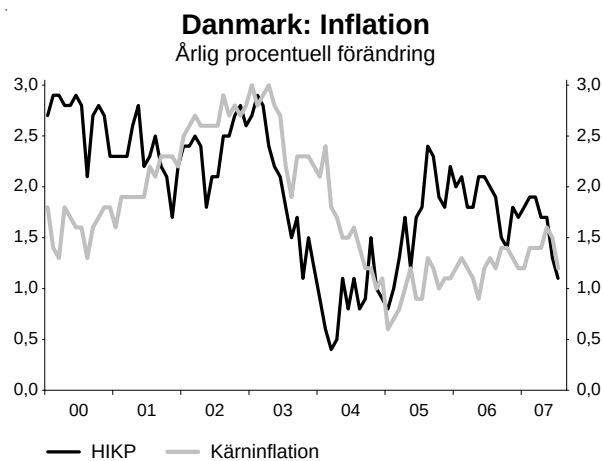
Huspriserna steg för ett år sedan med 20-25 procent i årstakt. Sedan dess har det skett en **påtaglig sättnings i försäljning och prisutveckling**. Priserna på bostadsrätter föll andra kvartalet med 2 procent i årstakt; i centrala Köpenhamn var nedgången över 10 procent. Villapriserna var i stort sett oförändrade i Köpenhamn, men steg med 8 procent över hela Danmark. Det häftiga omslaget i Köpenhamn beror troligen på kombinationen av upptrissade priser samt ett fortsatt ökat utbud. Vi spår en viss nedgång i priserna totalt sett på bostadsmarknaden nästa år.

Det danska **resursutnyttjandet** blir alltmer **ansträngt**. Industrins kapacitetsutnyttjande har stigit ytterligare i år till högsta nivån under de senaste 20 åren. **Arbetslösheten** har sjunkit djupare än väntat,

till 3,5 procent, den **lägsta nivån på över 30 år** och väl under de 4,5 procent som uppskattas som strukturell. Bristtalen i industri och byggsektor är kvar på höga nivåer efter en marginell nedgång sedan i våras. Vi bedömer att arbetslösheten sjunker ytterligare något det närmaste halvåret. En historiskt sett stor andel av industribolagen tänker nyanställa. Ännu är också handels sysselsättningsplaner expansiva, även om toppen passerades för något år sedan.

Lönestegringen har mot denna bakgrund varit **förvånansvärt blygsam**, från 3 procent i fjol till 3,25 procent första kvartalet i år. Rörelsen har varit densamma i industri och handel, medan bygglönstillväxten legat kvar vid 3,75 procent. Men en uppväxling ligger i korten då höjningarna i större löneavtal från i våras ännu inte slagit igenom. Fallande arbetslöshet och försvagad produktivitetstillväxt talar också för en **sencyklisk knuff uppåt på lönerna**. Lönerna ökar med 4¼ procent 2008.

Inflationen ter sig **på ytan** ännu **lugn**. Årstakten i det breda HIKP-måttet har fallit från nära 2 procent i början av 2007 till drygt 1 procent i sommar. Men detta beror på volatila energi- och livsmedelspriser samt baseffekter i desamma. Kärninflationen har trendmässigt fortsatt uppåt. Notabelt är också att producentprisökningen för danska varor legat kvar högt, nära 5 procent.



Stigande underliggande inflationstryck gör att vi fortfarande spår att HIKP-inflationen hamnar nära 2,5 procent som genomsnitt för 2008, trots flera överraskningar på nedsidan den senaste tiden.

Inflationsuppgången väntas inte påverka förtroendet för danska kronen eller obligationer. Men kombinationen av stigande kostnadstryck och fortsatt apprecierande krone i spåren av euroförstärkning gör att dansk export på sikt riskerar att åter börja tappa marknadsandelar. Vi spår också att det relativt stora bytesbalansöverskottet krymper till mer måttliga nivåer de närmaste åren.

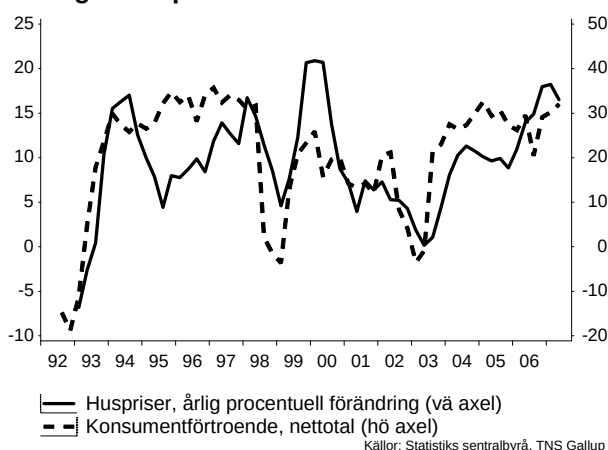
Högonkonjunkturen kulminerar

- **Kraftig reallönetillväxt – konsumtionsboom**
- **Ännu lägre arbetslöshet, accelererande löneökningar**
- **Utbudsrestriktioner bromsar tillväxten 2008**
- **Norges Bank höjer vidare till 5,75 procent**

Norsk ekonomi fortsätter att ånga på och ser ut att gå mot **ett fjärde år med en tillväxt på över 4 procent i fastlandsekonomin**. Konjunkturuppsvinget är brett baserat. Kraftigt stigande inkomster ger bränsle åt konsumtionen, medan goda vinster och högt kapacitetsutnyttjande driver företagens investeringar. Samtidigt drar exportindustrin nytta av den starka globala råvarukonjunkturen och det höga oljepriset bidrar till att lyfta investeringarna i olje- och gasssektorn till nya höjder.

Mycket talar för att den starka tillväxten kan hålla i sig en bit in i nästa år, indikatorerna är mycket starka på de flesta håll, men samtidigt blir nu resursutnyttjandet alltmer ansträngt. **Arbetslösheten** har sjunkit till den **lägsta nivån på 20 år**, löneökningarna accelererar och den inhemska inflationen är på väg upp. Norges Bank fortsätter därmed att höja folioräntan, även om den globala finansiella oron ökat osäkerheten kring takten i räntehöjningarna. Vi räknar med ytterligare 100 punkters höjning till 5,75 procent nästa år. Detta bidrar till att dämpa den heta konjunkturen men viktigare är att restriktioner från utbudssidan gör sig alltmer gällande. **Tillväxten i fastlandsekonomin dämpas därmed från 4,9 procent i år till 2,8 respektive 2,3 procent de kommande två åren.**

Norge: Huspriser och konsumentförtroende



Inhemska efterfrågan växer på bred front

Optimismen i hushållssektorn ligger nära historiska toppnivåer. Arbetsmarknaden är urstark och hushållens förmögenhetsställning är solid. I år samverkar dessutom flera faktorer till kraftigt stigande inkomster

i hushållssektorn. Lönerna ökar med 5½ procent, samtidigt som bl a brant fallande elpriser gör att inflationen bara ökar med drygt ½ procent. Till detta ska läggas en sysselsättningsökning på 3 procent samt en finanspolitik som spår på inkomsterna ytterligare. Sammantaget ökar den privata konsumtionen med hela 6 procent 2007.

De kommande åren kan hushållen räkna med fortsatt goda reallöneökningar, även om en klart högre inflation gröper ur en del av köpkraften. Samtidigt bromsar sysselsättningstillväxten in och det högre ränteläget börjar bita. Dessutom räknar vi med att tendenserna till uppbromsning i prisökningstakten på bostadsmarknaden förstärks. Med tanke på att bostadspriserna enligt många värderingsmodeller är klart uppblåsta, finns en viss risk för en betydligt kraftigare och snabbare korrektion i priserna än vi räknat med. Detta innebär i sin tur en nedåtrisk för konsumtionen.

Även i företagssektorn är optimismen stor. Kapacitetsutnyttjandet är högt uppdrivet och investeringsplanerna i näringslivet är expansiva. Även bostadsbyggandet fortsätter att öka i god takt. De kommande åren räknar vi med en inbromsning av fastlandsinvesteringarna, när bl a bostadsbyggandet bromsar in tydligt. En högt uppdriven investeringsnivå, högre räntor samt stigande lönekostnader och starkare krone som tär på lönsamheten är bidragande orsaker.

Norge: Arbetsmarknadens stramhet

Lediga platser per arbetslös



Ännu stramare arbetsmarknad

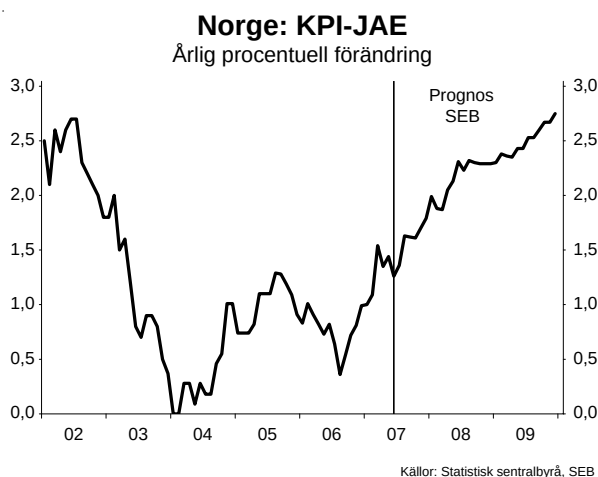
Sysselsättningen har i år fortsatt uppåt efter fjolårets rekordökning på över 3 procent. Arbetslösheten har pressats ned ytterligare till historiskt mycket låga nivåer. I juni var arbetslösheten 2,5 procent enligt AKU. Nedgången har dock börjat plana ut - inte på grund av vikande efterfrågan på arbetskraft utan snarare på att det blivit allt svårare att matcha lediga platser med arbetssökande. Vi tror att arbetslösheten nu knappast kan sjunka så mycket mer. Därmed blir en fortsatt uppgång i sysselsättningen avhängig hur mycket arbetskraftsutbudet kan öka.

En nyckelfråga är t ex hur mycket arbetskraftsinvandringen kan öka framöver. Uppgången har fortsatt i år men framöver lär ökad arbetskraftsefterfrågan i hemländerna vara en återhållande faktor. Arbetskraftsdeltagandet kan troligen inte heller stiga så mycket mer även om trenden med ökat deltagande bland de äldre troligen kan ge ytterligare ett visst tillskott.

Det strama arbetsmarknadsläget har satt allt tydligare spår i löneökningarna. Första kvartalet i år ökade lönerna i näringslivet med cirka 6 procent i årstakt. Även om stora bonusutbetalningar bidrog till den höga ökningstakten, talar mycket för att **lönerna** i snitt **kan öka med så mycket som 5½ procent** såväl i år som nästa år. Effekterna av årets högre löneavtal har t ex ännu inte kommit med i statistiken. Fortsatt mycket låg arbetslöshet gör att även nästa års avtalsrörelse äger rum i ett mycket ansträngt arbetsmarknadsläge.

Inhemsk inflation på väg upp

Den underliggande inflationen, KPI-JAE, är fortfarande låg. I juli var den 1,4 procent. Den inhemskt genererade inflationen är dock tydligt på väg upp. Mellan tredje kvartalet i fjol till juli i år steg den inhemska inflationen från 0,8 till 2,9 procent. Denna trend kommer att förstärkas i takt med att effekterna av de stigande löneökningarna alltmer slår igenom på det inhemska kostnadstrycket. Till detta ska läggas att den hittills starka produktivitetstillväxten troligen mattas av när konjunkturen går in i en mognare fas. Att inflationstrycket är på väg upp bekräftas också av ökande priser i producentledet.



Låga importpriser fortsätter att hålla tillbaka inflationen. Framöver räknar vi dock med att nedåtpressen i de internationella priserna klingar av, vilket gör att de

deflationistiska krafterna från importpriserna också minskar framöver. Sammantaget räknar vi med att den **underliggande inflationen stiger från 1,4 procent i år till 2,2 procent 2008** och 2,5 procent 2009.

Även om inflationen fortfarande är låg har risken för att Norges Bank inte ska nå upp till sitt inflationsmål på 2½ procent minskat väsentligt. Centralbanken har därmed lagt allt större vikt vid att försöka stabilisera den reala ekonomin. Det ansträngda resursutnyttjandet, inte minst på arbetsmarknaden, talar entydigt för att räntan ska fortsätta upp.

Efter räntehöjningen den 15 augusti från 4,50 till 4,75 procent fanns inte mycket i bankens kommunikation som antydde en paus i ränteökningarna. Samtidigt har den senaste tidens finansiella turbulens gjort att osäkerheten ökat. Feds omsvängning och det faktum att ECB stannar på 4,25 procent utgör en återhållande faktor för Norges Bank. Även om utsikterna kring penningpolitiken ökat, tror vi ändå att banken fortsätter att höja folioräntan i relativt snabb takt. Vår prognos är att räntan toppar på 5,75 nästa år.

Expansivt trots att handlingsregeln uppnås

Handlingsregeln för finanspolitiken stipulerar att fyra procent av den förväntade avkastningen i oljefonden kan användas årligen. Regeln lämnar dock också utrymme för avvikelser beroende på konjunkturläge och/eller stora rörelser i fondens förmögenhet. Om fyraprocentsregeln följs skulle den starka förmögenhetsutvecklingen i oljefonden innebära betydande stimulanser till ekonomin de närmaste åren. Med tanke på det höga resursutnyttjandet vore ekonomin knappast betjänt av en sådan extra stimulans.

Regeringen har därför uttryckt ambitionen att använda mindre oljepengar än vad som följer av fyraprocentsregeln. Regeringens budget för i år innebär också att man hamnar något under fyra procent för första gången sedan handlingsregeln infördes 2001. Likväl fortsätter **finanspolitiken** att vara **svagt expansiv**. Några åtstramande finanspolitik är inte heller att vänta de närmaste åren, även om man fortsätter att understiga utrymmet enligt handlingsregeln. Därmed faller den stabiliseringspolitiska bördan helt och hållet på penningpolitiken.

Bra fart på alla cylindrar

- Stark tillväxt även i år, men takten mattas
- Låg arbetslöshet, sunda finanser
- Stigande löner, risk för högre inflation

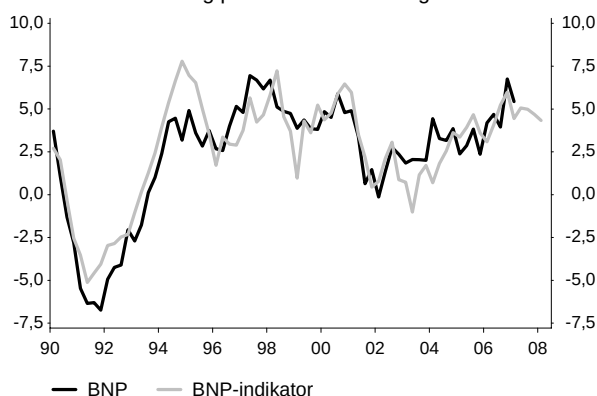
Finland fortsätter att växa i god takt. I fjol hamnade BNP-tillväxten på 5 procent, delvis på grund av uppstudsens efter driftstoppet i pappersindustrin året innan, och ekonomin har tuffat på i bra takt hittills i år. Tillväxten är alltfjämt balanserad; den privata konsumtionen stiger med knappt 4 procent i år, investeringarna något snabbare, och utrikeshandeln bidrar positivt, om än gradvis mindre, till tillväxten.

Vår tillväxtindikator, som bygger på olika barometerdata och egna prognoser, antyder dock att **tillväxten toppade det fjärde kvartalet i fjol**. Även industriproduktionen, som har mattats av hittills i år, antyder att tillväxttoppen har passerats. Den pågående avmattningen i ekonomin blir odramatisk – BNP-tillväxten hamnar, enligt indikatorn, på mellan 4 och 5 procent per kvartal i årstakt året ut. Den senaste tidens finans- och kreditor – som inte beaktas i indikatorn – gör att vi tror på **en tillväxt närmare 4 procent i år**, vilket är en oförändrad prognos jämför med i maj.

Hushållen fortsätter att öka sin konsumtion i god takt även nästa år, och exporten som gynnas av såväl en fördelaktig produktsammansättning som stark global efterfrågan stiger med drygt 5 procent per år. Tillväxten mattas till 3,6 procent nästa år och drygt 3 procent 2009.

Finland: BNP och indikator

Årlig procentuell förändring



Källa: SEB

Den starka tillväxten innebär att fler produktionsresurser tas i anspråk. Sysselsättningen, som i fjol steg med lite mer än 40 000 personer, fortsätter upp. I juni

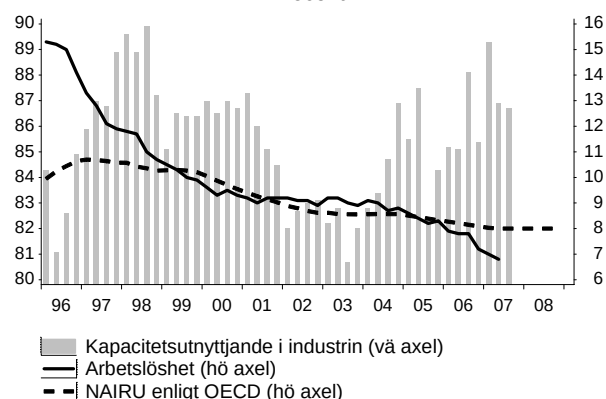
var nästan 60 000 fler i arbete än i juni förra året. Den säsongrensade arbetslösheten fortsätter ned och ligger nu på 6,6 procent – den lägsta nivån sedan maj 1991. Anställningsplanerna är fortsatt expansiva och vi räknar med en sysselsättningsuppgång på knappt 2 procent i år, vilket är en uppjustering av majprognosen. Arbetslösheten ligger för närvarande med god marginal under OECD:s mått på jämviktsnivån. Arbetslösheten fortsätter, trots det, ned ytterligare, till lite drygt 7 procent i år och ca 6,5 procent nästa år.

Lönerna stiger på sikt

Än så länge syns inga tydliga tecken på stigande löneinflation. Lönerna väntas dock accelerera när arbetsmarknadsläget blir mer ansträngt. Timlöneökningarna går upp från 3 procent i fjol till 3,2 procent i år och ca 4 procent per år 2008 och 2009. Inflationsimpulsen neutraliseras till en viss del av en relativt stark produktivitetstillväxt som håller tillbaka enhetsarbetskostnaderna.

Arbetslöshet och kapacitetsutnyttjande

Procent



Källor: DG Ecfm, OECD, Statistics Finland

HIKP-inflationen, som länge har varit bland de lägsta i Euro-zonen, håller sig en bit under 2 procent i år, men växlar upp något i takt med stigande resursutnyttjande och viss lönepress. Inflationen hamnar på 2 procent nästa år och lite högre 2009.

Budgetöverskottet uppgick till 3,9 procent av BNP i fjol, mycket tack vare stora skattebetalningar från företagen. Vissa skattelättnader, lägre skattebetalningar och ett lugnare tempo i ekonomin håller tillbaka överskottet framöver; vi räknar med ett saldo i förhållande till BNP på 3,8 procent i år, 3,7 procent 2008 och lite drygt 3 procent 2009.

Nordiska nyckeldata

Nordic Outlook - Augusti 2007

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
BNP	3,3	2,4	1,7	1,6
Privat konsumtion	3,4	2,0	1,5	1,7
Offentlig konsumtion	1,6	1,3	1,0	1,3
Bruttoinvesteringar	13,0	6,5	4,0	3,0
Lagerinvesteringar	0,4	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	10,1	7,0	4,8	4,0
Import	14,5	7,9	5,3	4,5
Arbetslöshet (%)	4,5	3,5	3,6	3,9
KPI, harmoniserat	1,9	1,8	2,4	2,2
Timlöneökningar	3,1	3,8	4,3	4,4
Bytesbalans, % av BNP	2,4	2,0	1,5	1,7
Saldo, offentlig sektor, % av BNP	4,2	3,8	3,4	3,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	30,2	24,0	20,0	19,0

FINANSIELLA PROGNOSE	23-aug	dec-07	jun-08	dec-08	jun-09	dec-09
Reporänta	4,25	4,50	4,50	4,50	4,50	4,50
10-års ränta	4,39	4,30	4,50	4,50	4,65	4,65
10-års räntedifferens mot Tyskland	11	0	0	0	5	5
USD/DKK	5,49	5,25	5,17	5,32	5,52	5,73
EUR/DKK	7,44	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

NORGE

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
BNP	2,9	3,4	2,8	1,9
BNP (Fastlandet)	4,6	4,9	2,8	2,3
Privat konsumtion	4,3	6,1	3,2	2,8
Offentlig konsumtion	2,2	2,8	3,0	2,7
Bruttoinvesteringar	8,9	6,9	3,9	0,9
Lagerinvesteringar	0,8	0,4	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	1,5	3,1	2,9	1,9
Import	9,1	7,3	4,2	3,0
Arbetslöshet (%)	3,5	2,5	2,6	2,9
KPI	2,3	0,7	3,0	2,5
KPI-JAE	0,8	1,4	2,2	2,5
Årslöneökningar	4,1	5,5	5,6	4,8
Bytesbalans, % av BNP	16,4	15,3	14,7	14,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP	19,3	19,0	18,5	17,5

FINANSIELLA PROGNOSE	23-aug	dec-07	jun-08	dec-08	jun-09	dec-09
Folioränta	4,75	5,25	5,50	5,75	5,75	5,25
10-års ränta	4,88	4,90	5,10	5,05	5,10	5,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	60	60	60	55	50	50
USD/NOK	5,86	5,56	5,42	5,64	5,93	6,15
EUR/NOK	7,95	7,90	7,80	7,90	8,00	8,00

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
BNP	4,2	3,5	3,2	2,5
BNP, dagkorrigerat	4,5	3,6	3,0	2,5
Privat konsumtion	2,8	3,2	3,7	3,0
Offentlig konsumtion	1,8	1,6	1,4	1,4
Bruttoinvesteringar	7,9	11,0	4,7	2,0
Lagerinvesteringar	0,0	0,3	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	8,7	5,9	5,4	4,8
Import	7,9	8,6	5,9	4,8
Arbetslöshet (%)	5,4	4,3	3,7	3,5
Sysselsättning	1,9	2,4	1,3	0,7
Industriproduktion	5,6	4,4	4,0	3,0
KPI	1,4	2,1	2,4	2,5
UND1X	1,2	1,1	1,8	2,2
Timlöneökningar	3,1	4,2	4,7	4,7
Hushållens sparkvot (%)	8,3	10,6	9,7	9,3
Real disponibel inkomst	2,2	5,7	2,8	2,7
Handelsbalans, % av BNP	5,5	5,0	4,9	4,9
Bytesbalans, % av BNP	6,9	6,4	6,3	6,4
Statligt lånebehov, mdr SEK	-18	-131	-123	-99
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP	2,4	2,2	2,2	2,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	47	40	34	29

FINANSIELLA PROGNOSE

	23-aug	dec-07	jun-08	dec-08	jun-09	dec-09
Reporänta	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,50
3-månaders ränta, STIBOR	4,00	4,40	4,85	4,85	4,85	4,85
10-års ränta	4,23	4,30	4,55	4,60	4,75	4,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	-6	0	5	10	15	15
USD/SEK	6,90	6,48	6,18	6,32	6,56	6,77
EUR/SEK	9,37	9,20	8,90	8,85	8,85	8,80
TCW	127,4	123,5	118,8	118,6	119,3	119,5

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
BNP	5,0	4,1	3,6	3,3
Privat konsumtion	4,3	3,8	3,1	2,6
Offentlig konsumtion	1,0	1,3	1,2	1,1
Bruttoinvesteringar	4,1	4,5	4,3	4,3
Lagerinvesteringar	0,2	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	10,4	6,4	5,8	5,5
Import	8,3	5,1	4,9	4,5
Arbetslöshet (%)	7,7	7,1	6,6	6,2
KPI, harmoniserat	1,3	1,8	2,0	2,1
Timlöneökningar	3,0	3,2	3,9	4,0
Bytesbalans, % av BNP	5,8	6,1	6,3	6,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP	3,9	3,8	3,7	3,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	39,1	37,0	35,3	35,3

Internationella nyckeldata

Nordic Outlook - Augusti 2007

EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
BNP	2,9	2,6	2,4	2,1
Privat konsumtion	1,8	1,1	1,6	1,9
Offentlig konsumtion	2,0	1,9	2,0	2,0
Bruttoinvesteringar	5,1	5,7	4,3	4,0
Lagerinvesteringar	-0,1	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	8,4	6,2	5,4	4,8
Import	8,0	6,0	5,2	5,7
Arbetslöshet (%)	7,9	6,9	6,5	6,3
KPI	2,2	2,0	2,0	2,0
Hushållens sparkvot (%)	10,0	9,9	9,7	9,4

USA

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
BNP	2,9	1,9	2,1	2,8
Privat konsumtion	3,1	2,8	1,7	2,6
Offentlig konsumtion	1,8	1,7	0,6	0,6
Bruttoinvesteringar	2,4	-2,4	3,4	6,2
Lagerinvesteringar	0,1	-0,4	0,0	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	8,4	6,5	6,9	6,1
Import	5,9	2,0	3,4	6,0
Arbetslöshet (%)	4,6	4,6	5,2	5,5
KPI	3,2	2,8	2,5	2,1
Hushållens sparkvot (%)	0,4	1,1	2,9	3,3

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
BNP				
Storbritannien	2,8	2,9	1,9	2,2
Japan	2,2	2,4	1,9	2,0
Tyskland	2,8	2,6	2,4	2,2
Frankrike	2,2	2,1	2,2	2,1
Italien	1,9	1,9	1,8	1,6
Inflation				
Storbritannien	2,3	2,5	2,0	2,0
Japan	-0,2	0,0	0,4	0,7
Tyskland	1,8	1,9	2,0	2,0
Frankrike	1,9	1,5	1,9	2,0
Italien	2,2	1,8	1,9	2,0
Arbetslöshet, (%)				
Storbritannien	5,4	5,4	5,4	5,6
Japan	4,1	3,8	3,5	3,3
Tyskland	10,8	8,9	8,2	7,1
Frankrike	9,0	8,2	7,8	7,5
Italien	6,8	6,3	6,0	5,8

CENTRAL- OCH ÖSTEUROPA

	2006	2007	2008	2009
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	11,4	8,0	7,0	6,5
Lettland	11,9	9,7	8,2	7,8
Litauen	7,5	8,0	6,5	6,0
Polen	6,1	6,5	5,5	5,0
Ryssland	6,7	7,5	7,0	6,5
Slovakien	8,3	8,7	7,2	6,8
Tjeckien	6,4	5,6	5,0	4,7
Ukraina	7,1	7,5	8,0	8,0
Ungern	3,9	2,3	2,8	3,0
Inflation, årlig procentuell förändring				
Estland	4,4	5,0	4,0	3,5
Lettland	6,6	7,7	6,5	5,3
Litauen	3,8	4,5	4,0	3,5
Polen	1,3	2,3	2,8	2,5
Ryssland	9,7	8,5	8,3	8,0
Slovakien	4,3	2,5	2,3	2,3
Tjeckien	2,1	2,8	3,2	2,7
Ukraina	9,1	11,0	10,0	9,0
Ungern	4,0	7,0	4,3	3,8

FINANSIELLA PROGNOSE

		23-aug	dec-07	jun-08	dec-08	jun-09	dec-09
Officiella räntor							
USA	Fed funds	5,25	4,50	4,00	4,00	4,00	4,00
Japan	Call money rate	0,50	0,75	1,00	1,25	1,50	1,75
Euro-zonen	Refiränta	4,00	4,25	4,25	4,25	4,25	4,25
Storbritannien	Reporänta	5,75	5,75	5,25	5,00	5,00	5,00
Obligationsräntor							
USA	10 år	4,65	4,40	4,30	4,50	4,60	4,70
Japan	10 år	1,60	1,90	2,00	2,10	2,20	2,30
Tyskland	10 år	4,28	4,30	4,50	4,50	4,60	4,60
Storbritannien	10 år	5,04	5,15	5,20	5,20	5,30	5,30
Växelkurser							
USD/JPY		116	116	120	122	122	122
EUR/USD		1,36	1,42	1,44	1,40	1,35	1,30
EUR/JPY		158	165	173	171	165	159
GBP/USD		2,01	2,04	2,00	1,94	1,88	1,81
EUR/GBP		0,68	0,70	0,72	0,72	0,72	0,72

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring	2006	2007	2008	2009
BNP OECD	3,1	2,6	2,5	2,7
BNP världen	5,4	5,1	4,7	4,7
KPI OECD	2,5	2,2	2,1	2,0
Exportmarknad OECD	8,9	6,5	7,3	7,8
Oljepris Brent (USD/fat)	64,9	67,0	69,0	68,5

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

Nordic Outlook finns också tillgänglig på Internet: <http://www.seb.se> under Analyser & kommentarer och Ekonomiska rapporter. Den sidan är öppen för alla.

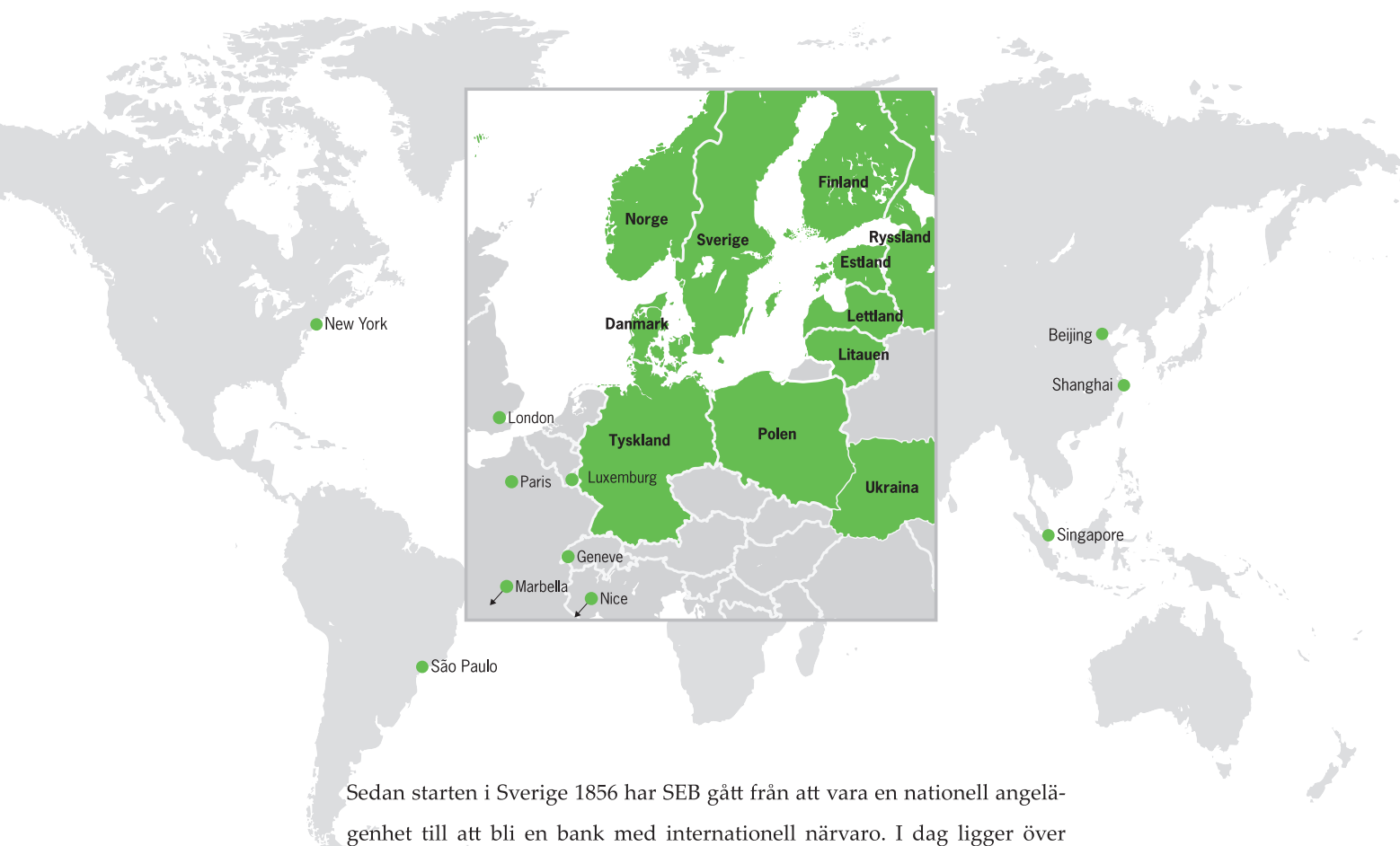
För att få tillgång även till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder, på <http://www.mb.seb.se>, krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

Om ni önskar tillgång till denna sida, kontakta Merchant Bankings kundansvariga för att få lösenordet.

Tekniska krav

Merparten av vår analys publiceras i PDF-format (Portable Document Format).

Mjukvaran Adobe Acrobat, som kan läsa PDF-dokument, kan hämtas gratis från Adobes hemsida: <http://www.adobe.com>.



Sedan starten i Sverige 1856 har SEB gått från att vara en nationell angelägenhet till att bli en bank med internationell närvaro. I dag ligger över hälften av vår affär i andra länder.

Med hemmamarknader i Norden, Baltikum, Tyskland och Ukraina erbjuder vi allt från lokalt förankrade privattjänster till sofistikerade företagsprodukter utvecklade för ett globalt affärsklimat. Med 20 000 anställda, 600 bankkontor och avancerade internetlösningar betjänar vi över fyra miljoner privat- och företagskunder.

Med kapital, kunskap och erfarenhet skapar vi värde åt våra kunder – ett arbete där vi har stor nytta av vår analysverksamhet.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten Ekonomisk Analys. Utifrån konjunkturläge, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt.

En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige. I Eastern European Outlook behandlas Central- och Östeuropa samt Ryssland. Den utkommer en gång i halvåret.