



EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA

NOVEMBER 2007

Nordic Outlook

Kreditåtstramning hämmar global tillväxt
Räntesänkningar även i Europa

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 - November 2007

Denna rapport publicerades den 20 november 2007.

Avstämningsdag för valuta- och räntenoteringar var den 15 november 2007.

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

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

Susanne Eliasson, analytiker privatekonomi susanne.eliasson@seb.se	6588
---	------

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

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

Ingela Hemming, företagarekonom ingela.hemming@seb.se	8297
--	------

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

Erik Lindmark, analytiker företagarekonom erik.lindmark@seb.se	5637
---	------

Tomas Lindström, ekonom tomas.z.lindstrom@seb.se	8028
---	------

Gunilla Nyström, privatekonom gunilla.nystrom@seb.se	6581
---	------

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

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

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

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.

Globalt: Kreditåtstramning hämmar tillväxt – sänkt ränta även i Europa

- Kreditkrisens grepp om världsekonomin hårdnar. USA:s bolånekris fördjupas medan finanssektorn tvingas till ytterligare nedskrivningar av kreditportföljer. Följden blir en åtstramning som tillsammans med höga energipriser, svag dollar och vikande huspriser hämmar den ekonomiska aktiviteten. Inget land slipper undan, men en robust styrka i snabbväxande ekonomier i främst Asien stöttar den globala tillväxten.
- Inflationen pressas upp av stigande priser på råvaror och livsmedel samt högre arbetskraftskostnader, men kulminerar våren 2008. Därefter gör inbromsningen att inflationstrycket dämpas efterhand.
- USA-tillväxten hamnar 2008 under 2 procent. Bostadsbyggandet fortsätter att falla kraftigt och konsumtion och investeringar dämpas medan dollarfallet stimulerar exporten. Fed fortsätter att sänka räntan beslutsamt. Styrräntan står i 3,50 procent i mitten av nästa år.
- BNP-tillväxten i Väst Europa blir 1,8 procent 2008. ECB sänker räntan till 3,50 procent. Andra centralbanker lägger också om penningpolitiken. Bank of England genomför en första sänkning nu i december. Obligationsräntorna fortsätter nedåt ytterligare en bit.
- Dollarns försvagning fortsätter och når 1,55 mot euron våren 2008. Därefter återhämtar sig dollarn något när fokus hamnar på europeisk avmattning och ECB-sänkningar. De asiatiska valutorna förblir lågt värderade, trots att Kinas yuan tillåts stärkas snabbare.

Sverige

- Ekonomin saktar in gradvis. BNP-tillväxten stannar på 2,3 procent nästa år och 2,0 procent 2009. Exporten har saktat in betydligt och efter hand dämpas också investeringarna. Fortsatt högt sparande gör att den potentiella konsumtionsboomen uteblir.
- Arbetsmarknaden förblir stark ytterligare något år. Sysselsättningen stiger och arbetslösheten faller under en stor del av 2008. Under 2009 vänder arbetslösheten upp. Stora offentliga överskott och mindre ansträngt resursläge öppnar för ytterligare finanspolitiska stimulanser inför riksdagsvalet 2010.
- Inflationen stiger när högre enhetsarbetskostnader förstärks av stigande priser på energi och livsmedel. Riksbanken kan höja en gång till, men när tillväxten mattas under 2008 sänks reporäntan till 3,75 procent i slutet av året.

Övriga Norden och Baltikum

- **Danmark:** Den konsumtionsdrivna inbromsningen fortsätter trots regeringens inkomstskattelättnader. BNP-tillväxten sjunker en bit under trenden 2 procent. Bostadsmarknaden fortsätter att försvagas, med fallande huspriser nästa år.
- **Norge:** Tillväxten kulminerar i år på över 5 procent. Ett ansträngt resursläge och vissa effekter från tidigare räntehöjningar gör att ekonomin bromsar in 2008. Norges Bank höjer till 5,50 procent det närmaste halvåret, innan en sänkingscykel inleds 2009.
- **Finland:** Tillväxttoppen har passerats. Exporten dämpas av svagare global tillväxt och starkare euro, men inhemsk efterfrågan håller emot hyggligt. BNP-tillväxten hamnar runt 3 procent 2008 och 2009.
- **Baltikum** präglas av stora obalanser. Tillväxten bromsar nu in en del, framför allt i Estland. Problemen med hög inflation och stora underskott i bytesbalansen består.

Innehållsförteckning

Nordic Outlook - November 2007

Sammanfattning	3
Internationell översikt	5
USA	12
Japan	15
Kina	16
Euro-zonen	17
Storbritannien	21
Central- och Östeuropa	22
Sverige	24
Danmark	32
Norge	33
Finland	34
Nordiska nyckeldata	35
Internationella nyckeldata	38

Fördjupningsrutor

Hur hög är den globala tillväxten?	6
Oljan toppar på rekordnivåer	7
Obalanser skapar maktpolitiska spänningar	10
Vikande bostadsmarknad även i Euro-zonen?	18
Sarkozy underfinansierar budgeten	19
Dollarn pressar	25
Bredare arbetslöshetsmått	27

I kreditkrisens grepp

- Kreditåstramning hämmar tillväxten
- Asien står emot bättre än Västeuropa
- Centralbanker sänker under neutral nivå
- Dollarn försvagas ytterligare

Kreditkrisen sätter tydliga spår i den internationella ekonomin. Problemen på den amerikanska bolåne-marknaden har spridit sig till förluster i det globala finansiella systemet. Detta kommer att leda till en kreditåstramning som hämmar tillväxten. Dämpningen i tillväxt förstärks av den snabba uppgången i energipriserna.

I förra *Nordic Outlook* från augusti utgjordes vårt huvudscenari av det s k *ränteanpassningsscenariot*. Vi bedömde redan då kreditoron som så allvarlig att den skulle föranleda en viss omprövning av räntepolitiken i västvärlden. Krisens varaktighet och breddning gör nu att vi går ett steg längre. Tillväxten revideras ned ytterligare och vår BNP-prognos för Europa och USA ligger under konsensusbilden. Vi räknar nu med att centralbankerna, med Federal Reserve i spetsen, kommer att agera för att stötta ekonomierna och sänka räntorna under neutral nivå.

Men det finns också andra stabiliserande krafter i världsekonomin. Globaliseringen fortsätter och den inhemska tillväxtkraften i nya ekonomier förblir hög. Samtidigt är företagens balansräkningar i OECD-området generellt fortfarande starka. Måttligt värderade börskurser samt ett hittills ganska försiktigt investeringsbeteende hos företagen utgör också stöd. Dessa faktorer tillsammans med centralbankernas räntesänkningar gör att världsekonomin inte går in i recession.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källor: OECD, SEB

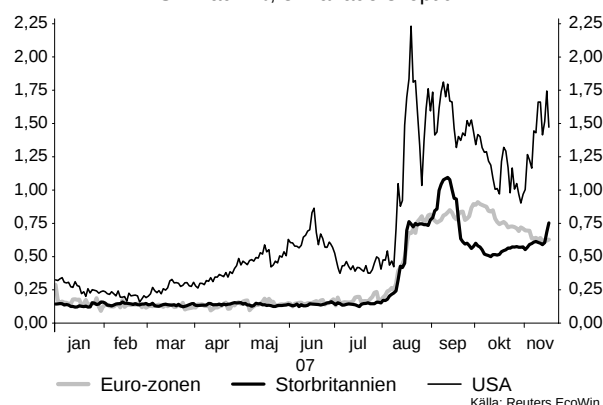
Världsekonomin präglas av snabb tillväxt i länder som Kina, Indien och Ryssland, medan inbromsningen blir tydlig i OECD. Mätt i köpkraftskorrigerade termer blir dämpningen av den globala ekonomin därför måttlig. BNP-tillväxten minskar gradvis från 5,4 procent toppåret 2006 till 4,5 procent 2008 och 2009. Som framgår av analysen på sid 6 ger dock detta sätt att mäta global tillväxt en alltför ljus bild i viktiga avseenden.

Kreditkrisen inte över

Sedan det mest akuta skedet i likviditetskrisen passerats i augusti har de finansiella förhållandena visserligen förbättrats i några avseenden, men många problem och spänningar i det finansiella systemet kvarstår. Förtroendebrister mellan aktörerna på finansmarknaden blir till grus i det finansiella systemets funktionssätt samtidigt som jakten fortgår på kort- och medelfristig likviditet. Att priset på pengar är fortsatt onormalt högt i jämförelse med t ex en statspappersränta illustrerar likviditets- och förtroendeproblematiken. Växande realiserade förluster och nedskrivningar av finansiella tillgångar har drabbat framför allt amerikanska banker under de senaste veckorna. Tendensen är att det nu också kommer att ske en uppgradering av de potentiella förlusternas storlek även i Europa och på andra håll i världen.

Statsskuldväxlar och interbankränta

Skilnad i %, 3-månaders löptid



Från början tog sig krisen i första hand uttryck i likviditetsbrister, som berodde på ett plötsligt försvagat förtroende mellan finansiella aktörer utlöst av problemen på USA:s bolåneemarknad. Efter hand har processen övergått i en kreditkris där förlusterna visat sig bli allt större, vilket lett till nedvärdering av en rad tillgångar, som skapat ytterligare håll i resultat- och balansräkningar. I den mening är åtminstone den amerikanska ekonomin redan inne i en s k credit crunch-process där allt större försiktighet i kreditgivningen iaktas.

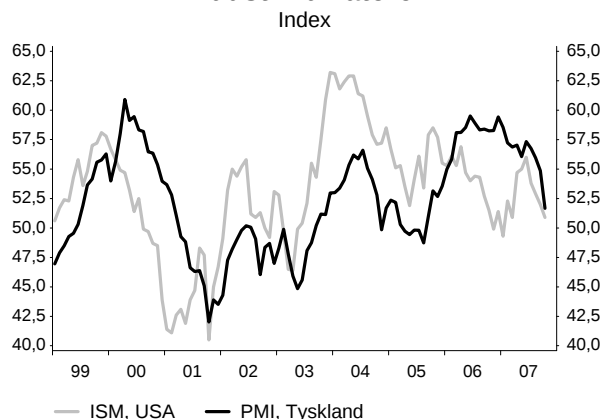
Vägen tillbaka till balans kommer förmodligen att ge upphov till en negativ spiral. Kreditåstramning leder till fortsatta fall i bostadspriser och investeringar, vilket sedan i sin tur genererar ytterligare kreditförluster. Denna spiral innebär en recessionsrisk för den amerikanska ekonomin. Kraftfulla räntesänkningar och en svag dollar bidrar dock till att stötta ekonomin. Starka balansräkningar i företagssektorn, en ganska låg börsvärdering samt alternativa draglok på den globala scenen är också faktorer som skiljer sig från recessionsperioder. Sammantaget ser vi därför ett huvudscenari med en utdragen svacka i den amerikanska ekonomin men ingen recession.

Europa dämpas, Asien står emot bättre

Det senaste året har kännetecknats av en tydlig särkoppling mellan olika delar av världsekonomin. Tillväxten i Europa och Asien har i stort hållits uppe trots den amerikanska avmattningen. Vi har tidigare pekat på faktorer som bidragit till att minska spridningseffekterna från den amerikanska inbromsningen; t ex att omvärldens beroende av handel med USA minskat och att den amerikanska avmattningen främst rört sektorer med lågt importinnehåll.

De senaste månaderna har dock tydliga spridningseffekter börjat nå Västeuropa. Kreditförhållandena har blivit stramare genom förlusterna i finanssektorn, som bl a orsakats av exponering mot den amerikanska

Industrindikatorer



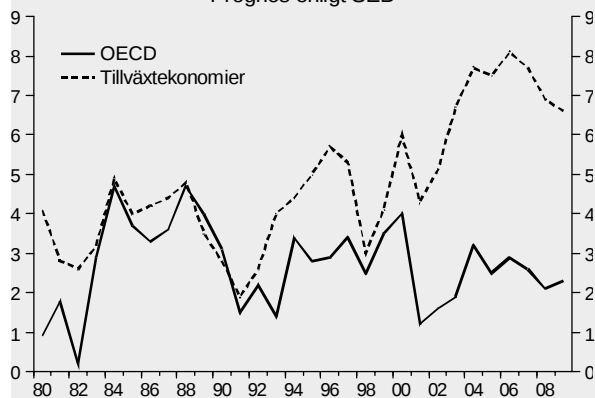
Källor: ISM, NTC Economics Ltd

Hur hög är den globala tillväxten?

Den duala karaktären av världsekonomin är tydlig. Medan tillväxtekonomierna med Kina i spetsen fortsätter att växa snabbt, bromsar OECD-området in till en BNP-tillväxt runt 2 procent. Det numera vanligaste sättet att beräkna den globala BNP-tillväxten utgår från s k köpkraftskorrigerade vikter (PPP - Purchasing Power Parity). Det innebär att hänsyn tas till den ofta betydligt lägre prisnivån i de nyare ekonomierna. Mätt på detta sätt står tillväxtekonomierna för mer än halva den globala ekonomin. Tillväxtmässigt dominerar de helt. Nästa år står t ex OECD-området bara för en procentenhet av den globala tillväxten. Den övriga världen står för 3½ procentenheter, av vilka Kina står för drygt hälften.

Global BNP-tillväxt

Prognos enligt SEB



Källor: IMF, SEB

Bidrag till BNP-tillväxt 2008

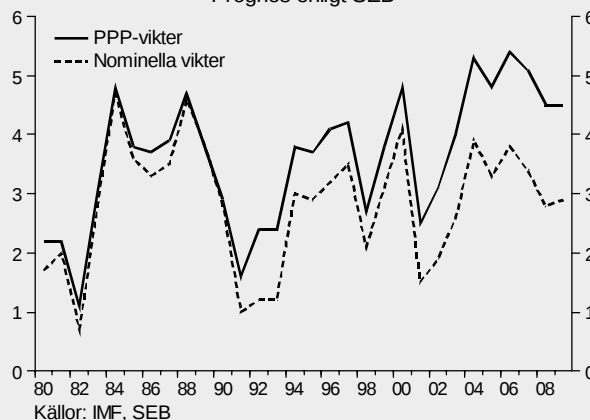
Procentenheter

	PPP	Nom
USA	0,34	0,51
Japan	0,09	0,17
Euro-zonen	0,23	0,38
Storbritannien	0,05	0,10
Resten av OECD	0,31	0,23
OECD	1,01	1,39
Kina	1,91	0,58
Resten av världen	1,65	0,88
Världen	4,5	2,8

Utvecklingen av levnadsvillkoren i världen speglas bäst av den PPP-justerade tillväxten. När det gäller betydelsen för den finansiella utvecklingen samt internationella handelsströmmar och därmed olika industriländers exportutveckling är dock OECD-områdets betydelse betydligt större än vad PPP-viktningen antyder. Om varje lands vikt istället bestäms av dess faktiska BNP i gemensam valuta (t ex USD) får man en bättre bild av vad som driver den finansiella utvecklingen och exportklimatet i olika länder. Nivåmässigt utgör OECD-ekonomierna då fortfarande omkring 75 procent av världsekonomin. Ser man till betydelsen för den globala tillväxten står de gamla och nya ekonomierna för ungefär lika stor del.

Global BNP-tillväxt

Prognos enligt SEB



Den globala BNP-tillväxten, mätt med nominella vikter, dämpas från 3,8 procent 2006 till 2,8 procent 2008. Tillväxten 2008 och 2009 ligger något under genomsnittet de senaste 25 åren på 3,0 procent. Även mätt med nominella vikter bidrar de nya ekonomierna i hög grad till att den globala tillväxten hålls uppe.

bostadslånemarknaden. Samtidigt pressar den starka euron och stigande energipriser ned tillväxten. I många länder sker också en avkylning av bostadsmarknaden. Denna har dock inte sina rötter i USA, utan är i viss mån snarare en följd av att samma sorts krafter som drivit den amerikanska upp- och nedgången på bostadsmarknaden också verkar i vissa delar av Europa. Dessa faktorer betyder att tillväxten i Eurozonen avtar från 2,6 procent i år till 1,8 procent 2008. För nästa år innebär prognosen en betydande nedrevidering.

I Asien (exkl. Japan) och andra **snabbväxande ekonomier rullar den snabba tillväxten på**. Den inhemska tillväxtdynamiken är i många länder mycket stark. Den interna handeln har också blivit allt viktigare för expansionen i Asien, vilket ger en positiv dynamik. Därtill kommer att valutautevecklingen inte pressar tillväxten på samma sätt som i Väst Europa. Den kinesiska apprecieringen sker i måttlig takt och den japanska yenen har försvagats i effektiva termer, trots en viss uppstuds mot dollarn under de senaste turbulenta månaderna.

De **nordiska ekonomierna** kännetecknas fortfarande av god tillväxt och högt resursutnyttjande, men gradvis sker en dämpning. Denna beror på såväl utbuds-

restriktioner som svagare internationell konjunktur. I **Danmark** och **Norge** har arbetslösheten nått historiskt mycket låga nivåer. Tillväxtnedgången i **Sverige** och **Finland** är tydligare orsakad av kärvare villkor för exportindustrin.

Inflationen på väg upp

På kort sikt ökar nu inflationstrycket i världsekonomin av en rad skäl:

- **Råvarupriserna** stiger främst genom höjda energipriser. Råoljepriset har rusat uppåt den senaste tiden driven av stark efterfrågan och osäkerheter på utbudssidan. Till detta kommer starka spekulativa inslag (se ruta). Samtidigt stiger elpriserna i många länder. Bidraget till KPI-inflationen i OECD-området kommer det närmaste halvåret att ligga runt 1 procentenhet.
- **Livsmedelspriserna** har trendmässigt stigit sedan förra sommaren. Detta beror bl a på att ökad produktion av biobränsle samt ökad köpkraft i Asien har pressat upp den globala efterfrågan oväntat snabbt. Samtidigt har utbudet hållits tillbaka av ogynnsamma väderomständigheter. Prisuppgången i konsumentledet väntas toppa runt 4 procent

Oljan toppar på rekordnivåer

Oljepriset har fortsatt mot nya höjder och spotpriset ligger nu runt 90 USD fatet (Brent) att jämföras med bottenivån i början på året på strax under 50 dollar. En kombination av fortsatt stark efterfrågan, låga lager och oväntat långsam produktionsökning ligger bakom uppgången. Till detta kan läggas den svaga dollarn och förnyad oro i Mellanöstern. Under senare tid har de tropiska stormarna i Mexikanska golfen dessutom lett till stora produktionsstörningar, vilket ytterligare pressat upp oljepriset. De stigande priserna har i sin tur lockat in spekulanter, som rider på rörelsen uppåt.

Samtidigt har nu priset nått sådana nivåer att OPEC uttryckt viss oro och uttalat att oljepriset är på väg att nå en övre smärtgräns. OPEC:s reservkapacitet är högre än på flera år, vilket möjliggör höjda produktionskvoter i större utsträckning än tidigare. Stora investeringar i ny produktionskapacitet och mer effektiv energianvändning bland storförbrukare som Kina talar också för en dämpning av oljepriset på sikt. Prissättningen på terminsmarknaden indikerar också lägre priser framöver.

I det mycket korta perspektivet kvarstår emellertid risker för tillfälliga utbudsstörningar och politiska spänningar. Det råder också stor osäkerhet om hur snabbt det går att öka produktionskapaciteten. Även om incitamenten att bygga ut kapaciteten nu är starka, hämmas utbyggnaden av brist på utbildad personal, oljeriggar och annan utrustning. Samtidigt råder osäkerhet om den framtida energi- och klimatpolitiken i många OECD-länder. En annan osäkerhetsfaktor är hur producentländer utanför OPEC, t ex

Ryssland, kommer att agera. Förstatliganden och mindre förmånliga villkor för investeringar har gjort att produktionsstillväxten bromsat kraftigt de senaste åren.

Vi utgår i denna prognos från att oljepriset faller tillbaka något mer än vad som följer av prissättningen på terminsmarknaden. Detta innebär ett oljepris på i snitt 80 dollar/fat 2008, att jämföras med vår förra prognos i augusti på 69 dollar/fat. Traditionella tumregler säger att ett varaktig högre oljepris på 10 dollar ger en negativ BNP-effekt på knappt en halv procentenhet och marginellt mer på inflationen i OECD-området.

Erfarenheten säger dock att dessa tumregler – i alla fall hittills – gett en överdriven bild av oljeprisets betydelse. För många länder i Europa har genomslaget mildrats av apprecierande valutor gentemot dollarn. Dessutom har prisuppgången skett gradvis och ekonomierna har därmed hunnit ställa om till mer energisnål produktion. Oljeprisuppgången de senaste åren har också skett parallellt med, och delvis som en följd av, en stark utveckling för den globala ekonomin. Det senaste året förklaras dock prisuppgången i första hand av kapacitetsrestriktioner. Att OECD-området nu bromsar in samtidigt som begränsat utbud och stark kinesisk efterfrågan håller uppe oljepriset på en hög nivå ökar riskerna för en tydligare avmattning i världsekonomin.

Vad gäller centralbankernas agerande räknar vi med att de negativa effekterna på tillväxten spelar en större roll för räntebesluten än effekterna av högre inflation.

och därmed ge ett bidrag till KPI på ca ½ procentenhet.

- Den **globala prispressen på konsumtionsvaror** tycks ha avtagit något. Detta kan bero på en rad skäl såsom stigande kostnadsnivå i Kina, stark internationell efterfrågan samt tidiga tecken på att ökade miljökrav börjar påverka bl a via skattepolitiken.
- **Enhetsarbetskostnaderna** stiger. Stigande resursutnyttjande i de flesta länder innebär högre lönestryck. Samtidigt har produktiviteten mattats på många håll, vilket på kort sikt förstärker kostnadsstrycket.
- Stora **valutasvängningar** påverkar därtill inflationen på olika sätt. I Europa dämpas inflationen av att importen av konsumtionsvaror blir billigare. Samtidigt blir ökningarna i råvarupriser inte så stora när de nominella ökningstalen i USD räknas om till euro och andra europeiska valutor. I USA innebär däremot valutaförsvagningen en uppåtpress på inflationen.

Trots de inflationskrafter som nu verkar ser vi riskerna som relativt små att rådande låginflationsmiljö hotas på ett varaktigt sätt. Kärninflationen har förblivit låg i de flesta regioner och överraskat på nedsidan i såväl USA som Japan. Den globala inflationen vänder nedåt när effekterna av stigande energi- och livsmedelspriser kulminerar i början på nästa år. Mot slutet av 2008 börjar cykliska inflationsdämpande krafter göra sig gällande, framför allt i USA.

Centralbanker sänker på bred front

Dämpade tillväxtutsikter i kombination med stigande inflation innebär ett dilemma för räntepolitiken. Att de flesta centralbanker normaliserat räntenivån de senaste åren underlättar dock situationen. Detta har i hög grad gjorts för att stävja inflationstendenser i förebyggande syfte. Centralbankerna har därigenom stärkt sin trovärdighet i inflationsbekämpningen. Även om inflationsförväntningarna på lite kortare sikt är på väg upp, är inte faran speciellt stor för att trovärdigheten i grunden hotas.

Styrräntor

	Aktuell	Dec 2008	Neutral
USA	4,50	3,50	4,25
Euro-zonen	4,00	3,50	4,00
Storbritannien	5,75	4,50	4,50
Sverige	4,00	3,75	4,25
Norge	5,00	5,50	5,00

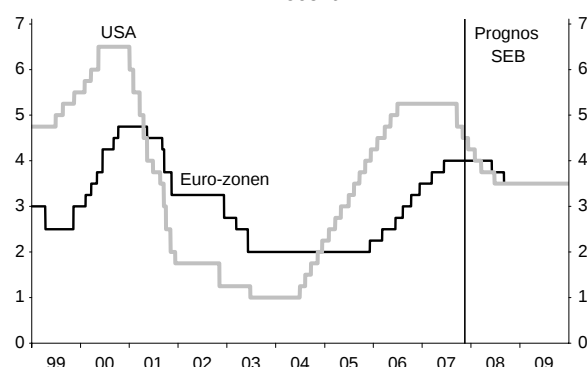
Källa: SEB

Stor trovärdighet samt fortsatt underliggande disinflationistiska krafter ger centralbankerna möjligheter att bemöta de hot om en kraftig inbromsning i konjunkturen som nu föreligger. Vi tror därför att centralban-

kerna i västvärlden på bred front kommer att sänka räntorna framöver.

Federal Reserve har redan sänkt med 75 räntepunkter. Även om man undvikit att tydligt signalera att man kommer att gå vidare, tror vi att konjunkturbilden kommer att försvagas tillräckligt mycket för att Fed ska sänka styrräntan med ytterligare 100 punkter till 3,50 procent i mitten på nästa år.

Styrräntor Procent



Källor: ECB, Fed, SEB

ECB har efter sommaren avbrutit sin väg uppåt med refinanseringen. Signalerna om svagare tillväxt och eurons styrka är nu tillräckliga för att ECB ska avstå från att återuppta höjningarna. Däremot kommer en hög och stigande inflation det närmaste halvåret att fördröja sänkningar. Vi räknar med att ECB väntar till mitten av nästa år innan styrräntan sänks till 3,50 i två steg.

Bank of England påbörjar sänkningarna i december. Inflationen har dämpats och husmarknaden försvagas nu snabbt. Under loppet av 2008 fortsätter räntan ned till 4,50 procent, dvs neutral nivå.

Stark ekonomi ställer **de nordiska centralbankerna** inför ett ännu skarpare dilemma än de stora centralbankerna i Europa. **Norges Bank** slåss mot allt tydligare överhettningstendenser och höjer räntan ytterligare till 5,50 procent; sänkningar påbörjas först i början av 2009. Sveriges ekonomi påverkas normalt i högre grad av internationella svängningar. Inhemskt motiv får **Riksbanken** att höja en sista gång. Under hösten 2008 räknar vi dock med att avmattningen i ekonomin är tillräckligt tydlig för att Riksbanken ska vara mogen för räntesänkningar. Mot slutet av 2008 ligger repo-räntan på 3,75 procent.

I Asien fortsätter räntehöjningarna. I **Kina** kräver överhettningsskatten fortsatta ekonomisk-politiska åtgärder, som bl a innefattar räntehöjningar.

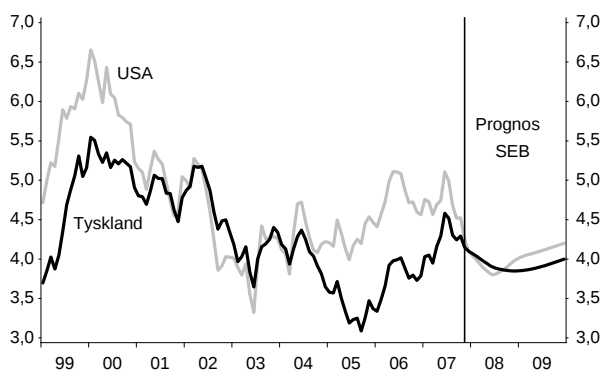
Bank of Japan höjer styrräntan i mycket försiktig takt. Deflationshotet har fått förnyad aktualitet, men en viss återhämtning möjliggör ändå vissa räntehöjningar. Vi räknar med att styrräntan höjs till 1,0 procent under prognosperioden.

Långräntorna faller ytterligare

De långa obligationsräntorna har fallit tillbaka de senaste månaderna i takt med att tillväxthoten blivit uppenbara och centralbankerna på olika sätt mjuknat. Stigande inflation har således inte förmått bryta utvecklingen vilket resulterat i en betydande nedgång i realräntan.

Vår prognos avseende konjunktur och centralbanksrespons innebär ytterligare potential för fallande obligationsräntor. Detta är tydligast för USA, där vi räknar med att den 10-åriga statsobligationen sjunker till 3,80 procent under våren. Feds kraftfulla räntesänkningar kommer också att leda till att skillnaden mellan 10-årsränta och styrränta åter blir positiv, efter en rekordlång period med negativ avkastningskurva.

10-åriga statsobligationsräntor
Procent



Källor: Reuters EcoWin, SEB

I Tyskland blir nedgången i obligationsräntor lite mer dämpad och stannar vid 3,90 procent. Det innebär att den tyska 10-årsräntan under en tid ligger över den amerikanska för första gången sedan 2004. Den svenska obligationsräntan kommer att ligga 15-20 punkter över den tyska, främst som en följd av något högre styrränta. Överhettningstendenserna i Norge gör att långräntorna ligger hela 65 punkter över tysk nivå. De närmaste åren minskar skillnaden något, men i slutet av 2009 är spreaden fortfarande 50 punkter.

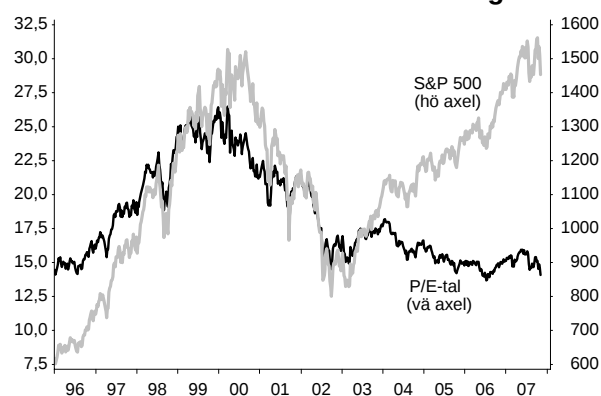
Måttlig börsvärdering, men ökade risker

Börsutvecklingen kommer att präglas av fortsatt oro. Kreditstramningen tynger genom direkta förluster i banksektorn och genom spridningseffekter via en dämpad konjunkturutveckling.

Samtidigt finns det också flera positiva börsfaktorer. Vinsterna hölls uppe relativt väl under tredje kvartalet och vinstprognoserna tyder på en hyfsat stark utveckling 2008. Många företag på den globala scenen har möjlighet att dra fördel av den fortsatt starka efterfrågan i olika delar av världen. Värderingen på aktiemarknaden är generellt sett ganska låg. Efter den senaste tidens sättning har P/E-talen kommit ned ytterligare. Givet att konjunkturedgången inte blir djupare än vi

förutspår torde det finnas förutsättningar för en hyfsad börsutveckling på lite längre sikt. De största riskerna för ett globalt börsfall ligger i att den amerikanska ekonomin går in i en recession som via ytterligare dollarfall sprider sig globalt. I länder med apprecierande valutor pressas marginalerna extra mycket.

USA: Börsindex och värdering



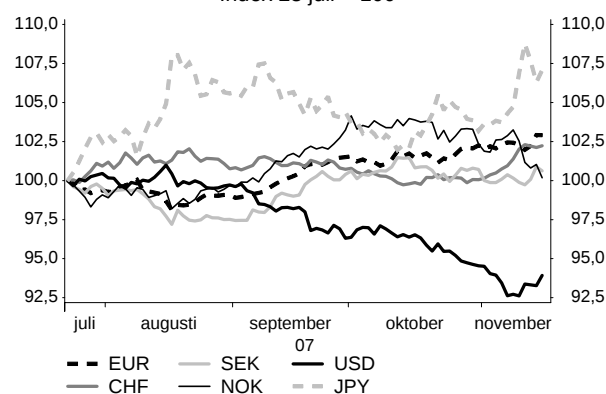
Källor: Standard & Poor's, Reuters

Dollarbotten kan skönjas

Det senaste året har vår valutaanalys främst styrts av korträntedifferenser. Dessa har drivit ett flöde till valutor med högre ränteavkastning (carry trade). Sedan den finansiella oron började har **minskad riskaptit lett till avveckling av carry-trade positioner**, vilket stärkt valutorna i typiska lågränteländer som Japan och Schweiz.

Växelkurser under kreditoron

Index 23 juli = 100



Källa: Reuters EcoWin

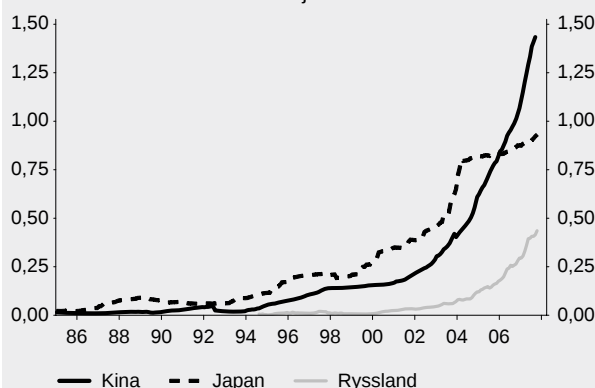
I linje med det historiska mönstret i orostider stärktes dollarn i början av krisen. Efter hand som oron för den amerikanska konjunkturutvecklingen tilltagit och Fed börjat sänka räntan har dollarfallet tagit ny fart. Vi räknar med att dollarn fortsätter nedåt gentemot de europeiska valutorna ytterligare en tid. Feds sänkningar under första halvåret gör att styrräntan blir lägre i USA än i Euro-zonen i mitten på nästa år. Samtidigt pressar fortsatt stora underskott i bytesbalansen. Psykologiska och tekniska faktorer på valutamarkna-

Obalanser skapar maktpolitiska spänningar

De globala obalanserna medverkar just nu till en snabb omfördelning och därmed förskjutning av ekonomisk och politisk makt; från underskottsländer till länder med kapitalöverskott; från väst till öst.

Valutareserver i utvalda länder

Tusental miljarder dollar



Källa: Reuters EcoWin

I dagsläget växer Kinas valutareserv med 33 miljarder dollar per månad (+40% i årstakt). Samtidigt kan Ryssland, som så sent som i slutet på 1990-talet stod på randen till statsfinansiell bankrutt, tack vare oljeintäkterna uppvisa en ännu snabbare ökning av valutareserven (+55% i årstakt). Detta gör Ryssland och Kina till viktiga placerare på den internationella kapitalmarknaden. Underskottsländerna riskerar att hamna i beroendeförhållande till dessa kapitalexportörer.

Grogrunden för protektionism har inte varit speciellt förmånlig de senaste åren. Stigande efterfrågan på världsmarknaden, god vinstutveckling i företagssektorn samt stigande global sysselsättning och relativt stabila växelkurser har motverkat uppkomsten av handelspolitiska konflikter. WTO-förhandlingar har visserligen varit tröga, men motsättningarna har inte eskalerat.

Även om ett gynnsamt makroekonomiskt klimat fortsätter att underlätta handelspolitiken ser vi stigande risker. Snabbt växande förmögenheter i Asien och i de oljeexporterande länderna utgör en källa till politiska spänningar. Ett skäl är att förmögenheterna byggs upp inom statligt kontrollerade fonder (Sovereign Wealth Funds). Den typen av fonder finns redan etablerade i t ex Mellanöstern, Kina och Ryssland. De tycks generellt ha ambitioner att bredda sina tillgångar från statsobligationer till t ex företagsobligationer, aktier, fastigheter eller utländska företag.

Förekomsten av dessa fonder kan också kopplas ihop med spänningar inom valutapolitiken. De kan bidra till att hålla valutan på en svag nivå som inte kan motiveras av ekonomiska eller strukturella skäl. Därmed får den egna industrin konkurrensfördelar samtidigt som landets växande förmögenhet i utländsk valuta kan användas till att köpa strategiskt viktiga utländska företag, t ex råvaruproducenter.

Rädslan för att statsfonder i de kapitalstarka länderna kommer att driva en politisk agenda har föranlett EU-kommissionen och tyska förbundskanslern Angela Merkel att dryfta idén att skapa s k gyllene aktier, som innebär att staten ges vetorätt vid utländska företagsuppköp. Även från ryskt håll kommer förslag till vetorätt när det gäller utländska investeringar i Ryssland. Sedan tidigare har amerikanska myndigheter stoppat affärer som bedömts påverka landets nationella säkerhet.

Finansiella obalanser kan skapa maktpolitiska spänningar som hämmar direktinvesteringar och hjälper protektionismen att bygga muskler. Skulle denna utveckling få fotfäste försämrars utsikterna för en stabil ekonomisk utveckling på längre sikt.

den kan förstärka nedgången, bl a genom ett ökat intresse för att valutasäkra dollardenominerade tillgångar. Vi räknar med att EUR/USD toppar runt 1,55 under våren 2008.

Därefter ser vi skäl för att trenden mot stigande EUR/USD kan brytas. Fokus kommer gradvis att riktas mot svagare konjunktur i Väst Europa. ECB:s sänkningar kommer enligt vår prognos när Fed har avslutat sina sänkningar och ljuset i tunneln för den amerikanska konjunkturen går att skönja. Samtidigt har nedgången i det amerikanska handelsunderskottet då kommit längre. Dollarn återhämtar sig därmed gradvis till 1,40 mot euron mot slutet av 2009.

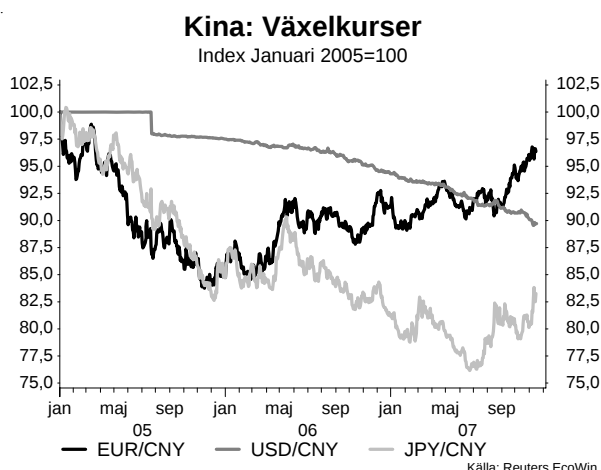
Den svenska kronan rör sig svagt uppåt mot euron med stöd av något högre korträntor än i Euro-zonen

Växelkurs EUR/USD



Källor: Reuters EcoWin, SEB

och fortsatt stora bytesbalansöverskott. I slutet av 2008 står EUR/SEK i 9,10. Mot dollarn förstärks kronan till något under 6 USD/SEK under våren. Vi förutser relativt små förändringar också för den norska kronan. Valutan får den närmaste tiden stöd från ytterligare räntehöjningar från Norges Bank. När oljepriset faller tillbaka och korträntestödet klingar av försvagas kronen något.



Mönstret att **européiska valutor får bära bördan** av den amerikanska anpassningen består alltså. Yenen håller sig visserligen runt 110 mot dollarn det närmaste året i en värld med ganska svag riskaptit, men försvagas mot euron. Med kvarvarande deflationsrisker i Japan kommer räntenivån att förbli mycket låg. På sikt faller yenen tillbaka till 118 mot dollarn

Vi förutspår inte heller någon radikal förändring av den kinesiska valutapolitiken. Ovilja och oförmåga förhindrar att valutan skrivs upp till en mer fundamentalt grundad värdering. Apprecieringstakten mot USD har visserligen höjts och ökar i vår prognos med 7-8 procent nästa år. Men i effektiva termer eller gentemot euron har den kinesiska valutan istället försvagats. Detta bidrar till kvarstående obalanser i världsekonomin.

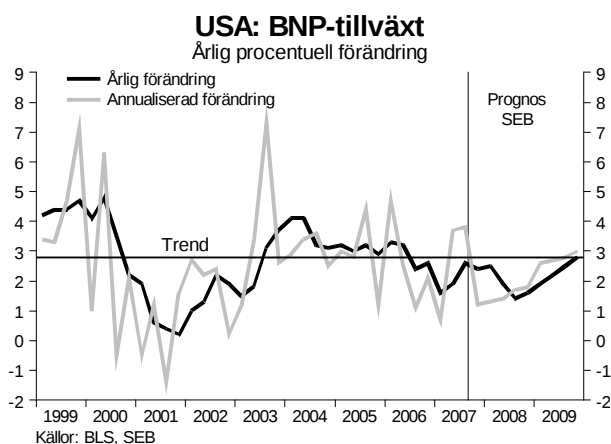
Ökade nedåtrisker

- Tillväxt långt under trend nästa år
- Bostadsmarknad utan bottenkänning
- Kärninflationen sidledes
- Styrräntan sänks till 3,5 procent

Kreditkrisen lägger en hämsko över den amerikanska ekonomin och dämpar BNP-utvecklingen det närmaste året. Fed tvingas stötta ekonomin med ytterligare räntesänkningar. **I mitten av 2008 ligger styrräntan på 3,5 procent;** denna prognos är nedjusterad med 50 punkter jämfört med NO i augusti. Därigenom kan en recession troligen undvikas; den inhemska avmattningen mildras samtidigt som den svaga dollarn möjliggör en snabb exportexpansion. Vi räknar med en **BNP-tillväxt på 1,8 procent nästa år**, vilket är under konsensusprognosen.

Den realekonomiska statistik som kommit de senaste månaderna har i viktiga avseenden faktiskt överraskat positivt. En stark tillväxt tredje kvartalet gör att BNP-tillväxten på årsbasis stigit från 1,6 procent i början på året till 2½ procent. Signaler avseende arbetsmarknad och hushållens köpbägenhet har också i huvudsak varit positiva.

Dessa ljusglimtar överskuggas dock av dystrare händelser. Förlusterna i det finansiella systemet ser ut att bli större än väntat. En bred och ganska långvarig åtstramning på kreditmarknaden är därför trolig. De reala effekterna av detta är ännu i sin linda och kulminerar inte förrän en bra bit in på nästa år. **Det gör att BNP-tillväxten nu återigen dämpas.**



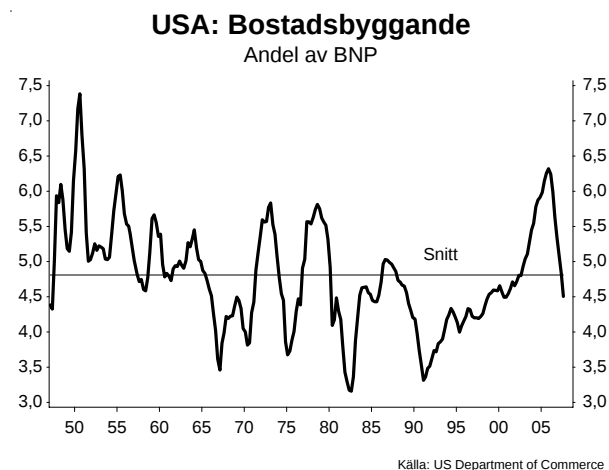
Dual ekonomi

Den allt svagare dollarn sätter nu avtryck som är typiska för en "deprecieringsekonomi". Nettoexportens bidrag till tillväxten har de senaste kvartalen uppgått till en procentenhet. Såväl i år som nästa år spås nettoexporten ge ett betydande positiva tillväxtbidrag. Det innebär ett trendbrott för den tidigare så inhemskt drivna amerikanska ekonomin.

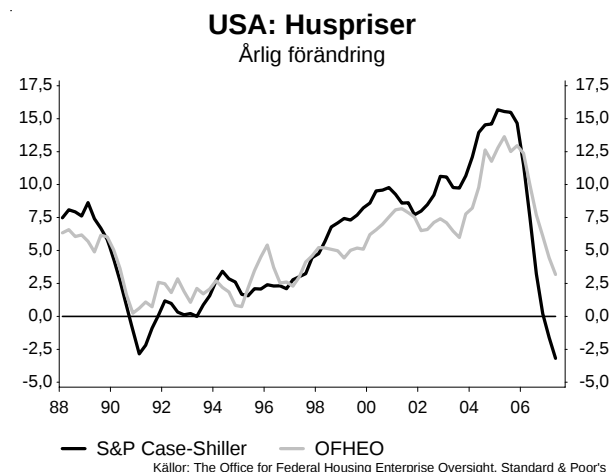
I kölvattnet av den starka nettoexporten har underskottet i bytesbalansen äntligen minskat det senaste halvåret. Till en del beror detta på att importen mattats i spåren av avtagande inhemska aktivitet. Det är också troligt att vi nu ser en **omsvängning i ekonomin i exportorienterad riktning**. En sådan utveckling bidrar till att mildra de globala obalanserna.

Bostadsmarknad utan bottenkänning

Samtidigt står det klart att krisen i bostadssektorn blir allt djupare. Problemen gäller inte bara sub-primesektorn utan bostadsmarknaden ser nu ut att förlamas på bredare front. I nuläget är det svårt att se något slut på nedgången varken när det gäller pris- eller volymsidan.



Nivån på bostadsbyggandet som andel av BNP ligger nu något under det historiska genomsnittet. Kreditsituationen och indikatorer på bostadsmarknaden tyder på att nedgången mycket väl kan fortsätta mot historiska bottennivåer. Att den tidigare byggboomen var så kraftig ökar också sannolikheten för en djupare anpassning nedåt. **Bostadsbyggandet fortsätter troligen att falla kraftigt under hela nästa år.**



På prissidan är det ännu svårare att se när botten kan nås. Att nominella prisfall på nationell nivå hittills inte

förekommit anfördes länge som ett argument mot en prisnedgång. Än så länge har inte den nationella kvartalsstatistiken (enligt OFHEO) registrerat några fall i huspriserna men ökningstakten har stadigt avtagit. Det uppmärksammade S&P Case-Shiller-indexet för huspriser visar nu på ett fall på ca 3 procent, och information baserad på mäklarstatistik pekar också på minustal. Vår bedömning i nuläget är att prisnivån mot slutet av 2008 har **fallit med åtminstone 10 procent**.

Konsumtionen mattas

Än så länge har hushållens konsumtion hållits uppe väl, trots nedgången på bostadsmarknaden. Den årliga ökningstakten ligger fortfarande runt 3 procent. Som diskuterades i förra Nordic Outlook är detta delvis en följd av att nedgången i bostadssektorn i högre grad än tidigare varit isolerad från den allmänna ekonomiska utvecklingen. Det historiskt normala mönstret har varit att bostadsbyggandet varit starkare kopplat till t ex arbetsmarknad och börsutveckling.

Vår konsumtionsmodell, som inkluderar en rad variabler, visar dock att inte heller motverkande krafter från stigande aktieförmögenhet och en stark arbetsmarknad räcker för att förklara varför konsumtionen hållits uppe så väl. Drygt ½ procentenhet av konsumtionstillväxten förblir oförklarad enligt denna modellansats. Det är en indikation på att nedåtriskerna i konsumtionsutvecklingen är påtagliga.

Sammantaget innebär vår prognos att konsumtionstillväxten dämpas från 2,9 procent 2007 till knappt till 1,7 procent 2008, för att därefter åter växa något snabbare 2009. Det innebär **en viss anpassning av det låga sparandet**, som når upp till 2½ procent av inkomsterna mot slutet av prognosperioden.

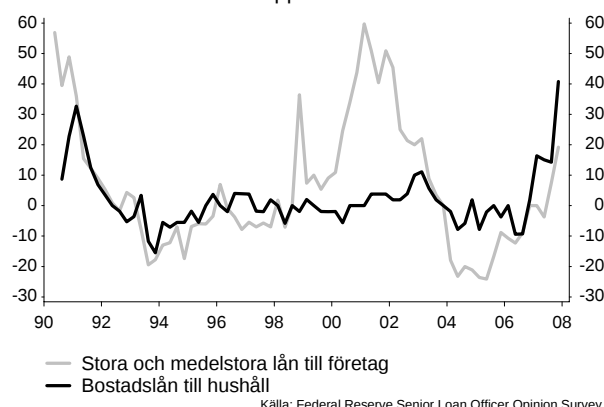
Försiktigt investeringsbeteende

Investeringarna utanför bostadssektorn har den senaste tiden uppvisat varierande utveckling. Tillväxten i många tjänstesektorer, inte minst inom handeln, har inneburit en snabb ökning av byggandet av kommersiella lokaler. Att produktionsresurser frigjorts från bostadssektorn har säkert spelat en roll för uppgången i det övriga byggandet. Investeringsbesluten på industrisidan har präglats av större försiktighet, men en ökad aktivitet har kunnat spåras de senaste kvartalen.

Stigande investeringar kan utgöra en viss motkraft till svagare konsumtion framöver. Investeringsnivån är historiskt sett låg, samtidigt som kapacitetsutnyttjandet är högt. Många företag uppvisar också fortsatt starka balansräkningar och god lönsamhet. Kreditkrisen har dock ökat osäkerheten och nedåtrisken betänkligt. Det gäller framför allt det kommersiella byggandet utanför bostadssektorn, som redan **känner av stramare kreditvillkor**.

USA: Kreditförhållanden

Nettoandel som rapporterar stramare villkor



Sammantaget blir vår slutsats att nedgången i den inhemska efterfrågan blir djupare än vad som ligger i konsensusbilden. Även om riskerna har ökat, är det dock fortfarande troligt **att lägre räntor och stigande export kan bidra till att en recession kan undvikas**.

Arbetsmarknaden försvagas

Försvagningen av arbetsmarknaden har hittills varit liten. Sysselsättningstillväxten har hållits uppe på ett genomsnitt över 100 000 per månad. Arbetslösheten har glidit upp med bara någon kvarts procentenhet, och har de senaste månaderna legat på 4,7 procent; ganska nära ekonomins jämviktsnivå. De senaste kvartalens uppstuds i BNP-tillväxten förklarar i stor utsträckning motståndskraften på arbetsmarknaden. De senaste siffrorna visar också att produktivitetsdämpningen inte varit så kraftig som tidigare tecken indikerat.

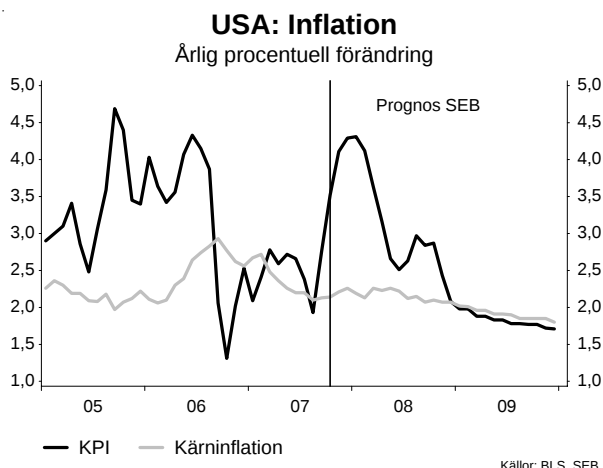
Med en förnyad tillväxtsförsvagning ter sig en avmattning av sysselsättningen dock trolig. Det historiska sambandet tyder på att den tillväxt runt 1½ till 2 procent som vi förutser för nästa år skulle vara förenlig med 30 000 till 50 000 nya jobb i månaden. **Arbetslösheten beräknas då stiga till runt 5½ procent**.

Tendenserna till en försvagning av 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.

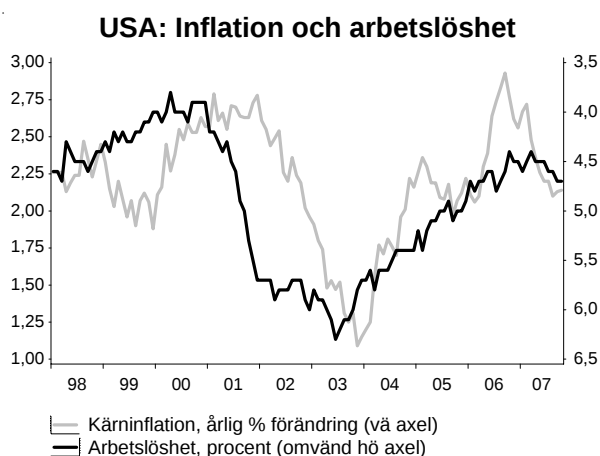
Kärninflationen rör sig sidledes

Inflationen uppvisar motstridiga tendenser. KPI är nu på väg upp i snabb takt. I början på nästa år når KPI en topp på över 4 procent driven av energi- och matpriser. Även om inflationen sedan faller tillbaka relativt snabbt innebär vår prognos att KPI-inflationen nästa år för tredje året i rad ligger nära 3 procent.

Kärninflationen har däremot visat en nedåtgående trend det senaste året. Vi ser en marginell uppgång den närmaste tiden, som en följd av att ett fortsatt högt resursutnyttjande innebär möjligheter till övervältring av höga insatsvarukostnader på konsumentledet. Dollarns försvagning bidrar också till inflationsimpulsen.



En avgörande fråga framöver är i vilken grad kärninflationen kommer att reagera på avmattningen i ekonomin. Det historiska sambandet pekar på att **kärninflationen reagerar på en förändring i arbetslösheten med ca ett års eftersläpning**. Av det skälet räknar vi inte med någon starkare cyklisk inflationsnedgång nästa år. Att Feds räntesänkningar i denna cykel kommer ovanligt tidigt i förhållande till arbetsmarknadsläget skulle möjligen kunna påskynda nedgången i kärninflationen. Detta beror på att bostadskomponenten (shelterkomponenten) i kärninflationen tycks reagera på räntesänkningar.



Sammantaget innebär vår prognos därför att kärninflationen ligger kvar något över 2 procent som genomsnitt för 2008, för att därefter falla ned ytterligare 2009. Feds favoritmått, kärninflationen i den privata konsumtionsdeflatoren, ligger trendmässigt lite lägre än kärn-KPI, varför det är troligt att denna hamnar runt

1½ procent som genomsnitt för 2008, mitt i det av Fed identifierade "målintervallet" på 1-2 procent.

Räntesänkningarna fortsätter

Fed har agerat snabbt för att stötta ekonomin. Efter att ha svängt om i bedömningen av kreditkrisens ekonomiska risker i augusti har Fed funds-räntan sänkts med sammanlagt 0,75 procentenheter i september och oktober. Att dessa sänkningar levererats samtidigt som tillväxten överraskat positivt och prisuppgången på energi och livsmedel drivit upp KPI-inflationen har lett till frågetecken om Fed har haft alltför bråttom att agera. Fed har också undvikit att ge besked om huruvida man nu har påbörjat en längre fas av räntesänkningar.

Vi ser det som naturligt att Fed i dagsläget inte vill binda sig vid en förutbestämd bana för räntepolitiken. Situationen avseende såväl inflation som tillväxt innehåller tillräckligt många osäkerhetsmoment för att man vill invänta inkommande statistik i så hög grad som möjligt. Vi räknar dock med att kreditkrisens negativa effekter på tillväxt och arbetsmarknad gradvis kommer att bli allt tydligare. Fed tvingas därför att fortsätta sänka räntan. Vår prognos är att **Fed funds-räntan sänks med ytterligare 100 punkter till 3,50 procent i mitten av nästa år**.

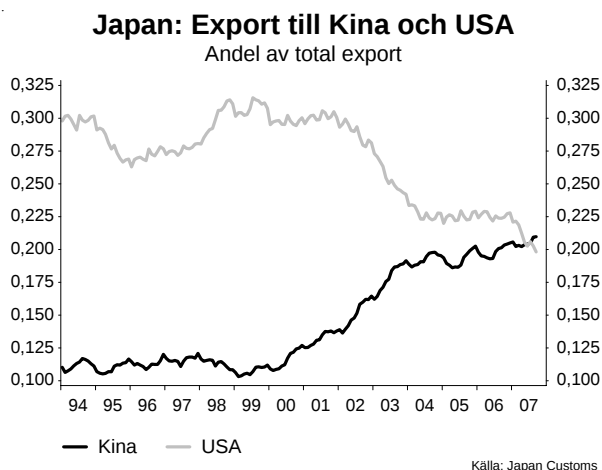
Den amerikanska ekonomin har det senaste decenniet präglats av en återkommande dramatik i samspelet mellan räntepolitik, risktagande och tillgångspriser. Den spruckna börs- och investeringsbubblan följdes av en extremt lätt penningpolitik som lyckades dämpa konjunkturnedgången i början på 2000-talet. Priset var dock uppenbarligen den kredit- och bostadsbubbla som nu är på väg att spricka. De realekonomiska konsekvenserna av detta tycks nu så allvarliga att Fed måste fortsätta att stötta ekonomin, även om det innebär vissa **risker för nya typer av obalanser och att nödvändiga anpassningsprocesser senareläggs**.

Inbromsning med nedåtrisker

- Trevande konsumtionsuppgång
- Sega deflationskrafter
- Långsam räntenormalisering

Tillväxten i Japan mattas något jämfört med utvecklingen de senaste åren. Export och företagsinvesteringar, som hittills i hög grad drivit tillväxten, dämpas något när den internationella konjunkturen bromsar in. Samtidigt återhämtar sig konsumtionen bara långsamt och gradvis. Sammantaget **dämpas tillväxten** från 2 procent i år till drygt 1½ procent de kommande åren; nära trendtillväxten.

Ekonomi uppvisade en tillväxtsvacka under våren och sommaren, men tredje kvartalet skedde en viss återhämtning. Optimismen är fortsatt stor inom exportindustrin. Konkurrenskraften har stärkts påtagligt under senare år som en följd av såväl lyckosamma omstruktureringar som en svagare valuta. I kombination med fortsatt stark efterfrågan från det asiatiska närområdet ger detta möjligheter till fortsatt hygglig exporttillväxt trots en nedgång i USA-exporten. Kina har nu passerat USA som Japans viktigaste marknad, vilket illustrerar växande självständig dynamik i Asiens handelsmönster.



Samtidigt som optimismen är fortsatt hög inom exportindustrin har humöret inom mindre och mer hemamarknadsinriktade företag försämrats. Även hushållen har blivit mer pessimistiska. **Tudelningen mellan en blomstrande exportsektor och en inhemsk ekonomi** som fortfarande inte riktigt vill ta fart består således. I viss mån är pessimismen bland hushållen en spegelbild av en fortsatt omstrukturering i företagssektorn. Arbetsmarknaden har blivit mer flexibel med ökat inslag av tillfälliga anställningar och deltidsarbeten. Det har också blivit allt vanligare att pensionerad arbetskraft i högre åldrar återanställs till lägre löner. Denna utveckling på arbetsmarknaden bidrar till att öka sysselsättningen och motverka Japans negativa

demografiska utveckling. Samtidigt bidrar den till att pressa ned lönerna och minska anställningstryggheten, vilket håller tillbaka hushållens köplust. Till detta ska läggas att tidigare finanspolitiska stimulanser återställts.

Den strukturella nedåtpressen på lönerna ska vägas mot en tilltagande cyklisk uppåtpress i takt med att arbetslösheten fortsätter att sjunka. Arbetslösheten är nu lägre än den varit på ett decennium. Den positiva utvecklingen på arbetsmarknaden bör efter hand slå igenom på konsumtionen. Återhämtningen på fastighetsmarknaden verkar i samma riktning. Trots detta tycks konsumtionsuppgången dröja längre än vi tidigare förväntat.

Stark produktivitetstillväxt och strukturell lönepress har bidragit till att **inflationen** ligger kvar **strax under noll-strecket**. Den långa deflationsperioden har också förankrat inflationsförväntningarna på en låg, om än något stigande, nivå. På kort sikt kommer inflationen att öka något till följd av stigande priser på energi och livsmedel. I ett något längre perspektiv bidrar också den allt stramare arbetsmarknaden till ökat kostnadstryck. Uppgången blir dock mycket måttlig och prisökningstakten kommer knappast att nå upp till en procent som Bank of Japan (BoJ) anger som förenligt med prisstabilitet.

BoJ strävar efter att höja räntan till en "normal" nivå i takt med att ekonomin normaliseras. En sådan nivå torde ligga kring 2½ procent, givet en trendtillväxt på 1½ procent och inflation kring 1 procent. Den oväntat låga inflationen och höstens finansiella turbulens har dock medfört att BoJ inte höjt räntan sedan i februari. Under förutsättning att kreditoron inte förvärras räknar vi med att BoJ höjer nästa gång efter årsskiftet men att räntan sedan ligger still under resten av 2008. I slutet av 2009 är styrräntan 1 procent. Uppgången är inte tillräcklig för att ge stöd åt yenen som efterhand åter pressas av strukturella flöden när den globala kreditoron lägger sig.

Samtidigt som penningpolitiken långsamt blir något mindre expansiv har **konsolideringsambitionerna** för de offentliga finanserna **minskat**. Underskottet i de offentliga finanserna har visserligen gått ner från 8 procent av BNP till under 3 procent de senaste fem åren, men om de finanspolitiska målen ska uppnås, krävs fler åtgärder. Den nye premiärministern Yasuo Fukuda har utlovat genomgripande reformer av skattesystemet. Några detaljer kring hur dessa skulle kunna se ut har dock inte presenterats, men en höjning av konsumtionsskatten ligger troligen i korten tillsammans med en breddning av skattebaserna. Med tanke på LDP:s försvagade ställning är det dock högst osäkert om och när sådana reformer kan komma till stånd.

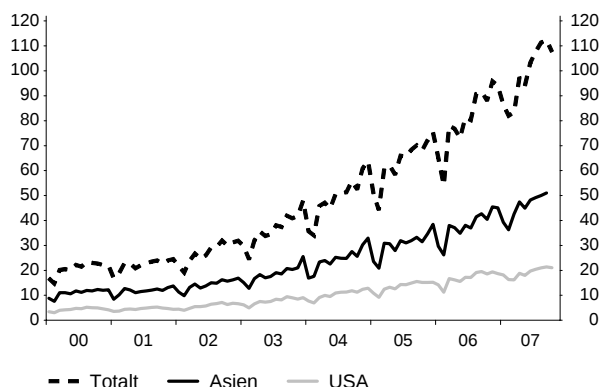
Obalanserad tillväxt

- Trög växling mot mer konsumtion
- Livsmedel driver inflationen
- Omvärldspress och obalanser stärker valutan

Kinas ekonomi fortsätter att rusa, trots myndigheters bromsåtgärder. Under det tredje kvartalet ökade BNP med 11,5 procent i årstakt. Det var bara marginellt lägre än andra kvartalets 11,9 procent och långt över det långsiktiga målet på 7-8 procent. Investeringar och export var såsom tidigare de centrala drivkrafterna, även om exportboomen dämpades något.

Vi räknar med en fortsatt **positiv men obalanserad utveckling**. Att Kina framöver väntas höja apprecieringstakten samt fortsätta att höja räntan bidrar dock i viss mån till en bättre balans såväl externt som internt. Konsumtionstillväxten drivs av snabba löneökningar men ger förhållandevis små bidrag till tillväxten även de kommande åren. Avmattningen i västvärlden innebär bara en mindre dämpning av den totala exporttillväxten eftersom intrahandel i Asien trendmässigt blivit allt viktigare. **BNP-tillväxten hamnar uppemot 11½ procent i år och sjunker gradvis till 9 procent 2009.**

Kina: Export
Mdr USD



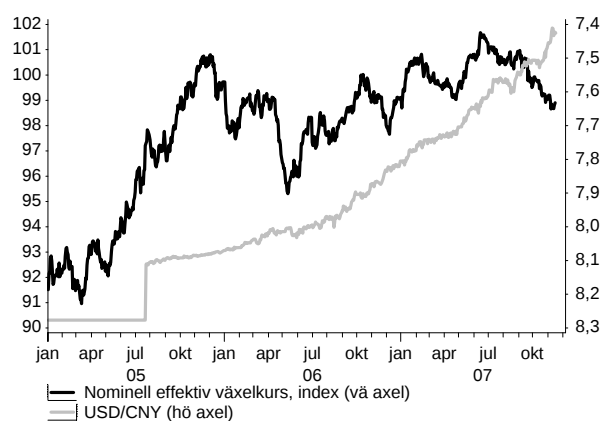
Exporten har i år fortsatt att öka med runt 25 procent i årstakt. Det har lett till att **handelsöverskottet** nu nått **rekordhöga** 9 procent av BNP. Detta är ett tecken på att den kinesiska valutan är undervärderad. Såväl det senaste G7-mötet som IMF-uttalanden har i allt tydligare ordalag påtalat detta. Det externa trycket på en snabbare uppskrivning av valutan lär tillta i takt med en svagare konjunktur i västvärlden.

För Kinas del finns såväl externa som interna skäl att agera. Den undervärderade valutan skapar stora spänningar med handelspartners och kan leda till protektionistiska motåtgärder. Att hittills genomförda räntehöjningar inte lett till önskvärd avkyllning pekar också på behovet av att använda valutapolitiken som instrument för att stabilisera ekonomin.

Med starka vinster och ett stabilare finansiellt system, understött av närvaron av utländska banker och intressen, tror vi nu att myndigheterna är villiga att **öka apprecieringstakten mot USD**. Sedan i somras har årstakten legat på 5-6 procent; vi tror att den kommer att uppgå till 7-8 procent det närmaste året.

Sedan den fasta dollarkopplingen släpptes i juli 2005 har apprecieringen gentemot USD sammantaget uppgått till närmare 10 procent. Den handelsvägda apprecieringen uppvisar ett annorlunda mönster. Där skedde en snabb appreciering på närmare 8-9 procent under år 2005, i huvudsak driven av dollarns uppgång gentemot andra valutor. Från slutet av 2005 har renminbin handelsvägt inte uppvisat något förstärkningstrend alls. Uppskrivningen gentemot USD har neutraliserats av dollarns svaghet gentemot andra valutor.

Kina: Effektiv växelkurs och USD/CNY



Inflationstakten har stigit kraftigt, från cirka 2 procent i början av året till 6,5 procent i höst. Detta är inte kopplat till lönekostnadsinflation. Praktiskt taget hela uppgången förklaras av **stigande livsmedelspriser**, som i sin tur i hög grad är utbudsrelaterade rörelser. Rensat för livsmedel har inflationstakten i stort sett legat parkerad vid 1 procent ända sedan slutet av 2004. På kort sikt kommer dock även stigande energipriser att addera till den livsmedelsdrivna inflationen.

Den ekonomiska politiken inriktas på att dämpa inflationen och nå en mer hållbar tillväxt. **Styrräntorna** – in- och utlåningsräntorna – **höjs** mer; den ettåriga inlåningsräntan har i täta steg höjts från 2,5 till 3,9 procent i år. **Valutan** tillåts **appreciera** snabbare. Dessutom sker en viss **liberalisering i handelspolitiken**. Vår bedömning är dock att åtgärderna bara ger mindre dämpande inflations- och tillväxteffekter under vår prognoshorisont.

Motståndskraften försvagas

- Tillväxten under 2 procent nästa år
- Kreditåstramning pressar investeringarna
- Inflationen upp – och ned
- ECB sänker refinansieringen i mitten på 2008

Svagare USA-tillväxt, stramare kreditförhållanden, höga energipriser och en urstark valuta medför nu en tydlig dämpning av BNP-tillväxten i Euro-zonen. **Vi räknar med att BNP-tillväxten dämpas från 2,6 procent i år till 1,8 procent 2008.** BNP-tillväxten planar sedan ut på en nivå något under trend 2009.

Prognosen innebär en nedrevidering sedan augusti-prognosen, speciellt för 2008. Den särkoppling av tillväxten som präglade 2007, där Euro-zonens tillväxt gradvis reviderades uppåt trots besvikelser i USA, kommer inte att fortsätta. Smittoeffekterna från den amerikanska ekonomin gör sig gradvis mer uppenbara, inte minst via finansiella kanaler.



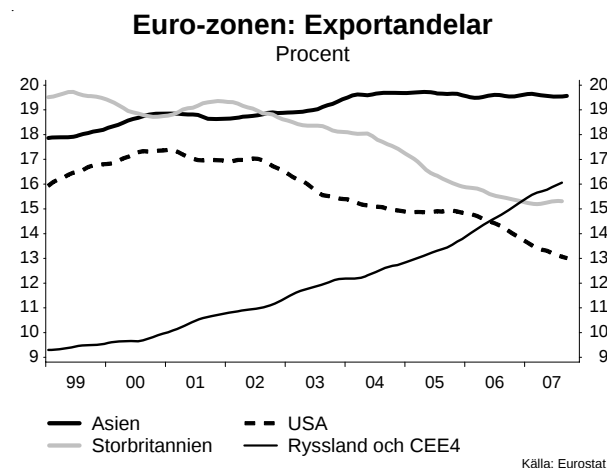
Samtidigt finns skäl till att tillväxten i Euro-zonen kan hållas uppe relativt väl. Underliggande faktorer talar för en viss uppväxling i den privata konsumtionen samtidigt som exporten till snabbväxande marknader i östra Europa och Asien stimulerar industrin.

Asien och Östeuropa allt viktigare

Euro-zonen påverkas nu av en bredare nedgång i den amerikanska importefterfrågan. Den allt starkare euron sätter därtill ytterligare press på exporten.

Samtidigt mildras effekterna av förändringar i Euro-zonens exportstruktur. Exportandelen till USA har minskat gradvis; från 17 procent vid millennieskiftet till dagens 13 procent. Andelen till snabbväxande ekonomier har i stället ökat. Mest påtaglig är uppgången till Ryssland och Centraleuropa (CEE4-länderna Polen, Slovakien, Tjeckien och Ungern). Exportandelen till denna region har ökat från 9 procent 1999 till 16

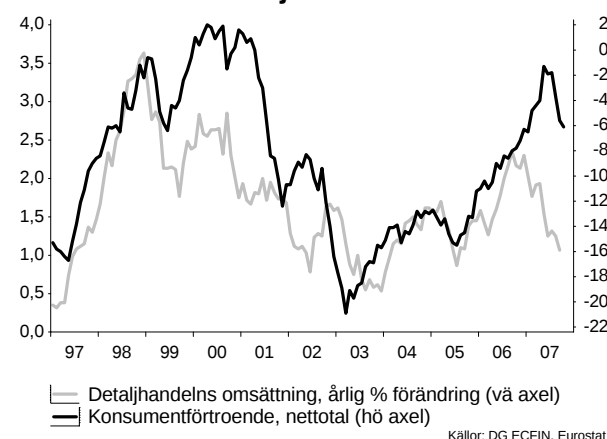
procent. Exportandelen till Asien har samtidigt ökat från knappt 18 procent till nästan 20 procent. Export till oljeproducerande länder i Mellanöstern har stigit särskilt snabbt de senaste åren, stimulerad av det höga oljepriset.



Konsumtionen håller emot

Den privata konsumtionen har fortsatt att ge upphov till besvikelser, framför allt i Tyskland. Förbättringen av arbetsmarknaden har hittills inte gett konsumtionen luft under vingarna. Vi räknar dock med att stigande realinkomster och ett relativt högt sparande gör att konsumtionen framöver kommer att utgöra en motvikt till svagare export och investeringar.

Euro-zonen: Detaljhandel och förtroende



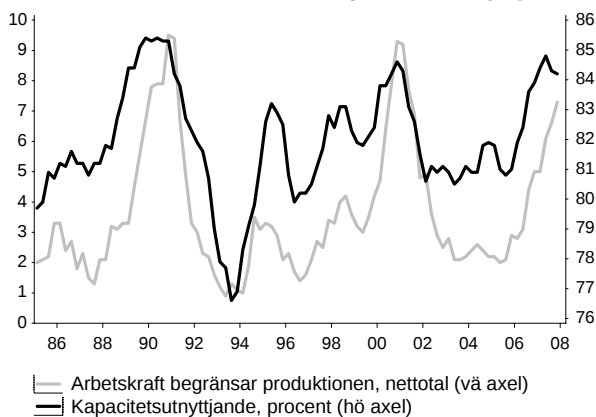
Den privata konsumtionen i Euro-zonen väntas därför stiga från 1,3 procent 2007 till 1,5 procent 2008. Förutsättningarna för en mer markant uppgång ser dock ut att undergrävas av ett vikande konsumentförtroende i spåren av den internationella avmattningen.

Arbetslösheten planar snart ut

Arbetsmarknaden har förbättrats påtagligt de senaste åren. Sedan 2005 har arbetslösheten fallit med 2-3 procentenheter i de största Euroländerna. Att tillväxttoppen nu har passerats talar för att vi är nära slutet

av den långa perioden med fallande arbetslöshet. Som årsgenomsnitt räknar vi dock med att arbetslösheten – mätt enligt den harmoniserade ILO-standarderna – fortsätter att falla från 7,4 procent 2007 till 7,2 procent 2008, för att sedan stiga något 2009.

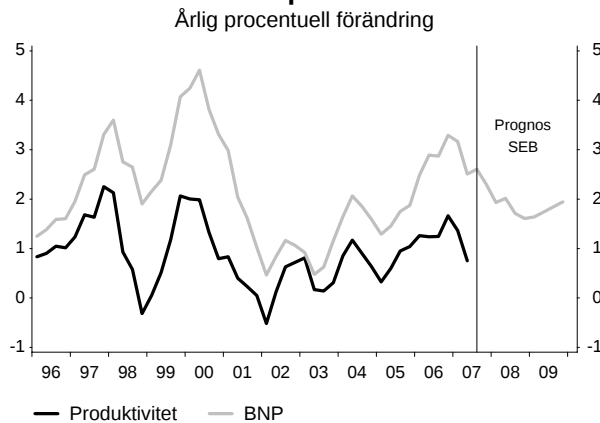
Euro-zonen: Bristtal och kapacitetsutnyttjande



Arbetslösheten har fallit snabbt ned mot OECD:s **traditionella mått på jämviktsarbetslösheten (NAIRU)** – den nivå som är förenlig med stabil inflation. Detta innebär risker för sencykliskt löne-driven inflation. Olika mått på produktionsgap, bristtal och kapacitetsutnyttjande pekar i samma riktning. I t ex Tyskland kan vi se tendenser till stigande löneök-

ningar. IG Metall och metallarbetsgivarna skrev i våras avtal som innebär löneökningar på ca 4 procent i år och anställda i stålbranschen, liksom inom järnvägs-sektorn, har fått de högsta löneavtalen på tio år.

Euro-zonen: Arbetsproduktivitet och BNP



I bredare lönemått syns dock inga tydliga spår av detta. Ökningstakten av enhetsarbetskostnaden ligger fortfarande så lågt som 1 procent. Det är möjligt att positiva förändringar på ekonomins utbudssida innebär att de traditionella jämviktsmåten överdriver faran för löneinflation. En starkare produktivitetstrend har också bidragit till att pressa enhetsarbetskostnaden. Nedgång i tillväxttakten det andra kvartalet illustrerade dock

Vikande bostadsmarknad även i Euro-zonen?

Hur stor är egentligen risken för att bostadsmarknaden är på väg ned också i Europa? IMF har varnat för risken för snabbt försämrade förhållanden på flera nationella marknader.

Att det finns en samvariation mellan amerikanska huspriser och europeiska är i sammanhanget oroande.

IMF beräknar att ca 75 procent av prisuppgången på bostäder i OECD beror på reala faktorer som stigande börskurser, högre inkomster, starkare arbetsmarknad och lägre räntor. Resterande 25 procent är drivna av spekulation. Enligt denna studie är skillnaden i spekulationsgrad liten mellan Euro-zonen som helhet och USA.

Skillnaderna mellan olika länder i Euro-zonen är dock betydande. Länder som Spanien, Nederländerna och Irland har alla haft en lång period av snabb ökning i huspriserna.

I speciellt Spanien har det spekulativa inslaget varit stort. De spanska huspriserna är nu på väg ned efter att tidigare ha drivits upp till ohållbara nivåer av bl a utländska köpare. Byggsektorns stora betydelse ökar risken för en hårdlandning för spansk ekonomi.

Kreditförluster som i grunden härrör från den amerikanska marknaden har redan gjort europeiska banker och bolåneinstitut försiktigare också på hemma-

plan, vilket riskerar att förstärka nedgången i och med att finansieringen till många bostadsköp försvåras. Det finns dock vissa skäl att ändå inte vara för pessimistisk om bostadsmarknaden i Euro-zonen som helhet:

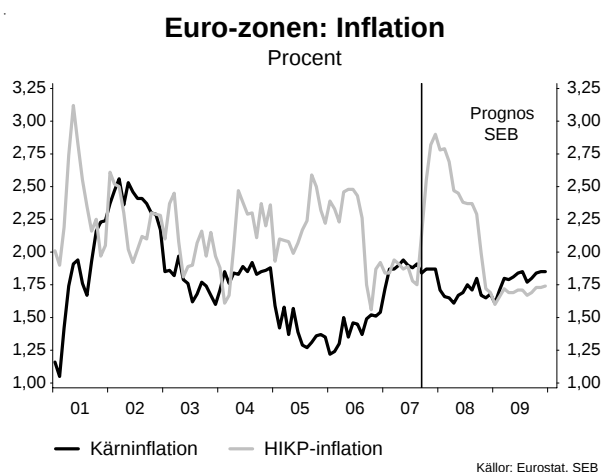
- Det finns inte någon direkt motsvarighet till subprimemarknad i Euro-zonen. Detta har medfört att den direkta utlåningen till hushållen har varit mer restriktiv än i USA.
- Att husprisutvecklingen i Tyskland stått helt stilla i snart ett decennium innebär att den genomsnittliga prisuppgången i Euro-zonen varit långsammare än i USA, trots att flera enskilda länder i Euro-zonen haft en betydligt mer dramatisk uppgång.
- Bostadsbyggandet har på senare år legat på en lägre nivå i Euro-zonen än i USA, vilket minskar fallhöjden på volymsidan.

Vår sammantagna slutsats är att många länder i Europa nu står inför en nedgång på bostadsmarknaden. Kreditgivning kommer att bli stramare och priser och volymer kommer att mattas. De totala påfrestningarna på makroekonomin och det finansiella systemet kommer dock inte att bli lika dramatiska som i USA.

risker för ett cykliskt bakslag när tillväxten nu dämpas.

Inflationen upp – och ned

Stigande energi- och matpriser gör nu att inflationen snabbt drar sig uppåt det närmaste halvåret. HIKP-inflationen beräknas stiga från 1,7 procent i slutet på sommaren till 2,9 vid årsskiftet. Bensinpriserna bidrar under vintern med hela 0,8 procentenheter, innan baseffekter dämpar effekten under andra kvartalet. Även livsmedelspriserna ökar snabbt framöver. Ökningstakten toppar på 5 procent i mitten av nästa år, vilket är i paritet med rekordnoteringen 2001. Mot slutet av 2008 räknar vi med att matprisökningarna dämpats till 2½ procent. Att den tyska momshöjningen faller ur 12-månaderstalen bidrar till att inflationen dämpas i början på nästa år.



Trots det höga resursutnyttjandet har löneinflationen varit överraskande låg. En viss press uppåt lär dock uppstå den närmaste tiden i takt med en sencyklisk avmattning av produktiviteten. Samtidigt fortsätter den globala prispressen på konsumtionsvaror. Även om denna tenderar att försvagas något kommer effekten av den starka euron att hålla tillbaka priserna på importerade varor i Euro-zonen även på lite längre sikt.

Sarkozy underfinansierar budgeten

Den franske presidenten Nicolas Sarkozy noterar ett halvår efter sin valseger de högsta popularitetssiffrorna som skådats sedan general de Gaulles tid. Populariteten beror dock knappast på infriade löften om en rivstart av den franska ekonomin. I själva verket har Sarkozy haft svårt att få fart på sin politik. Planerna på att ändra de förmånliga pensionsreglerna för offentliganställda har mötts med strejker. Han har också tvingats backa från sitt vallöfte att varannan statsanställd som går i pension inte ska ersättas.

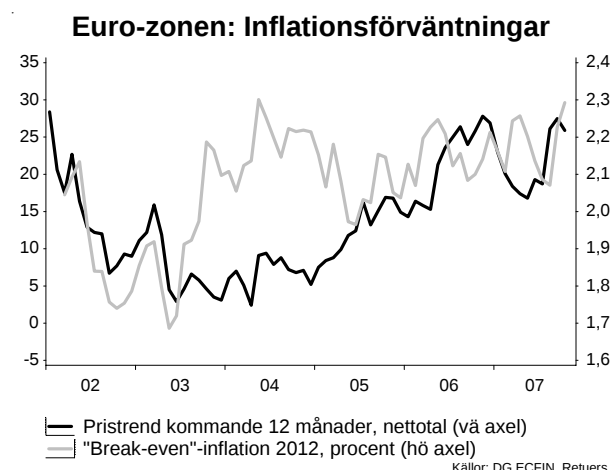
Trots en ganska god ekonomisk utveckling räknar inte den franska regeringen med att nå balans i budgeten förrän år 2012. Frankrike avviker också från mönstret i övriga Euro-zonen, där budgetläget

Även energipriserna slår efterhand om i inflationsdämpande riktning

Sammantaget innebär vår inflationsprognos att HIKP-inflationen ligger kvar på hög nivå större delen av 2008, men att den faller kraftigt mot slutet av året. Kärninflationen, där effekter av energi och matpriser exkluderas, rör sig i huvudsak sidledes under prognosperioden. Den genomsnittliga nivån på kärninflationen ligger något under 2 procent.

Det höga resursutnyttjandet innebär en uppåtrisk för inflationen. Denna risk ska dock vägas mot en nedåtrisk för tillväxten om den internationella nedgången fördjupas. Vår bedömning är att **inflationsrisken är symmetrisk på medellång sikt**.

Inflationsförväntningarna har stigit något de senaste månaderna, och det är troligt att hushållens förväntningar stiger ytterligare något när inflationen drivs uppåt av kännbara prishöjningar på energi och mat. Någon större risk för det medelfristiga förtroendet för ECB:s inflationsmål är dock svår att se.



ECB sänker nästa år

ECB har under hösten gjort halt när det gäller fortsatta räntehöjningar. Den avvaktande inställningen till den

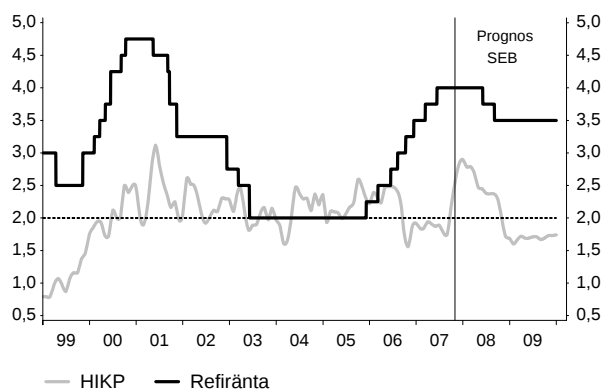
generellt förbättras ganska snabbt. Tyskland ser t ex ut att kunna uppvisa en balanserad budget redan i år.

Budgetprognoserna i Frankrike kan därtill vila på för optimistiska antaganden. BNP-prognosen från INSEE reviderades nyligen ned till 1,8 procent för 2007; en bra bit under regeringens officiella prognos. Ekonomiska problem på hemmaplan har bidragit till att Sarkozy vidhållit Frankrikes kritik mot det ekonomisk-politiska ramverket i Euro-zonen. Kritiken mot ECB:s räntepolitik får därmed ny näring av den hotande ekonomiska avmattningen och den rekordstarka euron.

framtida räntepolitiken har också tagit sig uttryck i att man har undvikit de tidigare kodorden om vaksamhet (vigilance), samt att man nu inte längre beskriver den rådande räntenivån som stimulerande för ekonomin.

Euro-zonen: Inflation och refiränta

Procent



Källor: Eurostat, ECB, SEB

Å andra sidan har man tonat ned effekterna av den amerikanska avmattningen, samtidigt som uppåtriskerna på inflationssidan framhåvts på sedvanligt sätt. Vår prognos innebär att ECB:s inflationsmål på kort sikt bekräftas. ECB kommer därmed i minst lika hög grad som andra centralbanker att ställas inför ett dilemma där inflationen pressas upp av utbudsfaktorer och sencykliska krafter, samtidigt som ekonomin försvagas i olika avseenden. Den splittring inom ECB:s beslutande organ som varit tydlig under hösten består troligen den närmaste tiden. Bl a kommer olika hotbil-

der på bostadsmarknaden påverka ECB:s sammanvägda riskbild.

Vi räknar dock med att hoten från tillväxten gradvis kommer att ta överhand. I en miljö där Fed fortsätter att sänka räntan kommer euron att pressas upp mot nya rekordhöjder. Även om de direkta inflationsdämpande effekterna av den starkare euron blir små, kommer ECB att få allt svårare att försvara fortsatta räntehöjningar. Kreditåstramningen har redan börjat sätta tydliga spår i företagens lånemiljö, vilket ECB betonat i sin månadsrapport.

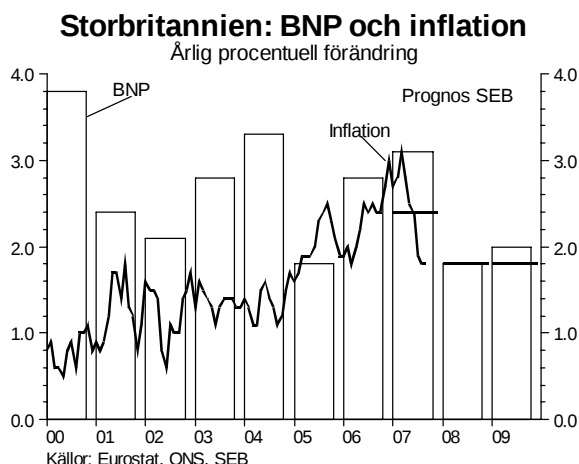
Med en tillväxt under trend och varierande grad av avkylning på husmarknaden ser vi en övervägande sannolikhet för att nästa steg från ECB blir en räntesänkning. Vår prognos innebär att ECB sänker refiräntan till 3,5 procent under andra halvåret nästa år. Vid den tidpunkten står det tillräckligt klart att inflationen har vänt nedåt, samtidigt som arbetsmarknaden har börjat visa vissa svaghetstecken.

ECB:s retorik är normalt i hög grad inriktad på inflationsutvecklingen. Samtidigt visar erfarenheterna från perioden 2001-2003 att ECB inte är speciellt dogmatisk. Då sänktes refiräntan gradvis från 4,75 procent till 2 procent, trots att inflationen hela tiden låg över 2 procent. I en situation då de medelfristiga inflationsutsikterna är under kontroll och inflationen dessutom toppar redan i december i år är det troligt att ECB:s agerande även denna gång kommer att styras av utsikter för tillväxt och arbetsmarknad.

Vikande huspriser bromsar

- Tillväxt under trend de närmaste åren
- Svagare husmarknad ger sparpassning
- Första räntesänkningen i december

Den brittiska ekonomin står inför en tydlig dämpning. En avkylning av fastighetsmarknaden är nu på väg som ett svar på Bank of Englands (BoE) relativt skarpa penningpolitiska åtstramning 2006-2007. Följden blir en längre period med **svagare konsumtionstillväxt**. Samtidigt hålls exporten tillbaka av att den viktiga USA-marknaden fortsätter att svikta nästa år. Vi räknar med att **BNP-tillväxten sjunker** till 1,8 procent 2008, för att återhämta sig marginellt till 2,0 procent 2009. Det innebär en mindre nedjustering jämfört med NO-rapporten i augusti beroende på svagare utsikter för USA och Euro-zonen.



Hittills har dock ekonomin i hög grad behållit sin styrka. BNP under tredje kvartalet ökade med 3,3 procent mätt i årstakt, pådriven av en viss acceleration i tjänstesektorn. Därmed har tillväxten legat över trenden på 2,5 procent under åtta kvartal i följd. De senaste konjunkturbarometrarna andas fortsatt optimism. Kreditoron har således hittills inte i någon högre grad påverkat hushåll och företag.

Exporten har i höst återhämtat sig efter en svacka det senaste året, trots att exporten till USA faller på årsbasis. Kvardröjande effekter från tidigare pundstyrka samt dämpad global tillväxt gör dock att exporten utvecklas relativt svagt 2008-2009. Företagens investeringsplaner har på senare tid blivit mindre expansiva, bl a som en följd av något lägre kapacitetsutnyttjande. Investeringsaktiviteten mattas därför gradvis från hög nivå. Den privata konsumtionen är ännu stark, bl a har detaljhandelstillväxten vänt uppåt något sedan i somras.

Hushållen höga konsumtionstakt har de senaste åren i hög grad byggt på stigande fastighetspriser och ökat låntagande. Nu förändras gradvis förutsättningarna för detta. **Husprisökningarna** är på väg att **dämpas snabbt**, bl a till följd av stramare kreditförhållanden i spåren av finansöron och bolåneinstitutet Northern Rocks problem. Mäklarnas prisförväntningar, mätt enligt RICS-enkäten, har fortsatt att dämpas i höst. Flertalet respondenter är nu inställda på fallande priser. Dessa mätningar är en bra framåtblickande indikator. Vi räknar med att huspriserna nästa år faller med 5-10 procent.

Konsumtionen bromsar in

Räntebördan ökar genom att lån löpande nu läggs om till högre räntor i spåren av centralbankens tidigare räntehöjningar. Den höga skuldsättningen gör hushållen extra känsliga för denna process. Att sparkvoten i utgångsläget är mycket låg och att arbetsmarknaden nästa år börjar försvagas bidrar också till att **anpassningen i sparande** kan bli betydande. Vi räknar med att hushållen börjar dra upp sitt sparande under första halvåret 2008. Konsumtionen bromsar därigenom in från drygt 3 procent i år till strax under 2 procent 2008.

Löneökningarna har varit fortsatt måttliga, trots den hittills strama arbetsmarknaden med en arbetslöshet runt låga 5,5 procent. Förra vinterns kraftiga inflationsuppgång bröts i våras och inflationstakten har i flera månader legat något under BoE-målet 2 procent. På kort sikt stiger åter inflationen till följd av dyrare energi och livsmedel. Efterhand verkar dock den kommande ekonomiska inbromsningen återhållande på pristrycket och vi tror att inflationen hamnar något under 2 procent såväl 2008 som 2009.

Växande nedåtrisker i ekonomin i kombination med en stabilisering av den underliggande inflationsbilden öppnar dörren för räntesänkningar. **Reporäntan sänks, med start i december**, från 5,75 procent till 4,00 procent 2009. Det medför i sin tur att pundet fortsätter att depreciera mot euron och flera andra europeiska valutor det närmaste året.

Finanspolitiken går från att vara lätt åtstramande till att på sikt bli expansiv, efter ekonomins svacka och inför nästa parlamentsval.

God motståndskraft

- Fortsatt stark inhemsk efterfrågan
- Ökade inflationsrisker
- Baltikum bromsar – obalanserna består

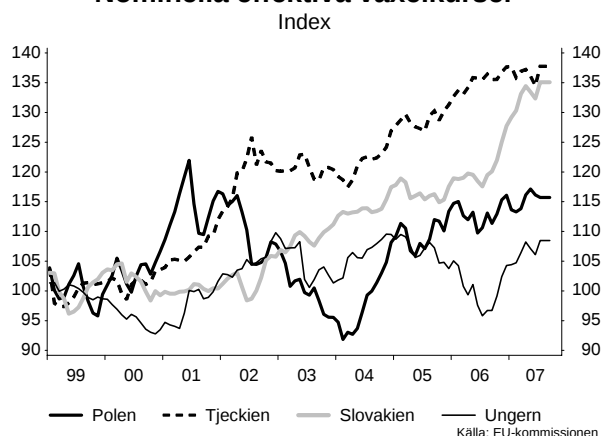
Konjunkturen i Central- och Östeuropa uppvisar motståndskraft mot den internationella finansoron och en svagare global efterfrågan. Orsakerna är **förbättrade ekonomiska fundamenta** samt gynnsamma förutsättningar för **växande inhemsk efterfrågan**. Baltikum, och i någon mån Ukraina, utgör undantag från denna bild.

BNP i nio östländer, inklusive de baltiska staterna, ökar med **nära 7 procent i år**. Tillväxten klingar av till **6,2 respektive 5,7 procent de kommande åren**. Inflationstrycket har ökat på många håll som en följd av högt resursutnyttjande och stigande livsmedels- och energipriser. Framöver **avtar inflationstrycket långsamt**.

Exporten fortsätter att växa även om tillväxttalen dämpas framöver. Exportandelen till USA ligger inte i något land över 5 procent, vilket förklarar den motståndskraft som hittills uppvisats. Nu dämpas dock importefterfrågan också från den viktiga tyska marknaden, vilket ger större påfrestningar på regionen. Ryssland och Ukraina gynnas dock av fortsatt höga råvarupriser.

Det viktigaste skälet till att östregionen visar god motståndskraft är den starka inhemska efterfrågan. Den privata konsumtionen stimuleras av höga löneökningar och investeringarna av bl a EU-strukturmedel samt starka företagsvinster. En viss dämpning förutspås även i inhemsk efterfrågan till följd av förhöjd inflation, stigande räntor i flera länder samt något försiktigare kreditgivning.

Nominella effektiva växelkurser



Notabelt är att valutorna i Centraleuropa varit robusta under de senaste månadernas volatilitet i olika globala

riskindikatorer. Vi räknar med att fortsatt gradvis minskande budgetunderskott samt höjda räntor i Polen och Tjeckien ska ge stöd åt valutorna även framgent.

Rysslands BNP växer de kommande åren med 6-7 procent, med draghjälp av höga råvarupriser och expansiv finanspolitik. Parlamentsvalet i december och presidentvalet i mars kommer knappast att leda till någon kursomläggning av den ekonomiska politiken. Inflationen biter sig fast på höga nivåer till följd av det stora inflödet av oljeinkomster, hög lönetillväxt samt dyrare livsmedel. På kort sikt dämpas inflationen av ett prisstopp på dagligvaror och administrativt satta priser. Detta ger dock bara tillfällig lindring och räcker inte heller för att klara inflationsmålet om 8 procent i slutet av 2007.

Ukraina uppvisar en BNP-tillväxt på hela 8 procent per år 2008-2009. Konsumtionsboomen fortsätter, även om den starka kreditexpansionen bromsar in. Liksom i Ryssland består inflationsproblemen. Höjda matpriser, snabba löneökningar och en fortsatt expansiv finanspolitik under den nya regeringen gör att inflationen ligger kvar på tvåsiffriga tal även nästa år. Regeringen fortsätter därmed att missa inflationsmålet.

I Polen ökar BNP med uppemot 6 procent nästa år, efter nära 7 procent i år. Konsumtionen hakar nu i den investeringsdrivna uppgången. Resursutnyttjandet börjar bli ansträngt, inte minst inom bygg- och tjänstenäringsarna. Detta ger upphov till en lönedriven inflationsuppgång, om än från en låg nivå. Fortsatt penningpolitisk åtstramning gör att inflationen stannar under 3 procent de närmaste åren. Den nya regeringskoalitionen, under ledning av Medborgarplattformen, kommer gradvis att driva igenom reformer. Detta innebär sänkta skatter där ambitionen är en enhetlig, platt skatt. Samtidigt höjs tempot i privatiseringarna och euro-frågan får nytt liv. Fortfarande kommer dock parlamentets motstånd och presidentens veto i vissa frågor att bromsa reformtakten.

Tillväxten i **Slovakien** och i **Tjeckien** dämpas marginellt. Industribarometern har i höst backat något från höga nivåer, medan hushållens framtidstro har varit stabil. **Ungern** kommer gradvis ur sin svacka. Gemensamt för länderna i Centraleuropa är att budgetunderskotten krymper. I Ungerns och Tjeckiens fall bidrar en stramare finanspolitik till detta.

Inträde i **Euro-zonen** är ännu **långt borta för flertalet** av EU-medlemmarna från öst. Slovakien har dock målet om euro-anslutning 2009 väl inom räckhåll. Närmast därefter på tur står Estland, men då tidigast 2011 enligt vår bedömning. Polen väntas införa euron 2012, men tidpunkten kan komma att tidigareläggas något år då en budgetkonsolidering kan komma att prioriteras av den nya regeringen. Det är dock alltför tidigt att i dag spekulera om en sådan inriktning.

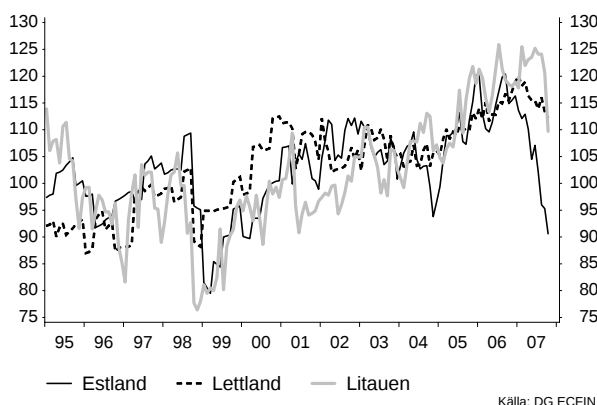
Baltikum: "Hård mjuklandning" i Estland

Konsekvenserna av en alltför snabb tillväxt av den inhemska efterfrågan har gradvis blivit allt tydligare i Baltikum. De baltiska länderna fortsätter att präglas av stora obalanser de närmaste åren. Situationen avseende bytesbalansunderskott och den höga inflationen förblir värst i Lettland. Riskerna för en hårdlandning i Estland och framför allt Lettland har ökat. Vårt huvudscenario är dock fortfarande en **mjuklandning** i dessa ekonomier. För att detta ska slå in krävs att kredittillväxten fortsätter att dämpas samt i Lettlands fall även att ett finanspolitiskt stabiliseringspaket sjösätts.

Estlands tillväxt bromsar in tydligt när luften går ur tidigare uppblåsta förväntningar bland aktörerna i ekonomin. Fastighetspriserna har dämpats och BNP-tillväxten har redan avtagit betydligt. Mätt som årsmedeltal sjunker tillväxten från 11 procent i fjol till 4-5 procent de kommande åren. Det är en tillväxt under potentiell nivå på 6-7 procent.

Inflationen har trots detta fortsatt att accelerera, i hög grad till följd av snabba löneökningar. Vi räknar dock med att inflationen dämpas nästa år. Snabbt stigande arbetslöshet medför då en moderering av löneökningstakten samtidigt som den kraftiga inbromsningen i penningmängdstillväxten håller tillbaka inflationen.

Baltikum: Sentimentsindikatorer
Index



Lettlands tillväxt rusar ännu på hög nivå. Vi förutser en dämpning av tillväxten från 10,5 procent i år till 6-7 procent 2008 och 2009. Risken för en hårdlandning av ekonomin har dock ökat det senaste halvåret. Lönerna skenar med en årlig ökningstakt av 30 procent, vilket resulterat i att inflationstakten nu accelererat till över 13 procent.

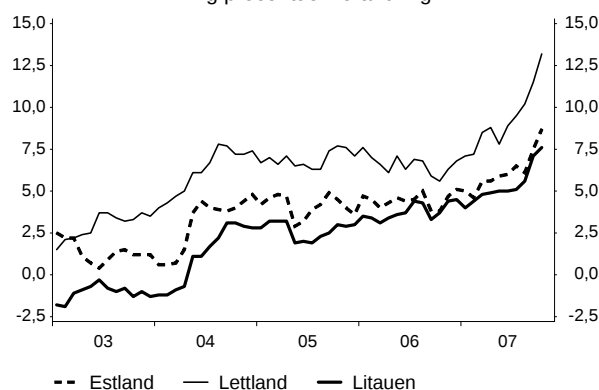
Högre räntor bidrar till en viss avkyllning. Vi räknar också med att regeringen kommer med en ekonomisk stabiliseringsplan före årsskiftet, där en del väntas bli begränsningar av den snabba lönetillväxten i offentlig sektor. Den senaste tidens skakiga inrikespolitiska

utveckling med regeringskris, inkluderande premiärministerns avgång, utgör endast ett marginellt hot mot åtstramningsambitionerna.

Det kommande stabiliseringspaketet blir en uppföljning på den sk anti-inflationsplan som lades i våras efter vinterns valutaoro. Denna plan var mer koncentrerad på att strama åt kreditvillkoren och på sikt få ned inflationen via olika åtgärder.

Den nya stabiliseringsplanen kan bidra till att dämpa uppgången i de korta marknadsräntorna. Likväl kommer sannolikt räntorna att förbli höga på grund av den strama likviditetssituationen i ekonomin och kvarhängande oro för en växelkursjustering.

Baltikum: Inflation
Årlig procentuell förändring



Litauen är i slutfasen av en tillväxtperiod som varit något måttligare än i de baltiska grannländerna. Tillväxten under tredje kvartalet var överraskande höga 10,8 procent. Tillväxten mattas gradvis från i genomsnitt 8 procent i år till 6 procent 2009. Obalanserna är mindre än i Estland och Lettland. Problemen med det stora underskottet i bytesbalansen samt en hög inflation kommer dock att bestå de närmaste åren. Riskerna för en ekonomisk nedgång överväger även här, vilket illustreras av den kraftiga vändning nedåt i sentimentsindikatorer som skett i höst.

Svagare omvärld ger lägre tillväxt

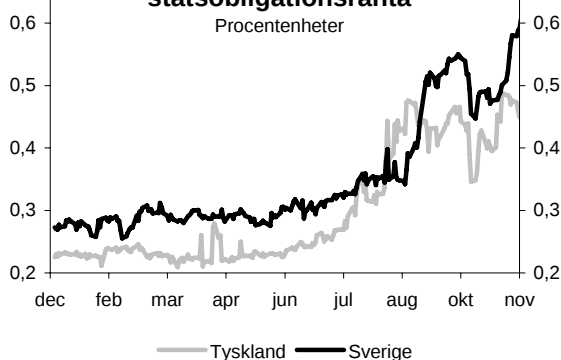
- BNP-tillväxt kring trend 2008
- Stark arbetsmarknad ytterligare en tid
- Inflationsuppgång vid konjunkturtoppen
- Riksbanken sänker nästa höst

Den svenska konjunkturen står för närvarande vid ett vägska. En till synes robust inhemsk ekonomi ställs mot internationella orosmoln och en ihållande finansiell press, vilket skapar svåra avvägningar för prognosmakaren.

Flera tecken tyder på att den ekonomiska uppgången kan fortsätta. Sysselsättningen fortsätter att växa snabbt, och framtidstron hos företag och hushåll är stor. Vår BNP-indikator signalerar därmed några relativt starka kvartal framöver.

Ändå landar vi i slutsatsen att **besvikelserna** på lite sikt **kommer att dominera**. Efterhand dämpas ekonomin allt mer av de samlade effekterna av kredittätstramning, högt oljepris, svag dollar och dämpad internationell efterfrågan. Den svenska ekonomin har historiskt visat större samvariation med konjunkturcyklerna i omvärlden än de flesta andra länder. Orsakerna är en cykliskt känslig exportsektor samt en stor känslighet gentemot rörelser på de internationella finansmarknaderna. Att Sverige också påverkas av den finansiella oron är tydligt.

Skilnad mellan swapränta och statsobligationsränta

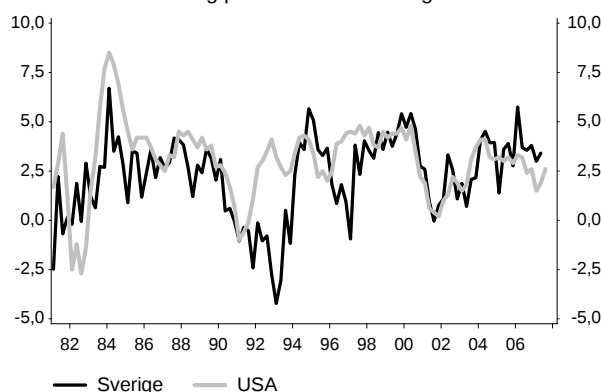


I år dämpas BNP-tillväxten till 3,3 procent (korrigerat för antalet arbetsdagar) jämfört med fjolårets ökning på 4,5 procent. **Därefter bromsar BNP-ökningen in ytterligare till 2,3 procent 2008** respektive 2,0 procent 2009. Det innebär att tillväxten i mitten på nästa år har dämpats till trendmässig nivå och att den därefter ligger något under denna. Exporttillväxten mattas ytterligare samtidigt som investeringsbeteendet blir försiktigare, framför allt

inom industrin. Fortsatt stark arbetsmarknad och stora inkomstökningar gör dock att hushållens konsumtion växer i god takt även framöver.

BNP i USA och Sverige

Årlig procentuell förändring



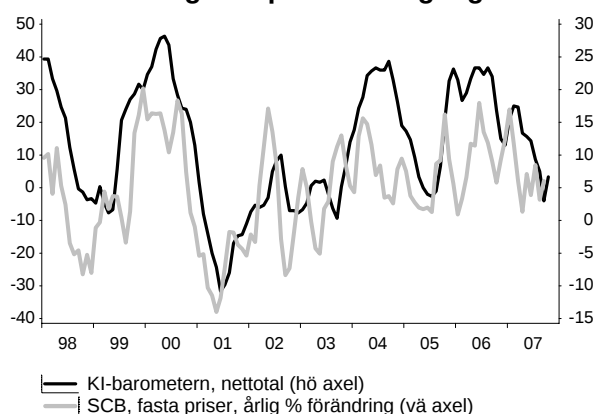
Källor: SCB, US Department of Commerce

Sysselsättningen fortsätter att öka i snabb takt ytterligare en tid och arbetslösheten sjunker fram till mitten på nästa år. Produktivitetstillväxten förblir svag även 2008. I kombination med stigande löneökningar driver detta upp inflationen. KPIX (tidigare UND1X) stiger till drygt 2 procent under nästa år.

Konjunkturavmattningen i kombination med stigande inflation är ett dilemma för Riksbanken. Vi räknar med att Riksbanken genomför ytterligare en höjning av reporäntan i början av nästa år och att räntetoppen sedan är nådd. I takt med att tillväxten mattas under loppet av 2008 och arbetslösheten planar ut ökar motiven för räntesänkningar. Vår prognos är att **reporäntan sänks i två steg till 3,75 procent i slutet av 2008**.

Överskotten i de offentliga finanserna uppfyller målen med råge de kommande åren. Med en lägre tillväxt försvagas de stabiliseringspolitiska argumenten för återhållsamhet inför riksdagsvalet 2010. Vi räknar därför med ytterligare stimulanser 2009.

Sverige: Exportordergång



Källor: SCB, KI

Dämpad exportutveckling

Exportkonjunkturen kulminerade i slutet av 2006. Tillväxten i varuexporten dämpades från 10 procent fjärde kvartalet i föl till 4 procent under årets första halvår. Enligt SCB:s ordergång och Konjunkturinstitutets barometer har en ytterligare nedväxling därefter skett.

Exportutvecklingen jan-aug 2007

Löpande priser

	Vikt	Förändring	Bidrag
Euro-zonen	33	8	2,6
Norden	23	8	1,8
Storbritannien	7	5	0,4
USA	10	-13	-1,3
Asien	10	1	0,1
Östeuropa	6	24	1,5
Övriga	11	5	0,6
Summa	100		5,7

Källa: SCB

Exportnedgången hittills i år beror i hög grad på ett kraftigt fall i USA-exporten. Mer förvånande är att exporten till Asien bara ökat med 1 procent i löpande

priser. En förklaring till detta kan vara den stora prispressen i telekomsektorn, vilken väger tungt i exporten till denna del av världen. Däremot har exporten till Östeuropa utvecklats starkt.

Branschmässigt har exporten av verkstadsprodukter som maskiner och metallvaror fortsatt att öka. Delårsrapporterna från flera stora verkstadsföretag indikerar också att efterfrågan hålls väl uppe på kort sikt. Däremot syns en tydlig avmattning för läkemedel och telekomprodukter. De dämpade framtidsutsikter som Ericsson och andra bolag i telekombranschen redovisat utgör en risk för exportprognosen nästa år, även om sektorns betydelse för svensk ekonomi minskat sedan millennieskiftet. Det bör dock noteras att exporten av tjänster inom telekomsektorn fortsatt att öka.

Nästa år mattas tillväxten i Norden och Euro-zonen, samtidigt som problemen i USA fortsätter. Därmed dämpas marknadstillväxten. Försämrade konkurrenskraft genom starkare krona och högre enhetskostnader talar också för att exporten dämpas ytterligare nästa år.

Dollarn pressar

Dollarn ligger nu på sin svagaste nivå mot kronan sedan före kronfallet 1992. Försämrade konkurrenskraft kommer att dämpa exportvolymerna. Enligt vår prognos försvagas dollarn ytterligare nästa år. I effektiva termer, dvs i relation till Sveriges viktigaste handelspartners, stärks kronan med 3½ procent under 2008 jämfört med 2007. I enlighet med olika tumregler för exporten skulle detta ge en negativ volymeffekt på 2 procent.

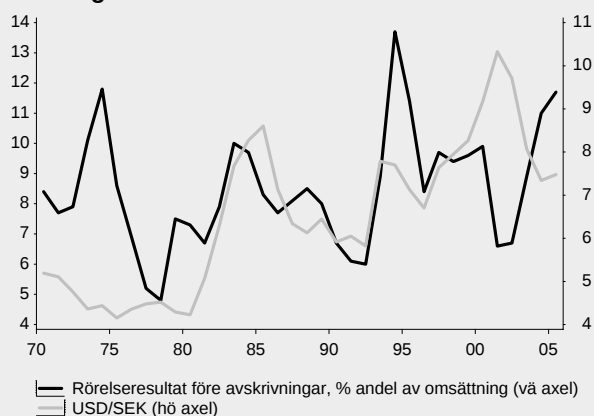
Den allt svagare dollarn har också börjat slå igenom på företagens resultat. Sambandet mellan dollarkurs och företagens vinster har dock blivit svagare det senaste decenniet. En förklaring till detta är företagens ökade internationalisering, med produktion och försäljning i flera olika valutaområden. Att många företag också har stora kostnader i dollar minskar exponeringen.

Också när man studerar produktionen inom Sverige tycks lönsamheten vara mindre beroende av svängningar i dollarn. En förklaring till detta kan vara en förändrad branschstruktur där andelen företag vars priser sätts i dollar minskat; t ex drar skogsindustrins minskande exportandel i denna riktning. Sammantaget innebär ändå kronförstärkningen i kombination med en tydlig uppgång i företagens enhetsarbetskostnader ett kärvarare vinstklimat framöver.

Det kortsiktiga genomslaget på vinsterna avgörs av hur företagen skyddat sig mot valutaförändringar. Enligt SEB:s Finanschefsindex uppger företagen att

terminssäkring av löpande valutatransaktioner i genomsnitt uppgår till 8 månader. Det innebär att valutaförlusterna fortsätter att tynga resultaten under första halvåret 2008 givet våra valutaantaganden.

Sverige: Industrins rörelseresultat och dollarn



Källor: SCB, Reuters EcoWin

Enligt enkäten anger exportföretagen också att de ökat sin valutaexponering. Valutasäkringsgraden på tillgångar i utlandet ligger endast runt 25 procent. Den negativa räntedifferensen mot många länder kan vara en förklaring, eftersom den skapar en merkostnad vid valutasäkring. Räntesänkningarna i USA kan av detta skäl bidra till ökad grad av valutasäkring. Allt annat lika innebär det att kronan stärks.

Investeringskonjunkturen kulminerar

Investeringsuppgången är nu inne på sitt fjärde år. Årets uppgång är bred med stora ökningstal inom de flesta områden. Totalt växer de fasta investeringarna med cirka 10 procent i år.

Nästa år räknar vi med en tydlig inbromsning till drygt 4 procent. Svagare efterfrågan, framför allt på exportmarknaden, gör att industriinvesteringarna planar ut. Till detta ska läggas kärvare vinstutsikter till följd av starkare krona och högre enhetsarbetskostnader. Inbromsningen inom tjänstesektorer och bostadsbyggande blir mindre markerad, men även här dämpas uppgången i spåren av högre räntor och en svagare prisutveckling på fastighetsmarknaden. Byggandet hämmas också av kraftigt stigande kostnader, liksom lägre subventioner till byggandet av hyresrätter.

Stabil konsumtionsökning

Trots gynnsamma förutsättningar har hushållen varit förhållandevis försiktiga i sitt konsumtionsbeteende. Första halvåret ökade den privata konsumtionen med drygt 2½ procent samtidigt som hushållens reala disponibla inkomster steg med drygt 4½ procent. För helåret 2007 blir inkomstökningen troligen över 5 procent, medan konsumtionsökningen ser ut att stanna under 3 procent. Hushållens sparande stiger därmed kraftigt i år och den höga nivån består de kommande åren.

Hushållens ekonomi

Årlig procentuell förändring

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

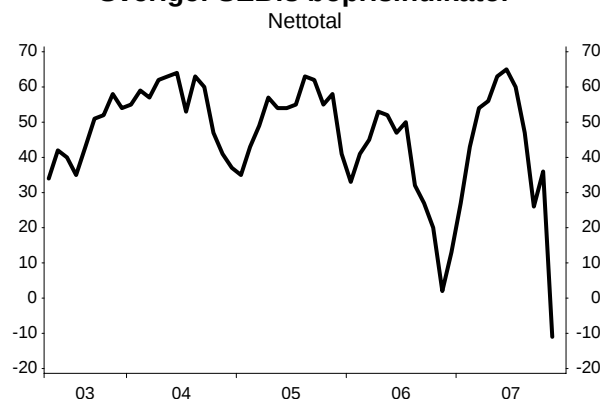
Källor: SCB, SEB

Det starka arbetsmarknadsläget utgör på kort sikt motiv för hushållen att dra ned på försiktighetssparandet. Det är dock inte troligt att konsumtionstakten växlar upp speciellt mycket från nuvarande nivå i en situation när konjunkturutsikterna blir osäkrare och stimulansen från stigande förmögenheter blir mindre. Sammantaget räknar vi med att konsumtionen ökar med knappt 3 procent i snitt under åren 2007-2009. Detta är en nedrevidering jämfört med vår förra prognos i augusti, men innebär ändå att konsumtionen utgör en viktig motvikt mot nedväxlingen i export och investeringar.

Samtidigt som bostadspriserna mattats i en rad länder har prisuppgången fortsatt på den svenska bostadsmarknaden. Ökningstakten har dock kommit ned något jämfört med fjolåret. Hushållens förväntningar om framtida prisstegringar har dessutom blivit väsentligt mer dämpade bl a enligt SEB:s boprisindikator. Även uppgifter från mäklarbarometrar indikerar

att prisuppgången kan vara på väg att brytas. Utvecklingen i Danmark och i viss mån i Norge tyder också på att de tidigare så robusta nordiska marknaderna är på väg att vika.

Sverige: SEB:s boprisindikator

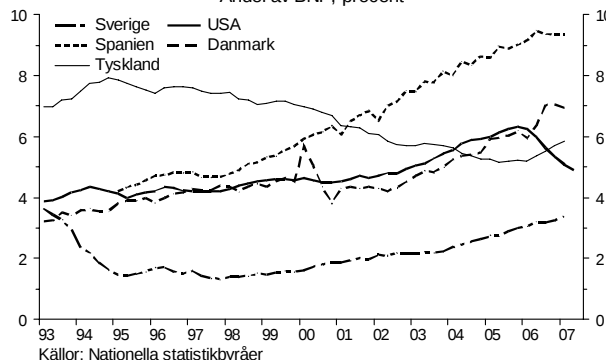


Framöver ser vi påtagliga risker för prisfall på bostadsrättsmarknaden i storstäderna.

Tidigare skarpa prisuppgång jämfört med villamarknaden och ogynnsamma förändringar av fastighets- och reavinstbeskattningen bidrar till detta. Det relativt höga sparandet i hushållssektorn och den internationellt sett låga nivån på bostadsbyggandet gör dock att svensk ekonomi är mindre exponerad mot en nedgång i bostadssektorn än de flesta andra länder.

Bostadsinvesteringar

Andel av BNP, procent



Stark arbetsmarknad ytterligare ett år

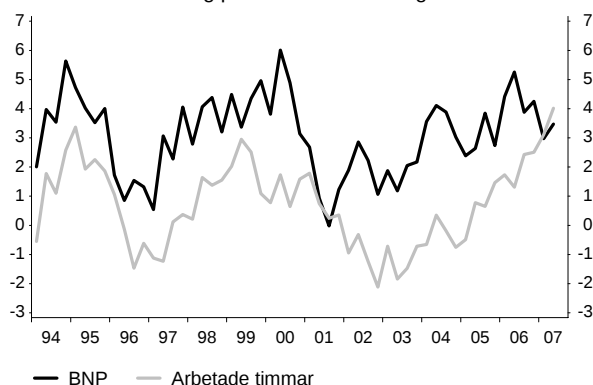
Dämpad tillväxt har hittills inte satt några spår på arbetsmarknaden. Sysselsättningen har stärkts, speciellt mätt i antalet arbetade timmar. Detta har lett till en dramatisk förändring av produktivitetens utvecklingen.

Den svaga produktiviteten förklaras i huvudsak av traditionella cykliska faktorer, men också av en kraftig nedgång i fråntvaron. Många arbetsgivare har troligen blivit överraskade av snabbheten i dessa förändringar. På lite sikt kommer sysselsättningen därför att anpassas till den svagare produktionstillväxten. Kortsiktiga indikatorer tyder dock på att sysselsättningen fortsätter att utvecklas starkt de närmaste kvartalen. På

helårsbasis stiger sysselsättningen med 2½ procent och med knappt 1½ procent 2008. Därmed blir sysselsättningsökningen under åren 2006-2008 sammantaget närmare 6 procent.

Sverige: BNP och arbetade timmar

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Även tillväxten i arbetskraftsutbudet mattas nästa år. Detta beror delvis på att en mer dämpad jobbtillväxt inte gör det lika intressant att söka sig ut på arbetsmarknaden. Befolkningen i arbetsför ålder ökar också långsammare. Till detta ska läggas att regeringens satsning på den s k jobb- och utvecklingsgarantin innebär att en del tidigare arbetslösa kommer att registreras utanför arbetskraften. I motsatt riktning verkar de ökade drivkrafter till arbete som kommer av regeringens jobbpolitik.

Sammantaget innebär vår prognos att arbetslösheten fortsätter att sjunka en bit in på nästa år ned mot 4 procent. Därefter sker en svag uppgång till ca 4½ mot slutet av 2009. Resursutnyttjandet kommer därmed att förbli relativt ansträngt. Uppgången i bristtal på arbetsmarknaden visar dock tidiga tecken på att bromsa in, samtidigt som nedgången i arbetslösheten

har kommit av sig något. I kombination med lägre tillväxtutsikter har detta medfört att prognosen för arbetslösheten är uppreviderad jämfört med vår förra prognos.

Arbetsmarknad och produktivitet

Årlig procentuell förändring resp. Nivå

	2006	2007	2008	2009
BNP	4,5	3,3	2,3	2,0
Produktivitet	2,5	0,3	0,9	1,5
Sysselsättning	1,9	2,4	1,3	0,3
Arbetade timmar	2,0	3,0	1,4	0,5
Arbetskraftsutbud	1,3	1,6	0,8	0,6
Arbetslöshet, %	5,4	4,6	4,1	4,3
Arbetslöshet, % (EU-definition)	7,0	6,1	5,6	5,8

Källor: SCB, SEB

Avtalsförhandlingarna i 2007 års lönerörelse är i stort sett genomförda. Ett något lägre löneutfall än väntat hittills i år och en upprevidering av vår prognos för arbetslösheten gör att vi räknar med något lägre löneökningar än i vår förra bedömning.

Löneökning

Procentuell förändring

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

Källor: SCB, SEB

Bredare arbetslöshetsmått

SCB:s arbetskraftsundersökning (AKU) redovisar från och med oktober arbetslösheten i enlighet med internationella rekommendationer. Den viktigaste skillnaden jämfört med tidigare definition är att heltidsstuderande som söker jobb räknas som arbetslösa. I tidigare definition räknades de som studerande utanför arbetskraften. I föl uppgick denna grupp till omkring 85 000 personer. Denna skillnad gör att arbetslösheten med nya definitionen blir 1½ procentenheter högre än med den gamla. Framför allt kommer den uppmätta ungdomsarbetslösheten att öka kraftigt.

AKU utvidgas till att omfatta åldrarna 15-74 år mot tidigare 16-64 år. Detta får till konsekvens att antalet

som definieras som sysselsatta ökar. Sysselsättningen som andel av befolkningen i arbetsför ålder blir dock i storleksordningen 8-9 procentenheter lägre på grund av den låga sysselsättningsgraden bland såväl 15-åringar som personer i åldersgruppen 65-74 år. Effekten på arbetslösheten är mycket liten eftersom mycket få personer i dessa åldersgrupper är arbetssökande.

Bytet av officiellt arbetslöshetsmått föranleder inte någon omvärdering av läget på den svenska arbetsmarknaden vare sig när det gäller graden av resursutnyttjande eller situationen relativt andra länder. Det har tillika länge varit känt att en revidering av statistiken skulle ske.

Sverige: Arbetskraftsbrist

Andel företag, procent

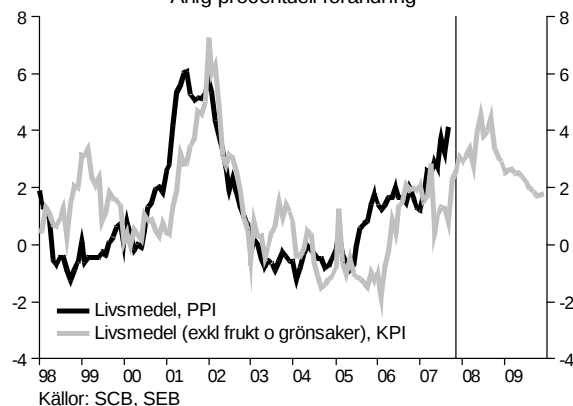


Stigande inflationstryck

De två senaste månaderna har den underliggande inflationen KPIX (tidigare UND1X) stigit, efter att ha visat en fallande trend fram till sommaren. Denna uppgång har i hög grad drivits av stigande priser på energi. Livsmedelspriserna har också bidragit, men uppgången i Sverige har varit något mindre än i omvärlden.

Sverige: Livsmedelspriser

Årlig procentuell förändring



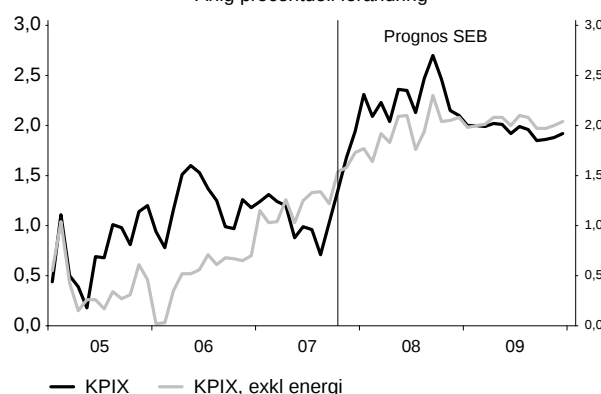
Energi och livsmedel fortsätter att vara viktiga inflationsdrivande krafter det närmaste året. Ökningen av livsmedelspriserna i producentledet pekar på att en större uppgång i konsumentledet är på väg. Detta bekräftas av att andelen företag i dagligvaruhandeln som planerar att höja sina priser har ökat dramatiskt. Vi räknar med en prisuppgång på livsmedel runt 3½ procent nästa år – den kraftigaste ökningen sedan 2002. Energiprisernas får också större genomslag på inflationen framöver. Hittills har effekten av högre oljepris mildrats av kronans förstärkning mot dollarn.

Den inhemska kärninflationen har stigit sedan början av 2006, men ligger fortfarande på låg nivå. Kombinationen av stigande löneökningar och fallande produktivitetstillväxt ger en kraftig omsvängning av enhetsarbetskostnaderna. Från att ha varit svagt fallande de

senaste åren ökar de med i genomsnitt drygt 3 procent per år under prognosperioden.

Sverige: Underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



Förstärkningen av kronan dämpar inflationen genom att hålla tillbaka importpriserna. Den fortsatt ganska låga kärninflationen i omvärlden kan också vara en indikation på att inflationsuppgången inte behöver bli så stor i Sverige. Sammantaget räknar vi med att **KPIX-inflationen stiger från i snitt 1,2 procent i år till 2,3 procent 2008** för att sedan falla tillbaka något under 2009.

Bidrag till inflationen

Procentenheter	2006	2007	2008	2009
Importerade varor	-0,2	0,0	0,1	0,0
Energi	0,8	0,0	0,5	0,1
Hyrer	0,1	0,2	0,3	0,4
Enhetsarbetskostnader	-0,1	2,6	2,0	1,5
Vinstmarginaler	0,5	-1,6	-0,6	-0,1
KPIX	1,2	1,2	2,3	1,9
Räntekostnader	0,1	0,9	0,7	0,1
Indirekta skatter	0,0	0,1	0,2	0,1
KPI	1,4	2,2	3,1	2,0

Källor: SCB, SEB

Hittills genomförda räntehöjningar bidrar till att KPI ökar väsentligt snabbare än KPIX. I oktober var KPI-inflationen 2,7 procent. De närmaste månaderna når KPI över 3 procent och ligger sedan kvar på denna nivå under en stor del av 2008. Förändringar av indirekta skatter ger ett svagt positivt nettobidrag till KPI såväl i år som 2008. Höjda indirekta skatter på tobak och energi samt införandet av skatt på trafikförsäkringspremier drar upp, medan sänkt fastighetsskatt verkar i motsatt riktning. Nästa år verkar också lägre tandläkartaxor neddragande på KPI-inflationen. Regeringens signaler på miljöområdet kan mycket väl innebära ytterligare höjningar av indirekta skatter framöver. Sammanfattningsvis blir KPI-inflationen 2,2 procent i år, 3,1 procent 2008 och 2,0 procent 2009.

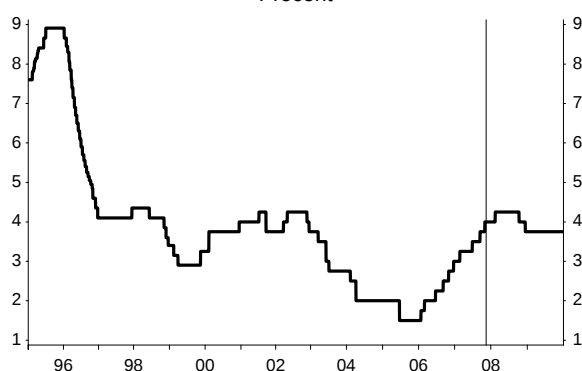
Riksbanken sänker räntan nästa år

Riksbanken står inför ett dilemma. De flesta indikationer tyder på att konjunkturen förblir stark ytterligare en tid. Arbetsmarknaden förbättras och inflationen är på väg upp. Riksbanken måste också beakta den stegring av inflationsförväntningarna som skett på senare tid. Enligt Konjunkturinstitutets barometer har hushållens inflationsförväntningar etablerats på en nivå över 2½ procent de senaste månaderna.

I den penningpolitiska rapporten i oktober stod Riksbanken fast vid i stort sett samma räntebana som redovisades i juni. Reporäntan toppade runt 4,40 procent och indikerade att nästa höjning skulle komma i februari. Man gjorde också bedömningen att de inhemska argumenten talade för högre ränta än tidigare, men att osäkerheten kring den internationella kreditåstramningens effekter vägde i andra vågskålen. Även om osäkerheten har ökat betydligt är det ändå möjligt att den svenska ekonomin i februari fortfarande är tillräckligt stark för att Riksbanken ska genomföra den aviserade höjningen.

Efterhand kommer emellertid vågskålen att tippa över mot räntesänkningar. Den omsvängning vi nu ser hos de stora centralbankerna i västvärlden kommer också att påverka den svenska räntepolitiken. Vår huvudprognos innebär att avmattningen i svensk ekonomi blir måttlig och sker gradvis. Riskerna ligger dock på nedsidan och anpassningen hos centralbankerna är en viktig förutsättning för att en mjuklandning ska komma till stånd. Vi räknar därför med att Riksbanken sänker styrräntan under hösten 2008 med 50 räntepunkter till 3,75 procent.

Sverige: Reporänta
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Den pågående inflationsuppgången innebär ett visst dilemma för Riksbanken – liksom för andra centralbanker. Delvis beror den på effekter från energi och livsmedel som rimligen kulminerar det närmaste året. Den underliggande kraften av stigande löner och fallande produktivitetstillväxt är dock tillräcklig för att föra KPIX-inflationen en bit över 2 procent nästa år. Samtidigt har vi svårt att se att riskerna är speciellt stora för en ytterligare eskalering av inflationstrycket.

Givet att produktivitetsutvecklingen någorlunda återhämtar sig är utfallet av lönerörelsen 2007 förenlig med en inflation runt 2 procent.

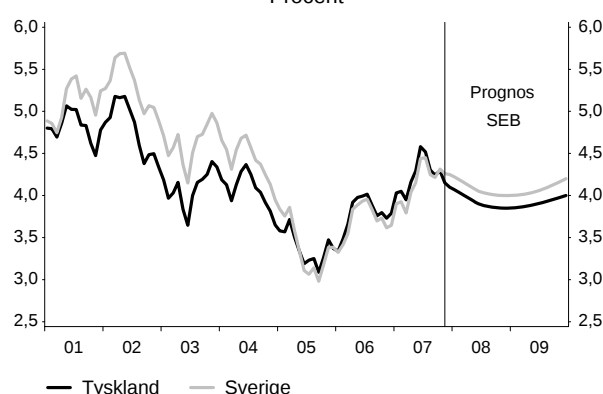
Vår prognos innebär att inflationen på två års sikt ligger under 2 procent och därför inte utgör något huvudskäl mot sänkningar. Mot bakgrund av den "symmetridebatt" som förra årets utvärderingsrapport (Mishkin & Giavazzi) startade tror vi inte heller Riksbanken är alltför skrämde av en inflation som ligger över 2 procent en något längre tidsperiod än vad vår prognos indikerar.

Stigande spread mot Tyskland

Obligationsräntorna i Sverige har sjunkit som en följd av den internationella nedgången. Fallet har dock varit mindre markerat än i Tyskland. Räntan på 10-åriga svenska statsobligationer ligger nu något högre än de tyska. Den historiskt ovanliga negativa differens som vi sett de senaste åren har därmed försvunnit, när Riksbanken slutit gapet till ECB. Den svenska ekonomin har hittills visat större motståndskraft än Euro-zonen mot internationella orosmoln vilket också återspeglar omsvängningen.

Vår prognos innebär att Riksbanken framöver håller en något högre styrränta än ECB. Det talar för att svenska obligationsräntor fortsätter att falla något långsammare än de tyska. Att inflationstakten i Sverige och Euro-zonen tenderar att konvergera talar också i denna riktning. Den snabba minskningen av den svenska statsskulden verkar dock i andra riktningen. Vi spår att räntespreaden gentemot Tyskland på 10-åriga statsobligationer ligger på 15 räntepunkter i slutet av året, och att den sedan vidgas ytterligare till 20 punkter i slutet på 2009.

Sverige: 10-åriga statsobligationsräntor
Procent

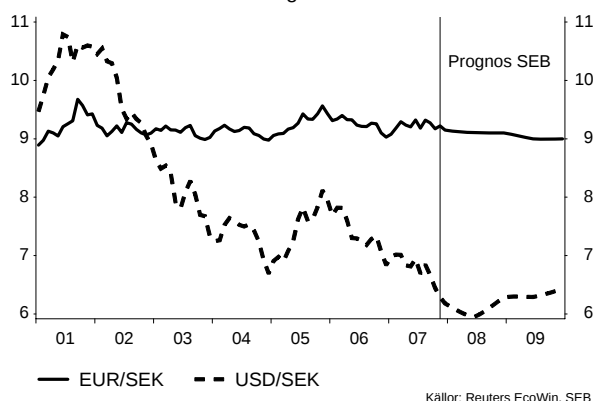


Källor: Reuters EcoWin, SEB

Kronan har förstärkts mot de flesta valutor, men apprecieringen mot euron har än en gång uteblivit. Trots den underliggande styrkan i ekonomin har kronan upprepade gånger försvagats när de internationella orosvindarna blåst. Höstens kreditor har sålunda bidragit till en viss försvagning mot euron. Framöver

räknar vi ändå med en försiktig uppgång driven av något högre korsträntor än Euro-zonen, ett fortsatt stort bytesbalansöverskott och stigande inhemska investeringar. I slutet av nästa år står EUR/SEK i 9,10. Däremot fortsätter kronan att följa euron uppåt mot dollarn under nästa år. I mitten av 2008 ligger värdet av en USD under 6 SEK. Under 2009 stärks dock dollarn.

Sverige: Växelkurser
Månadsgenomsnitt

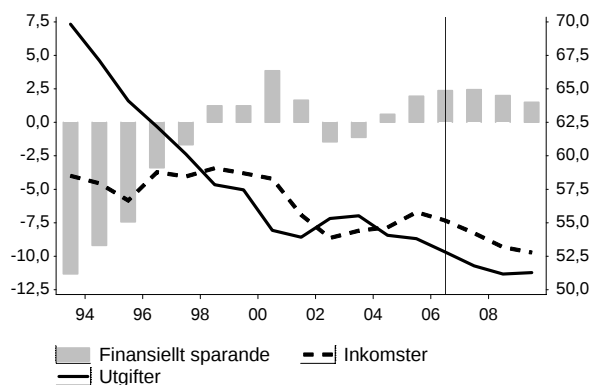


Offentliga överskott över målet

De offentliga finanserna fortsätter att vara starka, såväl i absoluta tal som i förhållande till de budgetpolitiska målen. Hög tillväxt och stark arbetsmarknad gynnar finanserna. Höstens budget var därtill något mer restriktiv än väntat. Nedgången av utgifternas och inkomsterna andel av BNP sker parallellt till 2008. Utgifternas andel av BNP beräknas falla från 53 till 51 procent mellan 2006 och 2009, medan inkomsterna faller från 55 till 53 procent under samma period. Det finansiella sparandet toppar på 2,5 procent av BNP i år. Nästa år uppgår det till 2 procent av BNP och 2009 ca 1,5 procent. Sedan i våras exkluderar premiepensionssystemet, vilket innebär att budgetmålet sänktes från 2 till 1 procent av BNP. Överskotten överträffar därmed målet med drygt 40 mdr SEK i år, 30 mdr nästa år och drygt 15 mdr 2009.

Offentliga sektorns finanser

Andel av BNP



Budgetöverskottet, dvs statens amorteringar, hamnar på 117 mdr SEK i år, 108 miljarder 2008 och mellan 80 och 90 mdr SEK 2009. Utförsäljningen av aktier i bolag med statligt ägande beräknas bidra med 150 mdr SEK under treårsperioden 2007-2009. Hittills i år har denna försäljning stannat vid 18 miljarder kronor (TeliaSonera). Till skillnad från de antaganden som ligger i Riksgäldens prognos tror vi därför inte att försäljningarna når 50 mdr SEK i år. Den underliggande styrkan i statsfinanserna i kombination med försäljningarna gör att statsskuden faller från ca 45 procent av BNP 2006 till en bit under 30 procent 2009.

Den sjunkande statsskuden kommer främst att leda till att mängden korta statsskuldväxlar dras ned. Riksgälden kommer att förlänga durationen i statsskuden i syfte att hålla uppe obligationsstocken och därmed säkerställa en fortsatt väl fungerande marknad.

De svenska statsfinanserna har historiskt varit mycket konjunktorkänsliga. Det beror delvis på höga nivåer på inkomster och utgifter. Att dessa i hög grad är kopplade till faktorer som varierar med konjunkturen, t ex företagsvinster, reavinstskatt på aktier och arbetslöshetsersättning förstärker känsligheten.

Under krisen vid millennieskiftet blev omslaget i det statsfinansiella läget markant. Ett överskott på 3,8 procent av BNP år 2000 förbyttes i ett underskott på 1,5 procent år 2002. I nominella termer motsvarade detta ett omslag på mer än 120 mdr SEK på bara två år. Börsras, svagare konjunktur och expansiv politik bidrog till nedgången. Speciellt snabb och kraftig var reaktionen för företags- och kapitalsskatter.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2006	2007	2008	2009
Inkomster	55,2	54,2	53,2	52,8
Utgifter	52,8	51,8	51,2	51,3
Fin. Sparande	2,4	2,5	2,0	1,5
Offentlig skuld (Maastricht)	47,0	40,1	35,0	31,0
Statsskuld	44,8	38,6	33,0	29,0
Statens lånebehov, mdr kr	-18	-117	-108	-85

Källor: Riksgälden, SCB, SEB

Det är ännu alldeles för tidigt att förutspå något liknande i nuvarande läge, med tanke på den måttliga avmattning som förutspås, men det kan inte uteslutas att sparandet kommer att överraska på nedsidan de kommande åren.

Expansiv politik 2009

Det stora överskottet i statens finanser har lett till krav på ännu fler skattesänkningar bl a från Svenskt

Näringsliv. Argumentet är att budgetutrymmet är tillräckligt stort för att möjliggöra en sänkning av det höga skattetrycket till mer normala europeiska nivåer. Önskningar om stigande utgifter finns också inom den borgerliga alliansen. Det höga resursutnyttjandet har hittills utgjort finansministerns tyngsta argument för att hålla emot den finanspolitiska expansionsivern.

Med vår prognos försvagas detta stabiliseringspolitiska argument en del. Risken för att gasa i nedförsbacke minskar. Med tanke på att valet 2010 då står för dörren tycks därmed det mesta vara upplagt för en mer expansiv finanspolitik 2009. Vi räknar därför med ofinansierade åtgärder på 20 mdr SEK eller 0,6 procent av BNP för 2009. Huvuddelen ligger på skattesänkningar, men regeringen kommer säkert också att satsa på en rad utgiftsområden som ligger allianspartierna varmt om hjärtat och som också kan tänkas bidra till att förändra det i nuläget svaga opinionsläget.

Tillväxt under trend

- Konsumtionen bromsar trots skattelättnader
- Arbetsmarknaden förblir stram
- Lönestegring höjer den låga inflationen

Inbromsningen i dansk ekonomi blir **bestående** ett par år. Huvudskälet är dämpad privat konsumtion i spåren av fortgående försvagning på fastighetsmarknaden. Men även exporten sviktar. Till en början hämmar vikande internationell efterfrågan och efterhand också en försämrad konkurrenskraft. Sammanvägt hamnar **BNP-tillväxten** vid trenden 2 procent i år och på **1½ procent per år 2008-2009**. Prognosen är något nedjusterad jämfört med förra NO. Inflationen har samtidigt överraskat något på nedsidan. Nästa år sker dock en tydlig uppgång, främst beroende på högre lönetillväxt.

BNP-ökningen har dämpats från 3½ procent fjärde kvartalet 2006 till drygt ½ procent andra kvartalet i år; den lägsta siffran sedan 2003. Nedgången överdrivs dock av en del tillfälliga faktorer; bl a tyngdes bilförsäljningen av beskattning och exporten var oväntat svag. Barometerdata ger stöd för en kontrollerad inbromsning i dansk ekonomi. Industrins inköpschefsindex har vänt uppåt i höst efter tidigare fall. Förväntningarna inom tjänste- och hushållssektörerna har stabiliserats på måttliga nivåer. På byggsidan ligger indikatorn ännu på relativt hög nivå – trots dämpad fastighetsmarknad. Detaljhandelstillväxten och exporten har repat sig något efter tidigare dämpning.

Lägre bostadspriser samt effekter av tidigare räntehöjningar **kylar nu av konsumtionstillväxten**. Efter ökningstal på 3½-4½ procent 2004-2006 hamnar tillväxten på runt 1¾ procent åren 2007-2009. Höjda reallöner och sänkta inkomstskatter innebär visserligen en ganska stark inkomstutveckling. I ett läge med lågt sparande och hög skuldsättning tror vi dock att hushållen väljer att öka sitt sparande.

Huspriser på väg ned

Den tidigare glödheta **bostadsmarknaden** har **kallnat snabbt** det senaste året. Årstakten i husprisökningen har minskat från 20-25 procent till 4 procent tredje kvartalet. I Köpenhamn föll huspriserna senaste kvartalet med 5 procent och lägenheterna med 16 procent. Prisnedgången på lägenheter har på senare tid börjat sprida sig utanför huvudstaden. Vi spår att huspriserna sjunker med 5-10 procent 2008. Samtidigt har omsättningen minskat över hela landet på såväl hus som lägenheter. Husförsäljningen föll med 20 procent under tredje kvartalet.

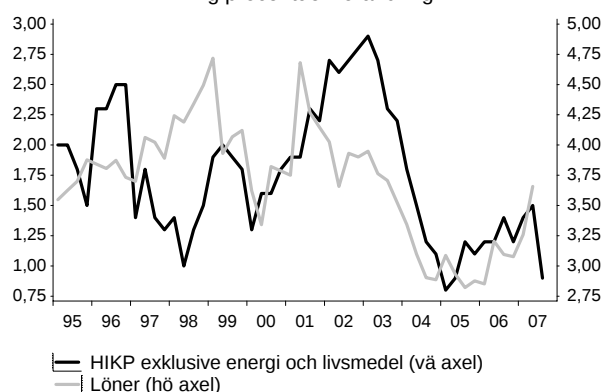
Svikande BNP-tillväxt har hittills satt marginella avtryck på arbetsmarknaden. Sysselsättningstillväxten har dämpats från 2 procent i fjol till under 1 procent.

Arbetslösheten har dock fortsatt nedåt och ligger nu runt 3 procent. Handelsföretagen har på senare tid åter blivit mer expansiva i sina sysselsättningsplaner, medan industrin blivit mer försiktig. Vi räknar med att **arbetslösheten** knappt **bryter 3-procentsnivån** i vinter för att i stort sett plana ut det kommande halvåret. I slutet av nästa år vänder arbetslöshetskurvan uppåt och genomsnittet för 2009 hamnar runt 4 procent.

Att arbetslösheten en tid legat under jämviktsnivån på 4,5 procent börjar sent omsider höja lönetillväxten. Höjda löneavtal från i våras har gett en första rörelse, till närmare 3¾ procent i årstakt under andra kvartalet. **Lönerna ökar** med 4,5 procent per år de kommande två åren.

Danmark: Löner och inflation

Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, Danmarks statistikbyrå

HIKP-inflationen har sjunkit från nära 2 procent i början av året till strax över 1 procent i september. En apprecierande krone samt baseffekter är två huvudorsaker. Framöver kommer dock **inflationen** att **åter lyfta**, vilket uppgången till 1,7 procent i oktober också indikerade. På kort sikt beror uppgången främst på högre energi- och livsmedelspriser, men efterhand bidrar även svag produktivitetstillväxt och stigande löner till högre inflation. Att kronen fortsätter att förstärkas i effektiva termer via eurons uppgång verkar fortsatt återhållande på importpriserna. Inflationen för 2008 väntas som års-genomsnitt uppgå till 2,2 procent.

Finanspolitiken blir expansiv

Resultatet i det nyligen genomförda folketingsvalet innebär att statsminister Fogh Rasmussen ombildar sin regering. Troligen genomför den nya regeringen en expansiv finanspolitik med **sänkta inkomstskatter** och långsiktiga satsningar på utbildning och hälsovård. Trots detta och haltande tillväxt förblir de offentliga finanserna starka. Det stora offentliga budgetunderskottet krymper i beskedlig takt beroende på den starka arbetsmarknaden.

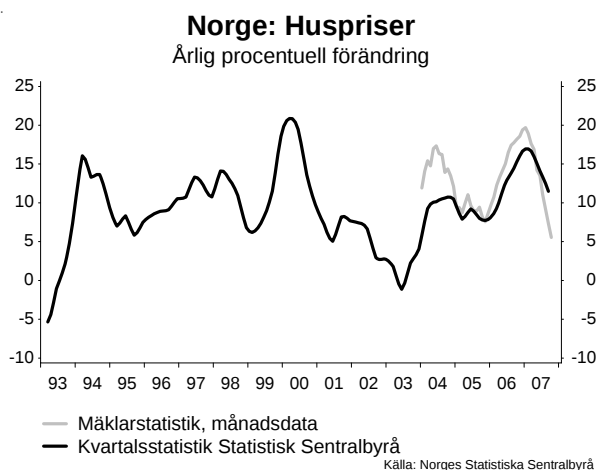
Utbudsrestriktioner dämpar

- Tillväxten kulminerar
- Köpfest men vikande bostadsmarknad
- Stram arbetsmarknad och höga löneökningar
- Kronstyrka och svag omvärld ger lägre räntor 2009

Norsk ekonomi, exklusive oljesektorn, växer i år med över 5 procent. Därmed har fastlands-BNP ökat med över 4½ procent i snitt de senaste fyra åren. Sysselsättningsökningen blir i år rekordstark och arbetslösheten har sjunkit till den lägsta nivån på 20 år. Stram arbetsmarknad och andra kapacitetshinder begränsar tillväxten framöver. Lägre global tillväxt, starkare krona och svalare bostadsmarknad medför samtidigt att efterfrågan dämpas. Sammantaget bedömer vi att **tillväxten bromsar in till 2,9 procent 2008 och 2,2 procent 2009**. Norges Bank höjer med ytterligare 50 punkter men inleder i början av 2009 en sänkingscykel efter att ECB börjat sänka och tillväxten mattats. I slutet av 2009 är folioräntan 4,75 procent.

Köpfesten klingar av

En snabb uppgång i sysselsättning och reallöner gör att hushållens köpkraft ökar med närmare 6 procent i år. Konsumtionstillväxten blir ännu lite högre; drygt 6 procent. Kommande år fortsätter de nominella lönerna att öka i god takt men reallönetillväxten blir klart lägre än 2007. Detta beror i hög grad på det kraftiga omslaget i elpriser som gör att inflationen blir väsentligt högre 2008 än 2007. En dämpning av sysselsättningstillväxten och stigande räntor naggar också inkomsterna i kanten. Den finansiella oron och ökad osäkerhet kring utvecklingen på bostadsmarknaden har också gjort hushållen mindre optimistiska under hösten. Konsumtionstillväxten växlar därmed ner till i snitt 3 procent de kommande åren.



Norges Banks räntehöjningar börjar nu kyla av bostadsmarknaden. Den kvartalsvisa statistiken från Statistisk Sentralbyrå visar visserligen att priserna fortfarande ökar med över 10 procent i årstakt. Enligt den månadsvisa mäklarstatistiken har dock priserna sjunkit fyra månader i rad. Dessutom faller försäljningen av nya bostäder och igångsättningen av nya lägenheter har bromsat in. Efter fyra år med relativt kraftiga ökningstal för bostadsinvesteringarna räknar vi därför med en utplaning nästa år och därefter svagt fallande volymer.

Höga investeringsplaner i industrin

Norsk industri har fortsatt att gynnats av en fördelaktig utveckling av terms-of-trade. Kapacitetsutnyttjandet i industrin är högt uppdrivet och investeringsplanerna för 2008 är expansiva. Statistik över orderingången har dessutom varit överraskande stark under senare tid. Samtidigt har konfidenstillikatorn i industrin fallit tillbaka något, industriproduktionen har mattats av och utsikterna för den traditionella exporten har försämrats. Förstärkningen av kronen och de kraftiga lönekostnadsökningarna innebär också en press på konkurrenskraft och vinster på lite sikt. Sammantaget mattas uppgången i exporten exkl olja från 7 procent 2007 till 3 procent 2008. Efter hand dämpas också investeringarna.

Investeringsplanerna inom oljesektorn blir allt mer omfattande i takt med att oljepriset stiger mot nya höjder. Detta ger fortsatta tillväxtimpulser till fastlandsekonomin de närmaste åren, även om investeringarna i hög grad utgörs av importvaror.

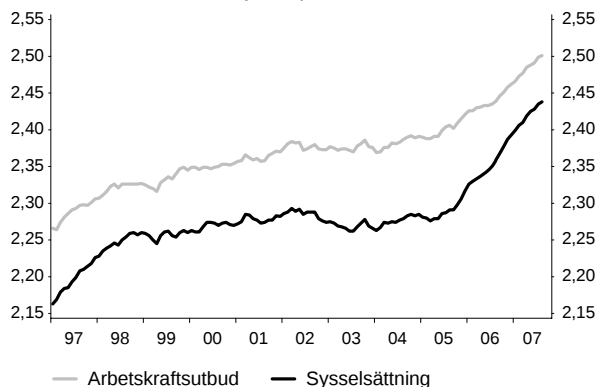
Rekordlåg arbetslöshet

I år beräknas sysselsättningen öka med drygt 3¼ procent. Denna kraftiga expansion har möjliggjorts av en stark uppgång i arbetsutbudet, bl a genom arbetskraftsinvandring, men också genom en fortsatt nedgång i arbetslösheten. De senaste månaderna har arbetslösheten planat ut kring 2,5 procent, enligt AKU. Fortfarande indikerar dock anställningsplaner och vakansstatistik att efterfrågan på arbetskraft är mycket stark, men det blir allt svårare att matcha lediga platser med arbetssökande. Troligen ligger vi nu nära en botten för arbetslösheten.

Sysselsättningen kan dock fortsätta uppåt genom ett ökat arbetskraftsutbud. Detta sker i huvudsak via ökad arbetskraftsinvandring, där hittills ingen dämpning skett. Däremot är det tveksamt om arbetskraftsdeltagandet kan öka så mycket mer från dagens höga nivåer. Inte minst bland den äldre delen av arbetskraften ser potentialen för ytterligare ökning av förvärvsfrekvensen ut att vara liten.

Norge: Arbetskraftsutbud och sysselsättning

Miljoner personer



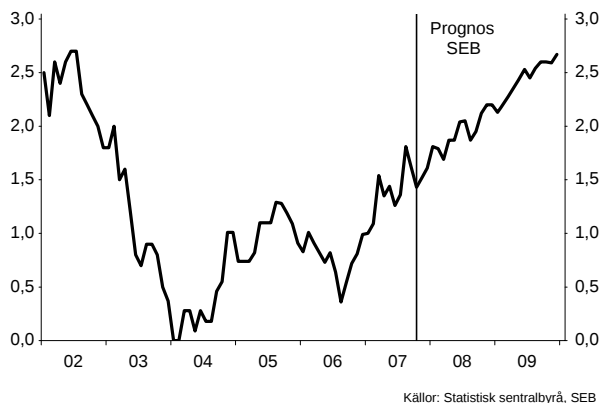
Källa: Norges Statistiska Sentralbyrå

Gradvis stigande inflationstryck

Den underliggande inflationen KPI-JAE har haft en uppåtgående trend sedan drygt ett år tillbaka. De två senaste månaderna har den dock fallit tillbaka något. I oktober var inflationstakten 1,4 procent. Livsmedelspriserna sjönk oväntat, trots relativt kraftigt stigande internationell trend. Det mesta talar dock för att matpriserna vänder upp framöver. Däremot kommer effekterna från kronens appreciering även fortsättningsvis att verka dämpande på prisutvecklingen.

Norge: KPI-JAE

Årlig procentuell förändring



Källor: Statistisk sentralbyrå, SEB

Samtidigt fortsätter det underliggande inhemska inflationstrycket att stiga. Den strama arbetsmarknaden gör att lönerna ökar med cirka 5½ procent både i år och nästa år. I kombination med en cyklisk dämpning av produktiviteten innebär detta att enhetsarbetskostnaderna växlar upp tydligt. Sammantaget stiger KPI-JAE med 1,4 procent i år och med 2,0 respektive 2,4 procent 2008 och 2009. De kraftiga svängningarna i elpriset gör att KPI-inflationen blir väsentligt lägre i år och väsentligt högre nästa år, än den underliggande inflationen.

Norges Bank står nu inför svåra avvägningar. Det höga resursutnyttjandet med ett mycket stramt läge på arbetsmarknaden talar för ytterligare höjningar av

folioräntan. I motsatt riktning talar den internationella kreditåstramningen med åtföljande avmattning i tillväxten - något som i sin tur mjukar upp centralbankerna i omvärlden. En alltför stor räntedifferens mot utlandet sätter ytterligare press uppåt på kronen, som redan i år har apprecierat med drygt 6 procent i effektiva termer. Detta innebär i sin tur ytterligare nedåtpress på importpriserna och försvagad konkurrenskraft för norsk industri. I den senaste penningpolitiska rapporten från i oktober sänkte också Norges Bank sin räntebana. Från att tidigare haft en räntetopp på 5,75 procent i mitten av 2008 innebär den nya banan en topp på mellan 5,25 och 5,50 procent.

Vi räknar med att Norges Bank höjer folioräntan ytterligare en gång, i enlighet med den egna räntebanan, från 5 till 5,25 procent innan årsskiftet. Utvecklingen därefter är betydligt mer osäker men vi lutar ändå åt att det kommer ytterligare en höjning under första halvåret. Med vår prognos om fler räntesänkningar från Fed och efterhand också sänkningar från ECB och Riksbanken tror vi också att Norges Bank sänker i början av 2009. En snabbare internationell avmattning utgör en nedåtrisk i ränteprognosen. Skulle å andra sidan nedgången i oljepriset bli större än vi räknat med innebär detta mindre apprecieringspress på kronen och därmed svagare motiv för att sänka. Sammantaget räknar vi med en folioränta på 4,75 procent i slutet av 2009.

Finanspolitiken fortfarande expansiv

Regeringens budgetförslag för 2008 indikerar att finanspolitiken får en svagt expansiv inriktning även nästa år. Visserligen bedöms användningen av oljeförmögenheten för andra året i rad bli lägre än de 4 procent som följer av handlingsregeln. Detta beror dock snarare på en oväntat kraftig ökning av oljeförmögenheten än på en stram finanspolitik. Regeringen är delvis baktunden av tidigare löften om sociala satsningar och löften att hålla skattetrycket på 2004 års nivå. Med regeringens framskrivningar för oljeförmögenheten de kommande åren skulle ytterligare närmare 15 mdkr NOK per år kunna användas om handlingsregeln följs fullt ut. Sannolikt förblir därmed finanspolitiken expansiv också 2009 även om fyraprocentsregeln underskrids något.

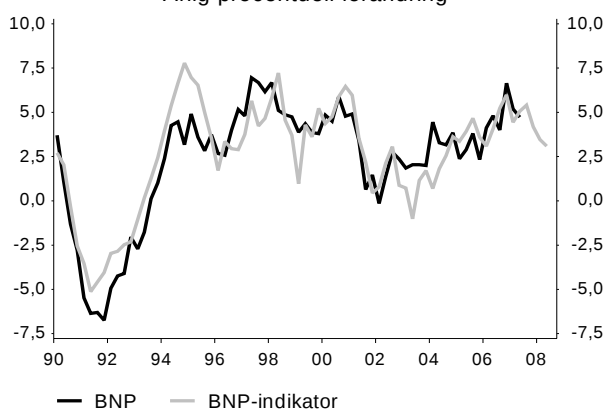
Tillväxttoppen har passerats

- Tillväxten och sysselsättningen växlar ned
- Arbetslösheten har bottnat
- Inflationen kvar under 2 procent nästa år

Den finska ekonomin tuffar på i god fart trots den globala inbromsningen. BNP-tillväxten tuffar på bred front och uppgick första halvåret till ca 5 procent. Nu sker dock en inbromsning. Exporten har redan dämpats tydligt efter fjolårets tvåsiffriga ökningstakt och efterhand avtar också tillväxten i den inhemska efterfrågan. Tillväxten hamnar på drygt 3 procent nästa år och något lägre 2009.

Finland: BNP och indikator

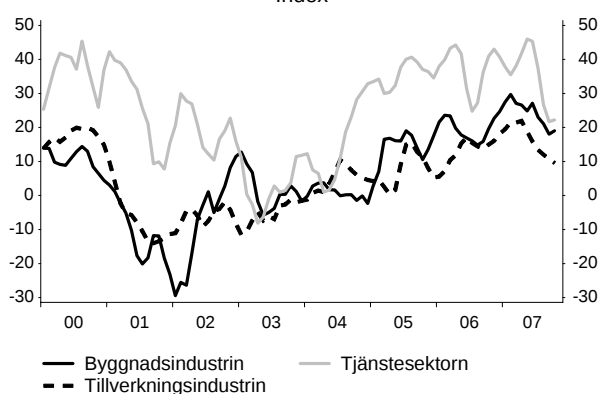
Årlig procentuell förändring



Tillväxten har hittills i år dämpats något efter en topp fjärde kvartalet i fjol. Barometerundersökningar visar att såväl bygg- och tillverkningsindustrin som tjänstesektorn har tappat fart efter sommaren. Å andra sidan är investeringsplanerna inom tillverkningsindustrin fortfarande expansiva. Vår sammanvägda tillväxtindikator pekar på dämpning av tillväxten till ca 3 procent vid halvårsskiftet 2008.

Finland: Ledande indikatorer

Index



Hushållens inkomster växer i god takt även framöver. De gynnas av en fortsatt sysselsättningsuppgång och god reallönetillväxt. Högre räntor och en viss avmattning i efterfrågan på kapitalvaror innebär dock att den privata konsumtionstillväxten växlar ned från över 4 procent i fjol till drygt 3 i år och ännu något lägre 2008 och 2009.

Den globala inbromsningen och starkare euron dämpar exporten, även om handeln med USA fortfarande hålls uppe ganska väl. Den föll visserligen i somras, men har sedan dess repat sig något. Exporttillväxten hamnar på drygt 5 procent i år, tydligt lägre än i fjol, och mattas därefter ytterligare. En fördelaktig produkt sammansättning håller emot, varför exporttillväxten endast tillfälligt går ned under 5 procent nästa år.

Även de totala investeringarna står inför en nedväxling. De dämpas av svagare export, men också av att den globala oron i sig innebär att många företag skjuter upp investeringar. Skogssektorn riskerar att drabbas särskilt hårt av höga insatsvarukostnader och en stark euro; flera finska skogsföretag har också vinstvarnat på senare tid. Byggsektorn står dock fortfarande relativt stadigt, trots högre räntor och en viss nedgång i bostadsbyggandet. Redan påbörjade byggprojekt håller uppe byggnadsinvesteringarna nästa år. Totala investeringarna ökar med knappt 4 procent nästa år och något snabbare 2009.

Arbetslösheten har bottnat

Arbetslösheten har sjunkit trendmässigt sedan krisåren 1991-1993. De senaste månaderna har dock arbetslösheten stigit något. Eftersom anställningsplanerna fortfarande är relativt expansiva, särskilt i tillverkningsindustrin, förutser vi en fortsatt ganska stark arbetsmarknad. Som årsgenomsnitt faller arbetslösheten något 2008, för att sedan plana ut 2009.

De senaste årens allt starkare arbetsmarknad bidrar nu till en viss uppgång i löner och priser. Vi räknar med att timlönerna ökar med ca 4 procent både 2008 och 2009. En hyfsad produktivitetstillväxt håller dock tillbaka enhetsarbetskostnaderna. HIKP-inflationen växlar upp från låga 1,3 i fjol till 1,9 procent 2008 och något högre 2009.

Inbromsningen i ekonomin lägger ett tak på statens budgetsaldo. Vi räknar med ett budgetöverskott på knappt 4 procent av BNP nästa år och något lägre 2009.

Nordiska nyckeldata

Nordic Outlook - November 2007

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2006, mdr DKK	2006	2007	2008	2009
BNP	1.642	3,3	2,1	1,6	1,5
Privat konsumtion	794	3,4	2,0	1,5	1,7
Offentlig konsumtion	420	1,6	1,6	1,8	1,3
Bruttoinvesteringar	371	13,0	6,1	3,2	3,0
Lagerinvesteringar		0,4	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	853	10,1	2,8	2,6	4,0
Import	804	14,5	4,3	3,3	4,7
Arbetslöshet (%)		4,5	3,4	3,2	4,0
KPI, harmoniserat		1,9	1,5	2,2	2,2
Timlöneökningar		3,1	3,8	4,5	4,4
Bytesbalans, % av BNP		2,6	1,5	1,3	1,7
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		4,6	4,1	3,7	3,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		30,3	24,0	20,0	18,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	15-nov	dec-07	jun-08	dec-08	jun-09	dec-09
Reporänta	4,25	4,25	4,00	3,75	3,75	3,75
10-års ränta	4,23	4,20	3,95	3,90	3,95	4,05
10-års räntedifferens mot Tyskland	11	10	5	5	5	5
USD/DKK	5,10	5,03	4,87	5,14	5,21	5,32
EUR/DKK	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2006, mdr NOK	2006	2007	2008	2009
BNP	2.152	2,8	3,2	2,8	2,2
BNP (Fastlandet)	1.563	4,6	5,1	2,9	2,2
Privat konsumtion	874	4,4	6,2	3,2	2,8
Offentlig konsumtion	418	3,3	2,7	3,0	2,7
Bruttoinvesteringar	400	7,4	7,3	4,5	2,1
Lagerinvesteringar		0,4	0,0	0,1	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.003	1,6	2,9	2,4	2,1
Import	610	8,2	7,0	4,0	3,1
Arbetslöshet (%)		3,5	2,5	2,6	2,9
KPI		2,3	0,5	3,3	2,6
KPI-JAE		0,8	1,4	2,0	2,4
Årslöneökningar		4,1	5,5	5,6	5,0
Bytesbalans, % av BNP		16,4	16,8	18,5	16,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		19,3	19,5	19,0	18,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	15-nov	dec-07	jun-08	dec-08	jun-09	dec-09
Folioränta	5,00	5,25	5,50	5,50	5,00	4,75
10-års ränta	4,81	4,75	4,50	4,40	4,40	4,50
10-års räntedifferens mot Tyskland	69	65	60	55	50	50
USD/NOK	5,49	5,30	5,16	5,52	5,66	5,82
EUR/NOK	8,02	7,85	7,90	8,00	8,10	8,15

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2006, mdr SEK	2006	2007	2008	2009
BNP	2.832	4,2	3,1	2,5	2,0
BNP, dagkorrigerat		4,5	3,3	2,3	2,0
Privat konsumtion	1.338	2,8	2,9	3,2	2,6
Offentlig konsumtion	759	1,8	1,6	1,2	1,2
Bruttoinvesteringar	507	7,9	10,2	4,2	1,0
Lagerinvesteringar		0,0	0,3	-0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.451	8,7	5,0	4,3	4,8
Import	1.225	7,9	7,9	5,2	4,8
Arbetslöshet, (%)		5,4	4,6	4,1	4,3
Arbetslöshet, (%) (EU-definition)		7,0	6,1	5,6	5,8
Sysselsättning		1,9	2,4	1,3	0,3
Industriproduktion		5,4	3,5	2,8	2,9
KPI		1,4	2,2	3,1	2,0
KPIX		1,2	1,2	2,3	1,9
Timlöneökningar		3,1	4,0	4,6	4,4
Hushållens sparkvot (%)		8,3	10,8	10,8	10,7
Real disponibel inkomst		2,2	5,5	3,2	2,8
Handelsbalans, % av BNP		5,3	4,4	4,3	4,4
Bytesbalans, % av BNP		7,2	6,4	6,3	6,4
Statligt lånebehov, mdr SEK		-18	-117	-108	-85
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		2,4	2,5	2,0	1,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		47	40	35	31

FINANSIELLA PROGNOSE

	15-nov	dec-07	jun-08	dec-08	jun-09	dec-09
Reporänta	4,00	4,00	4,25	3,75	3,75	3,75
3-månaders ränta, STIBOR	4,59	4,49	4,64	4,19	4,19	4,19
10-års ränta	4,25	4,25	4,05	4,00	4,05	4,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	13	15	15	15	15	20
USD/SEK	6,34	6,18	5,95	6,28	6,29	6,43
EUR/SEK	9,27	9,15	9,10	9,10	9,00	9,00
TCW	123,5	121,6	119,6	121,4	119,9	120,4

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2006, mdr EUR	2006	2007	2008	2009
BNP	167	5,0	4,1	3,1	2,8
Privat konsumtion	86	4,3	3,1	2,7	2,3
Offentlig konsumtion	36	1,0	1,4	1,2	1,2
Bruttoinvesteringar	32	4,1	4,4	3,9	4,0
Lagerinvesteringar		0,2	0,3	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	74	10,4	5,3	4,8	5,2
Import	66	8,3	3,7	4,1	5,0
Arbetslöshet (%)		7,7	7,0	6,9	6,9
KPI, harmoniserat		1,3	1,6	1,9	2,0
Timlöneökningar		3,0	3,2	3,9	4,0
Bytesbalans, % av BNP		5,2	5,9	5,6	5,8
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		3,8	4,0	3,8	3,4
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		39,2	36,7	35,3	34,8

Internationella nyckeldata

Nordic Outlook - November 2007

EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2006, mdr EUR	2006	2007	2008	2009
BNP	8.438	2,9	2,6	1,8	1,8
Privat konsumtion	4.801	1,9	1,3	1,5	1,6
Offentlig konsumtion	1.719	2,0	1,8	1,7	1,8
Bruttoinvesteringar	1.789	5,4	4,8	3,1	3,8
Lagerinvesteringar		-0,1	-0,1	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	3.389	8,1	5,7	3,9	4,3
Import	3.288	7,7	4,9	4,4	5,3
Arbetslöshet (%)		8,3	7,4	7,2	7,3
KPI		2,2	2,1	2,3	1,7
Hushållens sparkvot (%)		10,0	9,9	9,7	9,4

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2006, mdr USD	2006	2007	2008	2009
BNP	13.247	2,9	2,1	1,8	2,4
Privat konsumtion	9.626	3,1	2,9	1,7	2,2
Offentlig konsumtion	2.096	1,8	2,0	0,9	0,6
Bruttoinvesteringar	2.476	2,4	-2,7	0,9	5,6
Lagerinvesteringar		0,1	-0,3	0,0	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.466	8,4	7,8	7,9	6,1
Import	2.229	5,9	2,4	4,0	6,4
Arbetslöshet (%)		4,6	4,6	5,2	5,5
KPI		3,2	2,8	3,0	1,8
Hushållens sparkvot (%)		0,4	1,0	1,8	2,6

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

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

CENTRAL- OCH ÖSTEUROPA

	2006	2007	2008	2009
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	11,2	7,0	4,0	5,5
Lettland	11,9	10,5	7,5	6,0
Litauen	7,7	8,0	6,5	6,0
Polen	6,1	6,5	5,5	5,0
Ryssland	6,7	7,6	6,8	6,0
Slovakien	8,5	9,2	7,8	7,0
Tjeckien	6,4	5,8	5,1	5,0
Ukraina	7,1	7,5	8,0	8,0
Ungern	3,9	1,8	2,8	3,7
Inflation, årlig procentuell förändring				
Estland	4,4	6,5	5,0	3,0
Lettland	6,6	9,9	8,5	7,0
Litauen	3,8	5,8	6,5	5,0
Polen	1,3	2,3	2,8	2,5
Ryssland	9,7	8,4	7,9	7,0
Slovakien	4,3	2,3	2,4	2,3
Tjeckien	2,1	2,4	3,0	3,0
Ukraina	9,1	12,0	10,0	9,0
Ungern	4,0	7,4	4,0	3,5

FINANSIELLA PROGNOSE

		15-nov	dec-07	jun-08	dec-08	jun-09	dec-09
Officiella räntor							
USA	Fed funds	4,50	4,25	3,50	3,50	3,50	3,50
Japan	Call money rate	0,50	0,50	0,75	0,75	0,75	1,00
Euro-zonen	Refiränta	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50	3,50
Storbritannien	Reporänta	5,75	5,50	5,00	4,50	4,00	4,00
Obligationsräntor							
USA	10 år	4,15	4,10	3,80	4,00	4,10	4,20
Japan	10 år	1,51	1,50	1,55	1,60	1,70	2,00
Tyskland	10 år	4,12	4,10	3,90	3,85	3,90	4,00
Storbritannien	10 år	4,69	4,65	4,40	4,35	4,40	4,50
Växelkurser							
USD/JPY		110	110	110	112	118	118
EUR/USD		1,46	1,48	1,53	1,45	1,43	1,40
EUR/JPY		161	163	168	162	169	165
GBP/USD		2,04	2,03	2,01	2,01	1,99	1,94
EUR/GBP		0,72	0,73	0,76	0,72	0,72	0,72

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring	2006	2007	2008	2009
BNP OECD	3,1	2,6	2,1	2,2
BNP världen	5,4	5,1	4,5	4,5
KPI OECD	2,4	2,2	2,4	1,8
Exportmarknad OECD	8,9	6,5	6,1	6,7
Oljepris Brent (USD/fat)	64,8	73,0	80,0	75,0

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.

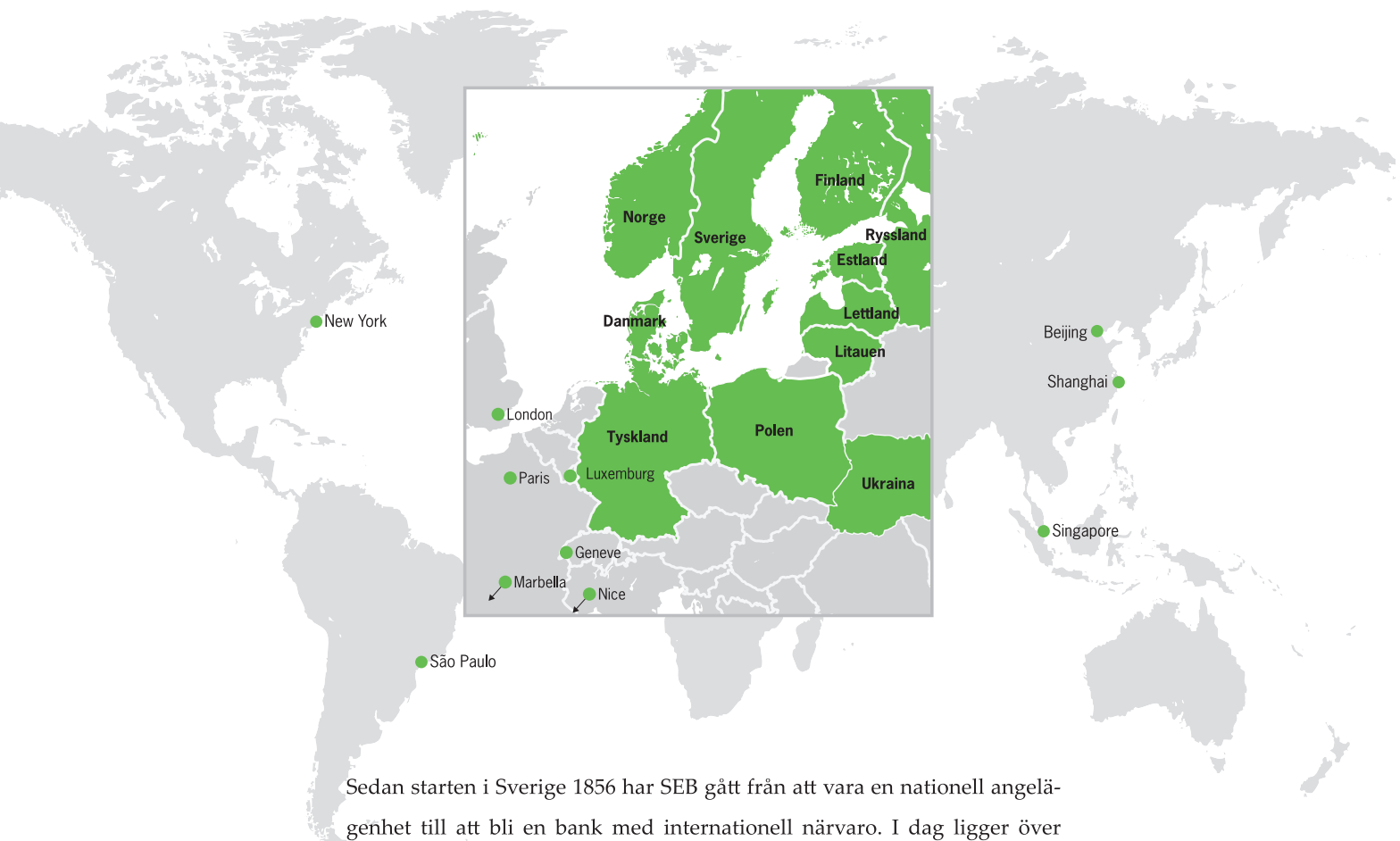
För att få tillgång även till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder, på <http://www.mb.seb.se>, krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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.