



EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA

MAJ 2008

Nordic Outlook

Lågkonjunkturen sprider sig
Krokig väg tillbaka till balans

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 - Maj 2008

Denna rapport publicerades den 13 maj 2008.
Avstämningsdag för valuta- och räntenoteringar var den 8 maj 2008.

Robert Bergqvist, chefekonom robert.bergqvist@seb.se	+46 8 506 23016
Håkan Frisén, chef för Ekonomisk Analys hakan.frisen@seb.se	763 8067
Mattias Bruér, ekonom mattias.brueer@seb.se	8506
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: Lågkonjunkturen sprider sig – krokig väg tillbaka till balans

- Den globala kreditkrisen går nu in i en ny fas. Lånevillkor stramas åt när finanssektorn anpassar balansräkningarna till en ny kredit- och tillväxtmiljö. Ytterligare dämpning av konsumtion/investeringar gör att lågkonjunkturen bottenar 2009. Inget land slipper undan, men motståndskraften i de snabbväxande ekonomierna stöttar global tillväxt.
- En seglivad inflation, främst driven av högre priser på energi/livsmedel, riskerar att allvarligt påverka inflationsförväntningar och lönebildning. Den doft av stagflation som nu kan kännas ställer centralbankerna inför svåra avvägningar. Men konjunkturedgång och minskade impulser från energi/livsmedel får inflationen att dämpas mot slutet av 2008.
- USA-recessionen blir utdragen, men relativt mild. Ytterligare husprisfall på 10-15 procent dämpar konsumtionen och fördröjer tillfrisknandet i finanssektorn. Kreditproblem och högt oljepris förhindrar ränte- och skattestimulanser att få full effekt. BNP-tillväxten blir 1,0 procent i år och 0,7 procent nästa år. Styrräntan ligger på 1,5 procent i slutet av 2008.
- Avmattningen i Västeuropa blir allt tydligare. BNP-tillväxten i såväl Euro-zonen som Storbritannien hamnar på runt 1½ procent i år för att sedan dämpas ytterligare 2009. Bank of England sänker räntan gradvis till 3,5 procent en bit in på 2009. ECB:s dilemma med en splittrad tillväxtbild och hög inflation fördröjer en sänkning till oktober. Hösten 2009 ligger räntan på 3,0 procent.
- Euron förblir stark ett tag till när dollarn och pundet står under press. EUR/USD väntas gå upp till minst 1,60, varefter växande problem i Euro-zonen sätter ett tak. Trots inflationsoro och ökat obligationsutbud väntas långa räntor gå ned i spåren av svag tillväxt, fortsatt kreditoro och räntesänkningar.

Sverige

- En tydlig avmattning ligger runt hörnet för både export och inhemsk efterfrågan efter en god tillväxt i början av 2008. BNP ökar med drygt 2 procent i år och 1,3 procent nästa år. Arbetsmarknaden försvagas; sysselsättningen dämpas efter hand och arbetslösheten stiger till hösten. Starka statsfinanser, och tillväxtinbromsningen, ger utrymme för finanspolitisk stimulans i höstbudgeten motsvarande 30 miljarder kronor för 2009.
- Inflationen förblir hög under hela 2008. Energipriser som faller tillbaka och avklingande lönekostnadstryck får inflationen på reträtt nästa år. Riksbanken avvaktar till december i år innan räntesänkningar påbörjas. Nästa höst ligger reporäntan på 3,25 procent.

Övriga Norden och Baltikum

- **Danmark:** Konjunkturedgången fortsätter. Inhemsk efterfrågan dämpas i spåren av fallande bostadspriser. BNP-tillväxten stannar vid 1,0 respektive 0,7 procent för 2008 och 2009. Resurspressen mildras, men löne- och inflationstrycket förblir relativt högt.
- **Norge:** Ekonomin bromsar från tidigare rekordfart. Resursbrist och svagare omvärld gör att BNP-tillväxten för fastlandsekonomin dämpas till 3 procent i år och till 2 procent 2009. Inflationsrisker och ansträngd arbetsmarknad tvingar Norges Bank till ytterligare en räntehöjning. Nästa år sänks folioräntan från 5,75 till 4,75 procent.
- **Finland:** Tillväxten dämpas bl a beroende på svårigheter inom skogsindustrin. Telekom- och verkstadsindustrin bidrar dock till motståndskraft framöver. BNP-tillväxten hamnar på 2,5 procent i år och på 2,0 procent 2009.
- **Baltikum:** Ekonomierna bromsar in markant efter tidigare överhettning. BNP-tillväxten i Estland och Lettland hamnar på 3 procent såväl i år som nästa år. Inhemsk efterfrågan sviktar medan exporten hyfsat står emot global avmattning och försvagad konkurrenskraft. Den höga inflationen kulminerar under 2008.

Innehållsförteckning

Nordic Outlook - Maj 2008

Sammanfattning	3
Internationell översikt	5
USA	13
Japan	18
Kina	19
Euro-zonen	20
Storbritannien	25
Central- och Östeuropa	26
Sverige	28
Danmark	36
Norge	37
Finland	39
Nordiska nyckeldata	40
Internationella nyckeldata	42

Fördjupningsrutor

Prisexplosion på livsmedel	9
Inga höjningar i sikte det närmaste året	17
Ökade spänningar: SEB:s industriindikator pekar nedåt	22
Vikande bostadsmarknad i Norden	32

Botten nås 2009

- Stramare kreditförhållanden sätter avtryck
- Utdragen inflationspuckel ger huvudvärk
- Mild recession i USA – trots allt
- Lågkonjunktur i Europa – ECB sänker i höst
- Dollarn tappar kraft på nytt

Temat för våra senaste utgåvor av *Nordic Outlook* har varit att vägen tillbaka till global finansiell stabilitet varken blir enkel eller smärtfri för banker, hushåll och företag. I den globala kreditkrisens spår följer en rad anpassningsprocesser, där några fortfarande är i sin linda. Bl a väntar nu åtstramande kreditvillkor som förstärker de negativa effekterna på hushållen av fallande huspriser och svagare arbetsmarknad, vilket väntas ge en mer utdragen konjunktursvacka. Kreditkrisen och USA:s recession kommer gradvis att hämma Europas och Asiens ekonomier, men i varierande grad.

Centralbankernas räddningsaktioner har varit lyckade för att mildra de mest akuta krissymptomen på kreditmarknaden och minska risken för kollaps i det finansiella systemet. Samtidigt utgör finanspolitiken en ytterligare försvarslinje mot lågkonjunkturen. Men höga råvaru- och matpriser och fortsatt höga riskpremier på bl a interbankmarknaden gör att stimulanseffekterna får begränsad effekt. Detta tvingar centralbankerna till kniviga avvägningar.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källor: OECD, SEB

Fokus ligger nu på 2009. Vår prognos innebär att BNP-tillväxten i USA, som årsgenomsnitt, hamnar runt 1 procent såväl 2008 som 2009. Det gör att ekonomin går ned mot nolltillväxt, mätt i årstakt, vid årsskiftet 2008/2009. Västeuropa går in i en lågkonjunktur. Tillväxten i Euro-zonen och Storbritannien halveras i år till 1½ procent för att 2009 försvagas ytterligare. Också i Japan mattas ekonomin påtagligt till en tillväxt strax över 1 procent. Slutsatsen blir att botten i den globala lågkonjunkturen nås först 2009.

Nu testas på allvar motståndskraften i nya snabbväxande ekonomier i Asien och Östeuropa. Hittills har tillväxten hållits uppe väl. Men en viss avmattning är

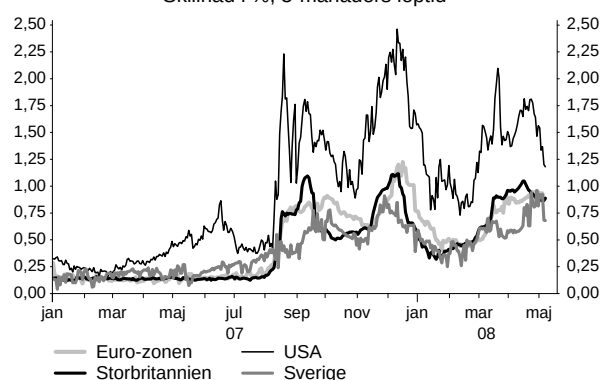
på väg, även om det mesta tyder på att den inhemska dynamiken – konsumtion och investeringar – är tillräckligt stark för att BNP-tillväxten kan förbli relativt hög också under en lågkonjunktur i OECD-området.

Världsekonomin präglas alltså av olika krafter; å ena sidan en underliggande stark ekonomisk expansion i nya världen, å andra sidan en relativt kraftig anpassningsprocess i OECD efter tidigare excesser på kreditmarknaden. Slutresultatet blir en hygglig global tillväxt mätt i köpkraftskorrigerade termer på global nivå, men en lågkonjunktur i OECD.

I denna miljö kan många företag och branscher – med starka balansräkningar – klara sig relativt helskinnade från lågkonjunkturen genom att dra nytta av styrkefaktorer i den globala ekonomin. Däremot sätts den ekonomiska politiken i väst på stora prov med en komplex mix av svag tillväxt, växande konjunkturrelaterade kreditförluster, stigande inflation och – för vissa länder – svaga och konjunkturkänsliga statsfinanser.

Statsskuldväxlar och interbankränta

Skilnad i %, 3-månaders löptid



Kreditkrisen på väg in i en ny fas

Den kreditkris som startades av kollapsen på den amerikanska subprimemarknaden har nu pågått i snart ett år. Brist på information och kunskap har gjort att vissa kreditprodukter under de senaste kvartalen noterat exempellösa – och bitvis överdrivna – prisfall. Centralbankerna, främst Federal Reserve, har agerat genom olika räddningsaktioner:

- Gigantiska likviditetsinjektioner.
- Inbyten av kreditpapper mot statspapper.
- Finansiellt stöd för köp av investmentbanken Bear Stearns.

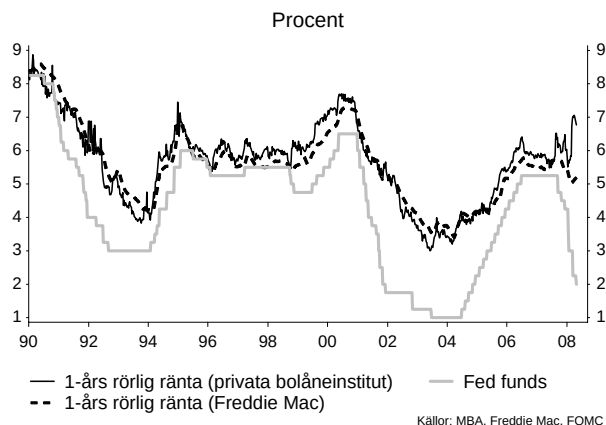
Aktionerna har förbättrat marknadernas funktionssätt och tydligt dämpat oron för finansiell systemkollaps i USA. Troligen är vi nära den punkt då ökningstakten avseende realiserade förluster kopplade till fallande marknadspriser på kreditprodukter dämpas. Detta innebär dock inte att den finansiella krisen är över. Trots en rad åtgärder för att förbättra likviditeten i det

Internationell översikt

Nordic Outlook - Maj 2008

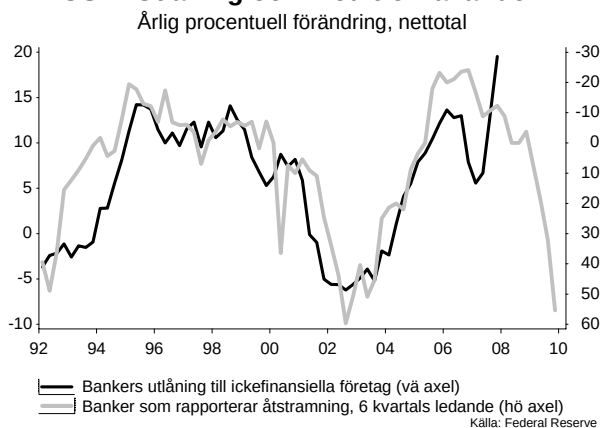
finansiella systemet är misstron bankerna emellan fortfarande utbredd. Skillnaden mellan interbankräntan och statskuldväxelräntan är fortsatt hög såväl i USA som i Europa.

USA: Fed funds och bostadsräntor



Andra viktiga räntedifferenser har fortsatt att öka eller ligger kvar på höga nivåer. Feds kraftiga räntesänkningar har inte inneburit att räntenivån på bostadslån eller företagsobligationer pressats ned, vilket illustrerar begränsningarna i penningpolitikens genomslagskraft. Därför faller det sig naturligt att Fed nu fokuserar på åtgärder som minskar osäkerheten på finansmarknaden för att därigenom återge räntevapnet dess styrka.

USA: Utlåning och kreditförhållanden

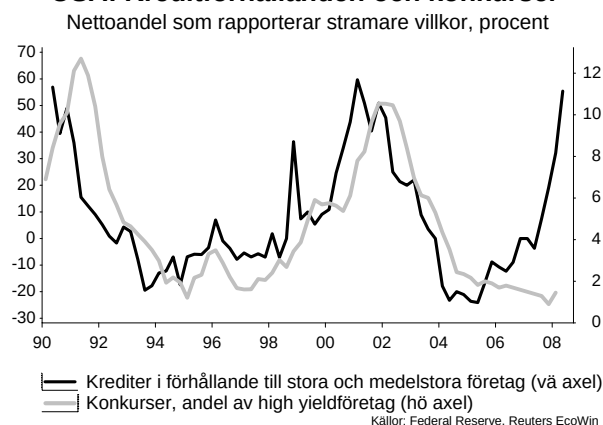


Vår bedömning är att kreditkrisen nu är på väg in i en fas då effekterna på den reala ekonomin kommer att märkas tydligare. Bankernas tillgångsmassa och kapitalbuffertar har krympt på grund av värdeminskningar. Samtidigt har bankernas utlåning till företag ökat kraftigt. Genom upplåning i bankerna – via tidigare överenskomna kreditfaciliteter – har företagen kunnat undvika effekterna av högre finansieringskostnader på kapitalmarknaden. Sammantaget har banksektorns balansräkning (både tillgångs- och skuldsidan) ändrats på ett sätt som legat utanför dess kontroll. För att återställa balansräkningarna och förstärka kapitalbaserna kan för fler banker än hittills krävas 1) kapital-

tillskott eller vinster som ökar det egna kapitalet och/eller 2) en neddragning av tillgångar som innebär en alltför stor kreditrisk.

Denna rekonstruktion av balansräkningarna i banksektorn väntas leda till tuffare kreditvillkor. Därigenom påverkas också konsumenter och företag av ändrade marknadsförutsättningar och högre pris på risk.

USA: Kreditförhållanden och konkurser



Anpassningsprocessen kommer att dämpa konsumtion och investeringar på ett tydligare sätt än hittills. Detta leder till att antalet konkurser i företagssektorn kommer att öka från nuvarande rekordlåga nivå. Även husmarknaden kommer att sättas under ytterligare press beroende på såväl svagare arbetsmarknad som stramare kreditvillkor. Hittills har de amerikanska huspriserna fallit med drygt 15 procent sedan toppen 2006 (enligt Case-Shiller-indexet) och en nedgång i samma storleksordning ligger troligen framför oss. Den amerikanska ekonomin är således på väg in i en fas där den reala ekonomin och det finansiella systemet kommer att utsätta varandra för stora ömsesidiga påfrestningar. I mindre och varierande grad väntar vi samma utveckling i Västeuropa.

Ingen särkoppling, men olika särarter

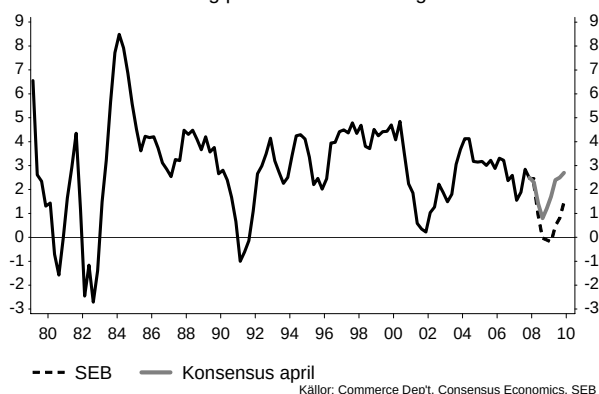
Inbromsningen av den amerikanska ekonomin har redan pågått ett halvår. Konsumenterna drar åt svängremmen och investeringsaktiviteten dämpas även utanför bostadssektorn. Vi räknar med att det tar ytterligare något år innan ekonomin är tillbaka på en trendmässig tillväxttakt. Finanspolitisk stimulans ger en tillfällig rekyl, men sedan faller tillväxten tillbaka igen vilket ger ett W-format konjunkturförlopp. Det höga oljepriset bidrar i hög grad till detta; 20 dollar per fat i högre oljepris åter upp en skattesänkning på ca 100 miljarder dollar.

Vår prognos innebär att nedgången i USA blir något djupare än 2001, men samtidigt mildare än nedgångarna på 1980- och 1990-talen. Rådande konsensusprognos indikerar däremot att USA ska klara sig undan med en ännu mildare recession än 2001. Skulle

konsensus få rätt betyder det att urlblåsningen av den amerikanska bostads- och bolånebubblan skulle vara förenlig med den mildaste konjunkturnedgången någonsin.

USA: SEB:s BNP-prognos och konsensus

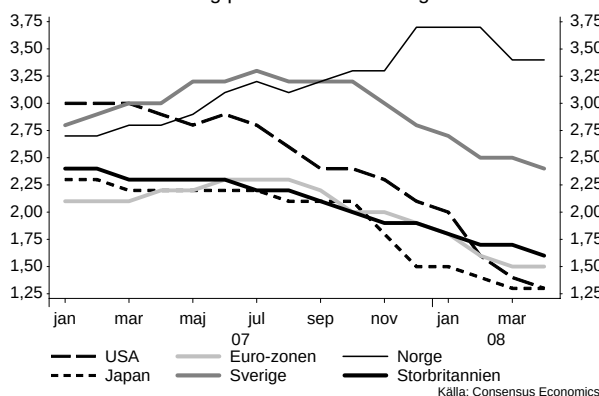
Årlig procentuell förändring



I början av den amerikanska avmattningsfasen påverkades omvärlden i mycket begränsad omfattning. Tillväxten för 2007 i Asien och Europa reviderades till och med gradvis upp under loppet av förra året, vilket gav näring åt tanken om en "särkoppling" i världsekonomin. Sedan kreditkrisens utbrott har detta mönster delvis brutits. Konsensusprognosens nedgradering av tillväxtutsikterna för 2008 har skett relativt parallellt för de stora OECD-regionerna (se graf).

Konsensusprognos för BNP 2008

Årlig procentuell förändring



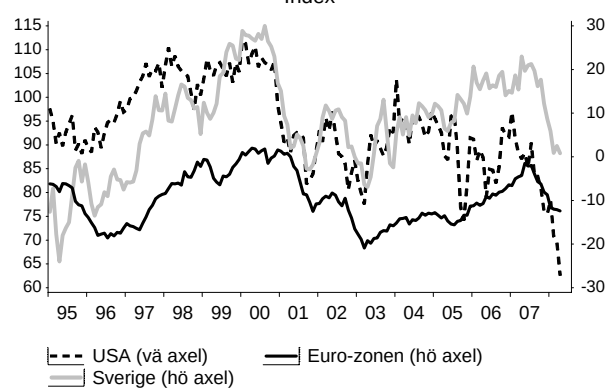
I vilken grad olika länder och regioner drabbas av den globala avmattningen beror på flera viktiga faktorer, bl a storleken på det direkta handelsutbytet med USA. Situationen på bostadsmarknaden när det gäller byggandets andel av ekonomin, graden av övervärderade huspriser samt utformningen av bostadsfinansiering är också av betydelse. Motståndskraften hänger också ihop med nivån på hushållssparandet och i vilken grad de offentliga finanserna ger utrymme för finanspolitisk stimulans.

Vår analys pekar på att **Storbritannien** ligger i riskzonen i flera avseenden. Extremt uppdrivna huspriser i

kombination med ett lågt sparande (i såväl hushåll som offentlig sektor) hotar att ge upphov till en smärtsam korrektion. Därtill kommer finanssektorns stora betydelse för den brittiska ekonomin. En inbromsning har nu påbörjats. Vi räknar med att BNP-tillväxten i år halveras till knappt 1½ procent.

Konsumentförtroende

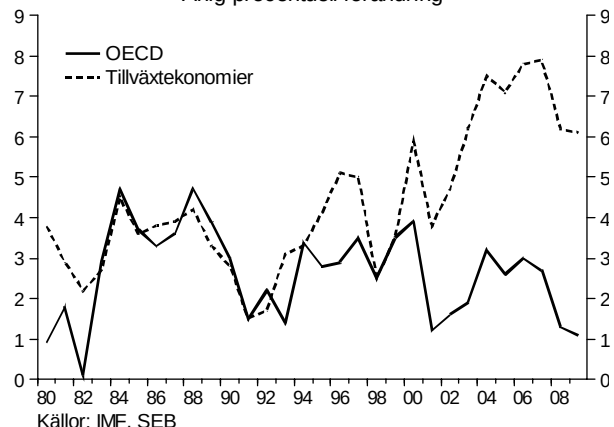
Index



I **Euro-zonen** är bilden splittrad. Bostadsmarknaden står inför en rejäl nedgång i t ex Spanien, Holland och Irland medan Tyskland i allt väsentligt stått utanför tidigare excesser. Hushållssparandet i Euro-zonen ligger generellt på en hög nivå, vilket ger motståndskraft. Även i Euro-zonen räknar vi med en BNP-tillväxt på knappt 1½ procent i år och en ytterligare dämpning ned mot 1 procent nästa år. Den kraftiga förstärkningen av euron såväl gentemot dollarn som pundet gör att inbromsningen blir nästan lika kraftig som i de anglosaxiska länderna, trots starkare underliggande förutsättningar i flera avseenden.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring



De **nordiska ekonomierna** har hittills uppvisat stor motståndskraft mot den internationella avmattningen. En näringsstruktur som drar nytta av den fortsatta råvaruboomen bidrar. Därtill kommer starka offentliga finanser som gradvis kan omsättas i en expansiv finanspolitik samt starka balansräkningar i hushållssektorn. Vi räknar med dock med att utbudsrestriktioner

och svagare husmarknad, främst i Danmark och Norge, bidrar till en påtaglig dämpning. BNP-tillväxten i Norden förblir dock högre än i Euro-zonen.

Fortsatt expansion i nya ekonomier

Även tillväxtekonomierna står nu inför en långsammare ekonomisk expansion. Nedgången i OECD-området kommer att märkas genom såväl kärvare exportutsikter som mindre inflöde av investeringskapital till följd av stramare kreditförhållanden. Den lägre tillväxten beror också på att tilltagande överhettningrisker, framför allt i Kina, driver fram en intensivare ekonomisk-politisk åtstramning. Höga olje- och livsmedelspriser hämmar också många ekonomier.

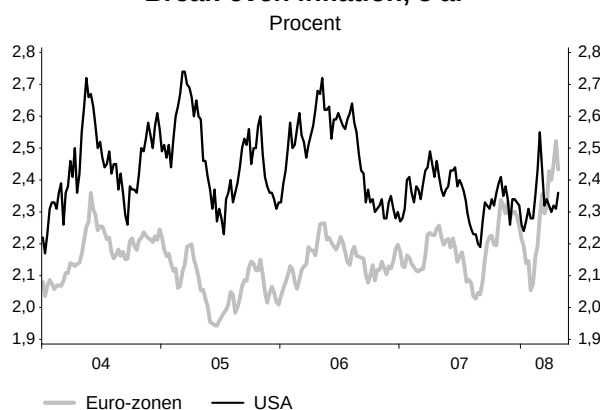
Förutsättningarna är ändå goda för en fortsatt ganska hög tillväxt, vilket verkar stabiliserade på den globala efterfrågan. Den solida externbalansen med stora överskott i Kina och Ryssland, balanserad utrikeshandel i Indien och Brasilien samt begränsad direktexportering mot USA:s bolånemarknad bidrar till motståndskraft mot finansiella störningar i omvärlden. De offentliga finanserna är numera i god ordning i de flesta länder, vilket ökar möjligheterna att möta en hotande nedgång med ekonomisk-politisk stimulans.

Oroande inflationstendenser

Uppgången i den globala inflationen har blivit kraftigare än vi tidigare räknat med. Detta beror i hög grad på stigande råvarupriser, främst avseende energi och livsmedel. Effekterna inom OECD är störst i USA, eftersom dollarns försvagning dämpar priseteffekterna i andra länder. Totalt bidrog mat- och energipriser till att höja USA-inflationen med 2 procentenheter 2007; i år räknar vi med att effekten blir drygt 1½ procentenhet. För Euro-zonen är effekten ca ½ procentenhet lägre per år.

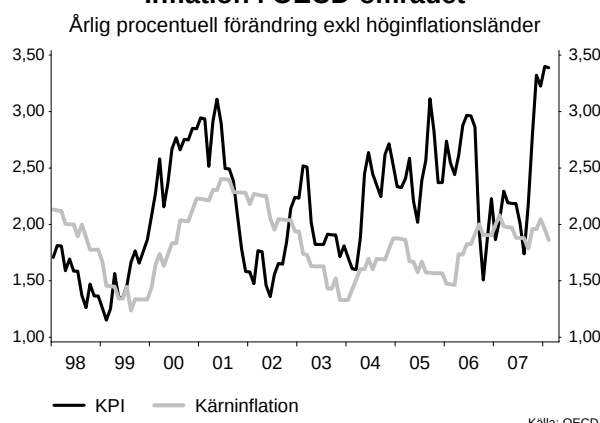
Men inflationsimpulsen från energi- och livsmedelspriser är nu på väg att kulminera. Vi räknar med att ökningstakten för livsmedelspriserna gradvis avtar. Att producentpriserna fortfarande stiger rekordsnabbt i många länder indikerar dock uppåtrisker för priserna också i konsumentledet. När det gäller energipriserna räknar vi med kraftigt minskande inflationsbidrag mot slutet av året på grund av baseffekter av tidigare prisuppgångar.

Break-even inflation, 5 år



Risker finns dock för att prisuppgången har varit så kraftig att spridningseffekterna blir påtagliga. Vi kan redan spåra prishöjningar i en rad branscher med stora insatskostnader kopplade till energi och livsmedel, t ex transport- och restaurangsektorerna. Inflationsförväntningarna har också stigit en del, även på längre sikt. Det finns därför risker för kompensationskrav på lönesidan som ytterligare förlänger perioden med hög inflation.

Inflation i OECD-området



Avtagande global prispress på konsumtionsvaror bidrar också till ökade inflationsrisker framöver. Protektionistiska åtgärder, i kölvattnen av globala obalanser och förstärkta av stigande arbetslöshet, kan medverka till att försvaga den globala konkurrensen och i förlängningen föra med sig en högre inflationstakt.

Bidrag till KPI från livsmedel och olja

Procentenheter

	Bensin och olja		Livsmedel		Totalt	
	2007	2008p	2007	2008p	2007	2008p
USA	1,4	0,9	0,7	0,6	2,1	1,6
Euro-zonen	0,8	0,4	0,8	0,8	1,6	1,2
Sverige	0,5	0,3	0,6	0,7	1,0	0,9

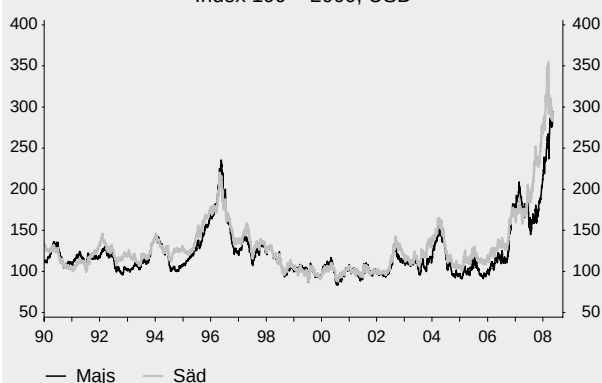
Källor: OECD, SEB

Prisexplosion på livsmedel

Den globala livsmedelsmarknaden har snabbt förändrats. På kort tid har pendeln svängt från problem kring utbudsöverskott och prisdumpning till allvariga bristsymptom och skenande priser. Världsmarknadspriserna på många typer av spannmål har mer än fördubblats jämfört med 2005. Uppgången spred sig först till producentpriser på mer bearbetade livsmedel, men det senaste halvåret har prisökningarna nått konsumentledet.

Världsmarknadspriser på spannmål

Index 100 = 2000, USD



Källa: Goldman Sachs

Problemet är särskilt stort i många utvecklingsländer. Stigande råvarupriser slår där starkare i konsumentledet, eftersom livsmedel har en betydligt större vikt än i OECD-området. Därtill kommer att stora delar av Asien och Afrika är nettoimportörer av livsmedel och saknar därmed i stor utsträckning sektorer som gynnas av prisuppgången.

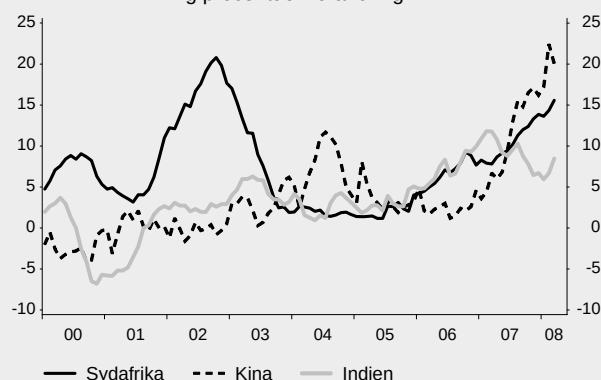
Flera faktorer ligger bakom prisuppgången på livsmedel.

- Det ökade välståndet i många snabbväxande länder, framför allt Kina och Indien, leder till ökad efterfrågan på mer förädlade livsmedel. För att framställa dessa krävs större mängder av råvaror (t ex grödor).
- Prisuppgången på många grödor är också hänförlig till utvecklingen av biobränsle. Trots att biobränslen utgör mindre än 1½ procent av produktionen av transportbränslen, används så mycket som 20-50 procent av industriländernas produktion av vissa grödor till biobränsle.
- Ökade inslag av protektionism bidrar också till prisuppgången. Vissa länder strävar efter att hålla nere inhemska priser genom exportförbud eller tullar. Det skapar störningar i den internationella handeln. Därigenom kan priserna på världsmarknaden pressas upp ytterligare.

- Stigande oljepriser slår indirekt igenom också på matpriser via höjda transportkostnader och dyrare oljebaserad konstgödsel. På kort sikt kan prisrörelserna också förstärkas av spekulativa inslag. Placerare håller råvarutermener som ett komplement till andra tillgångsslag. Den senaste månadens kraftiga rekyl nedåt på vissa priser illustrerar den volatilitet som detta kan skapa.

Livsmedelspriser

Årlig procentuell förändring i KPI



Källor: Lokala statistikbyråer

Reaktioner med fördröjning

Den politiska debatten om biobränslen håller redan på att skifta fokus. Konsekvenserna av stigande livsmedelspriser för många fattiga länder kan leda till en ganska snabb omläggning av de politiska prioriteterna, bl a efter kritik från FN och de fattiga länder som drabbas. Det lär dock ta tid innan det slår igenom i prisbilden. USA och EU har antagit långtgående planer på att öka användandet av biobränslen. USA har ambitionen att femdubbla användandet av biobränslen under de närmaste 15 åren. EU har bestämt att 10 procent av drivmedelsproduktionen ska vara biobaserad senast 2020, vilket också förutsätter mångdubblad produktion.

Utbudet på livsmedel är trögrörligt, liksom för de flesta råvaror. Relativt små efterfrågeändringar kan därigenom leda till stora prisrörelser. På ett par års sikt kommer dock de höga priserna att driva fram nya investeringar i jordbrukssektorn både i rika och fattiga länder, vilket kommer att bidra till att pressa ned priserna på livsmedel.

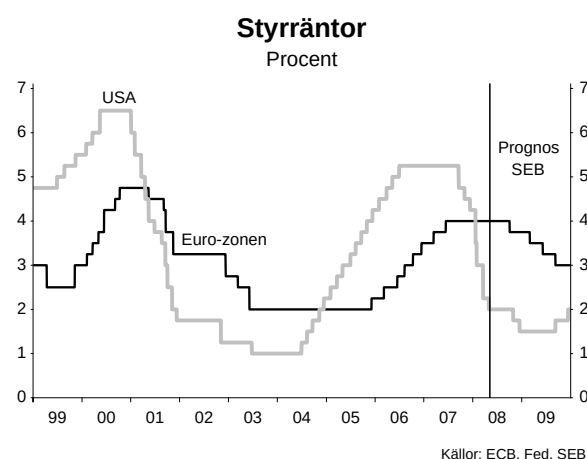
Vår prognos är att ökningstakten för livsmedelspriserna dämpas betydligt nästa år. Nivån kommer dock att förbli hög och riskerna på kort sikt ligger snarast på uppsidan. På lite längre sikt kommer troligen en kombination av utbudsinvesteringar och en omsvängning när det gäller biobränslen att normalisera livsmedelspriserna.

Men även om man kan rada upp en rad risker talar tunga argument fortfarande för att låginflationsmiljön består. Hittills har inte löneutvecklingen i OECD avvikit från vad man kan förvänta sig i rådande konjunkturläge. Ökningen av kärninflationen i OECD-området har också varit måttlig. Det är därför troligt att den globala inflationen vänder nedåt när effekterna av stigande energi- och livsmedelspriser kulminerar och cykliska inflationsdämpande krafter gör sig gällande.

Räntesänkningar på bredare front

Centralbankerna har det senaste halvåret klämts mellan å ena sidan hotet att kreditkrisen allvarligt ska skada tillväxten å andra sidan riskerna för att inflationsuppgången ska bli bestående och påverka inflationsförväntningar och lönebildning.

Olika centralbankers agerande har styrts av hur de vägt dessa risker mot varandra i den specifika situation man stått inför. Olikheter i centralbankernas uppdrag och målformulering har också spelat in.



I USA har de finansiella systemriskerna varit mest akuta. **Federal Reserve** har inte tvekat att prioritera dessa framför andra problem i ekonomin. Efter att ha sänkt räntan med 325 punkter inom loppet av sju månader har man nu signalerat en paus. Fed vill utvärdera effekterna av den kraftiga räntedosen, samtidigt som också de finanspolitiska stimulanserna förhoppningsvis ska börja verka. Vi räknar dock med att besvikelser på tillväxtsidan får Fed att sänka räntan med ytterligare 50 punkter mot slutet av året. Höjningar blir inte aktuella förrän i slutet av nästa år.

I Västeuropa har centralbankerna agerat annorlunda. Stigande inflation i ett läge med högt resursutnyttjande har gjort att man överlag varit ovillig att genomföra räntesänkningar. **Bank of England (BoE)** har visserligen sammantaget sänkt styrräntan med 75 räntepunkter sedan i december som ett svar på de finansiella problem och riskerna för ett ras på husmarknaden. Samtidigt har bankledningen uttryckt stor oro också

för inflationsutvecklingen. Den allt mer kritiska situationen i finanssektorn och på husmarknaden gör att vi räknar med att BoE sänker räntan i snabbare takt än vad marknadsprissättningen indikerar. Prognosen är att BoE levererar ytterligare 100 punkter i år och sedan sänker styrräntan till 3,50 procent en bit in i 2009.

ECB har länge kraftfullt signalerat att räntesänkningar inte är aktuella i rådande inflationsmiljö. En oväntat stark motståndskraft, främst i den tyska ekonomin, har också bidragit till ECB:s hårdnackade linje. Men avmattningen i ekonomin blir allt tydligare och skillnaden mellan viktiga euroländer allt större. Den höga inflationen gör dock att ECB avvaktar ytterligare ett halvår. Först under fjärde kvartalet ter sig den framåtblickande inflationsanalysen tillräckligt lugnande för att ECB ska påbörja räntesänkningar. Vi räknar sedan med att ECB gradvis sänker räntan till 3,0 procent nästa höst.

De nordiska centralbankerna väntar troligen ännu längre med räntesänkningar. **Riksbanken** kommer knappast att börja signalera några behov av sänkningar före sommaren. En stark BNP-utveckling i början på året i kombination med fortsatt hyfsad jobbtillväxt och hög inflation fördröjer förloppet. Därtill kan regeringens åtgärder i höstbudgeten för att möta en lägre ekonomisk tillväxt påverka Riksbankens agerande. Räntesänkningar dröjer längre än vi tidigare räknat med. Först i december räknar vi med att försvagningen i ekonomin gått tillräckligt långt för att Riksbanken ska vara mogen att reversera sin februarihöjning. Nästa höst ligger reporäntan på 3,25 procent. **Norges Bank** kommer att behöva beakta överhettningens risker betydligt längre än sina europeiska kollegor. Vi räknar med ytterligare en höjning i år (till 5,75 procent) och att en sänkning dröjer till nästa år.

Svagheter i den japanska ekonomin innebär att **Bank of Japan** ambition att normalisera styrräntan skjuts på framtiden. Med en kraftig förstärkning av yenen och ökade internationella konjunkturrisiker ter sig räntehöjningar avlägsna. I **Kina** däremot framstår riskerna för överhettning som alltmer uppenbara. Den ekonomisk-politiska åtstramningen, som bl a innefattar räntehöjningar, kommer att intensifieras efter OS i Peking.

Styrräntor

	Aktuell	Hösten 09	Neutral
USA	2,00	1,50	4,25
Euro-zonen	4,00	3,00	4,00
Storbritannien	5,00	3,50	4,50
Sverige	4,25	3,25	4,25
Norge	5,50	5,00	5,00
Källa: SEB			

Finanspolitiken får begränsad roll

IMF har på senare tid betonat att också finanspolitiken bör spela en aktiv roll i stabiliseringspolitiken, en ovan-

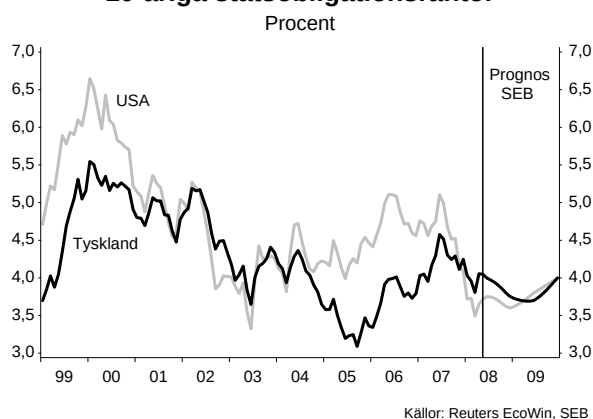
lig rekommendation från det hållet. Ett skäl är att ekonomierna är mindre mottagliga för räntestimulans i ett läge med kreditåstramningar och husprisfall. Att alltför låga räntenivåer kan ge upphov till förnyade finansiella obalanser är ytterligare ett skäl för en mer aktiv finanspolitik.

I USA är en betydande finanspolitisk injektion motsvarande ca 1 procent av BNP nu på väg ut i ekonomin. Trots relativt stora underskott i de offentliga finanserna räknar vi med att ytterligare finanspolitiska paket – oavsett politisk färg på presidenten – kommer att sjösättas nästa år. Fed har också framhållit betydelsen av en snabb finanspolitisk insats i rådande krisläge, trots att man tidigare framfört kritik mot de strukturellt svaga offentliga finanserna.

I Europa är situationen delvis annorlunda. Stabilitetspakten står fortfarande i fokus. De flesta länder har underlåtit att skapa finanspolitiskt manöverutrymme under den tidigare högkonjunkturen. Spanien utgör ett undantag. Där sjösätts nu ett stimulanspaket motsvarande ca 2 procent av BNP i syfte att möta den ekonomiska nedgången och kollapsen på byggmarknaden. Starka offentliga finanser i de nordiska länderna ger också utrymme för stimulans, men än så länge utgör det ansträngda resursläget en anledning att avvakta.

Att USA redan har agerat med såväl penningpolitiska som finanspolitiska åtgärder speglar delvis den mer akuta krissituationen där. Kombinationen av ECB:s inflationsfokus och stabilitetspaktens restriktioner kan dock i slutändan ge en för passiv ekonomisk politik i Europa, vilket riskerar att förlänga och fördjupa nedgången.

10-åriga statsobligationsräntor



Obligationsräntor vänder åter ned

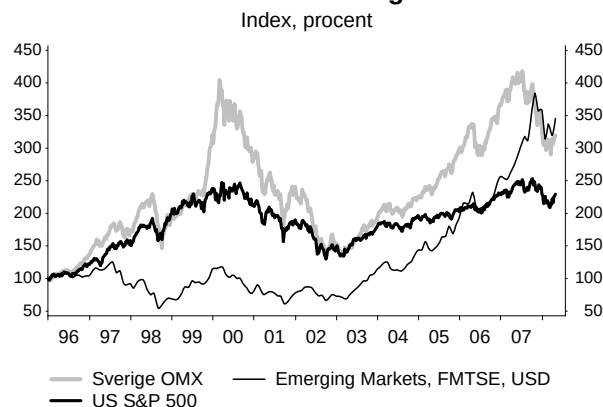
Obligationsräntorna har den senaste tiden studsat upp, drivna av ökad inflationsoro samt centralbankers signalering om att tidigare förväntningar på räntesänkningar varit överdrivna. Dämpad osäkerhet om det finansiella systemets stabilitet har också påverkat. Med vår prognos om en ganska utdragen konjunkturedgång och aktualiserade räntesänkningar på båda sidor

om Atlanten ser vi potential för förnyad nedgång i obligationsräntorna.

En högre inflationstakt kommer dock att höja golvet för de långa räntorna jämfört med situationen 2003 och 2004, då deflationshotet föreföll överhängande. Försvagningen av det offentliga sparandet, främst i USA, kommer därtill att ge upphov till en ganska stor utbudsökning av statspapper. På marginalen pressar det upp räntenivån något.

Vi räknar med att 10-åriga amerikanska statsobligationer bottnar på 3,60 procent i slutet av året. I Tyskland pressas långräntorna även nästa år till följd av ECB:s räntesänkningar och når 3,70 procent i mitten av 2009. Den svenska Riksbankens räntesänkningar sammanfaller till största delen med ECB:s. Detta ger små rörelser i långräntespreaden. Vi räknar med en viss positiv räntespread mellan Sverige och Tyskland. Snabba svenska privatiseringar håller dock nere spreaden. Den starka norska konjunkturen gör att långräntorna fortsätter att ligga över de tyska. Nästa år krymper dock skillnaden gradvis ned mot 30 räntepunkter när även Norges Bank påbörjar sänkningsscykeln.

Börsutveckling



Låg börsvärdering, men fortsatta risker

Börserna har de senaste månaderna återhämtat en del av tidigare förluster sedan kreditkrisens utbrott. Detta kan ses som konsekvensen av att sannolikheten minskat för en djupare recession kopplad till finansiell systemkris i USA. Rekylen har varit tydligast på börserna i snabbväxande ekonomier, men även industriföretag i OECD-området drar nytta av den relativt starka globala efterfrågan. De amerikanska börserna får fortsatt stöd av den svaga dollarn.

De senaste kvartalen har ändå besvikelserna i företagsrapporterna dominerat. Vårt makrosenario innebär att ytterligare tillväxtsbesvikelser är att vänta såväl detta år som nästa, vilket innebär risker för fortsatta besvikelser på vinstsidan. Vi räknar därför med ett fortsatt oroligt börs klimat den närmaste tiden. Värde-

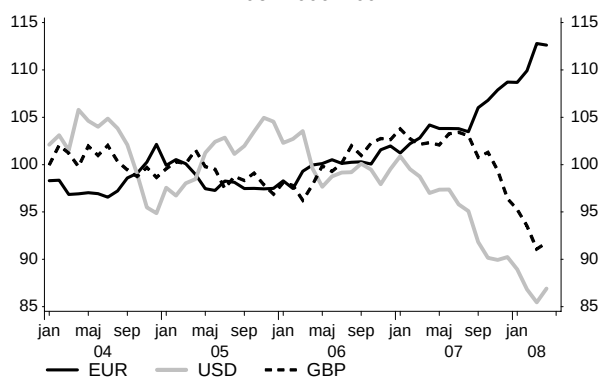
ringen på aktiemarknaden är dock historiskt låg i nuläget. Den relativt branta amerikanska avkastningskurva vi nu ser har därtill historiskt sett indikerat starkare börsutveckling.

EUR/USD nära toppen

Valutarörelserna har det senaste året i hög grad präglats av kreditkrisens olika faser och variationer i tillväxtutsikter och riskapitet. Periodvis svag riskapitet har stärkt defensiva valutor som japanska yenen och schweiziska francen, trots låga räntor. Krisen i USA och Feds aggressiva räntesänkningar har pressat dollarn. Mörkare utsikter och oro för den brittiska ekonomin och dess finansiella system har lett till en kraftig försvagning av pundet. Men en försiktig optimism sedan två månader tillbaka har fått dollarn att återvinna en del styrka.

Effektiv växelkurs

Index 2006=100



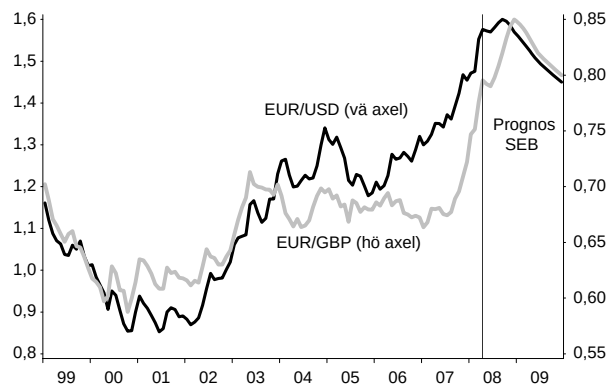
Källa: Bank of England

I ett större perspektiv kan man konstatera att euron har fått bära en allt tyngre börda i världsekonomin när de anglosaxiska valutorna försvagats. Att apprecieringstakten av den kinesiska yuanen ökat mot dollarn är i sammanhanget en klen tröst. Genom dollarförsvagningen har effekten ändå blivit att yuanen försvagats mot euron.

Det närmaste halvåret räknar vi med att centralbankernas agerande blir den viktigaste drivkraften för valutamarknaden. Det innebär att euron stärks mot dollarn när ränteskillnaden fortsätter att öka mellan ECB och Fed. EUR/USD toppar på 1,60 under hösten. Rörelsen mot pundet blir ändå kraftigare och vi räknar med att EUR/GBP toppar på 0,85 i slutet av året. I ett historiskt och omräknat perspektiv innebär det att pundet är relativt nära de rekordlåga nivåer som uppnåddes mot D-marken i slutet av 1970-talet och i mitten av 1990-talet.

Efter hand förskjuts dock fokus mot svagheter i Euro-zonen och ECB:s sänkningar. Den upptrissade euronivån innebär att potentialen för bakslag är ganska stor. Å andra sidan präglas hela OECD-området av bestående svagheter 2009, vilket gör att det är svårt att se någon annan världsvaluta stiga mot himlen. Vi räknar med en gradvis normalisering av valutarelationerna under loppet av året. EUR/USD står i 1,45 och EUR/GBP i 0,80 mot slutet av 2009.

Växelkurser EUR/USD och EUR/GBP



Källor: Reuters EcoWin, SEB

En skakig världsekonomi utan tydlig rörelse för riskapiteten gör att vi tror på en fortsatt förstärkning av yenen mot dollarn under resten av 2008. Mot slutet av året står USD/JPY i 92. Prognosen baseras bl a på den brantning i den amerikanska avkastningskurvan som vi förutser; en sådan har de senaste åren varit ett mycket säkert tecken på svagare USD/JPY-kurs.

Den svenska kronan får svårt att stärkas mot euron i rådande osäkra internationella miljö, trots starka fundamenta. EUR/SEK ligger kvar runt 9,30-9,40 under återstoden av 2008. Nästa år räknar vi ändå med att starkare tillväxt och något högre korträntedifferens ger kronan stöd ned till 9,10. Genom försvagningen av USD och GBP blir dock förstärkningen i konkurrensvägda termer betydande. Mätt som TCW-index når kronan sin starkaste nivå sedan år 2000.

Den norska kronen får på kort sikt stöd av ökad räntedifferens och högt oljepris. Vi räknar därför med en viss förstärkning de närmaste månaderna till 7,75 mot euron. På längre sikt försämras dock miljön för kronen, vilket gör att vi räknar med en rörelse för EUR/NOK till 8,10 mot slutet av 2009.

Långsammare återhämtning från recession

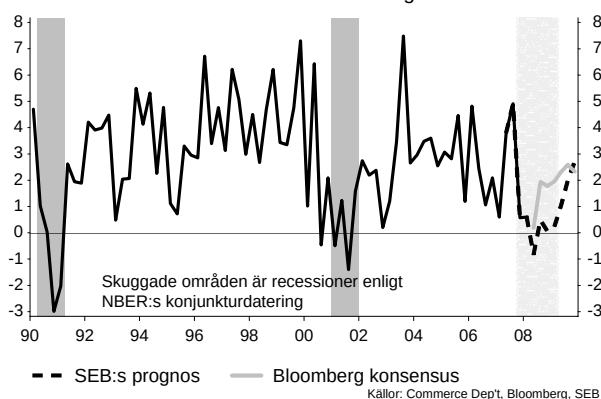
- Kraftigt fallande huspriser
- Hushållen fast i rävsax
- Finanspolitiken ger tillfällig tillväxtstimulans
- Styrräntan sänks till 1,50 procent

Den amerikanska ekonomin har gått in i recession. Trots finanspolitisk stimulans och Feds aggressiva räntesänkningar blir recessionen relativt utdragen. En återgång till potentiell tillväxtnivå ter sig inte sannolik förrän huspriserna slutar att falla och de bolånerelaterade förlusterna upphör att växa. Återhämtningen låter därmed vänta på sig till andra halvåret 2009. **BNP-tillväxten väntas som årsgenomsnitt stanna vid 1,0 procent i år och 0,7 procent 2009.**

Nedgången dämpas av att den svaga dollarn ger fortsatta positiva bidrag från utrikeshandeln. Stimulanspolitiken bidrar också till att recessionen blir mild sett i ett historiskt perspektiv. Vår prognos innebär att nedgången blir något djupare än 2001, men grundare än de tre recessionerna i början på 1980- och 1990-talet. Rådande konsensusprognos spår däremot att recessionen blir den klart mildaste i modern tid.

USA: SEB:s BNP-prognos och konsensus

Annualiserad förändring



Efter att i snabb takt ha sänkt styrräntan från 5,25 procent till 2 procent har Fed signalerat att det är färdigsänkt för den här gången. Man vill rimligen avvakta effekterna av redan genomförda penning- och finanspolitiska åtgärder. Vår tillväxtprofil innebär att ekonomin åter försvagas under hösten, när den temporära effekten av det finanspolitiska stimulanspaketet klingat av. Vi räknar då med att Fed sänker styrräntan till **1,50 procent och ligger kvar på den nivån till slutet av 2009.**

Den finansiella krisen fortsätter

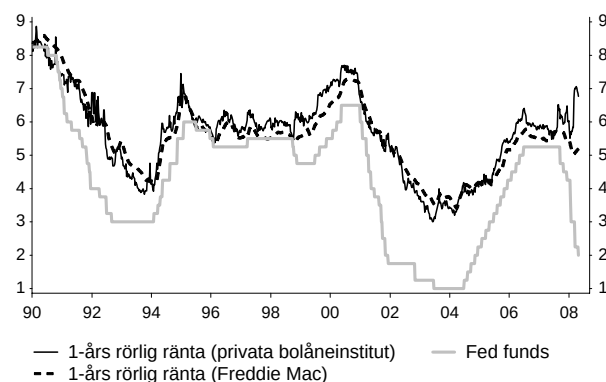
Banker och andra finansiella institut har nu uppskattningsvis redovisat hälften av de totala orealiserade bo-

stadsrelaterade kreditförlusterna. Dessa förluster antas uppgå till 500 mdr USD enligt vår bedömning. Men rimligtvis kommer även förluster på bil- och kreditkortslån samt lån till kommersiella byggprojekt att stiga kraftigt framöver. Enligt IMF:s bedömning kan dessa förluster komma att uppgå till ytterligare 400 mdr USD.

Saneringen av finanssektorns balansräkningar kommer därmed att fortsätta, vilket innebär att de tuffa kreditvillkoren för konsumenter och företag inte kommer att lätta på kort sikt. Nyutlåningen kommer inte att ta fart igen förrän merparten av förlusterna redovisats, kapitalbaser stärkts och belåningsgraden minskats. Pågående anpassningsprocesser har bidragit till att Feds kraftiga räntesänkningar inte förmått pressa ned räntenivån på vare sig bostadslån eller företagsobligationer. På vissa typer av lån är räntenivåerna t o m högre i dag jämfört med innan Fed inledde räntesänkningarna förra hösten.

USA: Fed funds och bostadsräntor

Procent



Den mest **akuta risken för en systemkollaps har samtidigt avväjts**; efter räddningsaktionen av Bear Stearns vet marknaden att Fed inte kommer att låta systemviktiga institut gå under samtidigt som nya, innovativa kreditfaciliteter (TSLF och PDCF) från centralbanken underlättat marknadens funktionssätt. Att de banker som redovisat störst förluster snabbt stärkt kapitalbaserna har också bidragit till ett mer positivt stämningsslag.

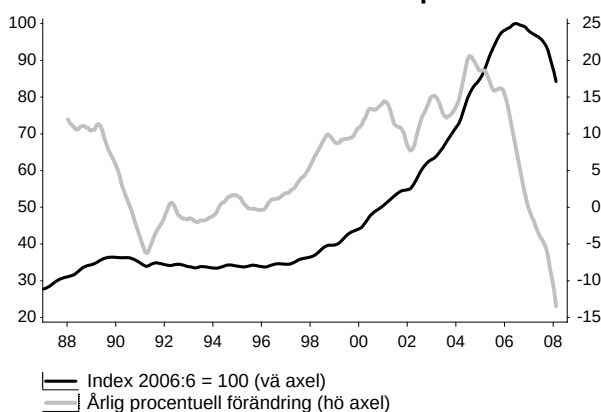
Krisen i det finansiella systemet får samtidigt allt tydligare realekonomiska effekter; bl a fördjupas och förlängs husprisnedgången, vilket i sin tur ger krisen ytterligare bränsle i form av fortsatt stigande bolånerelaterade förluster. Att ekonomin nu gått in i en recession innebär också fortsatt press på företagens vinster. Företagskonkurserna ökar. **Den finansiella krisen går in i ett nytt skede vars djup bestäms av hur stora de reala effekterna blir** och hur länge återhämtningen låter vänta på sig.

Negativ spiral på bostadsmarknaden

Trots att påbörjade nybyggnationer mer än halverats sedan toppen 2006 har inte överskottet av lediga bostäder minskat. Det fanns över en miljon osålda bostäder på marknaden under det första kvartalet, vilket är den högsta nivån som uppmäts. Detta tyder på att nybyggnationerna kommer att fortsätta minska. Med nuvarande nedgångstakt skulle det dröja till slutet av 2008 innan bostadsinvesteringarna som andel av BNP når den historiska bottennivån. Nedgångstakten planar nu ut något, vilket gör att de negativa BNP-bidragen dämpas efter hand.

Att huspriset har accelererat de senaste månaderna samtidigt som utbudsöverskottet växt, innebär att vi nu bedömer att **huspriserna kommer att falla med totalt 25-30 procent** enligt Case-Shillers husprisindex (ett mått där samtliga typer av lånestrukturer speglas). I förra prognosen i februari bedömde vi att huspriset skulle stanna vid 15-20 procent. Att nedgången hitills uppgår till drygt 16 procent sedan toppen i mitten av 2006 betyder att ungefär halva prisanpassningen fortfarande ligger framför oss. Vår bedömning stöds även av terminsprissättningen för huspriser som indikerar en ackumulerad nedgång på 30 procent.

USA: S&P/Case-Shiller husprisindex



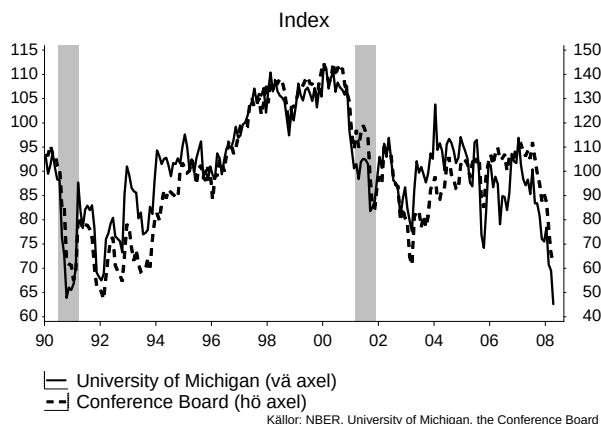
Att Feds räntesänkningar inte haft någon större effekt på bostadsräntorna tar sig flera uttryck. Också hushåll med god kreditvärdighet möter nu stramare kreditvillkor. Detta har i sin tur bidragit till att andelen låntagare som ligger efter med betalningen fortsatt att öka. I dagsläget ligger 6 procent av alla låntagare (17 procent av subprimelåntagarna) efter med betalningen. En konsekvens är att tvångsförsäljningarna ("foreclosures") troligen kommer att stiga ytterligare från dagens rekordnivåer. **Förutom att detta ger upphov till nya förluster för banker och kreditinstitut** bidrar detta till en djupare och mer utdragen anpassning av huspriserna eftersom bostadsutbudet ökar. Huspriset har också inneburit att **omkring 8 miljoner låntagare**, eller 10 procent av de som har bostadslån, hamnat i en situation där **marknadsvärdet understiger lånet på bostaden**. Det återstår att se om de olika åtgärder

som nu vidtas för att begränsa den negativa dynamiken på bostadsmarknaden får effekt.

Hushållen kläms från flera håll

Kombinationen av tuffare kreditvillkor, svagare arbetsmarknad, fallande huspriser och stigande bensinpriser syns nu tydligt i hushållens förtroendeindikatorer. Dessa har fallit kraftigt under våren och ligger nu på nivåer som är förenliga med fallande konsumtion.

USA: Konsumentförtroende



Att nedgången i ekonomin i så hög grad är relaterad till hushållssektorn avviker från konjunkturedgången 2001, som i huvudsak drevs av en investeringsanpassning i företagssektorn. Nuvarande recession påminner därmed i flera avseenden om nedgången i början på 1990-talet. Också den gången var det en påtaglig inbromsning på bostadsmarknaden, vilket bidrog till en markant men ganska kortvarig konsumtionsnedgång.

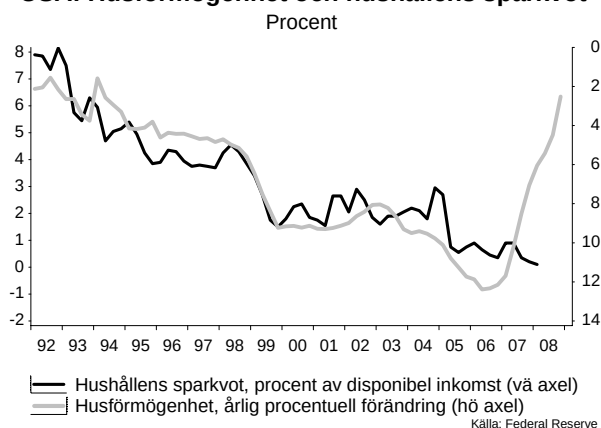
Kopplingen mellan husförmögenhet och konsumtion blir central för hur djup konsumtionsavmattningen blir. Skattningar från IMF tyder på att ca 13 procent av en stigande husförmögenhet slår igenom i ökad konsumtion. Detta är en hög siffra jämfört med traditionella skattningar som brukar tyda på en förmögenhetseffekt runt 5 procent. Orsaken till den uppgraderade känsligheten är att amerikanska hushåll under "de goda åren" i hög grad utnyttjat möjligheten att ta nya konsumtionslån med bostaden som säkerhet. Med en förmögenhetseffekt på 5 procent tyder våra beräkningar på att **fallande huspriser dämpar konsumtionsökningen med drygt 1 procentenhet per år under 2008 och 2009**. IMF:s bedömning tyder alltså på att effekterna skulle kunna bli mer än dubbelt så stora.

Pressen på hushållens ekonomi kommer också från andra håll. Svagare arbetsmarknad håller tillbaka inkomsterna samtidigt som stigande priser på energi och mat gör sitt till för att urholka köpkraften. I april ökade de genomsnittliga timlönerna i privata sektorn med 3,4 procent. I och med att inflationen ligger kvar kring 4 procent **faller således lönerna i reala termer**.

Sammantaget innebär vår prognos att hushållens reala inkomster växer med 1,9 procent i år och 1,8 procent nästa år.

Vi räknar med att hushållens konsumtion kommer att falla i reala termer under det andra kvartalet. Tack vare det finanspolitiska stimulanspaketet väntas dock konsumtionen uppvisa svagt positiva utvecklingstal under det andra halvåret för att sedan återigen dämpas under inledningen av 2009. Mätt som årsgenomsnitt **dämpas konsumtionstillväxten från 2,9 procent 2007 till 1,4 procent 2008**. 2009 uppgår konsumtionstillväxten till 0,7 procent. Prognosen innebär en ganska måttlig anpassning av sparandet som stiger till 2,5 procent av disponibelinkomsten mot slutet av prognosperioden. Att döma av historiska samband mellan husförmögenhet och sparkvot finns det dock en risk att anpassningen blir kraftigare än så.

USA: Husförmögenhet och hushållens sparkvot

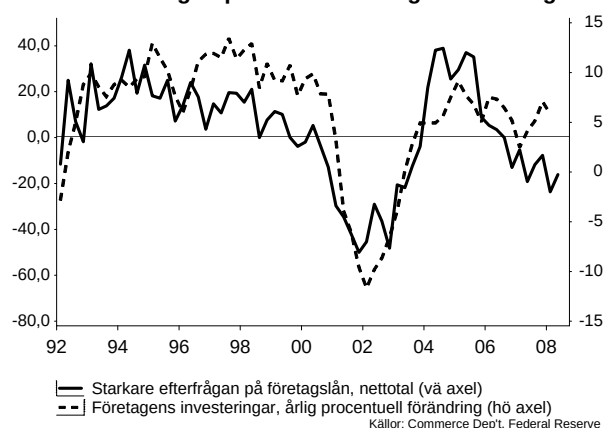


Dämpning av företagsinvesteringarna

Företagens förtroendeindikatorer har försvagats en del, om än inte alls i samma utsträckning som för hushållen. Industrikonjunkturen har mattats av till följd av en svagare hemmamarknad. En fortsatt hygglig tillväxt i omvärlden och den mycket svaga dollarn håller fortfarande emot. Efter flera år av hög vinsttillväxt är företagen dessutom i en position där de kan internfinansiera investeringar och därmed, åtminstone delvis, undvika nuvarande höga upplåningskostnader. Detta minskar risken för en kraftig **investeringsnedgång**. Att efterfrågan på företagslån, som historiskt sett varit en hygglig indikator på företagsinvesteringarna, vikt ner men inte kollapsat tyder också på att investeringssnedgången kommer att bli förhållandevis mild.

Samma faktorer som drev bostadsinvesteringarna till ohållbara nivåer har också bidragit till en boom i företagens bygginvesteringar som de senaste åren motverkat fallet i bostadsinvesteringarna. Att nu företagens bygginvesteringar vänt ner kommer sannolikt att innebära ökade kreditförluster för bankerna och negativa effekter på sysselsättning och tillväxt.

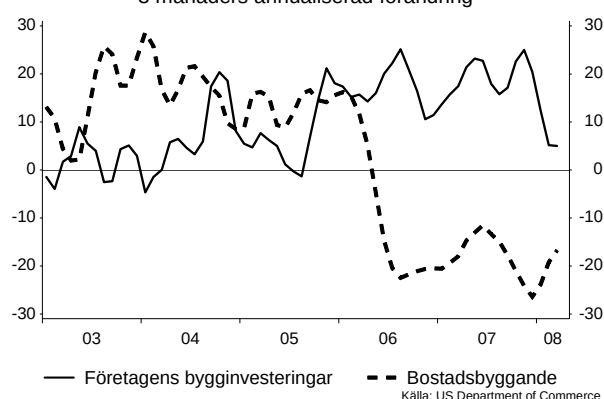
USA: Efterfrågan på lån och företagsinvesteringar



Gradvis vikande efterfrågan på viktiga exportmarknader gör att de senaste kvartalens nära tvåsiffriga amerikanska exporttillväxt dämpas framöver. Detta bidrar i sin tur till att dämpa investeringsbehovet. Förmodligen kommer ytterligare justeringar i vinstprognoserna det närmaste halvåret, vilket också är en viktig förklaring till att vi reviderar ner investeringsprognosen. Sammantaget räknar vi med att företagens investeringar, mätt som årsgenomsnitt, faller med 0,4 procent 2008 efter att ha ökat 4,7 procent 2007. Denna investeringssnedgång är relativt mild med historiska mått mätt. Att investeringsnivån är förhållandevis låg i utgångsläget talar för att behovet att minska investeringarna är mindre i dag jämfört med tidigare nedgångar.

USA: Bygginvesteringar

3 månaders annualiserad förändring

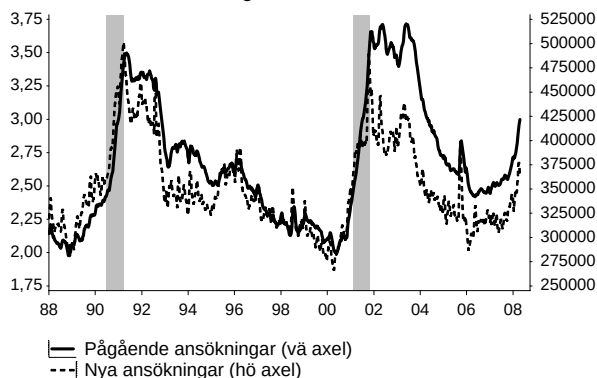


Arbetsmarknaden allt svagare

Arbetsmarknaden tycks nu vara på väg att försämrats, i linje med prognoserna i förra NO. Sysselsättningen i den privata sektorn har fallit med i genomsnitt 78 000 per månad sedan i januari. Det historiska normala har varit att sysselsättningen fallit med åtminstone i genomsnitt 200 000 per månad under den mest intensiva neddragningsperioden i en recession. Sentimentsindikatorer tyder också på att sysselsättningen kan komma att falla i snabbare takt framöver.

USA: Ansökningar om arbetslöshetsersättning

1 månads glidande medelvärde



Källor: US Department of Labor, NBER

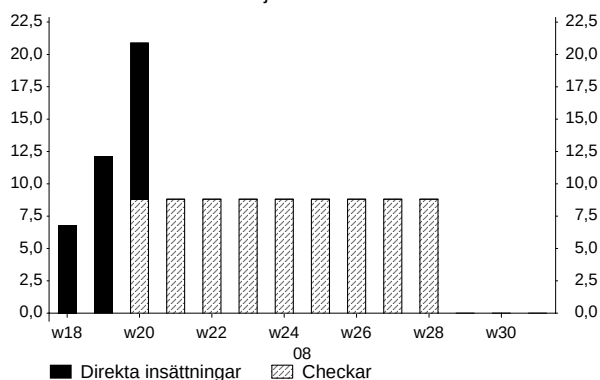
Men det finns dock några starka skäl som talar för att nedgången inte behöver bli fullt så kraftig denna gång. Företagen har varit mer återhållsamma såväl i investerings- som anställningsbeslut under den senaste konjunkturcykeln. Att företagen ser ut att hålla uppe vinstnivån hyfsat under recessionen talar också för att nedskärningsbehovet på personalsidan inte blir så stort. En given dämpning i sysselsättningen behöver heller inte ge ett lika stort utslag i arbetslösheten som under tidigare konjunkturedgångar beroende på att den underliggande trendtillväxten i arbetsutbudet tycks ha blivit lägre under senare år. Vi håller därmed fast vid vår tidigare bedömning att **arbetslösheten kommer att toppa på 6,5 procent** under senare delen av 2009.

Finanspolitiken ger temporär tillväxtempuls

Skatterabatterna har nu börjat sändas ut till amerikanska hushåll. Hur mycket av paketet på USD 110 miljarder som kommer att konsumeras blir avgörande för det kortsiktiga tillväxtmönstret. Av 2001 års stimulanspaket konsumerades omkring 40 procent inom nio månader. Den gången kombinerades dock stimulansen med en "permanent" sänkning av marginalskatten, vilket sannolikt ökade verkningsgraden. Därtill var inte hushållens sparkvot lika nedpressad som i dag. Å andra sidan tyder forskningen på att låg- och medelin-

USA: Stimulanspaketet

Miljarder USD

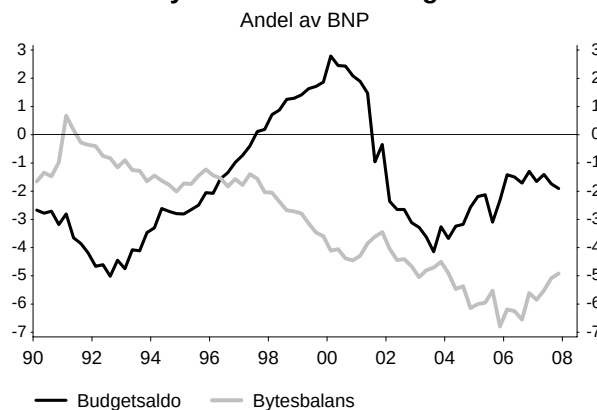


Källor: IRS, US Treasury, SEB

komsttagare har en större konsumtionsbenägenhet än höginkomsttagare, vilket talar för att 2008 års stimulanspaket kan komma att få större effekt. **Vår sammanvägda bedömning är att ungefär 30 procent av paketet konsumeras.** Paketet ger en tillfällig tillväxtrekyl, främst under det tredje kvartalet. Mot slutet av året klingar effekterna av och tillväxten sjunker tillbaka igen. Bensinpriset har samtidigt stigit till rekordnivåer, vilket motverkar den finanspolitiska stimulansen.

Underskottet i de offentliga finanserna kommer nu att öka i snabb takt. Såväl det finanspolitiska paketet som en cyklisk dämpning till följd av minskade skatteintäkter bidrar till nedgången. Dessutom räknar vi med att ytterligare stimulanspaket kommer att genomföras under 2009 oavsett valutgången. Sammantaget innebär detta att underskottet i den federala budgeten ökar till ca 5 procent av BNP. Vi räknar dock inte med att det minskande sparandet i offentlig sektor ska bryta trenden med en långsam nedgång av USA:s underskott i bytesbalansen. Den svaga dollarn i kombination med en kraftig avmattning av den inhemska efterfrågan innebär tillräckliga motkrafter.

USA: Bytesbalans och budgetsaldo



Källa: US Department of Commerce

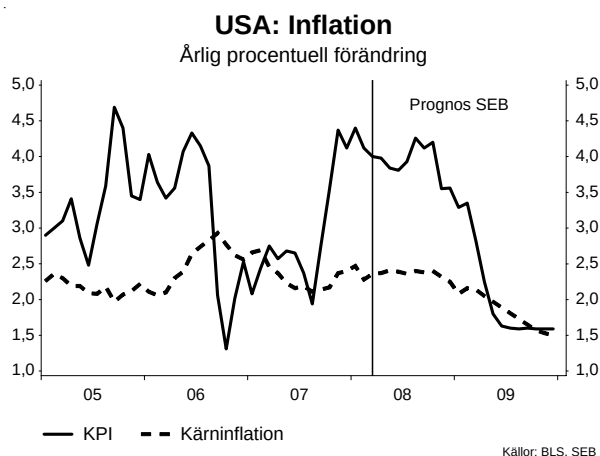
Inflationen dröjer sig kvar

KPI-inflationen har stigit i snabb takt driven av energi- och matpriser. Under det närmaste halvåret kommer inflationen att ligga mellan 4 och 4½ procent. På kort sikt utgör ännu större genomslag på bensinpriset i konsumentledet en uppåtrisk.

Uppgången i kärninflationen har varit måttlig. Kärninflationen ligger nu på 2,4 procent efter en liten rekyl nedåt i början på året. Trots detta har vissa mått på mer långsiktiga inflationsförväntningar börjat stiga, vilket säkert bidragit till att Fed signalerat paus i räntesänkningarna.

Enligt vår bedömning kommer såväl KPI-inflationen som kärninflationen att falla tillbaka, delvis som en effekt av avmattningen i ekonomin. Sammantaget innebär vår prognos att kärninflationen ligger kvar något över 2 procent som genomsnitt för 2008, för att där-

efter dämpas ytterligare 2009. Kärninflationen i den privata konsumtionsdeflatoren ligger trendmässigt lite lägre än kärn-KPI, varför det är troligt att denna hamnar nära 2 procent som genomsnitt för 2008.



Det historiska sambandet pekar samtidigt på att kärninflationen reagerar på en förändring i arbetslösheten med ca ett års eftersläpning. Att arbetslösheten stigit med 0,6 procentenheter sedan bottennivån i mars 2007 betyder att lediga resurser gradvis kommer att öppnas och det inhemska inflationstrycket dämpas. Vi räknar dock med att inflationsprocessen blir mer seg-

dragen än normalt. Detta beror på att sekundära effekter av stigande energi och matpriser inte helt kan undvikas.

Fed sänker till 1,5 procent i höst

Vår bedömning är således att den ekonomiska återhämtningen dröjer och att det kommer nya tillväxtbetsvikelser när effekten från det finanspolitiska paketet klingar av. Mot bakgrund av detta är det troligt att Fed sänker styrräntan ytterligare i höst för att motverka nedgången i ekonomin. Vår prognos är att Fed funds sänks med **ytterligare 50 punkter till 1,50 procent**. En enkel Taylorregel och våra prognoser över arbetslöshet och kärninflation är konsistent med ett sådant agerande.

Att den ekonomiska nedgången blir utdragen gör att det dröjer relativt länge innan Fed börjar normalisera penningpolitiken. Under efterkrigstiden har Fed **aldrig påbörjat en höjningscykel förrän arbetslösheten toppat**. Vi tror inte att man kommer att göra det den här gången heller. Inte heller tror vi att Fed höjer räntan innan huspriset faller avstannat, vilket inte lär ske förrän en bra bit in i 2009. Bedömningen är därför att **Fed inte kommer att höja räntan förrän sent nästa år**.

Inga höjningar i sikte det närmaste året

Arbetslösheten toppar	Fed börjar höja	Differens
Sep 1954	Jan 1955	+4
Jul 1958	Aug 1958	+1
Maj 1961	Aug 1961	+3
Dec 1970	Apr 1971	+4
Maj 1975	Jun 1975	+1
Jul 1980	Aug 1980	+1
Dec 1982	Maj 1983	+5
Jun 1992	Feb 1994	+20
Jun 2003	Jun 2004	+11
Sep 2009*	Okt 2009*	+1*

* SEB:s prognos

De finansiella marknaderna räknar för närvarande med att Fed kan komma att höja räntan i slutet av 2008 och att ytterligare höjningar kommer nästa år så att räntan mot slutet av 2009 ligger på 3,0 procent. Detta avviker från vår prognos om att Fed sänker räntan under 2008 och att en höjningscykel påbörjas först i slutet av 2009.

Vår ränteprognos baseras på vår syn på tillväxt och framför allt arbetsmarknad. De senaste 50 åren har

arbetslösheten varit en utmärkt ledande indikator på omsvängningar i penningpolitiken. Under denna period har Fed aldrig påbörjat en ny räntehöjningscykel innan arbetslösheten toppat. Enligt vår prognos toppar arbetslösheten på 6,5 procent i september 2009, varpå Fed påbörjar höjningscykeln kort därefter. Vår prognos innebär ändå en relativt måttlig uppgång av arbetslösheten i ett historiskt perspektiv. Arbetslösheten brukar i recessioner stiga mer än de omkring 2 procentenheter vi räknar med, och uppgångsfasen varar ofta längre än vi prognostiserat denna gång.

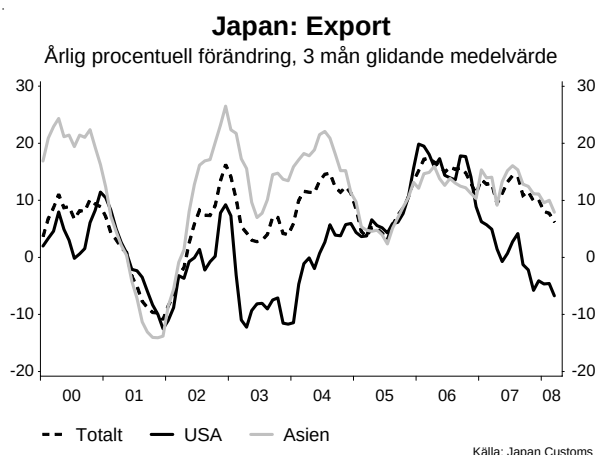
Att Fed ska höja räntan innan huspriserna slutat falla är inte troligt. Enligt vår bedömning kommer inte amerikanska huspriser att bottna ur förrän en bra bit in i 2009. Husprisanpassningen kan mycket väl bli mer utdragen än så. Åtskilliga OECD-länder har upplevt reala husprisfall de senaste 40 åren. I genomsnitt har huspriserna fallit med 30 procent i reala termer och anpassningen har pågått i sex år.

Hankar sig fram

- Exportens motståndskraft försvagas
- Fortsatt moderat konsumtionstillväxt
- Svag underliggande inflationsuppgång

Japan är på väg in i en lugnare tillväxtfas efter fyra relativt starka år. Svagare extern efterfrågan och höga råvarukostnader hämmar export och investeringar. Konsumtionen utvecklas dock fortsatt hyggligt. **BNP ökar med 1,2 procent både 2008 och 2009**, något under trend på 1,5 procent. Prognosen för nästa år är något nedjusterad. **Inflationstrycket förblir svagt**, trots vissa kvarstående bristtendenser på arbetsmarknaden.

Exporten har dämpats måttligt i vinter, trots svag försäljning till USA. Samtidigt har importen hållits tillbaka av den tröga inhemska efterfrågan. Nettoexporten kommer därför att ge fortsatt relativt stort bidrag till BNP-tillväxten i början på året. **Exporten gynnas av förändrade mönster i utrikeshandeln.** Under 2000-talet har handeln med övriga Asien ökat snabbt. Kina (inklusive Hong Kong) utgör nu en lika stor exportmarknad som USA; länderna stod 2007 för vardera cirka 20 procent av totalen. Effekter av den tidigare trendmässiga förbättringen av konkurrenskraften bidrar också till att stötta exporten.



Gradvis dämpas dock exporttillväxten mer tydligt. Efterfrågan från Asien mattas. Därtill fortsätter under 2008 den rörelse mot starkare valuta som påbörjades under förra sommaren. Effekten på exporten torde dock inte bli så stor eftersom yenen fortfarande ter sig något undervärderad.

Investeringarna sviktade i föl efter flera starka år. Det berodde delvis på en temporär kollaps i bostadsbyggandet orsakad av en regeländring. Byggandet åter-

hämtar sig nu något, men återgår inte till den tidigare starka trenden eftersom ökad osäkerhet på fastighetsmarknaden hämmar. Omsättningen har dämpats, delvis beroende på minskat intresse från utländska finansiella institutioner i spåren av den globala kreditkrisen. Företagens maskininvesteringar förblir relativt svaga att döma av påtagligt nedjusterade planer i Tankan-barometern.

Hushållens konsumtion utgör en stöttande kraft i japansk ekonomi. Konsumtionen tuffar på i en måttlig tillväxttakt på 1¼ procent per år. Lönstillväxten har tilltagit något på senare tid och vi räknar med en fortsatt ganska stark arbetsmarknad. God förmögenhetsställning ger också stöd för en viss uppgång i konsumtionen. En snabbt dalande framtidstro utgör en nedåtrisk i prognosen. Denna indikator är dock svårtolkad då exempelvis detaljhandelstillväxten stärkts under motsvarande period.

Inflationstakten har stigit från nollstrecket förra sommaren till 1,2 procent, den högsta nivån på ett decennium. Likväl går det inte att tala om ett säkert brott av den långa deflationsperioden. **Den efterfrågedrivna inflationen är fortfarande svag**, trots flerårig tillväxt över potentiell nivå och en arbetslöshet som kommit ned till en trolig långsiktig jämviktsnivå. Borträknat energi och mat ligger prisförändringen bara strax över noll, med en svagt uppåtriktad trend sedan förra sommaren. Fortsatt lågt underliggande pristryck är att vänta.

Ränta och politik i viloläge

I kombination med negativa globala risker betyder detta att Bank of Japan (BoJ), även med den nye chefen Shirakawa, väljer att lämna den låga **styrräntan på 0,50 procent orörd ännu ett år**. BoJ har haft som mål att "normalisera" räntan till uppskattningsvis 2,0-2,5 procent. Ett argument har varit att alltför låg ränta kan föda finansiella och reala bubblor. Detta torde dock successivt blekna under den fortgående finansiella anpassningen.

Även finanspolitiken befinner sig i ett viloläge.

Den förbättrade tillväxten har gett utrymme för vissa lättnader i finanspolitiken det senaste året, men läget blir besvärligare framöver när tillväxten viker. Budgetunderskottet har kommit ned till mer måttfulla nivåer, men den enorma statsskulden kvarstår. Regeringen Fukuda, som suttit i drygt ett halvår, hämmas delvis också av oppositionens dominans i överhuset.

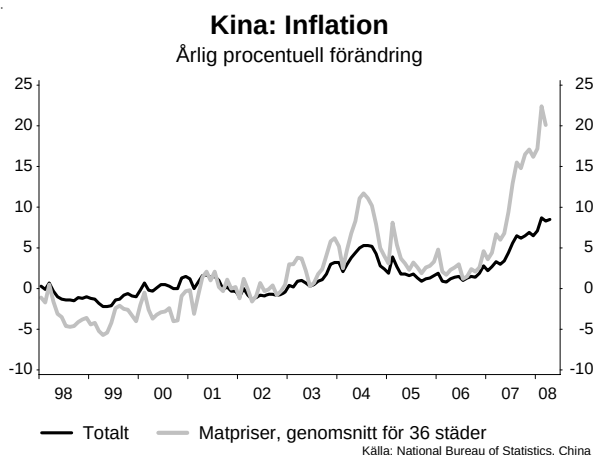
Gradvis avmattning

- Exporten bromsar på sikt
- Underliggande pristryck väntas stiga
- Åtstramningen intensifieras

Ännu finns få tecken på en avmattning i den kinesiska ekonomin. Första kvartalet var BNP-tillväxten fortfarande så hög som 10,6 procent, trots att den stränga vintern bidrog till dämpad ekonomisk aktivitet. Exportens ökningstakt har tagit ny fart efter en viss dämpning i slutet av förra året och den inhemska efterfrågan är fortsatt stark.

Framöver räknar vi dock med att den globala konjunkturnedgången tillsammans med ekonomisk-politiska åtstramningar resulterar i en **successiv dämpning av BNP-tillväxten** från 12 procent i fjol till **10 procent i år och 8,5 procent 2009**.

Exportefterfrågan mattas då den amerikanska nedgången i viss mån sprider sig till övriga Asien och EU. Därmed dämpas också inkomstutvecklingen för de anställda i exportsektorn, vilket håller tillbaka konsumtionsökningen något. De senaste fem årens snabba expansion har gjort **konsumtionen till en viktig tillväxtmotor**. Förra året bidrog hushållens konsumtion med ett lika stort bidrag till BNP-ökningen som investeringarna. Svagare internationell efterfrågan dämpar också investeringsökningarna nästa år. Åtstramningsåtgärder t ex i form av fortsatt höjda reservkrav för banker (senaste i slutet av april) samt höjda räntor får gradvis också större effekt.

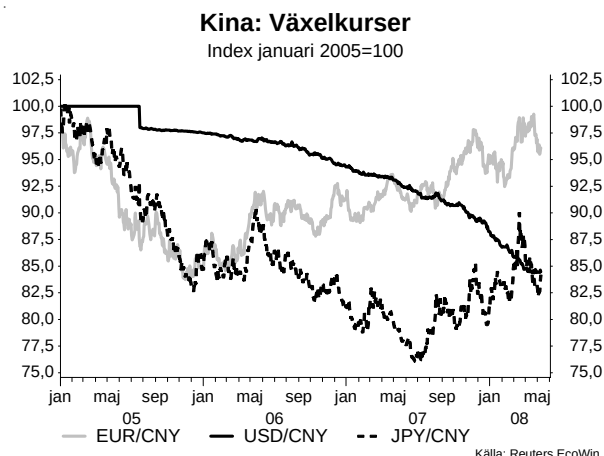


Tillväxtmönstret påverkas också av sommarens olympiska spel i Peking. Förutom ekonomisk stimulans genom stora investeringsprojekt bidrar tävlingarna till något högre BNP-tillväxt i år genom ökad turism.

Inflationstakten har stigit brant och har de senaste månaderna legat runt 8 procent; den högsta nivån på tolv år. Fortfarande är dock **inflationssuppgången kon-**

centrerad till livsmedelspriser, främst fläskpriser. Kärninflationen, där livsmedel och energi exkluderas, ligger fortfarande så lågt som ca 1 procent. Pristrycket i producentledet för varaktiga konsumtionsvaror är också fortsatt dämpat. **Snabbt stigande löner** i kombinationen med höjda inflationsförväntningar hotar dock att bygga upp ett underliggande inflationstryck på sikt. I den expansiva Guangdong-provinsen kommer t ex lönerna att öka med minst 12 procent i år.

Stigande inflation och allt tydligare resursrestriktioner gör att den kinesiska regimen nu **intensifierar den ekonomisk-politiska åtstramningen** i syfte att få ner tillväxten till en mer hållbar nivå runt 7-8 procent. När Pekings olympiska spel väl är genomförda bidrar det troligen till att regeringen är mer benägen att riskera att tillfälligt hamna under denna långsiktiga nivå. Under förberedelseperioden för OS har de politiska och prestigemässiga kostnaderna av eventuellt folkligt missnöje riktad mot åtstramningspolitik och dämpad tillväxt troligen ansetts för stora. Samtidigt fortsätter dock de utbudsrelaterade satsningarna; exempelvis indikeras att de årliga infrastrukturinvesteringarna kommer att ligga kvar runt 7 procent av BNP.



Valutapolitiken spelar en central roll i åtstramningspolitiken. Hittills i år har yuanens apprecieringstakt mot USD accelererat och ligger nu nära 10 procent i årstakt. Samtidigt innebär den fallande USD en svagare utveckling för yuanen gentemot andra stora valutor. Mot euron har yuanen t ex försvagats med närmare 15 procent sedan början av 2006. Mätt i effektiva termer uppgår den sammantagna apprecieringen sedan dollarkopplingen släpptes juli 2005 till modesta 5 procent. Framöver räknar vi med att **apprecieringstakten gentemot USD dämpas något**. Genom att försvagningen av dollarn mot övriga världsvalutor snart väntas upphöra och vändas i en gradvis appreciering sker dock en tydlig acceleration av yuanens effektiva appreciering.

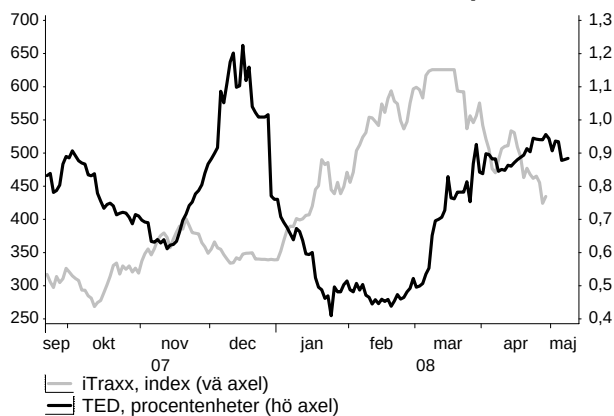
Svag tillväxt nästa år

- Tillväxt under trend i år, ännu svagare 2009
- Rekordhög inflation i år, men dämpning 2009
- Refiräntan på 3 procent nästa höst

Förra året ökade BNP i Euro-zonen med 2,6 procent, klart över trendtillväxt på ca 2 procent. Efterhand har dock de negativa effekterna av inbromsningen i USA och kreditproblemen blivit tydligare. Vi räknar med att **tillväxten dämpas till 1,4 procent i år och ytterligare till 1,1 procent nästa år**. Detta innebär en mindre upprevidering för i år, men en nedrevidering med nästan en halv procentenhet för 2009.

Inflationsuppgången har blivit kraftigare än väntat och HIKP ligger nu på rekordhöga nivåer. Inflationsuppgången fördröjer räntesänkningar från ECB. Mot slutet av året räknar vi dock med att en mer markerad konjunkturavmattning börja pressa ned inflationen. ECB får då tillräckliga motiv för att börja stötta ekonomin med räntesänkningar. Vi räknar med att refiräntan sänks till 3 procent under hösten 2009.

Euro-zonen: iTraxx och TED-spread



Finansiella pressen fortsätter

Även det europeiska banksystemet brottas med svårigheter som tycks hänga kvar längre än väntat. Visserligen har olika marknadens funktionsätt återupprättats efter vinterns förlamning. Att den s k TED-spreaden, dvs skillnaden mellan interbankräntan (LIBOR) och statsskuldväxeln, åter har vidgats illustrerar dock grundläggande problem inom det finansiella systemet. Vi räknar med att de problem som flera stora europeiska banker har gradvis får allt större negativa effekter på den privata konsumtionen och företagens investeringar.

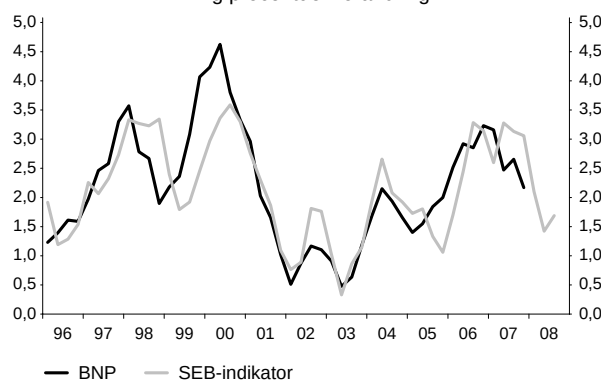
Svagare tillväxt 2009

De senaste månadernas statistikflöde ger en blandad bild av Euro-zonens motståndskraft. Utsikterna för Spanien och Italien har försämrats dramatiskt, medan

sentimentsindikatorer för Tyskland återhämtade sig i början på året. De senaste månadssiffrorna för såväl tyska Ifo- som ZEW-indikatorn var dock en besvikelse. SEB:s egen tillväxtindikator tyder på att Euro-zonens BNP-tillväxt kommer att hamna runt 1,5 procent de närmaste kvartalen.

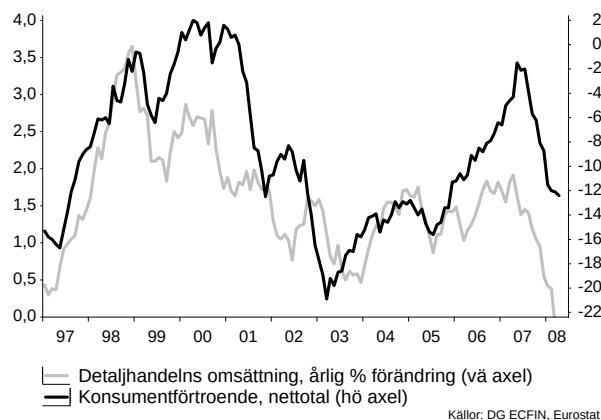
Euro-zonen: BNP

Årlig procentuell förändring



Euro-zonens export hålls tillbaka av den globala inbromsningen och den starkare euron. Den nominella exporten till USA har mattats av från toppnoteringen i januari 2006, då den steg med hela 16 procent, till en nedgång med ca 10 procent i början på 2008. Det stigande handelsutbytet med snabbväxande ekonomier i Asien och Östeuropa utgör dock en viktig motkraft. Exportandelen till Ryssland och Centraleuropa (CEE4-länderna Polen, Slovakien, Tjeckien och Ungern) har t ex ökat från ca 10 procent år 2000 till nuvarande drygt 15 procent. Den nominella exporttillväxten till denna region har visserligen också gått ned, men ligger ändå på mellan 3 och 4 procent i årstakt. Framöver kommer dessutom den brittiska avmattningen i kombination med pundets kraftiga nedgång att sätta sina spår. Exporten till Storbritannien är större än till USA; ca 15 procent av totala exporten jämfört med ca 12 procent. Sammantaget räknar vi med att exporttillväxten dämpas från 6 procent 2007 till knappt 4 procent 2008.

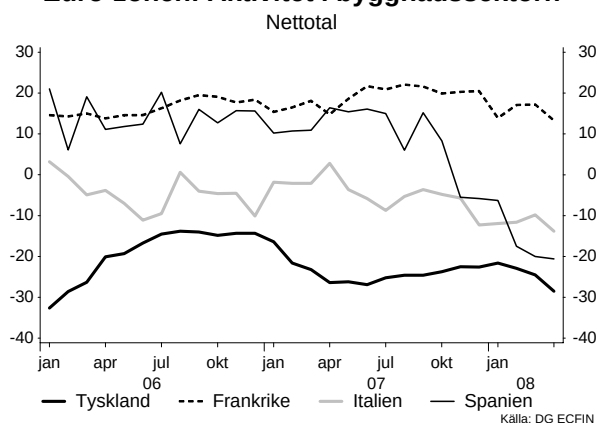
Euro-zonen: Handel och förtroende



Den senaste tidens svaga detaljhandelssiffror och fallande hushållsförtroende gör det mindre troligt att konsumtionen ska ta över som draglok för ekonomin. Att bostadsmarknaden vacklar i flera länder, framförallt Spanien och Irland, kommer också att bidra till att hushållen blir mer försiktiga. Trots detta räknar vi med en stabilare utveckling på bomarknaden i Euro-zonen som helhet än i USA, bl a tack vare en annorlunda struktur på bolånemarknaden.

Det höga hushållssparandet i Euro-zonen utgör också en stabiliserande faktor när det gäller de reala effekterna av den pågående kreditkrisen. Riskerna för en kraftig konsumtionsnedgång är således mindre än i USA och Storbritannien. Sammantaget räknar vi med att hushållens konsumtionstillväxt dämpas från 1,5 procent 2007 till 1,3 procent både 2008 och 2009.

Euro-zonen: Aktivitet i byggnadssektorn



Även bruttoinvesteringarna mattas av till följd av den globala inbromsningen och svagare exportutvecklingen. I viss mån har också stramare kreditförhållanden börjat bita. Vi räknar med att tillväxten i de fasta bruttoinvesteringarna växlar ned från 4,2 procent i fjol till strax under 3 procent i år.

Euro-zonen följer därmed USA ned i tillväxtsvackan. Nedgången blir dock mildare och kommer med längre fördröjning än det historiskt normala. **BNP-tillväxten stannar på 1,4 procent i år i Euro-zonen som helhet och 1,1 procent 2009** – en marginell upprevidering i år, men tydlig nedjustering för 2009 jämfört med bedömningen i februari. Den tyska BNP-tillväxten hamnar på 1,6 procent i år och något lägre 2009.

Litet utrymme för finanspolitiken

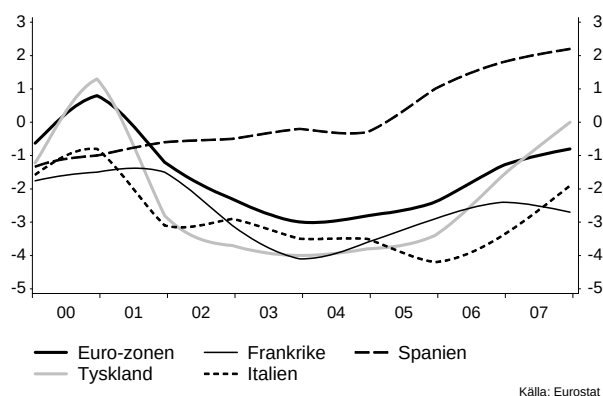
Konjunkturavmattningen sätter spår i budgetutvecklingen. Skattningar tyder på att 1 procentenhets lägre BNP-tillväxt försvagar budgetsaldot med ca 0,5 procent av BNP. Försvagningen av statsfinanserna kommer i ett skede då konsolideringsprocessen efter de stora underskotten i början på decenniet inte kommit speciellt långt.

Den tyska budgeten uppvisade ett mindre överskott förra året. De senaste årens förbättring har inte bara varit ett resultat av den starkare konjunkturen. Reformeringen av socialförsäkringssystemen innebär också en varaktig förbättring. Trots att skatteintäkterna har fortsatt upp under första kvartalet i år räknar vi dock med att årets budget kommer att uppvisa ett litet underskott.

I Frankrike ser läget sämre ut. Budgeten ligger på minus och är på väg att försvagas ytterligare. I Italien har en hyfsad konjunktur i kombination med skattehöjningar – genomdrivna med stor möda av Romano Prodis tidigare mitten-vänsterregering – i viss mån förbättrat det prekära budgetläget. Med Silvio Berlusconis återkomst vid makten är det troligt att politiken läggs om i en mer expansiv riktning. Spanien är det större land i Euro-zonen som har starkast statsfinanserna. Ett relativt stort finanspolitiskt paket är nu på väg för att motverka nedgångstendenserna i ekonomin.

Budgetsaldo

Procent av BNP



Sammantaget kan man dra slutsatsen att en svag finanspolitik under tidigare högkonjunktur nu leder till problem i den ekonomiska politiken. Totalt sett går Euro-zonen in i den ekonomiska avmattningen med ett underskott i de offentliga finanserna. Därmed är utrymmet för finanspolitiska stimulanser litet, inte minst mot bakgrund av stabilitetspaktens restriktioner. För länder som påverkas hårt av den ekonomiska nedgången kan detta bli ett betydande problem, i synnerhet om ECB dröjer med räntesänkningar av hänsyn till kvardröjande inflationsrisker.

Stark arbetsmarknad ytterligare en tid

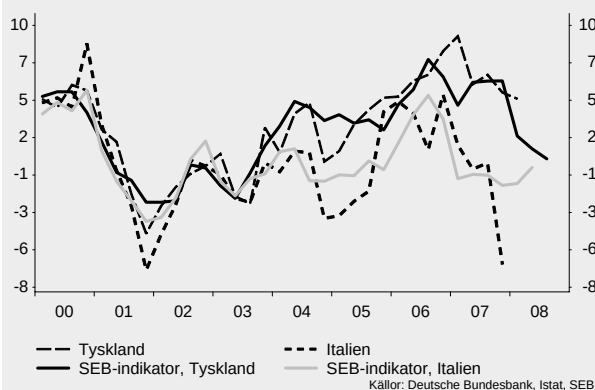
Arbetslösheten i Euro-zonen har fortsatt sjunka. Speciellt har den tyska arbetsmarknaden fortsatt att stärkas, medan en uppgång har noterats i t ex Spanien sedan årsskiftet. Avmattningen i BNP-tillväxten får nu gradvis effekter på arbetsmarknaden. Vi räknar med att arbetslösheten fortsätter ned ett par månader till och att den därefter börjar stiga under andra halvåret.

Ökade spänningar: SEB:s industriindikator pekar nedåt

Den tyska industrin har hittills stått emot påfrestande i form av en stark euro, kreditkris och vikande amerikansk efterfrågan. Industriproduktionen har ökat oväntat starkt i början på året och framtidsstron har varit relativt stabil. Detta återseglar till en viss del den imponerande anpassningsprocess som tysk industri har genomgått efter den långa svacka som följde av återföreningen. Anpassningen har genomförts under de restriktioner som den gemensamma valutatan innebär. Under de mörkaste åren i början på 2000-talet framstod det som en näst intill omöjlig uppgift att genomföra denna anpassning utan hjälp av en valutajustering. I synnerhet som räntenivån länge framstod som för hög med tyska mått.

Total industriproduktion

Årlig procentuell förändring



Nu tycks en spegelvänd diskussion i denna fråga vara under uppsegling. Den kostnadseffektiva tyska industrin tycks kunna hantera såväl en stark valuta

som relativt hög räntenivå. Däremot brottas den italienska industrin med stora problem orsakade av en ogynnsam produktmix och ett högt kostnadsläge. Stora skillnader i sjukdomsbilden på husmarknaden i Euro-zonen utgör också en spänning. Dessa skillnader har bidragit till stora skillnader i spreadar på 10-åriga statsobligationer – möjligen delvis en avspeglning av gryende misstro mot ECB:s möjligheter att på lång sikt jämka ihop de olika behoven inom valutaunionen.

Vår nya indikator för industriproduktionen tyder på att skillnaderna i industrikonjunktur i viss mån består. Indikatorn bygger på samlad information från en rad områden som valuta, energipriser, sentimentsindikatorer etc. Spänningarna lindras dock av att även den tyska industrin tycks vara på väg att dämpas. Samtidigt pekar indikatorn på en viss rekyl uppåt i Italien, efter det kraftiga fallet i slutet av 2007. Tyskland, men också Frankrike, kommer även fortsättningsvis att ha högre tillväxttakt i industrin än Italien och Spanien (se tabellen nedan). De största riskerna för besvikelser ligger dock nu i Tyskland och Frankrike.

Industriproduktion

Årlig procentuell förändring

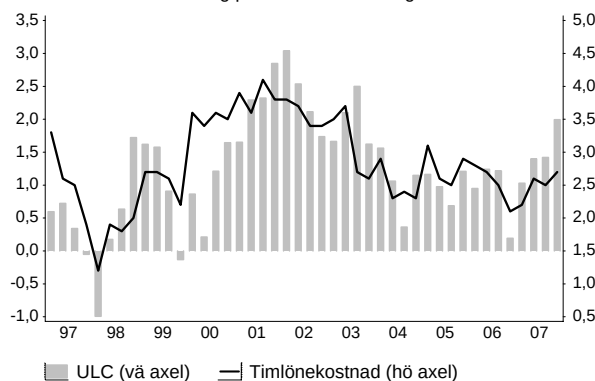
	2006	2007	2008	2009
Euro-zonen	4,0	3,4	1,8	2,0
Tyskland	6,0	5,8	2,7	2,7
Frankrike	1,3	1,8	1,4	1,5
Italien	2,6	-0,2	-0,5	1,0
Spanien	3,7	2,3	1,1	1,4

Källor: Eurostat, SEB

Som årsgenomsnitt blir arbetslösheten 7,1 procent i år och något högre 2009.

Euro-zonen: Lönekostnad och ULC

Årlig procentuell förändring



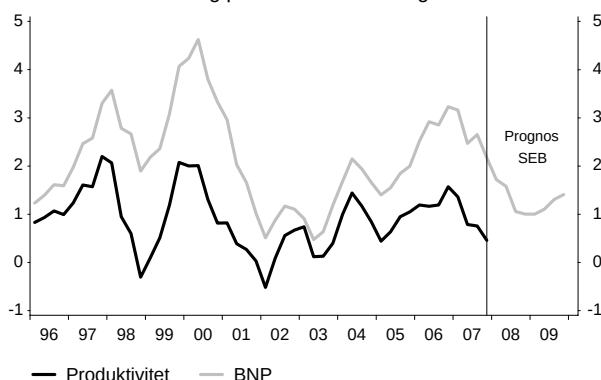
Fortsatt stark arbetsmarknad innebär en tendens till stigande löneökningar, i synnerhet i en miljö där lönta garna kan vilja kompensera sig för stigande priser på

livsmedel och energi. Vi räknar också med att timlöneökningarna i Euro-zonen som helhet växlar upp från dagens 2,5 procent till ca 3,5 procent nästa år. Uppgången blir ungefär lika stor i Tyskland. Flera tyska löneavtal slöts på högre nivå i fjol än på många år. Denna tendens har fortsatt i år. I februari skrev t ex IG Metall ett nytt avtal som ger drygt 5 procents löne-lyft.

En relativt stark produktivitetutveckling de senaste åren har bidragit till ett lågt kostnadstryck. Enhetsarbetskostnadsökningen steg dock från 1 till 2 procent under loppet av 2007. Det finns tecken på att uppgången i arbetsproduktiviteten har drivits av mer utnyttjande av den befintliga arbetskraften och kapitalstocken snarare än egentlig teknologisk utveckling. Slutsatsen av detta är att det snarast har handlat om en cyklisk produktivitetssuppgång som kan vända ned igen när konjunkturen växlar ned.

Euro-zonen: Produktivitet och BNP

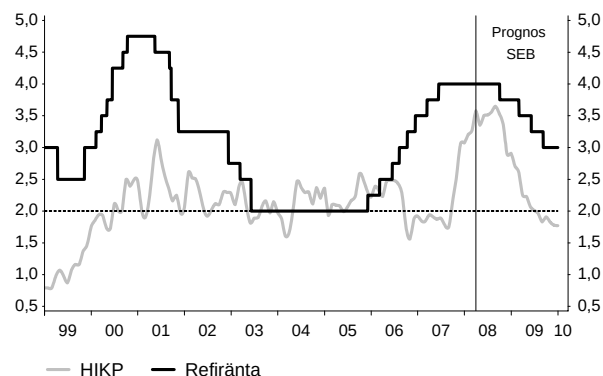
Årlig procentuell förändring



Källor: ECB, Eurostat, SEB

Euro-zonen: Inflation och refiränta

Procent

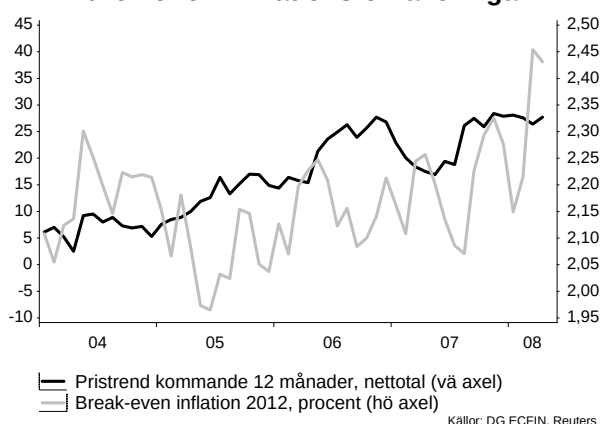


Källor: Eurostat, ECB, SEB

Rekordhög inflation i år, lägre nästa år

HIKP-inflationen låg i mars på 3,6 procent, den högsta nivån sedan euron infördes 1999. I huvudsak drivs inflationen av uppgångar i livsmedel-, olje- och råvarupriser. Kärninflationen har legat relativt stabilt strax under 2 procent det senaste året. I mars noterades dock en uppgång till 2,0 procent, den högsta noteringen sedan april 2003. Även kärninflationen påverkas indirekt av stigande energi- och matpriser. Enligt den sektorsuppdelade inflationsstatistiken uppvisar transport (exklusive bensin) och hotell- och restaurangnäringen störst prisuppgång.

Euro-zonen: Inflationsförväntningar



Källor: DG ECFIN, Reuters

HIKP-inflationstakten beräknas ligga kvar över 3 procent ytterligare ett halvår. Takten växlar därefter ned tydligt mellan november i år och juni nästa år då den ligger på 2 procent. Inflationsprofilen innebär att **HIKP-inflationen i genomsnitt hamnar på 3,4 procent i år och 2,1 procent 2009.**

Det höga resursutnyttjandet innebär risker för ännu högre inflation på kort sikt. På längre sikt överväger dock nedåtrisker kopplade till att kreditkrisen får större realekonomiska effekter än i vårt huvudscenario.

ECB sänker innan årskiftet

ECB har hittills deklarerat att räntesänkningar inte är aktuella i rådande miljö. Med rekordhög inflation, stigande inflationsförväntningar, fortsatt stark arbetsmarknad och ganska höga nivåer på kredit- och penningmängdstillväxt har ECB snarast signalerat att ytterligare höjningar inte är otänkbara. I början på året hade ECB svårt att övertyga de finansiella marknaderna om att en sådan strategi var hållbar. Den senaste tiden visar dock prisbilderna på räntemarknaden att förväntningar på sänkningar i hög grad försvunnit.

ECB befinner sig ändå i en besvärlig situation. Tillväxtutsikterna har gradvis mörknat, vilket inte minst återspeglar sig i bankens egna prognoser. I oktober förra året låg mittpunkten i ECB-stabens BNP-prognoser för 2008 på 2,3 procent. I mars hade prognosen reviderats till 1,7 procent. Till detta kommer exportindustrins speciella svårigheter att hantera den starka euron samt stora påfrestningar på husmarknaden i flera länder. Sett från konjunktursidan saknas därför inte så värst många ytterligare pusselbitar för att föranleda en omsvängning från ECB. Med en ytterligare måttlig nedskrivning av BNP-utsikterna för i år och nästa år från ECB:s sida är det tydligt att ett resursgap håller på att öppna upp sig i ekonomin.

När det gäller inflationen är det troligt att ECB vill vänta in tydliga tecken på en nedgång som bekräftar att andra ordningens effekter i form av t ex kompensationskrav på lönesidan inte växer sig för starka. Vår inflationsprognos pekar på en markant nedgång med början i november. Det är möjligt att ECB inte vill sänka räntan förrän denna realiserats.

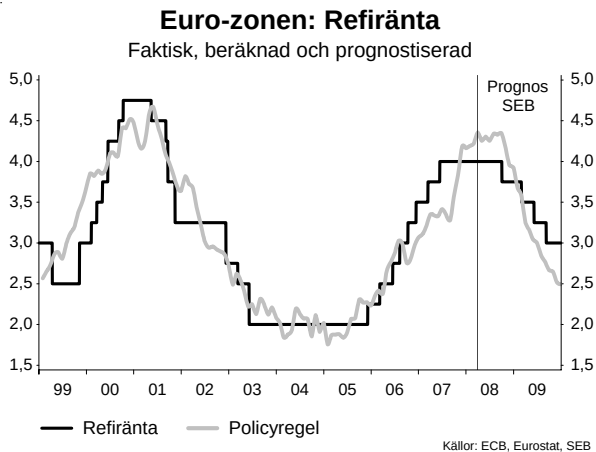
Sammantaget landar vi i slutsatsen att den ekonomiska utvecklingen gradvis får ECB att svänga om mot räntesänkningar under loppet av året. Tydligare avmattningstecken i kombination med en stabilisering av inflationsförväntningar och lönetryck är tillräckligt för att ECB ska känna sig säkra på att nästa steg bör vara en sänkning.

Euro-zonen

Nordic Outlook - Maj 2008

Med tanke på ECB:s nuvarande benägenhet att fokusera på den höga inflationen och tona ned riskerna för konjunkturen lär dock omsvängningen ta ytterligare något halvår. Vi räknar därför med en första räntesänkning under fjärde kvartalet och att den sedan följs av ytterligare sänkningar ned till 3 procent under 2009.

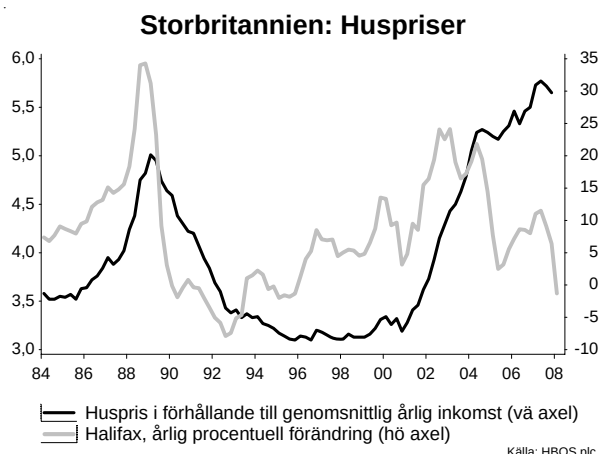
Konsekvenserna av utfall och prognoser för arbetsmarknad och inflation kan illustreras i Taylorregelns reaktionsmönster. Regeln signalerade länge att ECB hade ett utrymme att sänka räntan. Den senaste tidens uppgång i inflationen i kombination med ett fortsatt fall i arbetslösheten har dock bidragit till att regeln kortsiktigt indikerar en betydligt högre ränta (se diagram). Givet vår prognos om något stigande arbetslöshet och fall i inflationen ger det skattade sambandet emellertid en tydlig signal om att räntesänkningar är på väg.



Djupare konjunktursvacka

- **BNP-tillväxten halveras i år**
- **Huspriserna faller med 20 procent**
- **Räntan sänks till 3,50 procent**

Storbritanniens ekonomi bromsar in. Stramare kreditvillkor och relativt hög räntenivå har börjat bita på kombinationen av uppdrivna huspriser och högt skuldsatta hushåll. BNP-tillväxten i år på 1,5 procent är en halvering jämfört med 2007. En markant och ganska utdragen anpassningsprocess på bostadsmarknaden bidrar till att tillväxten 2009 stannar vid blygsamma 1,3 procent. **Prognosen för 2009 är därmed nedjusterad med 0,5 procentenheter sedan NO i februari.** Bank of England (BoE) fortsätter att lätta på penningpolitiken och **styrräntan sänks till 4,0 till årsskiftet och till 3,50 procent en bit in i 2009.**



Liksom i USA spelar bostadsmarknaden en huvudroll i konjunkturutvecklingen. Huspriserna viker nu i snabb takt. Mäklarnas prisförväntningar enligt RICS-enkäten, en god ledande indikator på huspriserna, ligger nu på rekordlåga nivåer och enligt Halifax husprisindex faller nu huspriserna i årstakt. Högre lånekostnader och allt stramare kreditvillkor i kombination med **en tydlig övervärdering** i dagsläget talar för en markant prisanpassning. Vi räknar med en ackumulerad **nedgång på ca 20 procent**. Ett ännu större prisfall kan inte uteslutas, bl a mot bakgrund av IMF:s bedömning att brittiska huspriser är övervärderade med närmare 30 procent.

Kreditåtstramning och fallande huspriser innebär att **konsumtionsboomen är över för den här gången**. Konsumtionstillväxten har i genomsnitt ökat 0,7 procentenheter snabbare än hushållens disponibla inkomster de senaste fem åren, vilket pressat ned sparandet

till rekordlåga nivåer. En stigande sparkvot i kombination med svagare inkomstutveckling gör att konsumtionstillväxten dämpas från 3,1 procent 2007 till 1,4 och 1,1 procent i år och nästa år.

Den kraftiga **försvagningen av pundet** motverkar en ännu djupare ekonomisk nedgång. Den tidigare hårt trängda exportindustrin får därigenom välbehövlig draghjälp. Vi räknar med att ett fortsatt pundfall ger positiva bidrag från utrikeshandeln framöver, trots lägre efterfrågan på viktiga exportmarknader. Men **också inom industrin är en avmattning på gång**. Produktivitetstillväxten är på väg ned vilket i kombination med vikande efterfrågan och stramare kreditvillkor kommer att dämpa vinsttillväxten. Företagen blir därigenom försiktigare med investerings- och anställningsbeslut.

Att nedgången på bostadsmarknaden inte drivs av en svagare arbetsmarknad avviker från det historiska mönstret. Sysselsättningen har fortsatt stiga, samtidigt som arbetslösheten ligger kvar på de lägsta nivåerna sedan 1970-talet. Med en BNP-tillväxt tydligt under den trendmässiga är dock en avkylning på arbetsmarknaden på väg och arbetslösheten beräknas stiga från dagens nivåer.

Pundförsvagningen samt snabbt stigande energi- och matpriser pressar upp **inflationen en bra bit över målet på 2,0 procent i år**. Inflationen förblir hög ytterligare en tid. Nästa år innebär dock lägre resursutnyttjande i kombination med att uppgången i priser på mat och energi faller ur 12-månaderstalen att inflationen faller tillbaka gradvis.

Höga inflationsförväntningar och en mycket låg arbetslöshet sätter restriktioner för hur snabbt BoE kan sänka räntan för att stötta ekonomin. Vår bedömning är att tillväxtriskerna kommer att väga allt tyngre. **Styrräntan sänks** därför från dagens 5,0 **till 4,0 procent mot slutet av året** under året och därefter till 3,50 procent en bit in i 2009. Svaga offentliga finanser gör att finanspolitiska stimulanspaket inte är att räkna med trots Gordon Browns behov av att stärka sin popularitet. Till skillnad från i USA ligger uppgiften att stimulera ekonomin därför helt på centralbanken.

Krympande ränteskillnad gör att pundet försvagas ytterligare mot euron under året. En del av nedgången återtogs dock nästa år, då också ECB genomför en tydligare lättning av penningpolitiken. Pundförsvagningen mot dollarn fortsätter såväl i år som nästa år.

Motståndskraft ännu en tid

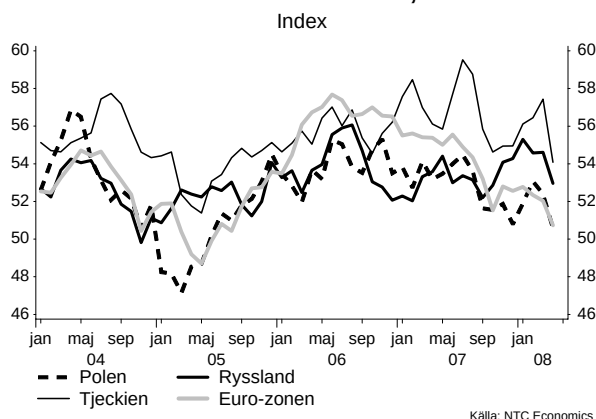
- Fortsatt stark inhemsk efterfrågan
- Trög inflationsnedgång
- Ryssland växer snabbast

Central- och Östeuropa uppvisar stark tillväxt trots avmattningen i omvärlden. Detta beror främst på **dynamisk inhemsk efterfrågan** samt liten USA-exponering i utrikeshandeln. Exporten har hittills hållits uppe väl i de flesta länder. **På sikt bidrar dock avmattningen i Västeuropa i kombination med dämpade kapitalinflöden till att kyla av BNP-tillväxten.**

BNP-tillväxten i nio östländer, inklusive Baltikum, dämpas från 7,4 procent i fjol till 6,3 respektive 5,8 procent 2008-2009.

De baltiska länderna har redan påbörjat en tydlig inbromsning efter de senaste årens kraftiga överhettning. Baltikum, men också flera andra ekonomier i regionen, präglas av **betydande obalanser** i form av stora bytesbalansunderskott och/eller högt inflationstryck. Dessa ekonomiska obalanser dröjer sig i hög grad kvar.

Industrins framtidsstro, PMI



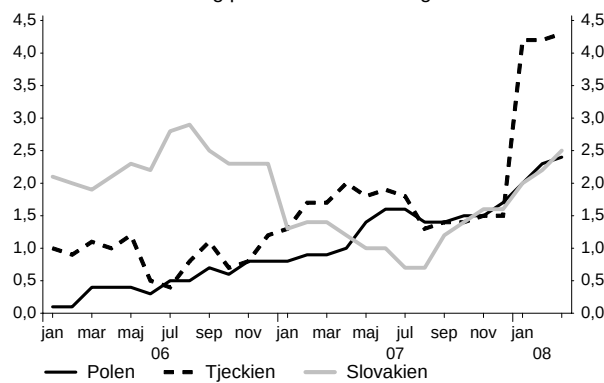
Ryssland får i år den snabbaste tillväxten av länderna i Central- och Östeuropa. BNP ökar med 7,3 procent 2008 och 6,5 procent 2009. Inhemsk efterfrågan är motorn. Höga råvarupriser förblir en stark underliggande drivkraft ännu ett tag, men de klingar av något över tiden. Finanspolitiken ger också stöd, i synnerhet i år. Det höga pristrycket kvarstår, vilket centralbanken försöker motverka genom att tillåta en viss appreciering av rubeln.

Ukraina drar fördel av höga stålpriser. Samtidigt fortgår ett omvandlingstryck i ekonomin som bidrar till växande konsumtion och investeringar. Överhettningssrisker tilltar dock. BNP-tillväxten dämpas gradvis till 5,5 procent 2009. Inflationen, som är över 20 procent, ligger kvar på tvåsiffrig nivå även nästa år. Väx-

ande krav på större löneökningar samt subventioner kan väntas.

Kärninflation i Centraleuropa

Årlig procentuell förändring



I **Centraleuropa** sjunker tillväxten gradvis i Polen, Slovakien och Tjeckien från höga nivåer. Avmattningen bidrar till att dämpa inflationsimpulserna från ett högt resursutnyttjande. Den ungerska ekonomin återhämtar sig sakta efter tidigare finanspolitisk åtstramning.

Räntehöjningarna i Centraleuropa fortsätter den närmaste tiden. I Polen räknar vi med ytterligare totalt 50 räntepunkter, i Tjeckien och Ungern 25 punkter. I Slovakien anpassas räntan till ECB-nivå inför inträdet i Euro-zonen 2009. Tonvikten på räntesänkningarna ligger mot slutet av året för att begränsa inflationen.

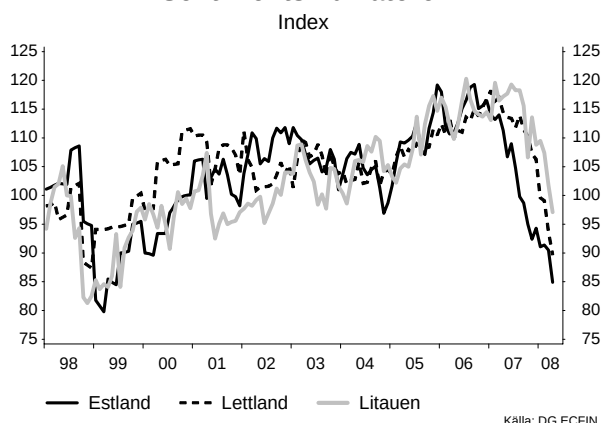
Zlotyn fortsätter att appreciera i år med stöd av räntehöjningar och relativt god ekonomisk utveckling. Vi tror dessutom att regeringen kan överraska positivt när det gäller strukturreformer. Tjeckiens valuta rör sig på kort sikt sidledes till följd av mindre fördelaktiga kapitalflöden än tidigare. Den ungerska forintens fortsätter att slira efter en temporär återhämtning de senaste månaderna; valutan tyngs av stora underskott i budget och bytesbalans samt ökad politisk risk.

Baltikum: Lettland bromsar snabbare

De baltiska ekonomierna bromsar in efter de senaste årens överhettning. **Nedgången är inhemskt ledd och mest accentuerad i Estland och Lettland;** de länder som präglas av störst obalanser.

I Estland förstärks nu den konjunkturdämpning som redan pågått i drygt ett år. I Lettland är förloppet än mer dramatiskt. **Båda ekonomierna kommer att växa klart under potentiell nivå**, som är runt 6-7 procent, både i år och nästa år. Dämpad kreditexpansion och försvagad internationell efterfrågan bidrar till att sänka tillväxten. Inbromsningen är också en följd av resursbrist samt ett omslag i tidigare orealistiskt uppdrivna förväntningar bland hushåll och företag.

Sentimentsindikatorer



Att exporten hyfsat står emot såväl global avmattning som försvagad konkurrenskraft bidrar till att hålla uppe tillväxten. De låga realräntorna samt relativt starka statsfinanser, som lämnar visst utrymme åt finanspolitiska stimulanser, verkar också stabiliserande. Risken i tillväxtprognosen ligger dock på nedsidan.

Obalanser mildras bara något

Obalansproblemen i form av bytesbalansunderskott och inflation består. De stora underskotten i bytesbalansen mildras dock då den höga importtillväxten varvar ned – en process som redan har inletts. Lettlands bytesbalansunderskott väntas falla från 23 procent av BNP i fjol till 16 procent 2009. I Estland sjunker underskottet från 16 till 12 procent under motsvarande period. De mycket höga löneökningarna, cirka 20 procent i Estland och Litauen samt över 30 procent i Lettland förra året, har troligen kulminerat och dämpas ytterligare framöver. Det **dröjer dock ännu något kvartal innan den höga inflationstakten** (11 procent i Estland och Litauen samt 17 procent i Lettland) **vänder nedåt**. Inflationen drivs av såväl underliggande pristryck från lönessidan som effekter av höga energi- och livsmedelspriser. Dessa varugrupper väger relativt tungt i ländernas konsumentprisindex.

Konkurrenskraften har urholkats av de senaste årens accelererande lönetillväxt i kombination med relativt kraftig appreciering av valutorna som alla är knutna till euron. Denna försämring är störst i Lettland och Estland. Förlusterna av marknadsandelar är hittills beskedliga. Om kostnadstrycket ej viker finns risk att konkurrensproblemen på sikt blir mer besvärliga. I ett sådant läge skulle det kunna uppstå en press på de fasta växelkurserna. Vårt huvudscenario är dock att **euro-kopplingarna håller**.

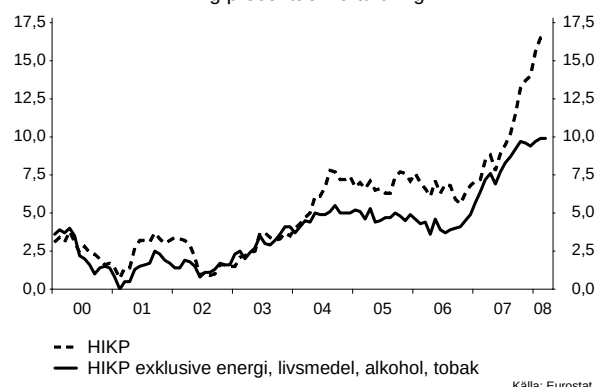
Estlands tillväxt sjunker från 7,1 procent i fjol till 3 procent de närmaste åren. Anpassningen efter den tidigare fastighetsbubblan fortgår åtminstone året ut. Ar-

betsmarknaden började försvagas i vintras och arbetslösheten stiger från i genomsnitt 4,7 procent 2007 till 6,5 procent i år. Att vi inte räknar med en större uppgång beror bl a på tidigare erfarenheter av att tjänsteföretag inte har genomfört speciellt stora personalförändringar vid konjunktursvängningar. Inflationen faller från 8 procent i år till 4 procent 2009.

Lettlands ekonomi bromsar nu in kraftigare än väntat. EU:s sammanvägda enkät bland företag och hushåll är nu nära nivån i samband med Ryssland-krisen för tio år sedan. Ett annat tecken på svalare ekonomisk aktivitet är att kreditillväxten minskat påtagligt. Tecknen på vikande inhemsk efterfrågan är tydliga. Detaljhandelns försäljning sjönk något under första kvartalet i årstakt samtidigt som fastighetsmarknaden fortsatte att svikta. Vi skriver ned BNP-prognosen jämfört med februarirapporten från 7 till 3 procent för 2008 och från 5,5 till 3 procent för 2009. Inflationsprognosen för 2008 ligger trots detta kvar på 14 procent. För 2009 väntas inflationen dämpas till 7 procent.

Lettland: Inflation

Årlig procentuell förändring



Litauens ekonomi växlar ned mjukare. Överhettningstendenserna har inte varit lika utpräglade som i Estland och Lettland. Under de senaste sex årens boom i inhemsk efterfrågan har såväl huspriser som krediter ökat i måttligare takt i Litauen. Detta gör att anpassningen nedåt på fastighetsmarknaden blir mildare i Litauen. BNP-tillväxten dämpas från 8,8 procent 2007 till 5,0 procent 2009, en viss nedrevidering av tidigare prognos.

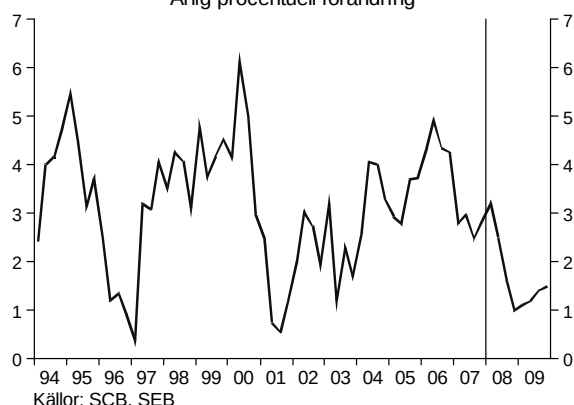
Fortsatt försvagning 2009

- Tillfällig exportförbättring
- Inhemsk efterfrågan dämpas
- Finanspolitiken mildrar nedgången
- Inflationen över 2 procent i år
- Riksbanken sänker till årsskiftet

Svensk ekonomi fortsätter att bromsa in. De flesta signaler tyder dock på fortsatt hygglig fart den närmaste tiden. En rekyl uppåt i varuexporten kommer troligen att ge en stark BNP-siffra för första kvartalet. Sammantaget bedömer vi att **BNP-tillväxten dämpas från 2,8 procent i fjol, korrigerat för antalet arbetsdagar, till 2,1 procent i år. Nästa år minskar tillväxten ytterligare till 1,3 procent.** Det innebär en förändring av tillväxtprofilen jämfört med förra *Nordic Outlook*. Ekonomin håller emot bättre på kort sikt, men de allt mörkare internationella konjunkturutsikterna påverkar gradvis Sverige alltmer. Lågkonjunkturen kulminerar därför 2009.

Hittills har den internationella finanskrisen främst påverkat svensk ekonomi via en svagare dollar och minskad export till USA. Fallande börs har därtill försvagat förmögenhetsställningen, vilket dämpat hushållens framtidstro. Efter hand räknar vi med en **bredare försvagning av den internationella efterfrågan samt mer påtagliga effekter via stramare kreditförhållanden.** Därmed mattas såväl export som inhemsk efterfrågan.

Sverige: BNP-tillväxt
Årlig procentuell förändring



Vår prognos innebär att den ackumulerade tillväxten för 2008 och 2009 blir ca 1 procentenhet högre i Sverige än i Euro-zonen och nästan 2 procentenheter högre än i USA. Starka offentliga finanser, högt hushållssparande samt lågt bostadsbyggande är faktorer som bidrar till en relativ motståndskraft. De starka offentliga finanserna gör att ytterligare stimulanståtgärder nu kan sättas in för att mildra nedgången. Vi

har antagit en stimulans motsvarande 1 procent av BNP nästa år.

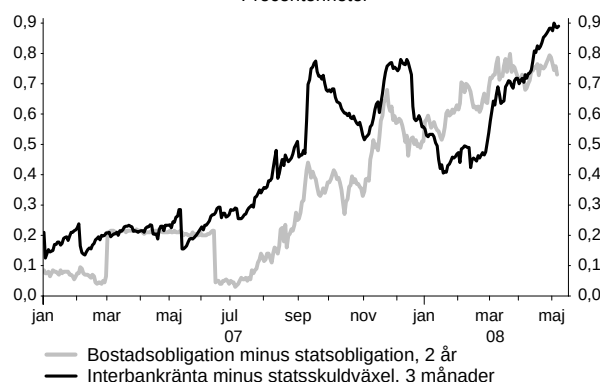
Sysselsättningen växer fortfarande relativt snabbt. Även om indikatorer, som t ex nya lediga jobb, pekar på en tydlig avmattning, dröjer det ytterligare en tid innan sysselsättningen börjar minska och arbetslösheten stiger. Inflationen ligger kvar på höga nivåer det närmaste året, främst beroende på kraftiga prisökningar på energi och livsmedel. Avmattningen på arbetsmarknaden bidrar till att pristrycket dämpas på sikt.

Starkare tillväxt och större inflationsrisker har medfört att vi senarelagt vår prognos för Riksbankens sänknings. Vi räknar nu med att **Riksbanken väntar till slutet av året innan räntesänkningar påbörjas.** Då har avmattningen i ekonomin kommit så långt att effekterna på arbetsmarknaden börjar bli tydliga. Samtidigt har inflationen stabiliserats och inflationsprognoserna på två års sikt signalerar utrymme för en lättare penningpolitik. Nästa höst räknar vi med att reporäntan ligger på 3,25 procent.

Fortsatt finansiell stress

Det svenska finansiella systemet tycks i flera avseenden stå emot den internationella kreditkrisen bättre än många andra länder. Förlusterna i banksystemet har hittills varit små, bl a tack vare liten exponering mot subprimesektorn. Men effekterna är tydliga även här. Den s k TED-spreaden, skillnaden mellan interbankräntan och statsskuldväxeln, har relativt väl följt utvecklingen i t ex Euro-zonen och Storbritannien. Ränteskillnaden mellan bostadsobligationer och statsobligationer har också fortsatt att stiga, vilket påverkar räntekostnaderna för svenska hushåll.

Sverige: TED- och bolånespread
Procentenheter



Bankernas utlåning till hushållen har mattats en del, medan den däremot accelererat till företagssektorn. Företagens ökande låntagande i bankerna är troligen en avspeglning av dyrare och besvärligare villkor när det gäller egen finansiering på kapitalmarknaden. Vår slutsats är att problemen på kreditmarknaden också i

Sverige kommer att sätta tydligare spår i den reala ekonomin framöver.

Sverige: Utlåning till företag

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, Riksbanken

Tillfällig exportrekyl

En svagare marknadstillväxt ledde till en kraftig inbromsning av svensk export under 2007. Exporten till USA fortsatte nedgångstrenden, men även försäljningen till EU-marknaden tappade fart. Inbromsningen förstärktes av branschspecifika problem inom bl a läkemedel, bilar och telekom. Dessutom hämmades exporten av kapacitetsrestriktioner framför allt inom råvarusektorn. Det senaste halvåret tycks ny kapacitet ha tagits i anspråk, vilket bidragit till en tydlig exportåterhämtning under slutet av förra året och inledningen av 2008. Detta har föranlett en upprevidering av helårsprognosen för 2008.

Vi räknar dock med att den internationella nedgången snart sätter sina spår i form av lägre exporttillväxt. Den amerikanska lågkonjunkturen bedöms bli mer utdragen, vilket innebär större spridningseffekter på Sveriges viktigaste exportmarknader i Västeuropa och Norden. Läget för 2009 ser därigenom mörkare ut än tidigare. Sammantaget räknar vi med att varuexporten ökar med 4 procent i år och 2½ procent nästa år.

Varuexporten 2007

Löpande priser

	Vikt 2007 %	Förändring %	Bidrag procentenheter
USA	8	-14,3	-1,3
Norden	23	8,0	1,8
Nya EU	6	12,9	0,8
BRIC	6	14,8	0,7
Övriga	57	4,8	2,7
Totalt	100	4,7	4,7

Källa: SCB

Stigande export till expansiva tillväxtmarknader bidrar till att exportavmattningen i ett historiskt perspektiv

blir relativt mild. De s k BRIC-länderna (Kina, Indien, Ryssland och Brasilien) utgör dock fortfarande inte mer än 6 procent av exporten. Trots en exportökning till dessa länder på hela 15 procent i fjol stannade bidraget till den totala exportökningen vid drygt ½ procentenhet. Kronans styrka gentemot USD innebär också en konkurrensförsvagning på många marknader utanför Europa och för varor som normalt prissätts i dollar. Kronförstärkningen har dessutom accentuerats av pundets kräftgång, vilket tagit TCW-index till den starkaste nivån på nästan åtta år.

Sverige: Växelkurs och konkurrenskraft



— USD/SEK (vänster axel)
— Konkurrenssituation utanför EU, netttotal (höger axel)

Källor: KI, Reuters EcoWin

Investeringskonjunkturen har toppat

Efter fyra år med kraftig investeringsexpansion räknar vi med en tydlig dämpning i år. Stigande enhetsarbetskostnader, höga råvarupriser och en allt svagare dollar innebär en press på lönsamheten. Lägre börsvärdering och stramare kreditvillkor försämrar också företagens finansieringsmöjligheter. Starka balansräkningar som ökar möjligheterna till internfinansiering av investeringar utgör dock en stabiliserande kraft, framför allt för små och medelstora företag.

Enligt Statistiska centralbyråns investeringsenkät är företagens planer fortfarande ganska ambitiösa. Det historiska mönstret tyder dock på att företagen normalt överskattar det verkliga utfallet i ett läge med vikande konjunktur. Vi räknar därför med att industrins investeringar i stort sett planar ut under 2008. Långsiktiga utbyggnadsplaner inom vissa råvarubranscher kommer att fullföljas, men vissa planerade investeringar inom övrig industri skjuts på framtiden.

Fasta bruttoinvesteringar

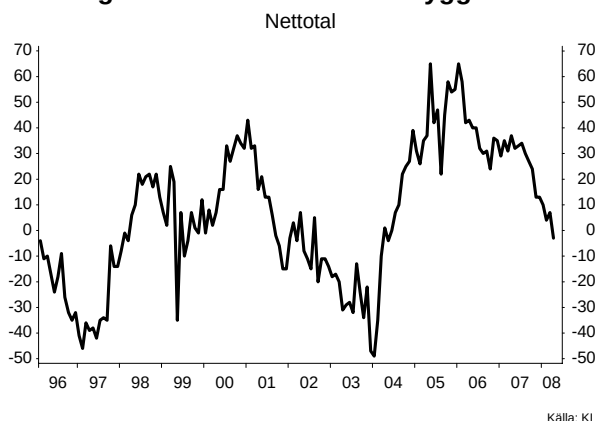
Årlig procentuell förändring

	2007	2008	2009
Industri	9,8	1,0	-4,0
Bostäder	8,7	-1,0	-5,0
Totalt	8,0	3,5	-1,5

Källor: SCB, SEB

Ökningen i bostadsbyggandet har successivt dämpats de senaste två åren. Borttagandet av de statliga stöden till nybyggande gör statistiken svårtolkad, men troligen stagnerade det faktiska påbörjandet av nya lägenheter helt under 2007. Framöver räknar vi dock med en nedgång, vilket bekräftas av byggföretagens planer i konjunkturbarometern. Bolagsrapporterna har därtill innehållit signaler om en ganska kraftig försvagning av byggmarknaden under senare tid.

Sverige: Förväntad aktivitet i byggsektorn

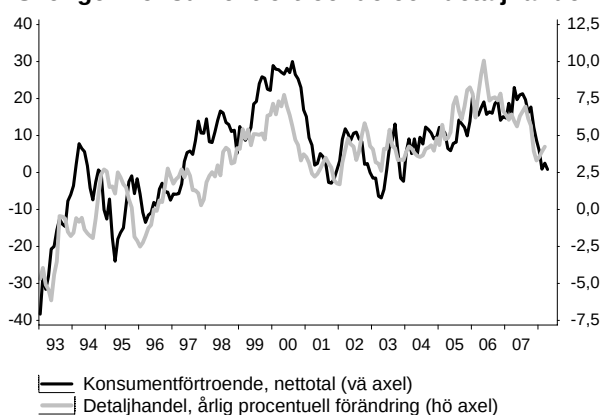


Inom mindre konjunktorkänsliga sektorer fortsätter investeringarna att öka. Investeringarna inom energisektorn växer i snabb takt när distributionsnätet utvecklas, kärnkraften uppgraderas och vindkraften byggs ut. Till detta kommer regeringens ökade satsningar på infrastruktur. Sammantaget bedömer vi att **investeringarna ökar med knappt 4 procent i år och minskar något 2009.**

Försiktigare hushåll framöver

Hushållens konsumtion ökade med drygt 3 procent förra året. Kraftigt stigande sysselsättning, stark real-löneutveckling och sänkta skatter bidrog till att hushållens reala disponibla inkomster ökade betydligt mer än konsumtionen, eller med närmare 4½ procent. Därmed steg också hushållens sparande. Hushållens realinkomster fortsätter att öka i ganska snabb takt

Sverige: Konsumentförtroende och detaljhandel



genom högre löneökningar och finanspolitisk stimulans. Svagare sysselsättning och högre inflation leder dock till en moderering jämfört med 2007.

Börsnedgången och den internationella oron har troligen bidragit till att hushållens framtidsförväntningar dämpats det senaste halvåret. Detta har också satt avtryck i ett försiktigare konsumtionsbeteende. Detaljhandelns tillväxt har bromsat in och bilförsäljningen har fallit de senaste månaderna.

Hushållens förmögenhet har urholkats av börsnedgången. Totalt räknar vi med att den motsvarar närmare 20 procent av hushållens disponibla inkomster. En vanlig tumregel är att konsumtionseffekten motsvarar ca 5 procent av en förmögenhetsförändring. I så fall skulle börsnedgången kunna ge upphov till en konsumtionsdämpning på i storleksordningen en procentenhet.

Tendenserna på bostadsmarknaden är delvis motstridiga. Priserna på bostadsrätter sjönk under hösten, men en viss återhämtning tycks ha skett under inledningen på året. Prisutvecklingen på småhus har varit stabilare men också här finns tecken på en avmattning det senaste halvåret enligt Småhusbarometern. Samtidigt kommer signaler från byggföretagen om ett betydligt kärvare marknadsläge. Vi räknar med en utplaning av husprisenivån och möjligen också svagt fallande priser framöver som det mest sannolika scenariot. Detta skulle i så fall innebära att hushållens förmögenhetsutveckling som under de senaste åren utgjort en stimulerande faktor för konsumtionen nu kommer att verka i dämpande riktning.

Samtantaget utgör den relativt goda inkomstutvecklingen ett stöd för konsumtionen. Å andra sidan kommer minskad förmögenhet och efter hand också en försvagad arbetsmarknad att resultera i ett ökat sparande. Under förra lågkonjunkturen steg sparandet ganska kraftigt. Den gången hade dock IT-ryan lett till att sparandet var betydligt mer nedpressat än det är i nuläget. Slutsatsen blir att **konsumtionen gradvis dämpas, men att uppgången i sparandet blir ganska måttlig.**

Hushållens ekonomi

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
Privat konsumtion	2,5	3,1	2,4	1,9
Disponibelinkomst	2,6	4,3	3,1	2,3
Sparkvot, nivå	7,1	8,2	8,8	9,2

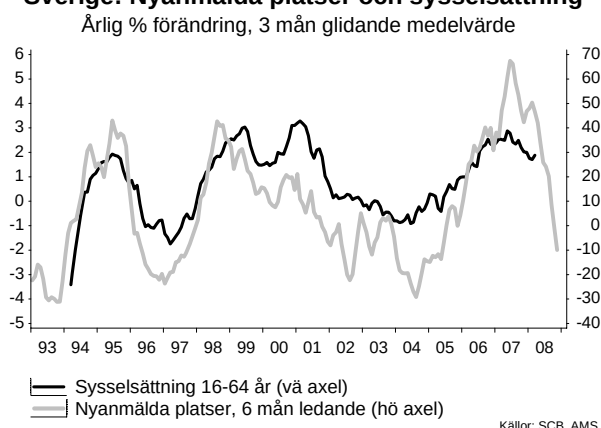
Källor: SCB, SEB

Högre arbetslöshet nästa år

Antalet sysselsatta och speciellt antalet arbetade timmar har fortsatt att stiga i god takt trots uppbromsningen i produktionen.

Indikationer tyder nu på en avmattning på arbetsmarknaden. Inflödet av nyanmälda platser har dämpats markant, antalet varsel har vänt upp något från låga nivåer och företagens anställningsplaner är mindre expansiva. Med en tillväxt som är på väg ned under trend de närmaste kvartalen kommer sysselsättningen att plana ut och därefter vända ned i slutet av året. Nästa år faller sysselsättningen mätt som års-genomsnitt, vilket leder till att arbetslösheten stiger med drygt ½ procentenhet.

Sverige: Nyanmälda platser och sysselsättning



Den just nu mycket **svaga produktivitetstillväxten är en signal om att företagen kan behöva anpassa sysselsättningen ganska kraftfullt** för att hålla uppe vinstnivåerna. Vi räknar med en successiv återhämtning i produktivitetstillväxten till mer normal nivå kring 2 procent. Anpassningen av sysselsättning och produktivitet kommer delvis att ske genom att antalet arbetade timmar per anställd normaliseras efter de senaste årens kraftiga uppgång. En sådan anpassning av medelarbetsstunden skedde också under förra konjunktur nedgången i början på 2000-talet.

Arbetsmarknad och produktivitet

Årlig procentuell förändring resp nivå

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

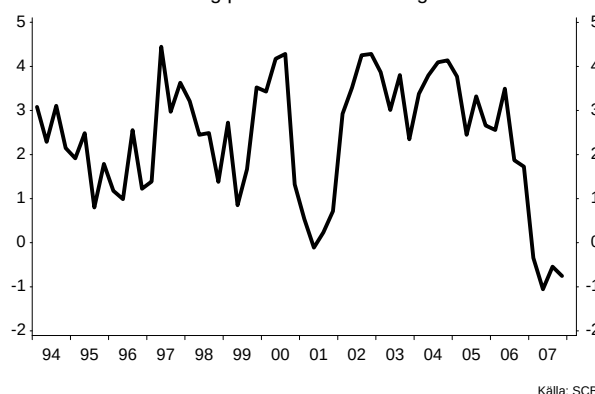
Källor: SCB, SEB

Samtidigt som arbetslösheten börjar visa tecken på att plana ut tycks **arbetskraftsbristen ha lättat**. Enligt konjunkturbarometern skedde en klar nedgång i brist-talen första kvartalet i år, efter en utplaning under andra halvåret i fjol.

En något svalare arbetsmarknad kan ha bidragit till att löneutfallen för 2007 blev något lägre än väntat. Avtalens konstruktion medför dock att lönerna ökar mer i år än 2007. Speciellt gäller detta lönerna i offentlig sektor, där Kommunals avtal ger stora lönepåslag i januari i år. I takt med att arbetsmarknadsläget försämras dämpas efter hand också löneökningarna från cirka 4½ 2008 till runt 4 procent 2009.

Sverige: Produktivitet

Årlig procentuell förändring

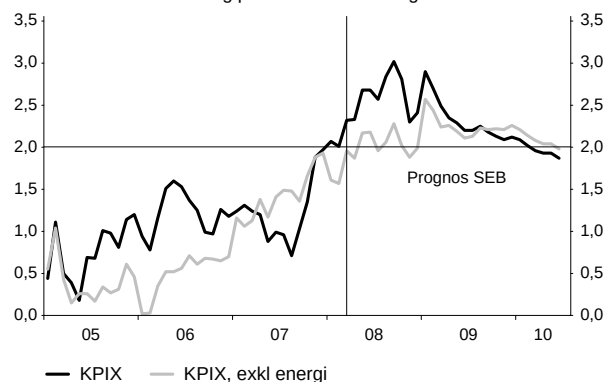


Inflationen kulminerar till hösten

Inflationen har stigit kraftigt sedan förra sommaren. KPI har ökat från en nivå strax under 2 procent till 3-3½ de senaste månaderna. Den underliggande inflationen, mätt med KPIX, ligger nu något över 2 procent. Till stor del beror prisuppgången på högre priser på livsmedel och energi. Riksbankens räntehöjningar har därtill bidragit till uppgången i KPI.

Sverige: Underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



Den kraftiga försvagningen av produktiviteten under 2007 har inneburit ett kraftigt omslag i enhetsarbetskostnaden, vilket i viss mån förstärks av en högre löneökningstakt. I år sker en viss återhämtning i produktiviteten, men samtidigt stiger lönerna mer än i fjol. En mer tydlig dämpning av enhetsarbetskostnaderna kommer först nästa år. Givet en viss eftersläpning mellan inhemskt kostnadstryck och inflation

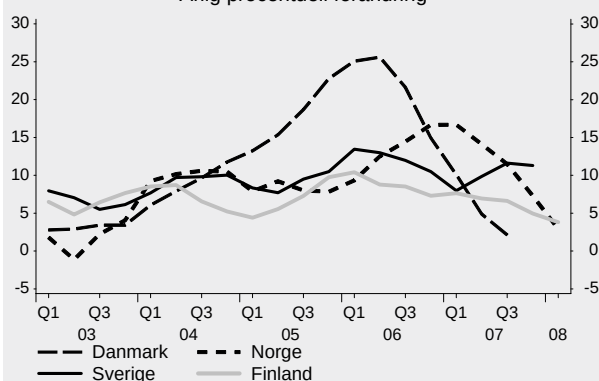
Vikande bostadsmarknad i Norden

En central fråga är i vilken grad de nordiska länderna kommer att drabbas av en nedgång på bostadsmarknaden, i linje med vad vi nu ser i USA och en del andra länder.

IMF:s genomgång i senaste World Economic Outlook tyder på att bostadspriserna i Sverige, Norge och Danmark är något mer övervärderade än genomsnittet för de studerade länderna. Där påpekas dessutom att systemen för bostadsfinansiering, liksom i USA och Storbritannien, utmärks av hög flexibilitet och sofistikerad. Detta har bidragit till en starkare koppling mellan bostadspriser och privat konsumtion. Belåningsgraden ligger också relativt högt i de nordiska länderna. En ganska stora andel av de nordiska hushållen äger sin egen bostad, speciellt i Norge och Danmark, vilket ökar ekonomiernas exponering.

Bostadspriser i Norden

Årlig procentuell förändring



En avmattning i bostadsbyggandet pågår sedan en tid i samtliga nordiska länder. Danmark och Norge har haft ett högt uppdrevet bostadsbyggande och det är också främst där vi hittills sett den kraftigaste nedgången. Även Finland har haft ett ganska omfattande bostadsbyggande på senare år, medan nivån i Sverige fortfarande är historiskt låg.

Danmark är längst framskridet i bostadscykeln. Prisnedgången på lägenheter har pågått en längre tid och första kvartalet i år föll även priserna på småhus mätt i årstakt (enligt Realkreditrådet). Utbudet av osålda hus har ökat kraftigt, samtidigt som påbörjandet av nya lägenheter har rasat.

I Norge föll bostadspriserna under större delen av 2007 i konsekutiva termer. Enligt mäklarstatistik har priserna fallit svagt i årstakt de senaste månaderna, men en viss återhämtning kan skönjas. Även påbörjandet av nya bostäder har mattats avsevärt.

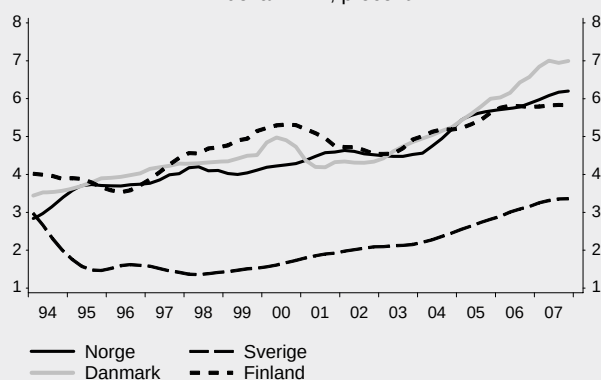
I Finland har uppgången i bostadspriserna dämpats de senaste två åren, men fortfarande ökar priserna med cirka 5 procent i årstakt. Byggandet har dämpats mer påtagligt och påbörjandet av bostäder indikerar fallande bostadsinvesteringar i år.

Bostadspriserna i Sverige har hållits väl uppe vid såväl en internationell och nordisk jämförelse. Visserligen indikerar Småhusbarometern en avmattning det senaste halvåret men priserna ökade fortfarande med 9 procent i årstakt det första kvartalet. Lägenhetsmarknaden har dock varit svalare och information avseende byggföretagens nyförsäljning tyder på en rejäl avkylning framöver.

Vår slutsats är att samtliga **de nordiska länderna står inför en anpassning på bostadsmarknaden** och att Norge och Danmark är mer exponerade än Sverige och Finland. Vi tror dock att IMF på flera punkter överdriver riskerna för Norden. Studien utgår t ex från läget 1997. Då var priserna, speciellt i Sverige, fortfarande nedpressade efter bostadskrisen i början på 1990-talet. Därtill underskattar man betydelsen av ett **høgt sparande för såväl hushåll som offentlig sektor**, vilket **ger motståndskraft** mot en nedgång bl a genom möjligheten till finanspolitisk stimulans. För Sveriges del bidrar också det under lång tid nedpressade bostadsbyggandet till att begränsa nedåtriskerna såväl på pris- som volymsidan.

Bostadsinvesteringar i Norden

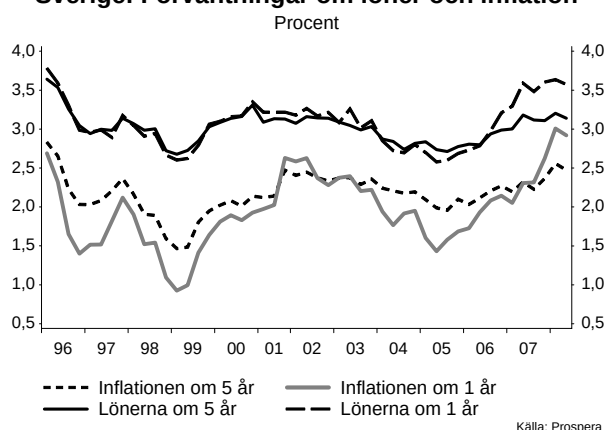
Andel av BNP, procent



kommer det underliggande inflationstrycket att förbli relativt högt det närmaste året. Indikatorer som priserna i producentledet samt förväntningarna inom detaljhandeln talar också för fortsatt tryck uppåt på priserna i det korta perspektivet.

Vi räknar med att inflationen stiger ytterligare en bit den närmaste tiden. KPIX ökar med i snitt 2,5 procent 2008 och 2,3 procent 2009. Motsvarande prognos för KPI är 3,4 respektive 2,6 procent. Förutom att KPI påverkas av Riksbankens ränteförändringar bidrar också ett svagt positivt nettobidrag från indirekta skatter för 2009. Kärninflationen, KPIX exklusive livsmedel och energi, ligger fortfarande så lågt som 1¼ procent. Denna kommer att ligga ganska stabilt det närmaste halvåret, för att sedan stiga till ca 2 procent mot slutet av året.

Sverige: Förväntningar om löner och inflation



Den höga KPI-inflationen riskerar att föda in i inflationsförväntningarna hos hushåll och företag. Dessa har också stigit det senaste året. Uppgången har varit tydligast när det gäller förväntningar på kortare sikt, vilka i hög grad följer den faktiska inflationen. För Riksbanken trovärdighet är det förväntningarna på lång- och medellång sikt som är avgörande. Inflationsförväntningarna på fem års sikt har visserligen stigit, men ligger ändå klart innanför Riksbankens målintervall. Förväntningarna på framtida löneökningar har heller inte ökat särskilt mycket och ligger väl i linje med inflationsmålet.

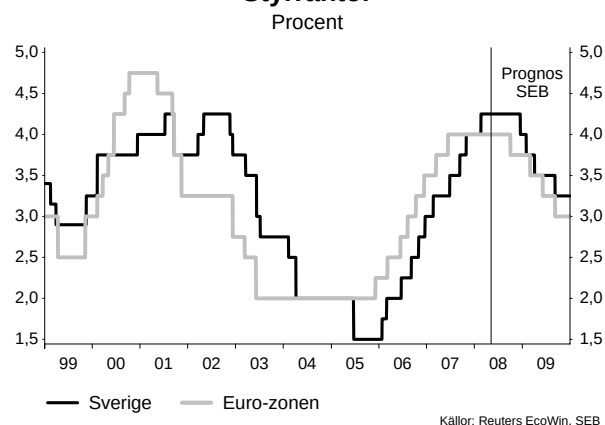
Riksbanken sänker i december

Riksbanken höjde i februari styrräntan till 4,25 procent. Trots att höjningen i stort sett följde Riksbankens egen optimala räntebana kom beslutet som en stor överraskning mot bakgrund av den rådande finansiella oron. Riksbanken annonserade samtidigt att man såg en oförändrad styrränta flera år framöver som det mest sannolika scenariot.

I samband med räntebeslutet i april stod Riksbanken fast vid en optimal reporäntebana som låg ganska konstant runt 4,25 procent under överskådlig tid.

Omvärldskonjunkturen har försvagats snabbare än vad banken har räknat med, vilket lett till upprepade nedrevideringar av den globala tillväxtprognosen. En fortsatt stark arbetsmarknad, stigande inflationsförväntningar och en inflation som ligger på en hög nivå ytterligare en tid utgjorde tillräckliga skäl för att Riksbanken skulle förhålla sig neutral avseende riktningen på nästa ränteförändring.

Styrräntor



Vår bedömning är, liksom tidigare, att den internationella lågkonjunkturen och problemen på kreditmarknaden kommer att föra Sverige in i en lågkonjunktur som gör räntesänkningar naturliga. Tidpunkten för när sänkningar påbörjas avgörs av nedgångens dynamik och på hur effekterna på arbetsmarknad och inflation kommer att se ut.

Mycket tyder på att vi får se en stark BNP-siffra för första kvartalet, främst driven av stark export. Detta kommer att påverka budskapet i den penningpolitiska rapporten i början på juli. I ett läge där inflationen av allt att döma ligger kvar på en hög nivå och där resursutnyttjandet fortfarande är ansträngt är det troligen för tidigt för Riksbanken att mjuka upp sin räntebana med signaler om kommande sänkningar. Höga inflationsförväntningar i en situation när arbetsmarknadens parter står inför strategiska beslut om omförhandlingar lär också bidra till viss försiktighet. Att finanspolitiken är på väg att slå om i expansiv riktning drar åt samma håll.

Framåt hösten är det troligt att tillväxtutsikterna hunnit mörkna tillräckligt mycket för att en signalering om räntesänkningar ska påbörjas.

Mot denna bakgrund ser vi därför den penningpolitiska rapporten i december som den mest sannolika tidpunkten för en första sänkning. Då har arbetsmarknaden troligen försvagats tillräckligt mycket för att Riksbanken ska våga lita på framåtblickande prognoser om en inflation som faller tillbaka mot inflationsmålet.

Det kan inte uteslutas att svensk och europeisk ekonomi nu är på väg in i en fas då kreditkrisen ger mer

dramatiska realekonomiska effekter än vad som ligger i vår prognos. I en sådan situation kan Riksbanken, liksom andra europeiska centralbanker, välja att sänka räntan tidigare för att undvika en djupare konjunktur nedgång. En sådan utveckling ter sig dock som väl spekulativ för att utgöra ett huvudscenari i nuläget.

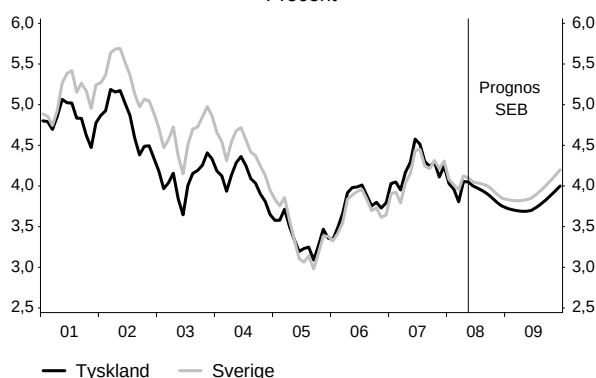
Långräntor ned, men stigande spread

Obligationsräntorna har de senaste månaderna vänt uppåt markant främst som en följd av stigande inflationssoro. Att Fed signalerat paus och att ECB tydligt deklarerat att räntesänkningar inte är aktuella har också bidragit. Vi räknar dock med att räntorna åter vänder nedåt i takt med att tillväxtutsikterna förvärras.

De svenska obligationsräntorna kommer troligen att ligga något över de tyska framöver. Riksbanken kommer att ha en något högre styrränta enligt vår prognos och svenska långräntor kan framöver inte längre dra fördel av en tydligt lägre inflationstakt. Snabbt krympande statsskuld som en följd av privatiseringar och budgetöverskott utgör inte ett tillräckligt skäl för att svenska långräntor ska ligga under de tyska.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent

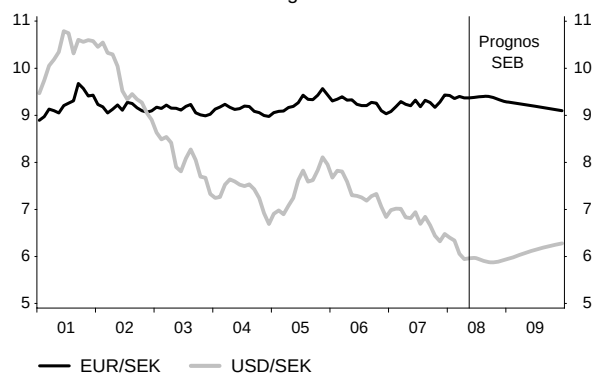


Vi räknar med att tioårsspreaden mot Tyskland, som i dagsläget är noll, stiger till 10 punkter i december i år och 20 punkter i december 2009. Räntenivån stiger något mot slutet av 2009, när konjunktur nedgången börjar nalkas sitt slut. Den svenska tioåringen beräknas ligga på 4,20 i december nästa år, den tyska på 4,00.

Kronan fortsätter att hålla i det närmaste jämna steg gentemot euron det närmaste halvåret, men stärks något i slutet på året och ännu mer nästa år. Starka offentliga finanser och ett fortsatt mycket stort bytesbalansöverskott talar för kronan; vi räknar med att EUR/SEK ligger på 9,30 i december i år och 9,10 i september 2009. Det närmaste halvåret stärks kronan åter mot dollarn och USD/SEK bottnar på 5,88 i september i år. Därefter stärks USD gradvis och ligger på 6,28 i december nästa år.

Sverige: Växelkurser

Månadsgenomsnitt



Starka finanser än så länge

Statens budgetsaldo visade ett **överskott på 103 mdr SEK i fjol**, samtidigt som överskottet i den offentliga sektorn motsvarande 3 procent av BNP. Stark konjunktur, stram finanspolitik samt snabbt minskade utgifter för ohälsa bidrog till utvecklingen. Budgetsaldo förstärktes också av utförsäljningar.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2006	2007	2008	2009
Inkomster	53,8	53,2	52,5	52,0
Utgifter	51,6	50,2	49,9	50,8
Fin. sparande	2,2	3,0	2,6	1,1
Offentlig skuld (Maastricht)	45,9	40,6	34,3	31,5
Statsskuld	43,8	38,0	32,3	29,5
Statens lånebehov, mdr kr	-18	-103	-128	-58

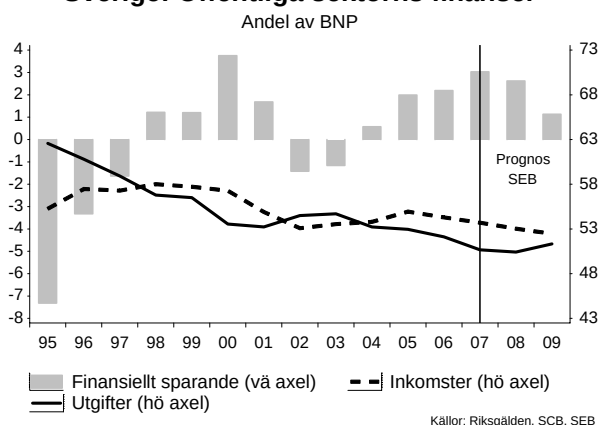
Källor: Riksgälden, SCB, SEB

Skatteinkomsterna har fortsatt att överraska positivt i början på 2008 och än så länge syns inga tecken i statsfinanserna på någon ekonomisk avmattning. Att de konjunktürkänsliga statliga finanserna ska klara sig helskinnade ur den svacka som ekonomin är på väg in i verkar dock inte sannolikt. Vi räknar med att den konsoliderade offentliga sektorns **finansiella sparande faller från 3,0 procent av BNP i fjol till 2,6 procent i år och 1,1 procent 2009**. Överskottet hamnar därmed nästan 50 mdr kronor över målet på 1 procent av BNP i år men endast 5 mdr kronor över 2009. Våra kalkyler bygger på att finanspolitiska åtgärder motsvarande ca 30 mdr kronor presenteras i höstens budget.

Riksgälden räknade i sin lånebehovsprognos från februari med att staten fullföljer sin plan att sälja ut bolag till ett värde av 50 mdr kronor per år 2008-2009.

Redan i april såldes dock Vin & Sprit oväntat till Pernod Ricard för 55 mdr kronor. Trots svårigheter att i rådande osäkra miljö sälja ut bolag som Nordea, SBAB och Vasakronan räknar vi nu med utförsäljningar motsvarande ca 80 mdr i år 50 mdr 2009. Den totala utförsäljningen under perioden 2007-2009 hamnar då på 150 mdr, vilket överensstämmer med regeringens ursprungliga ambition.

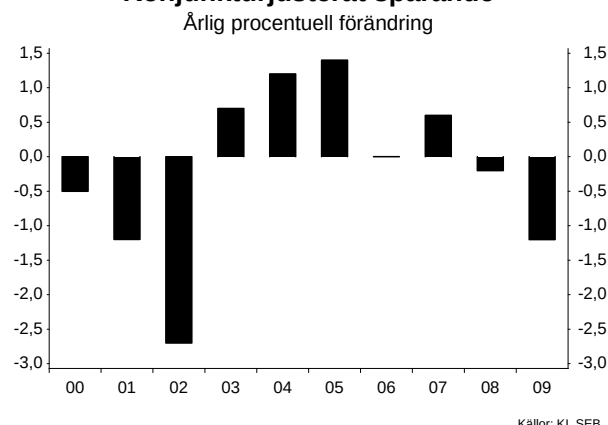
Sverige: Offentliga sektorns finanser



Årets vårproposition innehöll inga konkreta förslag utan politiken läggs fast i höstens budget. Ändå kan man skönja en ny fas i den borgerliga alliansens politik. Efter att tidigare ha fokuserat hårt på drivkrafter för ökat arbetsutbud får vi nu se mer av satsningar på företagssidan. På utgiftssidan aviseras också satsningar på flera olika områden som **pensioner, infrastruktur samt vård och skola**. Regeringen rör sig mot en bredare och mer pragmatisk politik med inriktning på att återta det politiska mittfältet.

Det troliga är att regeringen gradvis kommer att öka på stimulansdosen nästa år och, framför allt, valåret 2010, som svar på en svagare ekonomisk utveckling. I ett sådant läge kan budgetöverskotten smälta ihop relativt snabbt. Finansministern måste då klargöra om det är det faktiska budgetsaldot eller behovet av efterfrågestimulans som i slutänden avgör det finanspolitiska utrymmet; en svår pedagogisk utmaning såväl internt i regeringen som externt.

Konjunkturjusterat sparande

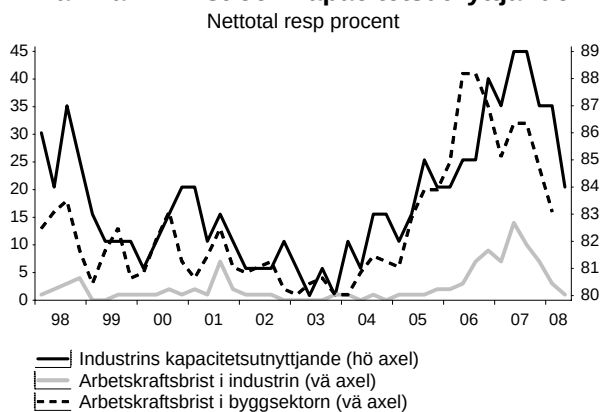


Resurstrycket lättar

- Fallande bostadspriser...
- ...försvagar inhemsk efterfrågan
- Lönetillväxten planar ut nästa år

Danmarks konjunkturedgång fortsätter. Efter tre starka år dämpades tillväxten förra året till trendmässig nivå på knappt 2 procent. Vi räknar med en **BNP-tillväxt på 1,0 procent i år och 0,7 procent 2009**. Gradvis **mildras nu resurspressen** i ekonomin, men löne- och inflationstrycket förblir relativt högt även nästa år.

Danmark: Brist och kapacitetsutnyttjande



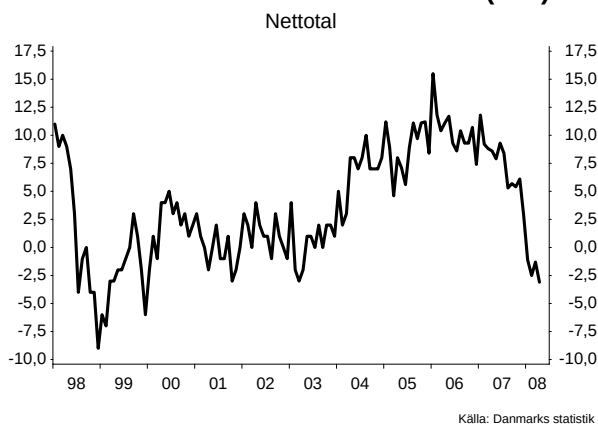
Inbromsningen i ekonomin beror i hög grad på en fortsatt anpassning på fastighets- och byggmarknaderna efter den tidigare boomen. Första kvartalet registrerades den första rikstäckande prisnedgången på villor och radhus på 13 år; 0,4 procent i årstakt. Växande utbud underbygger vår tidigare bedömning att **huspriserna under 2008 sjunker med i genomsnitt 5-10 procent**. Konsumtion och investeringar dämpas ytterligare i spåren av detta.

Avmattningen har hittills varit bredbaserad, med tonvikt på export och investeringar. USA-exporten har rasat, men även försäljningen på den tyska marknaden har sviktat. Exporten till Norden har däremot hållits uppe bra. Den exportrekyl uppåt som varit skönjbar i början på 2008 är temporär. **Framöver kläms dansk export av försvagad efterfrågan** på bredare front, samt av en **viss erosion av konkurrenskraften** i spåren av lönestegring och en stark valuta.

Investeringskonjunkturen är på väg att **stagnera**. Bostadsinvesteringarna faller från de högt uppdrivna nivåerna åren 2006-2007.

Den privata konsumtionstillväxten har dämpats, men effekterna av den skakiga fastighetsmarknaden och fallande börskurser har ändå inte varit speciellt tydliga hittills. En stark arbetsmarknad och hyfsad inkomstutveckling har hållit emot. Framöver kommer hushållens oro för att mista jobbet att öka. Samtidigt ökar räntebördan ytterligare på kort sikt via institutens höjda finansieringskostnader. Dessutom urgröper den höga inflationen en stor del av årets löneökning. Dessa faktorer samverkar till lägre konsumtionstillväxt. En sådan avmattning signaleras tydligt i **hushållens konfidsensindikator som fallit märkbart i år**.

Danmark: Hushållens framtidstro (CCI)



Arbetslösheten har i vinter fortsatt ned mot rekordlåga 2 procent. Den vänder uppåt under andra halvåret, men mer tydligt först nästa år. Ännu är det bara tillverkningsindustrin, samt i viss mån byggbranschen, som planerar att dra ned på personalstyrkan.

Löneökningstakten har stigit på bred front det senaste året som en följd av stramare arbetsmarknad och högre avtal. Lönerna ökar med cirka 4,5 procent per år 2008-2009. Även inflationen har klättrat. Den skarpa rörelsen i HIKP, från 1 procent förra sommaren till 3,3 procent i mars, beror dock främst på stigande mat- och energipriser. Kärninflationen har stigit från 1 till knappt 2 procent. Vår bedömning är dock att sencykliska effekter med svag produktivitetstillväxt gör sig gällande även in i 2009. **Inflationen för 2009 väntas hamna på relativt höga 2,5 procent**, trots avklingande baseffekter från olja och livsmedel.

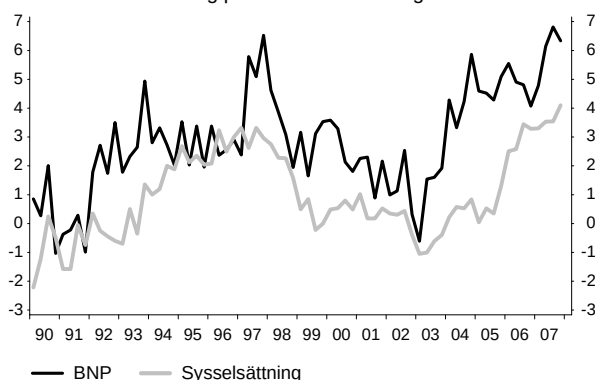
De offentliga finanserna är starka. Det kan regeringen komma att utnyttja för att parera konjunkturedgången. Ytterligare finanspolitiska stimulanser, utöver bl a sänkta inkomstskatter, blir troligen aktuella.

Inbromsning på gång

- Halvering av rekordhög tillväxt
- Försiktigare hushåll och svalare husmarknad
- Stigande inflationstryck dämpas efter hand
- Räntetoppen nära, sänkningar 2009

Efter några år med mycket stark tillväxt kommer allt fler tecken på en inbromsning av norsk ekonomi. En avkylning på bostadsmarknaden, svagare reallönetillväxt, negativ sparkvot och betydligt dämpad optimism bland hushållen talar för att konsumtionsfesten klingar av. Sämre internationell konjunktur, svagare lönsamhet och något stramare kreditförhållanden gör att också investeringarna är på väg att vika. Det högt uppdrivna kapacitetsutnyttjandet innebär dessutom att restriktioner från utbudssidan i allt högre grad kommer att hålla tillbaka tillväxten. Produktiviteten har mattats och arbetslösheten har nått historiskt låga nivåer. Därmed **halveras BNP-tillväxten i fastlandsekonomin från 6 procent i fjol till drygt 3 procent i år, för att falla ytterligare till knappt 2 procent 2009.**

Norge: Fastlands-BNP och sysselsättning
Årlig procentuell förändring



Norges Bank har att väga ökande nedåtrisker för tillväxten mot ett fortsatt ansträngt resursutnyttjande och ett tilltagande inhemsk inflationstryck. Vi räknar med att banken **höjer folioräntan ytterligare en gång till 5,75 procent** i sommar. I takt med att den internationella nedgången får allt större effekter på norsk ekonomi läggs emellertid penningpolitiken om och **en sänkingscykel inleds 2009**. I slutet av 2009 är folioräntan 4,75 procent.

Stigande hushållssparande framöver

Höga löneökningar, låg inflation och kraftigt stigande sysselsättning innebär att hushållens inkomster ökade med 5½ procent realt under 2007. Konsumtionen ökade dock ännu mer vilket innebär att hushållens sparkvot var negativ i fjol. Flera faktorer bidrar nu till en betydligt **lugnare konsumtionsutveckling framöver**. Inkomsterna ökar i långsammare takt när inflatio-

nen stiger och sysselsättningen mattas. Högre räntor som en följd av Norges Banks höjningar och den internationella kreditoron gör att hushållens aptit på krediter minskar.

Kortsiktsindikatorer för konsumtionen visar också på en avmattning från höga nivåer. Tillväxten i varukonsumtionen har bromsat in och hushållens konfidensindikator har fallit tillbaka. Perioden av stigande bostadspriser tycks nu också vara över vilket troligen bidrar till att hushållen anpassar sitt sparande uppåt. Enligt mäklarstatistik föll bostadspriserna i konsekutiva termer under loppet av andra halvåret i fjol. Under årets första kvartal föll priserna också i årstakt men å andra sidan skedde en viss återhämtning i konsekutiva tal.

Norge: Påbörjade bostäder



Även utbudet av osålda bostäder och påbörjandet av nya bostäder pekar på en tydlig avmattning på bostadsmarknaden. Bostadsbyggandet ligger på historiskt höga nivåer, vilket delvis kan förklaras med stark underliggande efterfrågan som en följd av den kraftiga befolkningstillväxten under senare år. Icke desto mindre räknar vi med att bostadsbyggandet faller tillbaka de närmaste åren, vilket bidrar till en avmattning i investeringskonjunkturen framöver.

Dessutom räknar vi med att ökade finansieringskostnader, en svagare konjunkturbild och vikande lönsamhet bidrar till att dämpa investeringarna i näringslivet. Marknadstillväxten för norsk export försvagas betydligt under prognosperioden. Den höga kostnadsutvecklingen i kombination med en starkare krone innebär sannolikt också att industrin tappar marknadsandelar. I år mer än halveras tillväxten för den traditionella exporten. Utvecklingen under fjolåret innebar också att priserna på norska exportvaror, exklusive olja och gas, ökade något långsammare än på importerade varor efter flera år av kraftigt förbättrat bytesförhållande, vilket också innebär en nedåtpress på lönsamheten.

Fortsatt stigande priser på olja och gas, och därigenom fortsatt uppreviderade prognoser för oljepriset på

längre sikt, har dock hållit uppe investeringsviljan inom olje- och gasssektorn. Detta ska vägas mot det ansträngda kapacitetsläget i sektorn. Sannolikt blir det svårt att realisera större årliga volymökningar än 5-10 procent de närmaste åren.

Arbetslösheten på väg att bottna

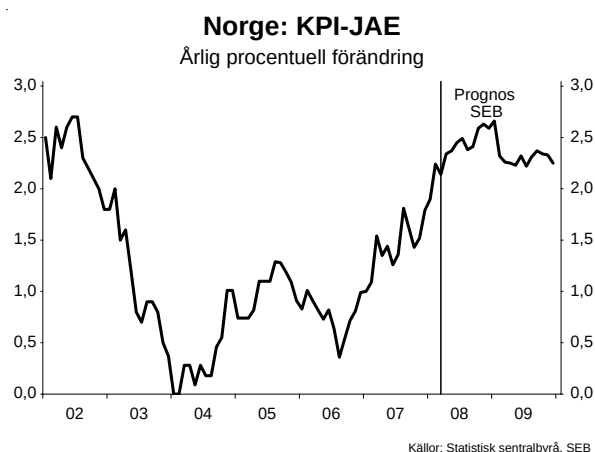
Första kvartalet 2008 ökade sysselsättningen med över 4 procent, vilket är den starkaste utvecklingen sedan mitten av 80-talet. Även arbetskraftutbudet har ökat kraftigt, både tack vare inflödet av arbetskraft från utlandet och ett ökat arbetskraftsdeltagande. Ändå har arbetslösheten successivt fallit och ligger nu på nivåer som inte uppmäts sedan högkonjunkturåren i slutet av 1980-talet. Utvecklingen de senaste månaderna indikerar emellertid att arbetslösheten är på väg att plana ut.



Under loppet av detta år räknar vi också med att uppgången i sysselsättningen mattas i linje med en svagare utveckling för produktionen och att arbetslösheten efter hand långsamt börjar stiga. Ändå förblir läget på arbetsmarknaden mycket ansträngt det närmaste året. Löneavtalet mellan LO och arbetsgivarsidan implicerar löneökningar på drygt 5½ procent i år. Givet högre lönepåslag för tjänstemännen, i linje med utvecklingen de senaste åren, och något högre avtal inom offentlig sektor lär de totala löneökningarna hamna kring 6 procent i år jämfört med knappt 5½ procent i fjol. Stigande arbetslöshet nästa år innebär att löneökningstakten mattas av till strax under 5 procent 2009.

De stigande löneökningarna i kombination med en cyklisk dämpning av produktiviteten innebär att det in-

hemska kostnadstrycket förblir högt det närmaste året. Detta gör att vi räknar med en fortsatt uppgång i den underliggande inflationen under loppet av 2008. Sammantaget bedömer vi att den underliggande inflationen mätt med KPI-JAE hamnar något över inflationsmålet på 2½ procent mot slutet av 2008. Andra mått på den underliggande inflationen som Norges Bank fokuserar på, ligger nu i genomsnitt redan över målet. Vår inflationsbana ligger dessutom över den som presenterats av Norges Bank vilket är ett starkt vägande skäl till att vi räknar med ytterligare en räntehöjning innan hösten.



Faktorer som talar emot ytterligare höjningar är det faktum att marknaden redan gjort en del av Norges Banks jobb genom att höja räntorna till företag och hushåll mer än vad som motsvaras av centralbankens höjningar. Efter hand som den globala avmattningen får allt större effekter på norsk ekonomi tror vi dessutom att **Norges Bank nästa år skiftar fokus från inhemska överhettningrisker till nedåtrisker för tillväxten**. Givet vår prognos om räntesänkningar i omvärlden utgör också riskerna för en kraftig appreciering av kronen ett motiv för att sänka folioräntan nästa år.

På kort sikt utgör ränteskillnaden mot omvärlden och ett högt uppdrivet oljepris ett stöd för kronen. Vi räknar därför med en viss förstärkning den närmaste tiden till 7,75 mot euron och 4,94 mot dollarn. När det börjar stå alltmer klart att Norges Bank höjt färdigt samtidigt som oljepriset faller tillbaka, försvagas också kronen.

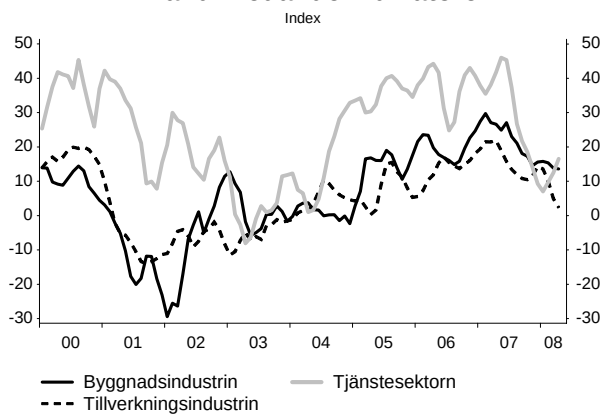
Måttlig avmattning

- Problem för skogsindustrin, men telekom och verkstad går fortfarande bra
- Exporten växlar ned
- Rekryteringsproblem, trots hög arbetslöshet
- Höga löneökningar 2008-2009
- Skattelättnader 2009

Den finska ekonomin visar fortfarande en relativt stor motståndskraft mot global inbromsning och pågående kredit- och finansoro. Svagare export och inhemsk efterfrågan innebär dock att **BNP-tillväxten växlar ned till knappt 2,5 procent i år och 2,0 procent nästa år.**

I fjol bidrog såväl den inhemska ekonomin som exportsektorn till att tillväxten hamnade på oväntat höga 4,4 procent. Telekom- och verkstadssektorns exportframgångar har fortsatt det första kvartalet i år. Nokia ökade sin telefonförsäljning med 30 procent trots ett **försäljningsras i USA**, och verkstadsföretag som Metso och Wärtsilä har lyckats kompensera den svagare försäljningen i Europa och USA med exportframgångar i Asien och Sydamerika.

Finland: Ledande indikatorer

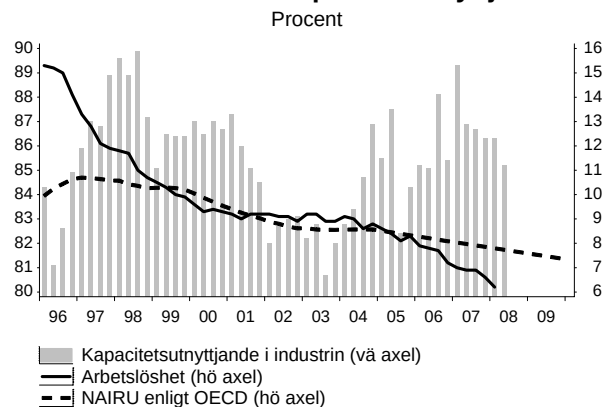


Svagare omvärldsefterfrågan och stramare kreditförhållanden kommer dock successivt att påverka de finska företagen. Investeringar skjuts på framtiden och företagen ser över sin produktionsstruktur. Vi räknar med tydliga neddragningar i nyckelbranscher det kommande halvåret. I synnerhet **drabbas skogsindustrin av både svagare konjunktur och ryska virkestullar. Exporttillväxten dämpas från knappt 5 procent i fjol till ca 2,5 procent i år.**

Den privata konsumtionen, som har ökat med knappt 4 procent per år i genomsnitt de senaste åren, mattas långsamt framöver. Vi räknar med att **konsumtionen ökar med 2,7 procent i år och 2,3 procent 2009.** Konsumtionen stimuleras av höga löneökningar – vi spår att **timlönerna i hela ekonomin ökar med 5,3**

procent i år och 4,6 procent nästa år. Det är snabbare än snittet i Euro-zonen, vilket är oroande ur ett konkurrensperspektiv i synnerhet som produktiviteten växlar ned.

Arbetslöshet och kapacitetsutnyttjande



Att lönerna stiger så snabbt beror på det ansträngda arbetsmarknadsläget. Trots att arbetslösheten ligger på höga 6,2 procent i dagsläget, rapporterar många företag att de har svårt att rekrytera lämplig personal. Detta tyder på matchningsproblem på den finska arbetsmarknaden. Vi räknar med att **arbetslösheten faller till 6,1 procent i genomsnitt i år.**

HIKP-inflationen uppgick till endast 1,6 procent i fjol, men har nu tagit fart på stigande energi- och livsmedelspriser. Även högre indirekta skatter på alkohol och energi har bidragit till den högre prisöknings-takten. **HIKP-inflationen beräknas nu uppgå till 3,3 procent i genomsnitt i år och 2,6 procent 2009**, en upprevidering jämfört med februariprognosen. Den underliggande inflationen, som föll oväntat i slutet på fjol, steg till 1,4 procent i mars och beräknas stiga ytterligare framöver. Svagare tillväxt, högre arbetslöshet och lägre löneökningar talar dock för att kärninflationen kommer att dämpas i slutet på året och nästa år.

Stora offentliga överskott möjliggör en expansiv finanspolitik. De viktigaste inslagen utgörs av sänkt moms på livsmedel samt lägre inkomstskatter. Detta tillsammans med svagare tillväxt gör att budgetöverskottet sjunker från 5,3 procent av BNP i fjol till knappt 4 procent 2009.

Nordiska nyckeldata

Nordic Outlook - Maj 2008

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr DKK	2006	2007	2008	2009
BNP	1.696	3,6	1,9	1,0	0,7
Privat konsumtion	841	4,1	2,7	1,8	1,5
Offentlig konsumtion	439	2,0	1,7	1,7	1,9
Bruttoinvesteringar	389	14,2	6,2	0,2	-0,5
Lagerinvesteringar		0,7	-0,4	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	884	8,9	3,8	2,5	1,5
Import	865	14,2	5,7	3,2	2,2
Arbetslöshet (%)		3,9	2,8	2,5	3,5
KPI, harmoniserat		1,9	1,7	3,0	2,5
Timlöneökningar		3,1	3,8	4,6	4,5
Bytesbalans, % av BNP		2,9	1,2	0,7	1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		4,8	4,4	3,0	2,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		30,4	26,0	22,0	20,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	08-maj	jun-08	sep-08	dec-08	jun-09	dec-09
Reporänta	4,25	4,25	4,25	4,00	3,50	3,25
10-års ränta	4,31	4,25	4,10	3,90	3,80	4,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	25	25	20	15	10	10
USD/DKK	4,84	4,75	4,66	4,75	4,97	5,14
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr NOK	2006	2007	2008	2009
BNP	2.289	2,5	3,5	2,8	1,9
BNP (Fastlandet)	1.709	4,8	6,0	3,2	1,9
Privat konsumtion	946	4,7	6,4	3,3	2,1
Offentlig konsumtion	447	2,9	3,2	3,0	3,0
Bruttoinvesteringar	474	7,3	9,6	6,0	1,8
Lagerinvesteringar		0,6	-0,6	0,4	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.063	0,4	3,2	2,0	1,7
Import	685	8,1	8,6	4,7	2,5
Arbetslöshet (%)		3,5	2,5	2,5	2,9
KPI		2,3	0,8	3,2	2,4
KPI-JAE		0,8	1,4	2,4	2,3
Årslöneökningar		4,1	5,4	6,0	4,8
Bytesbalans, % av BNP		17,3	16,3	17,0	16,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		18,0	17,5	19,0	19,5

FINANSIELLA PROGNOSE

	08-maj	jun-08	sep-08	dec-08	jun-09	dec-09
Folioränta	5,50	5,50	5,75	5,75	5,25	4,75
10-års ränta	4,48	4,45	4,30	4,15	4,00	4,30
10-års räntedifferens mot Tyskland	43	45	40	40	30	30
USD/NOK	5,11	4,94	4,91	5,10	5,40	5,59
EUR/NOK	7,88	7,75	7,85	8,00	8,10	8,10

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, Mdr SEK	2006	2007	2008	2009
BNP	3.074	4,1	2,6	2,4	1,2
BNP, dagkorrigerat		4,4	2,8	2,1	1,3
Privat konsumtion	1.435	2,5	3,1	2,4	1,9
Offentlig konsumtion	796	1,5	0,8	1,3	1,5
Bruttoinvesteringar	582	7,7	8,0	3,5	-1,5
Lagerinvesteringar	24	0,2	0,7	-0,3	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.609	8,9	5,6	5,2	2,9
Import	1.373	8,2	9,5	4,7	2,8
Arbetslöshet, (%)		5,4	4,6	4,3	5,0
Arbetslöshet, (ILO-definition) (%)		7,1	6,2	5,9	6,6
Sysselsättning		1,8	2,4	1,3	-0,3
Industriproduktion		5,5	2,4	2,9	1,8
KPI		1,4	2,2	3,4	2,6
KPIX		1,2	1,2	2,5	2,3
Timlöneökningar		3,1	3,5	4,5	4,0
Hushållens sparkvot (%)		7,1	8,2	8,8	9,2
Real disponibel inkomst		2,6	4,3	3,1	2,3
Handelsbalans, % av BNP		5,8	4,6	4,3	4,3
Bytesbalans, % av BNP		8,5	8,3	7,5	7,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-18	-103	-128	-58
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		2,2	3,0	2,6	1,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		46	41	34	31

FINANSIELLA PROGNOSE

	08-maj	jun-08	sep-08	dec-08	jun-09	dec-09
Reporänta	4,25	4,25	4,25	4,00	3,50	3,25
3-månaders ränta, STIBOR	4,94	4,84	4,74	4,54	4,04	3,79
10-års ränta	4,07	4,05	4,00	3,85	3,85	4,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	1	5	10	10	15	20
USD/SEK	6,03	5,97	5,88	5,92	6,13	6,28
EUR/SEK	9,29	9,38	9,40	9,30	9,20	9,10
TCW	122,3	123,2	122,8	121,7	121,5	120,8

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr EUR	2006	2007	2008	2009
BNP	179	4,9	4,4	2,4	1,9
Privat konsumtion	90	4,1	3,7	2,7	2,3
Offentlig konsumtion	38	0,6	0,8	1,4	1,5
Bruttoinvesteringar	36	4,7	7,6	3,1	3,3
Lagerinvesteringar		-0,7	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	80	11,8	4,8	2,7	3,1
Import	72	7,8	4,1	3,0	4,4
Arbetslöshet (%)		7,7	6,9	6,1	6,3
KPI, harmoniserat		1,3	1,6	3,3	2,6
Timlöneökningar		3,0	3,3	5,3	4,6
Bytesbalans, % av BNP		4,6	4,6	3,4	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		4,1	5,3	4,4	3,9
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		39,2	35,4	33,3	32,1

Internationella nyckeldata

Nordic Outlook - Maj 2008

EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr EUR	2006	2007	2008	2009
BNP	8.873	2,9	2,6	1,4	1,1
Privat konsumtion	4.991	1,8	1,5	1,3	1,3
Offentlig konsumtion	1.785	2,0	2,2	1,6	1,7
Bruttoinvesteringar	1.926	5,3	4,2	2,6	2,4
Lagerinvesteringar		-0,2	0,0	-0,2	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	3.651	8,1	6,0	3,8	3,1
Import	3.518	7,8	5,2	4,3	4,4
Arbetslöshet (%)		8,2	7,4	7,1	7,3
KPI		2,2	2,1	3,4	2,1
Hushållens sparkvot (%)		10,0	9,9	9,7	9,4

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr USD	2006	2007	2008	2009
BNP	14.074	2,9	2,2	1,0	0,7
Privat konsumtion	9.937	3,1	2,9	1,4	0,7
Offentlig konsumtion	2.764	1,8	2,0	3,2	3,6
Bruttoinvesteringar	2.082	2,9	-1,9	-6,2	-4,4
Lagerinvesteringar		0,1	-0,3	-0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.738	8,4	8,1	7,0	4,4
Import	2.447	5,9	1,9	1,4	2,3
Arbetslöshet (%)		4,6	4,6	5,4	6,4
KPI		3,2	2,9	4,0	2,1
Hushållens sparkvot (%)		0,4	0,4	1,0	2,5

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

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

CENTRAL- OCH ÖSTEUROPA

	2006	2007	2008	2009
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	11,2	7,1	3,0	3,0
Lettland	12,2	10,3	3,0	3,0
Litauen	7,7	8,8	5,5	5,0
Polen	6,1	6,5	5,4	5,0
Ryssland	7,4	8,1	7,3	6,5
Slovakien	8,5	10,4	7,0	6,5
Tjeckien	6,4	6,5	4,5	5,0
Ukraina	7,0	7,3	6,0	5,5
Ungern	3,9	1,3	2,1	3,2
Inflation, årlig procentuell förändring				
Estland	4,4	6,6	8,0	4,0
Lettland	6,7	10,1	13,8	7,0
Litauen	3,8	5,8	8,5	7,0
Polen	1,3	2,6	4,2	3,4
Ryssland	9,7	9,0	13,0	10,0
Slovakien	4,3	1,9	3,5	3,6
Tjeckien	2,1	3,0	6,4	3,8
Ukraina	9,1	12,8	20,6	13,4
Ungern	4,0	7,9	5,5	4,5

FINANSIELLA PROGNOSE

		08-maj	jun-08	sep-08	dec-08	jun-09	dec-09
Officiella räntor							
USA	Fed funds	2,00	2,00	2,00	1,50	1,50	2,00
Japan	Call money rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Euro-zonen	Refiränta	4,00	4,00	4,00	3,75	3,25	3,00
Storbritannien	Reporänta	5,00	4,75	4,50	4,00	3,50	3,50
Obligationsräntor							
USA	10 år	3,78	3,75	3,70	3,60	3,80	4,00
Japan	10 år	1,67	1,60	1,55	1,50	1,55	1,65
Tyskland	10 år	4,06	4,00	3,90	3,75	3,70	4,00
Storbritannien	10 år	4,61	4,45	4,20	4,00	3,80	4,00
Växelkurser							
USD/JPY		104	103	97	92	97	104
EUR/USD		1,54	1,57	1,60	1,57	1,50	1,45
EUR/JPY		160	162	155	144	146	151
GBP/USD		1,96	1,99	1,95	1,85	1,83	1,81
EUR/GBP		0,79	0,79	0,82	0,85	0,82	0,80

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring				
	2006	2007	2008	2009
BNP OECD	3,2	2,7	1,3	1,1
BNP världen	5,0	4,9	3,8	3,5
KPI OECD	2,4	2,5	3,3	2,0
Exportmarknad OECD	8,9	6,1	4,2	3,5
Oljepris Brent (USD/fat)	64,8	73,0	109,0	102,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

Nordic Outlook finns också tillgänglig på Internet: www.seb.se under Ekonomi, Nyheter & rapporter och Ekonomiska rapporter.

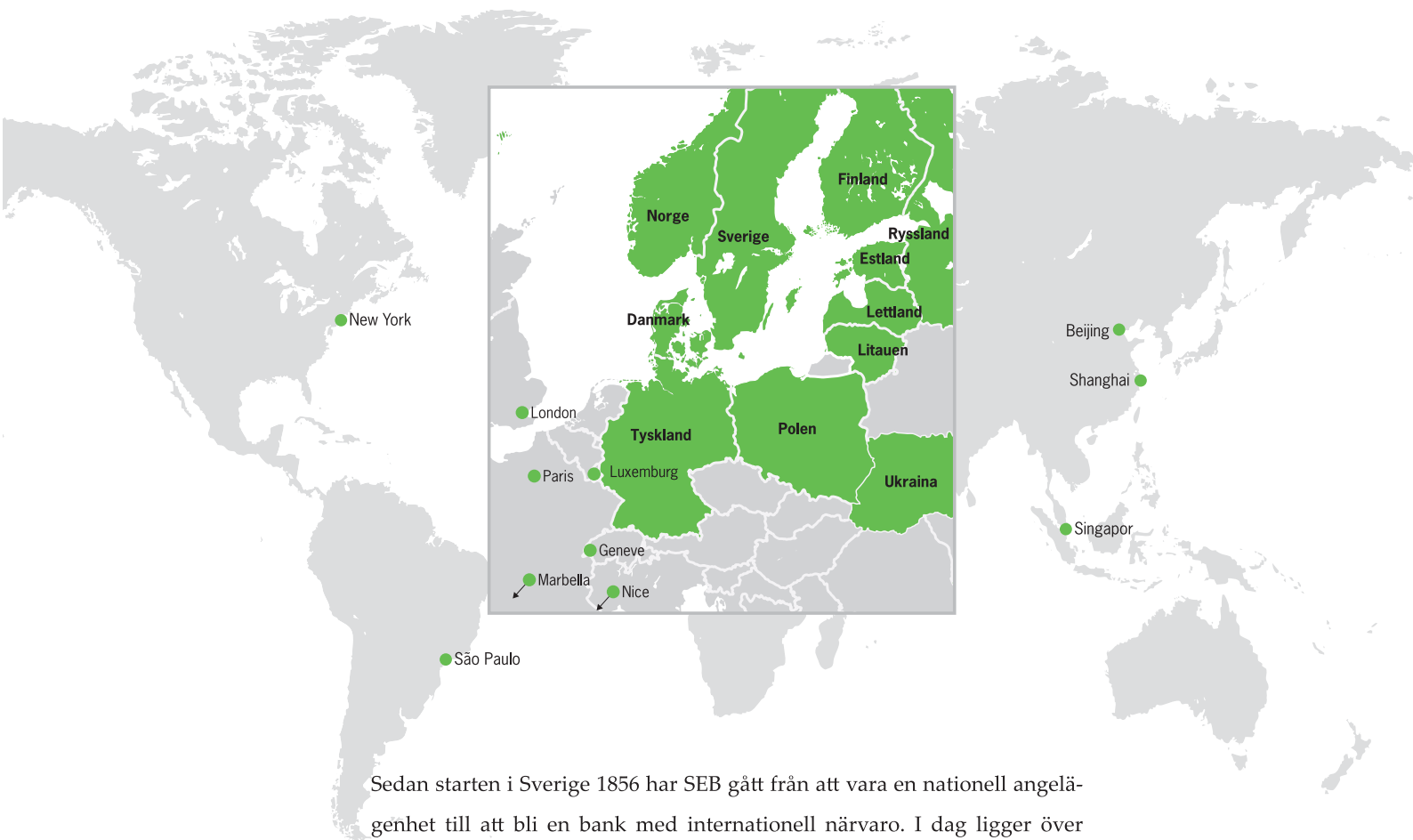
För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder, på www.mb.se, krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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: 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.