



EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA

AUGUSTI 2008

# Nordic Outlook

På randen till global recession  
Kraftiga räntesänkningar i Europa 2009

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

**S|E|B**

# SEB Ekonomisk Analys

Nordic Outlook - Augusti 2008

Denna rapport publicerades den 26 augusti 2008.

Avstämningsdag för valuta- och räntenoteringar var den 21 augusti 2008.

Robert Bergqvist, chefekonom robert.bergqvist@seb.se	+46 8 506 23016
Håkan Frisé, chef för Ekonomisk Analys hakan.frisen@seb.se	763 8067
Mattias Bruer, ekonom mattias.brue@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 och Stein Bruun SEB Oslo.

---

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

## Internationellt: På randen till global recession

- Den globala kreditkrisen fortsätter att dominera utvecklingen. Nästa år blir tillväxten i OECD-området den lägsta sedan början på 1990-talet genom att konjunkturedgången på allvar sprider sig från USA till Västeuropa och Japan.
- USA-bilden mörknar igen när positiva effekter från stimulanspaketet och utrikeshandel ebbar ut. Hushållen pressas av stramare krediter, ytterligare husprisfall och en fortsatt försvagning av arbetsmarknaden. Lägre energipriser ger visst tillväxstöd men Feds räntesänkningar når inte fram till konsumenterna. BNP-tillväxten blir 1,6 procent i år och 0,6 procent nästa år. Styrräntan ligger kvar på 2,00 procent ett år till.
- Nu testas också motståndskraften på allvar för snabbväxande ekonomier i främst Asien. Spridningseffekterna från nedgången i OECD-området blir större, samtidigt som inhemska inflationsproblem leder till ytterligare åtstramning av den ekonomiska politiken. Totalt växer den globala ekonomin med 3 procent 2009, mätt i köpkraftskorrigerade termer, på gränsen till recession på global nivå.
- Inflationen har stigit kraftigt det senaste halvåret. Nu lättar inflationstrycket när råvarupriserna fortsätter att falla och den alltmer synkroniserade lågkonjunkturen efter hand ökar nedåtpressen på löner och priser. Därmed öppnas dörren för räntesänkningar också i Europa. Den sena penningpolitiska responsen innebär dock att en återhämtning fördröjs och att tillväxten även 2010 blir mycket blygsam.
- Konjunkturen i Västeuropa försvagas nu snabbt. Tillväxten i Euro-zonen hamnar under 1 procent nästa år. I Storbritannien blir nedgången ännu djupare. Bank of England sänker räntan till 3,5. ECB:s dilemma med en svag tillväxt och hög inflation fördröjer en sänkning till mars. Nästa höst ligger räntan på 3,50 procent.
- USA-dollararnas återhämtning fortsätter. Räntesänkningar i Europa innebär minskande korträntedifferenser nästa år. Samtidigt gynnar vikande råvarupriser dollarn. Vid slutet av 2009 har EUR/USD fallit tillbaka till 1,37. Fortsatta svagheter i amerikansk ekonomi förhindrar en ännu tydligare dollarrekyl.

## Sverige: Räntesänkningar och budgetunderskott

- Konjunkturen försvagas snabbt. I år blir BNP-tillväxten 1,4 procent och nästa år 0,9 procent – klart under trend. Arbetsmarknaden försvagas. Sysselsättningen dämpas efter hand och arbetslösheten stiger till 7,0 procent 2009 och ytterligare något 2010.
- Nuvarande överskott i de offentliga finanserna ger en expansiv inriktning av finanspolitiken. Vi räknar med stimulansdoser runt 40 miljarder för både 2009 och 2010. År 2010 har de offentliga finanserna svängt om till ett underskott på 1-1½ procent av BNP.
- Inflationen toppar snart men förblir hög det närmaste året. Energipriser som faller tillbaka och lägre lönekostnadstryck får inflationen på reträtt nästa år. Riksbanken påbörjar räntesänkningar i februari när konjunkturen fortsätter nedåt och sänker styrräntan till 3,50 procent i slutet av 2009 och vidare till 3,0 en bit in i 2010.

## Övriga Norden och Baltikum

- **Danmark:** Konjunkturedgången fördjupas, tyngd av vikande inhemsk efterfrågan och fallande huspriser. Arbetsmarknaden börjar försvagas i höst. BNP-tillväxten blir 0,5 respektive 0,3 procent i år och 2009. Finanspolitisk stimulans bidrar till något starkare tillväxt 2010.
- **Norge:** Ekonomin bromsar in när tidigare räntehöjningar biter alltmer och exporten viker. Tillväxten i fastlandsekonomin mer än halveras till 2,9 procent i år och sjunker ytterligare till 1,7 procent 2009. Fortsatt högt kostnadstryck gör att Norges Bank höjer ytterligare en gång innan räntesänkningar påbörjas nästa sommar.
- **Finland:** BNP-tillväxten dämpas påtagligt i år till 2,2 procent och 2009 sker ytterligare en försvagning till 1,6 procent. Problemen inom den viktiga skogsindustrin förstärker nedgången.
- **Baltikum:** Ekonomierna är nu på väg in i en utdragen lågkonjunktur, som blir relativt djup i Estland och Lettland. BNP stagnerar i år i Lettland och minskar med 2 procent i Estland. Nästa år noteras en svagt positiv tillväxt. Nedgången i Litauen blir betydligt mildare. De ekonomiska obalanserna i form av hög inflation och stora underskott i bytesbalansen mildras något, men förblir stora utmaningar i alla tre länderna.

# Innehållsförteckning

Nordic Outlook - Augusti 2008

Sammanfattning	3
Internationell översikt	5
USA	13
Japan	19
Kina	20
Euro-zonen	21
Storbritannien	25
Central- och Östeuropa	26
Sverige	28
Danmark	37
Norge	38
Finland	40
Nordiska nyckeldata	41
Internationella nyckeldata	43

## **Fördjupningsrutor**

Ett år med kreditkris	11
Recession eller ej?	14
Stora regionala skillnader	22
Underskattades BNP-tillväxten andra kvartalet?	29
Nytt inflationsmått	32
Procyklisk penningpolitik	33
Finanspolitikens frihetsgrader	35



## Bred lågkonjunktur

- Stramare kreditförhållanden sätter avtryck
- Synkroniserad nedgång
- Inflationen faller tillbaka
- Räntorna sänks i Europa
- Dollarn återhämtar sig ytterligare

Anpassningsprocesser i den globala kreditkrisens spår fortsätter att sätta avtryck i den ekonomiska utvecklingen. Centralbankernas räddningsaktioner har mildrat de mest akuta krissymptomen på kreditmarknaden och minskat risken för kollaps i det finansiella systemet. Stramare kreditvillkor och fallande huspriser hämmar dock tillväxten framöver.

**Nästa år blir tillväxten i OECD-området den lägsta sedan början på 1990-talet.** I USA vänder ekonomin åter nedåt mot slutet av 2008, när skatterabatterna slutar att stötta konsumtionen. BNP-tillväxten hamnar 2009 på runt ½ procent. Konjunkturedgången har nu också på allvar nått Västeuropa och Japan. En bred nedgång i Euro-zonen gör att tillväxten hamnar under 1 procent och lågkonjunkturen i Storbritannien blir ännu djupare.

Hittills har tillväxten hållits väl uppe i tillväxtekonomier i främst Asien och Östeuropa. Nu testas emellertid motståndskraften på allvar. Spridningseffekterna från nedgången i OECD-området blir större, samtidigt som inhemska inflationsproblem i vissa länder kräver ytterligare åtstramning av den ekonomiska politiken. Totalt växer den globala ekonomin med 3 procent 2009, mätt i köpkraftskorrigerade termer. **Denna nivå ligger på gränsen till vad IMF numera definierar som recession på global nivå.**

I kölvattnen av stigande energi- och livsmedelspriser har inflationen stigit kraftigt det senaste halvåret. Centralbankerna, i främst Europa, har signalerat stor oro. ECB och de nordiska centralbankerna har fortsatt att höja räntan medan Bank of England gjort halt i sin sänkingscykel. Vi räknar nu med att **inflationen gradvis faller tillbaka**, när råvarupriserna fortsätter att sjunka och cykliska krafter gör sig gällande i olika avseenden. Detta ger centralbankerna utrymme för **ganska kraftiga räntesänkningar nästa år**, vilket i sin tur leder till fallande obligationsräntor.

En tydlig återhämtning i världsekonomin dröjer. Kreditåtstramning och fördröjd ekonomisk-politisk respons gör att tillväxten i Europa hamnar klart under trend också 2010. I USA kan däremot en ljusning skönjas i slutet av nästa år. Ökat fokus på Europas tillväxtproblem samt minskande räntegap mellan ECB och Fed bidrar till att **dollarn kommer att fortsätta återta förlorad mark mot euron.**

## BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2007	2008	2009	2010
USA	2,0	1,6	0,6	2,0
Japan	2,0	0,7	1,0	1,3
Kina	11,9	10,0	8,0	8,0
Euro-zonen	2,7	1,2	0,8	1,3
Storbritannien	3,1	1,1	0,5	2,5
Sverige	2,9	1,4	0,9	1,8
Norge	3,7	2,5	1,5	1,9
Norden	3,0	1,7	1,0	1,8
OECD	2,7	1,3	0,7	1,7
Världen	5,0	3,6	3,0	3,5

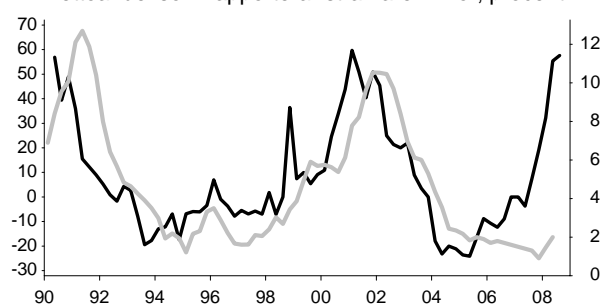
Källor: OECD, SEB

## Kreditåtstramning pressar tillväxten

Hittills har affärsbankerna, företrädesvis amerikanska och europeiska, gjort nedskrivningar på över 500 miljarder dollar. Bankerna har samtidigt anskaffat nytt kapital motsvarande 350 miljarder dollar. Differensen på 150 miljarder dollar innebär en försvagning av banksystemets egna kapital som direkt **påverkar möjligheten till kreditgivning på uppemot 1 900 miljarder dollar** (beräknat på 8 procents kapitalkrav). Enligt IMF:s beräkningar kan det totala beloppet nedskrivningar komma att fördubblas till 1 000 miljarder dollar.

## USA: Kreditförhållanden och konkurser

Nettoandel som rapporterar stramare villkor, procent



— Kreditvillkor för stora och medelstora företag (vä axel)  
 — Konkurs, andel av high yieldföretag (hö axel)

Källor: Fed, Reuters Ecowin

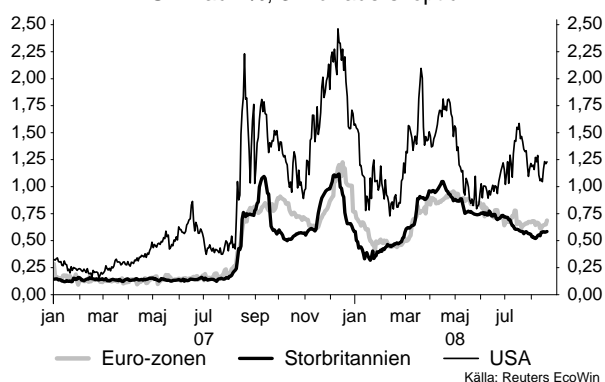
De flesta undersökningar tyder på att banksystemen i många länder kommer att strama åt kreditvillkoren framöver. I dagsläget befinner sig således **kreditykeln i inledningen på en kontraktionsfas**. Att denna starkt kommer att påverka världsekonomin framöver beror på det grundläggande samband som finns mellan kreditykeln och den reala ekonomin. Svängningarna samvarierar ofrånkomligt och förstärker varandra via kredittillgångens effekter på aktiekurser och andra tillgångspriser. Dynamiken i denna process förstärks av att vikande ekonomisk tillväxt leder till sämre betalningsförmåga bland såväl företag som hushåll, vilket i sin tur ytterligare spär på kreditförlusterna. Samtidigt tenderar kreditåtstramningen att

förstärka nedgången i tillgångspriserna, vilket i förlängningen urholkar bankernas tillgångssida.

Denna dynamik ställer det finansiella systemets kärna, bankerna och centralbankerna, inför svåra utmaningar. Det gäller att nödvändiga anpassningar av balansräkningarna genomförs på ett sådant sätt att **spiralen av kreditåstramningar och ytterligare värdetapp i tillgångsportföljer** inte blir alltför djupgående.

## Statsskuldväxlar och interbankräntor

Skillnad i %, 3-månaders löptid



Systemriskerna är troligen mindre i dag än för ett halvår sedan beroende på det batteri av åtgärder som vidtagits. Framför allt har det varit viktigt att ansvariga myndigheter demonstrerat att man inte tvekar att vidta nödvändiga åtgärder för att hålla det finansiella systemet under armarna.

Samtidigt kan vi se hur den finansiella stressen består. Skillnaden mellan interbankräntan och statsskuldväxlaräntan är fortsatt hög såväl i USA som i Europa. Andra viktiga räntedifferenser har fortsatt att öka eller ligger kvar på höga nivåer, vilket även illustrerar begränsningarna i penningpolitikens genomslagskraft. Konkurrensen i företagssektorn är bara i början på sin uppgångsfas och kommer att slå hårdare mot banksystemet. Nya statliga ingripanden kommer sannolikt att bli nödvändiga för att säkra den finansiella stabiliteten.

Vår prognos fortsätter att utgå från att anpassningsprocessen blir kännbar för den reala ekonomin de närmaste åren. Nedgången avviker dock inte speciellt mycket från andra lågkonjunkturer det senaste kvartalseklet. Starka balansräkningar i företagssektorn och gott om investeringsvilligt kapital i bl a oljeproducerande länder bidrar till att **nedgången inte blir djupare trots att den finansiella hotbilden ser värre ut.**

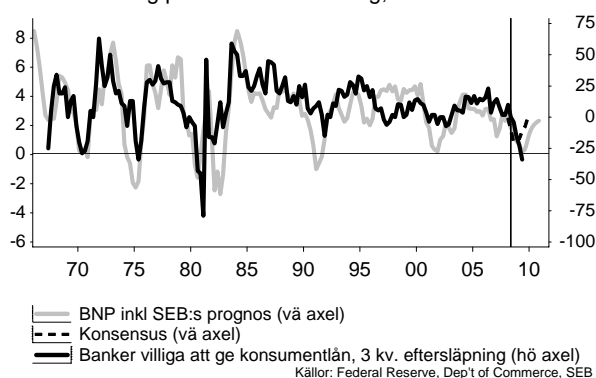
## W-formad USA-konjunktur

Tillväxten i USA hölls uppe i oväntat hög grad under andra kvartalet. **Skatterabatter och draghjälp från svag dollar och hyfsad omvärldsefterfrågan** resulterade i en BNP-tillväxt på 2 procent. Dessa krafter försvagas nu och ekonomin är ännu inte redo att stå

på egna ben. Indikatorer tyder på att nedgången på arbetsmarknaden är på väg att accelerera. Därtill fortsätter bostadspriserna att falla. Hittills har fallet uppgått till cirka 20 procent sedan toppen 2006 (enligt Case-Shiller-indexet). Stort överutbud och allt fler utmätningar gör att vi ser ett ytterligare fall på runt 10 procent som sannolikt. Den totala nedgången ligger därmed i linje med våra tidigare prognoser.

## USA: BNP och kreditförhållanden

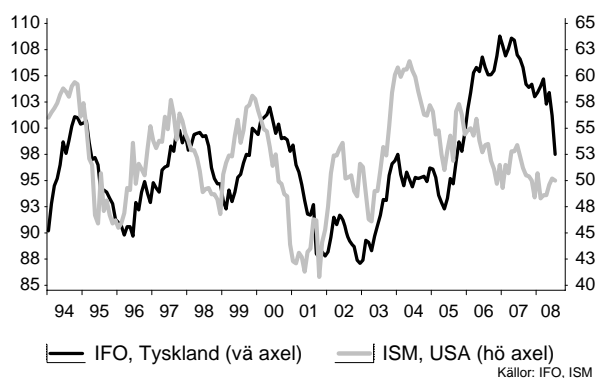
Årlig procentuell förändring, netttotal



Konsumenterna kommer därmed att pressas hårt av svagare arbetsmarknad, fallande husförmögenhet och vikande reallöneinkomster. Vi räknar med negativ BNP-tillväxt under fjärde kvartalet 2008 och första kvartalet 2009, vilket gör att **årsgenomsnittet 2009 hamnar på runt ½ procent.** Att nedgången i bostadsbyggandet börjar plana ut under de närmaste kvartalen och att inflationen framöver inte kommer att gröpa ur köpkraften i samma utsträckning som tidigare är ljusglimtar som mildrar nedgången. Först 2010 räknar vi med en BNP-tillväxt runt den trendmässiga nivån i USA.

## Konjunkturindikatorer

Index

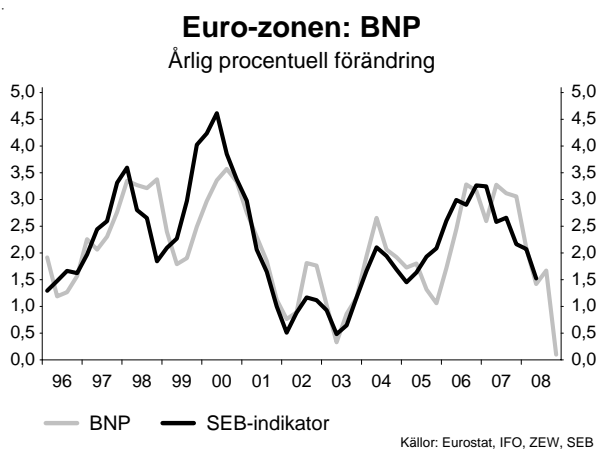


## Bred nedgång i OECD-området

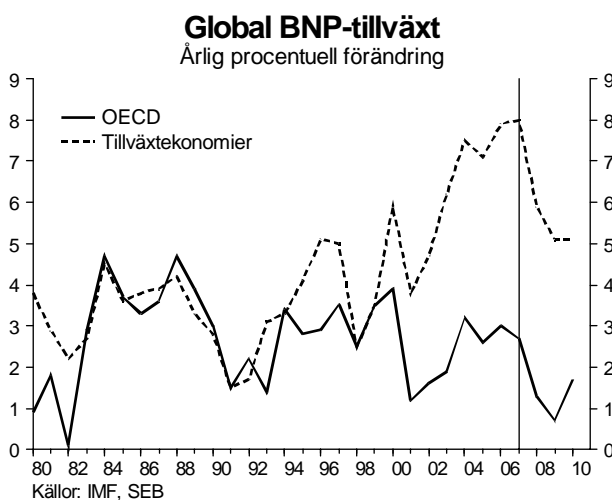
Att tillväxten hölls uppe i Europa och Asien i början av den amerikanska lågkonjunkturen gav näring åt tanken att en "särkoppling" i världsekonomin var möjlig. En stark tillväxt första kvartalet bidrog till att dessa förhoppningar hölls vid liv, bl a hos centralbankerna. Nu

står det dock alltmer klart att hela OECD-området kommer att drabbas av lågkonjunkturen.

Räntehöjningar, stark euro och hög inflation har lett till en kraftig dämpning i **Euro-zonen**. Nedgången breddas i och med att tillväxten viker också i Tyskland. Fortfarande finns dock betydande skillnader mellan olika länder. BNP-tillväxten hamnar nära noll i Italien samtidigt som husprisfallet drabbar ekonomier som Spanien och Irland mycket hårt. Sammantaget räknar vi med en BNP-tillväxt på 0,8 procent nästa år och en marginellt starkare tillväxt 2010. Prognosen innebär att BNP-tillväxten i genomsnitt åren 2008-2010 faktiskt blir lägre i Euro-zonen än i USA.



**Storbritannien** är särskilt utsatt för de anpassningsprocesser som nu pågår. 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 kraftig inbromsning har nu påbörjats. Vi räknar med att BNP-tillväxten 2009 stannar vid ½ procent.



Även motståndskraften i de **nordiska ekonomierna** håller på att försvagas. Huspriserna faller nu i Danmark och Norge. Danmark var det första landet inom EU som uppvisade recession med fallande BNP fjärde kvartalet 2007 och första kvartalet 2008. I Sverige har

tillväxten saktat in kraftigt och förtroendeindikatorer pekar ganska brant nedåt. Nästa år hamnar BNP-tillväxten i Norden på 1,0 procent. Stora offentliga överskott som gradvis kan omsättas till en expansiv finanspolitik bidrar till en något högre tillväxt än i Euro-zonen.

## Orosmoln i tillväxtekonomier

Expansionen i snabbväxande ekonomier har hittills fortsatt trots avmattningen i industriländerna. Vi räknar nu med en viss inbromsning, men tillväxtekonomierna kommer även framöver att stötta den globala tillväxten.

Ändå saknas inte oro smoln. När nedgången i OECD-området breddas blir spridningseffekterna för tillväxtekonomierna tydligare. Än viktigare är kanske ökade risker för att **interna obalanser ska sätta käppar i hjulet för expansionen**. Den snabba tillväxten har lett till ett högt resursutnyttjande och stor efterfrågan på vissa typer av arbetskraft. Lönerna har därigenom stigit snabbare än den underliggande produktivitetstillväxten. När detta kombinerats med stigande priser på energi och mat har resultatet blivit en bred inflationsuppgång. Till skillnad från situationen i industriländerna kan vi således observera en **stigande kärninflation** i många tillväxtekonomier.

Trevande försök till monetära åtstramningar genomförs nu på ganska bred front i Asien. Oklara spelregler för den ekonomiska politiken gör dock att **man i många fall är sent ute**. Omsorg om den politiska stabiliteten har bidragit till att tillväxten prioriterats på inflationens bekostnad. Nu har dock inflationen nått sådana nivåer att det börjar bli uppenbart vilken skada den kan ställa till med, inte minst genom att urholka köpkraften för fattigare delar av befolkningen.

I t ex **Indien** och **Indonesien** har räntan höjts relativt kraftigt de senaste månaderna, vilket bidragit till att valutakurserna vänt uppåt. Även i Sydkorea har en åtstramning påbörjats. Denna utveckling väntas fortsätta. I **Kina** kvarstår vissa överhettningrisker. Däremot har inflationsuppgången än så länge varit koncentrerad till matpriser. Myndigheterna har signalerat ökad oro för att tillväxten ska vika snabbt, varför vi räknar med att den ekonomiska politiken fortsätter att inriktas på en strategi där man **både gasar och bromsar**.

## Finanspolitiken stöttar

Att hög inflation begränsat centralbankernas stimuleringsmöjligheter ökar behovet av en aktiv finanspolitik. IMF har betonat att en sådan rollfördelning skulle minska riskerna för förnyade finansiella obalanser i form av bubblor på tillgångsmarknaderna. I ett läge med kreditåtstramningar och husprisfall **är finanspolitiken förmodligen också mer effektiv än räntesänkningar**.

Vårens finanspolitiska injektion i **USA**, motsvarande ca 1 procent av BNP, bidrog till att hålla uppe aktiviteten under andra kvartalet. Nästa år räknar vi med att ett mindre paket kommer att sjösättas oavsett utgången i presidentvalet.

De flesta länder i Västeuropa har underlåtit att skapa manöverutrymme under den tidigare högkonjunkturen. I **Storbritannien**, **Frankrike** och **Italien** är ytterligare stimulans knappast förenligt med regeln om ett maximalt budgetunderskott motsvarande 3 procent av BNP. I **Spanien**, där statsfinanserna är starkare, sjösattes ett stimulanspaket i våras för att bemöta den dramatiska nedgången i ekonomin. Även i **Tyskland** finns ett visst utrymme som kan behöva tas i anspråk när ekonomin nu försvagas.

Starka offentliga finanser i de nordiska länderna ger betydande budgetutrymme för stimulans. I **Sverige** och **Danmark** kommer detta nu gradvis att tas i anspråk när arbetsmarknaderna svalnar. I **Norge** har regeringen en längre tid försökt undvika att oljeinkomsterna spiller över i alltför expansiv inriktning av budgetpolitiken.

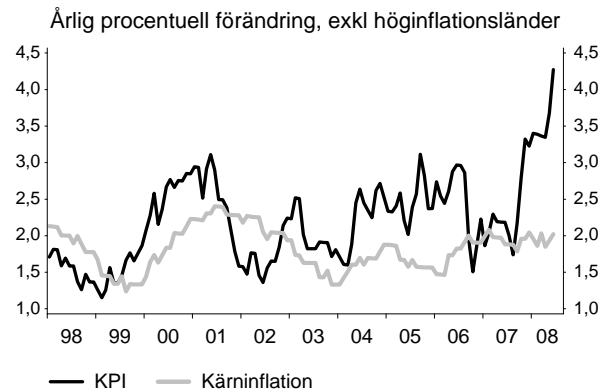
Sammantaget kommer vi att få se en **kraftig ökning av budgetunderskotten** världen över som en konsekvens av lågkonjunkturen och den finanspolitiska stimulansen. I USA kommer den tillträdande presidenten att ställas inför stora utmaningar. Budgeten kommer att pressas hårt av bl a ekonomisk nedgång, det finansiella systemets stödbehov samt fortsatta säkerhetspolitiska utmaningar. I Europa kommer stabilitetspaktens restriktioner och ECB:s avvaktande hållning att leda till en för stram ekonomisk politik för de länder där den ekonomiska nedgången är som mest tydlig. Även om man kan hävda att dessa problem har sina rötter i gamla försyndelser när det gäller struktur- och budgetpolitik kommer detta att leda till **stora spänningar inom eurosamarbetet**.

## Inflationen kulminerar

KPI-inflationen i OECD-området ligger nu på den högsta nivån som noterats sedan 1980-talet. Stigande priser på energi och livsmedel har drivit KPI-inflationen till oanade höjder.

Att uppgången blivit så häftig beror på en rad samverkande faktorer. Pristrycket på råvaror har hållits uppe av den ihållande expansionen i tillväxtekonomierna. Inflations- och löneuppgången i dessa länder har därtill bidragit till att försvaga den inflationsdämpande kraft som globaliseringen utgjort det senaste decenniet. Livsmedelspriser har därtill drivits upp av speciella faktorer som skördebakslag och ökad användning av spannmål i etanolproduktion. Samtidigt har många industriländer känt av typiskt sencykliska inflationskrafter i form av fallande produktivitetstillväxt och viss uppgång i löneökningstakten.

## Inflation i OECD-området



Inflationsuppgången har ibland tolkats på ett ganska ödesmättat sätt; att expansionen i tillväxtekonomier kommer att leda till en kontinuerlig uppgång i råvarupriser. Detta skulle i sin tur tvinga företagen att kompensera stigande kostnader med breda prisökningar riktade mot konsumenterna. I förlängningen skulle kompensationskrav från löntagarna skapa en varaktig uppväxling av pris- och löneökningstakten. Därigenom skulle **perioden med stabil låginflationsmiljö** som präglade de senaste decennierna **gå mot sitt slut**. Stigande inflationsförväntningar har tolkats som ett tecken på att ekonomins aktörer varit på väg att tappa förtroendet för centralbankernas inflationsmål.

**Vi ser dock dessa farhågor som överdrivna.** Visserligen ligger inflationen kvar på en hög nivå ytterligare en tid. Indikationer i producentledet tyder på fortsatt pristryck och många företag är angelägna att genomföra prishöjningar för att begränsa vinstnedgången.

## Bidrag till KPI från livsmedel och energi

Procentenheter

	2007	2008	2009
USA	2,1	2,4	0,6
Euro-zonen	1,6	1,4	0,4
Sverige	1,0	1,0	0,3

Källor: OECD, SEB

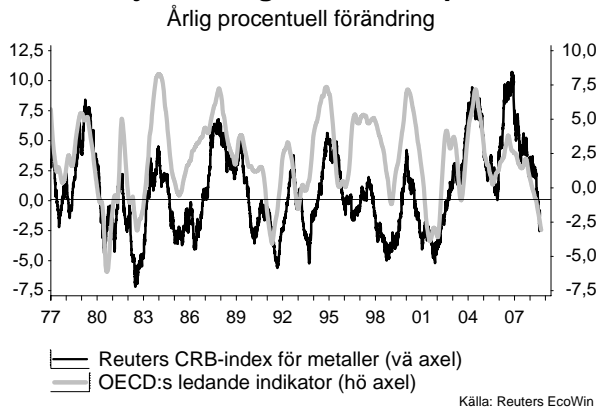
Efter hand gör sig dock cykliska krafter på olika sätt gällande. Vår inflationsprognos baseras på ett antagande om svagt fallande råvarupriser, **bl a räknar vi med ett råoljepris runt 100 USD/fatet i slutet av 2009**. Omslaget i inflationsbidrag blir kraftigt när tidigare prisökningar faller ur inflationstalen. Effekten blir störst i USA, där inflationsbidraget från energi- och livsmedel faller från 2½ procentenheter 2008 till ½ procentenhet 2009. Det är dock inte osannolikt att den globala konjunkturedgången ger en större rekyl nedåt för råvarupriserna. Utvecklingen på andra områden indikerar att historiska samband till slut visar sig hålla även om eftersläpningarna är större än tidigare.

**Även kärninflationen dämpas av cykliska skäl.** Hittills har löneökningarna i OECD-området stigit



beskedligt trots det strama arbetsmarknadsläget. När vi nu står inför en synkroniserad lågkonjunktur är det knappast troligt att löntagarna kommer att kunna kompensera sig för den högre inflationen. Företagen kommer också att få allt svårare att lyckas övervältra kostnader på konsumenterna. Sammantaget räknar vi därför med en tydlig inflationsnedgång under loppet av nästa år. Mot slutet av 2009 ligger KPI-inflationen runt 2 procent i såväl USA som Euro-zonen.

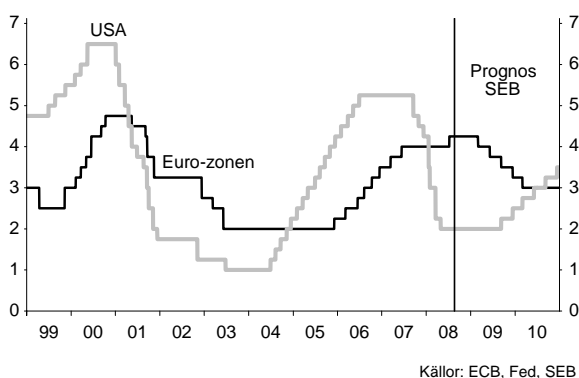
## Konjunkturläge och metallpriser



## Räntesänkningar på bredare front

När stigande råvarupriser under våren drev upp inflation och inflationsförväntningar valde centralbankerna i Europa att tydligt prioritera kampen mot inflationen i retorik och agerande. Man tonade ned betydelsen av såväl tillväxtrisker som det faktum att inflationen i hög grad orsakats av specifika faktorer på ekonomins utbudssida. Förändrat tonläge i den internationella debatten påverkade säkert också. Början av året präglades t ex av IMF:s rekommendationer att räntesänkningar på bred front behövdes för att bekämpa den finansiella krisen. Efterhand gled diskussionen över på riskerna för att låga realräntor och en alltför lätt penningpolitik på global nivå bidrog till att elda på råvaruprisuppgången.

## Styrräntor

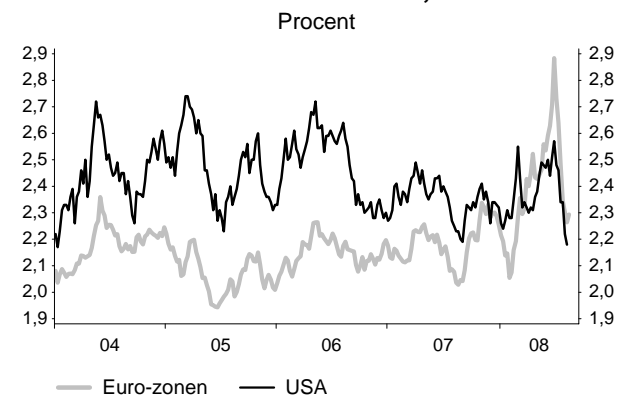


Vår prognos avseende konjunktur och inflation de närmaste åren talar ganska entydigt för att motiven till

att stödja ekonomierna med en **expansiv penningpolitik** återigen kommer att stärkas.

I USA kommer styrräntan att förbli låg. **Federal Reserve** har visserligen signalerat ambitioner att normalisera räntan så snart läget i ekonomin stabiliseras, men där är vi ännu inte. Man vill undvika att på nytt skapa bubblor på tillgångsmarknaderna. Förnyade tillväxtproblem och fortsatt nedgång på husmarknaden gör dock att vi räknar med att styrräntan ligger kvar på 2 procent ytterligare minst ett år; längre än vad prissättningen på räntemarknaden nu indikerar. Fallande inflation ger trots det en viss uppgång i realräntorna.

## Break-even inflation, 5 år



Svagheterna i den japanska ekonomin innebär att **Bank of Japans** ambition att normalisera styrräntan återigen skjuts på framtiden. Inflation långt över målet har medfört att **Bank of England** avbrutit räntesänkningarna och gjort halt på en så pass hög styrränta som 5,0 procent. Rasande huspriser och snabbt fallande tillväxt kommer efterhand att leda till nya sänkningar. Vi räknar med ytterligare en sänkning i år och att styrräntan sedan dras ned till 3,50 procent under 2009.

**ECB** har de senaste månaderna mjukat upp sitt hökakliga budskap, i takt med allt svagare konjunktursignaler. Vi räknar med att ECB:s inflationsoro därtill nu gradvis dämpas och att räntesänkningar påbörjas i början av nästa år. Vid slutet av 2009 ligger referansräntan på 3,25 procent.

Den svenska **Riksbanken** flaggade i början på juli för flera räntehöjningar under hösten. Fallande oljepris, svaga tillväxtsiffror samt snabbt vikande framtidstro gör att vi räknar med en reträtt från Riksbankens sida. Möjligen genomförs en sista höjning i september. Under 2009 sänks reporäntan med sammanlagt 125 räntepunkter till 3,50 procent och en bit in i år 2010 ligger styrräntan på 3,0 procent.

**Norges Bank** måste beakta överhettningstendenser i ekonomin ytterligare en tid. Vi räknar med att en sista höjning till 6 procent kommer under hösten. När arbetslösheten vänder uppåt och resursutnyttjandet faller

tillbaka rycker en sänkingscykel allt närmare. Vår prognos för kärninflationen innebär dock att en första sänkning tidigast kan komma vid halvårsskiftet 2009 som därefter följs av två sänkningar till 5,25 procent vid slutet av året och troligen ytterligare ett par en bit in 2010.

## Styrräntor

	Aktuell	Dec 09	Neutral
USA	2,00	2,50	4,25
Euro-zonen	4,25	3,25	4,00
Storbritannien	5,00	3,50	4,50
Sverige	4,50	3,50	4,25
Norge	5,75	5,25	5,25

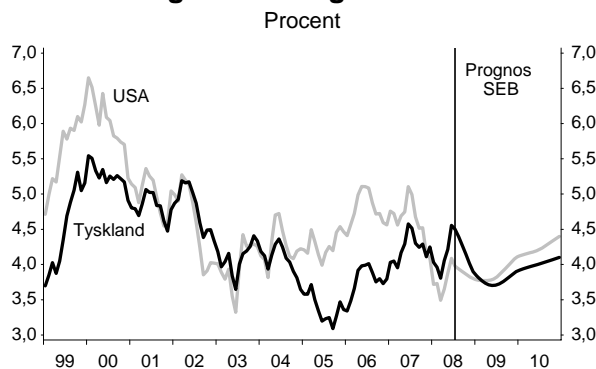
Källa: SEB

## Obligationsräntor fortsätter ned

Obligationsräntorna steg kraftigt under andra kvartalet drivna av inflationsoro och centralbankernas bistra budskap. Den senaste månaden har räntorna vänt nedåt i takt med att råvarupriserna fallit och tillväxtproblemen återigen hamnat i fokus. Att inflationsförväntningar, mätt som break-even inflation, också vänt nedåt har förstärkt trenden. Vår prognos med en relativt djup konjunkturedgång där Fed ligger kvar på 2 procent och där styrräntorna sänks ganska kraftigt i Europa innebär utrymme för ytterligare nedgång i obligationsräntorna.

Vårt nuvarande makrosenario motiverar dock knappast att långräntorna sjunker lika djupt som under 2003 och 2004, då deflationshotet föreföll överhängande. De närmaste åren kommer förmodligen osäkerheten om inflationen att vara större. Ökat utbud av statsobligationer, till följd av stigande budgetunderskott, bidrar också på marginalen till att dämpa fallet i räntorna. Våra prognoser på detta område tyder dock på att underskotten blir ungefär lika stora som under förra lågkonjunkturen. Ett minskat placeringsbehov bland centralbanker i Asien och Mellanöstern bidrar också till lägre efterfrågan.

## 10-åriga statsobligationsräntor



Källor: Reuters EcoWin, SEB

Vi räknar med att 10-åriga amerikanska statsobligationer bottnar på 3,80 procent en bit in i 2009. I Tyskland pressas långräntorna nedåt första halvåret 2009, när ECB börjar sänka räntan, och når 3,70 procent i mitten av 2009.

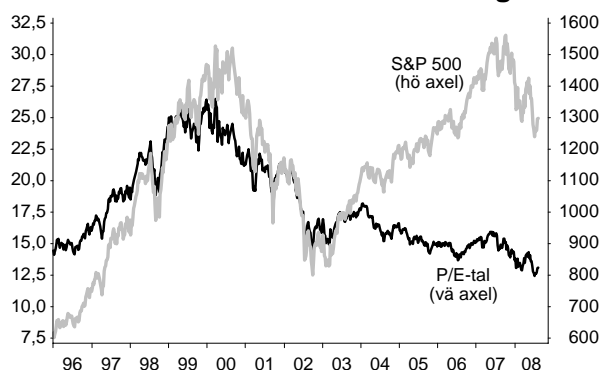
Den svenska tioåringen fortsätter att falla ytterligare något till 3,75 i mitten av 2009. Fallet blir mindre än för den tyska motsvarigheten varför räntespreaden stiger. Orsaken är dels att Riksbanken kommer att ligga över ECB under större delen av prognosperioden, dels att inflationsskillnaden gentemot Euro-zonen inte längre kommer att tala till svensk fördel. Den snabbt sjunkande statsskulden i Sverige gör dock att uppgången i långräntespreaden blir relativt blygsam. De norska långräntorna ligger för närvarande knappt 50 punkter över de tyska. Spreaden sjunker på sikt när Norges Bank börjar inleda en sänkingscykel nästa sommar.

## Fortsatta börsrisker

Stigande råvarupriser, ränteuppgång och fortsatt finansiell osäkerhet bidrog till att världens börser föll kraftigt från mitten på maj. Hyfsade kvartalsrapporter och ljusglimtar i den amerikanska industrikonjunkturen var inte tillräckligt för att framtidstron på börserna skulle stå emot en långsiktigt mörkare makroekonomisk bild. Sedan mitten av juli har börserna återhämtat sig en del när råvarupriserna fallit tillbaka och utsikterna för en lättare penningpolitik förbättrats.

Vårt makrosenario innebär ytterligare tillväxtsbesvikelser. Konsensusprognoserna för BNP-tillväxten 2009 lär därtill fortsätta att revideras nedåt det närmaste halvåret, vilket brukar sätta press på börserna. Risker för nya besvikelser på vinstsidan är uppenbar i många branscher och vinstvarningar i höst lär komma.

## USA: Börsindex och värdering

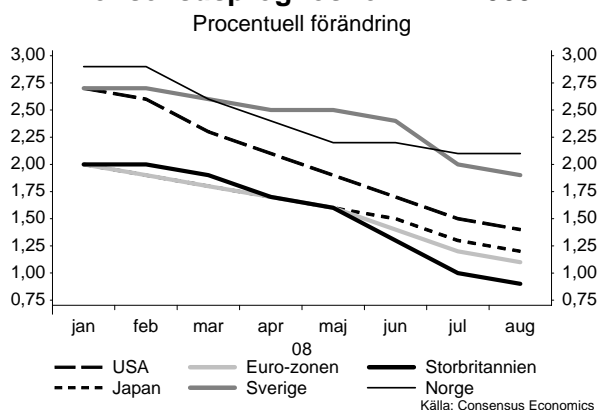


Källor: Standard & Poor's, Reuters

Värderingen på aktiemarknaden är dock historiskt låg. När detta kan ta sig uttryck i en varaktig återhämtning i börskurserna beror på en rad faktorer. Den amerikanska avkastningskurvan har nu en tydligt positiv

lutning, vilket gör att en viktig pusselbit för en stabilare börsutveckling ligger på plats. I nuläget krävs det dock att avkastningskurvan blir brantare även i andra delar av världen. Räntesänkningarna från ECB och Bank of England är därför av stor betydelse. Samtidigt är det troligen också nödvändigt att situationen i det finansiella systemet klarnar och att nyhetsflödet avseende nya nedskrivningar börjar sina. Någon gång under nästa år pekar våra konjunktur- och ränteprogno-  
noser på att förutsättningarna för en mer varaktig återhämtning på börsen kan ligga på plats.

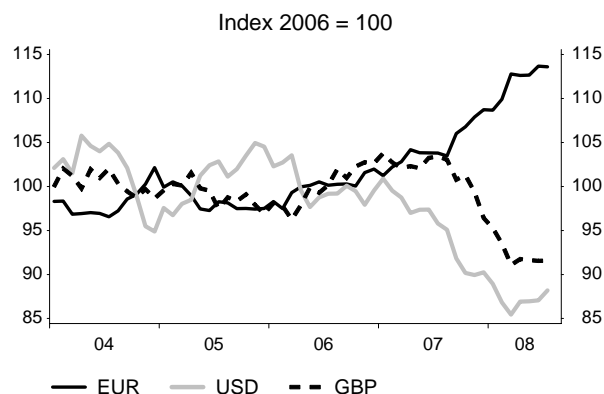
## Konsensusprognos för BNP 2009



## Dollarn fortsätter återhämtningen

På senare år har euron fått bära en allt tyngre börda i världsekonomin då de anglosaxiska valutorna försvagats och den japanska ekonomins svaghet hållit tillbaka yenkursen. Att apprecieringstakten av den kinesiska yu-  
anen ökat mot dollarn är i sammanhanget en klen tröst. Genom dollarförsvagningen har effekten ändå blivit att yu-  
anen försvagats mot euron.

## Effektiv växelkurs



## Ett år med kreditkris

Uppblossandet av den globala kreditkrisen förra sommaren förde med sig stora utmaningar för de ekonomiska och finansiella bedömningarna. Följderna av den abrupta omsvängningen på kreditmarknaden skulle vägas mot den mycket starka och till synes robusta ekonomiska miljö som då dominerade, inte minst i de nordiska länderna. Det innebar att väl uttrampade metodstigar i viss grad fick överges till förmån för osäkrare bedömningar av relativt oprövade samband mellan kreditmarknad och real ekonomi.

Sedan *NO Augusti 2007* har våra prognoser och analyser i hög grad präglats av synen att kreditkrisen skulle få långsiktiga och betydande konsekvenser för den ekonomiska utvecklingen. Denna slutsats grundade sig delvis på att krisen abrupt förändrade klimatet när det gällde förtroende, risktagande, prisbildning och likviditet på kreditmarknaden. Därtill drog vi slutsatsen att utbrottet av kreditkrisen skulle förstärka omslaget i flera av de underliggande krafter som drivit tillväxten i industriländerna. Inte minst gäller detta utvecklingen på bostadsmarknaden, som stimulerat ekonomierna under en lång period genom omfattande byggande och stigande huspriser.

Sammanfattningsvis kan man nog säga att det varit fruktbart att tillmäta kreditkrisens följder och dynamik en central roll i analysen. I annat fall hade det knappast vara möjligt att så tidigt förutse det underliggande omslag i konjunkturbilden, speciellt i Västeuropa, som nu uppenbarligen skett.

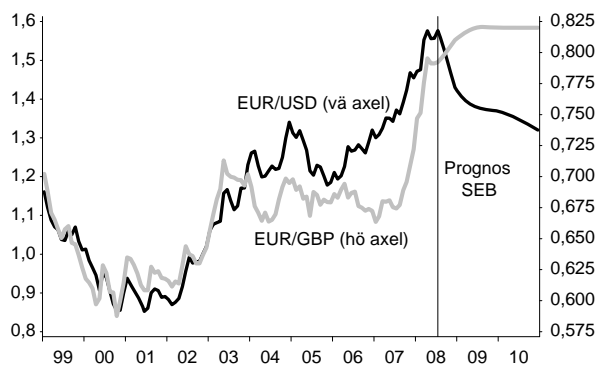
På vissa områden har vi dock lyckats sämre. Mest uppenbart gäller det prognoserna för de europeiska centralbankerna under våren. Till en del berodde detta på att vi inte förutsåg den kraftiga prisuppgång på energi, livsmedel och en del andra råvaror som präglade första halvåret 2008. Denna bidrog till att förstärka effekterna av traditionella sencykliska inflationsimpulser som däremot var väl inkorporerade i våra prognoser.

Därtill kom att vi missbedömde de europeiska centralbankernas reaktionsmönster i en situation med vikande konjunktur och stigande, främst råvarudrivna, inflation. Vi tolkade länge centralbankernas vapenskrammel enbart som varningssignaler. Vi höll således alltför länge fast vid tesen att man skulle undvika att genomföra höjningar och mer skyndsamt sänka räntan i takt med att konjunktursvagheter blev allt tydligare.

Det är ännu för tidigt att slutgiltigt utvärdera såväl prognosernas träffsäkerhet som konsekvenserna av den förda ekonomiska politiken. Man kan dock konstatera att det faktum att anpassningen nedåt av räntorna uteblivit har bidragit till att den ekonomiska tillväxten i Europa generellt blir svagare än vi tidigare förutsett. På kortare sikt gäller det omvända i USA; stimulanspolitiken har bidragit till att tillväxten i år blir högre än vi räknade med i vårens rapporter.

Våra prognoser det senaste året har inneburit att dollarns nedgång skulle fortsätta, tills det stod klart att också Euro-zonens ekonomi skulle påverkas kraftigt av den pågående globala nedgången. Svaghetstecknen under sommaren manifesterade i BNP-nedgången för andra kvartalet har fungerat som katalysator för detta trendbrott. Rekylen ned för råvarupriserna har också bidragit; den negativa korrelationen mellan råvaror och dollar är tydlig.

## Växelkurser EUR/USD och EUR/GBP



Källor: Reuters EcoWin, SEB

Dollarn fortsätter att återhämta sig. Främst beror detta på utvecklingen av styrrenteskillnaden. I nuläget ligger ECB 225 räntepunkter över Fed. Vi räknar med att skillnaden gradvis minskar under loppet av 2009, för att mot slutet av 2010 slå om till en situation då en amerikansk återhämtning medför att Feds styrrenta kommer att ligga något högre än ECB:s. EUR/USD rör sig då ned mot 1,30.

Vi räknar med att pundet försvagas ytterligare mot euron, beroende på den brittiska ekonomins stora exponering mot finanskris och husprisnedgång. EUR/GBP toppar på 0,82 i början av nästa år. Försvagningen mot dollarn blir därmed ganska kraftig; vi räknar med 1,66 för GBP/USD mot slutet av 2009.

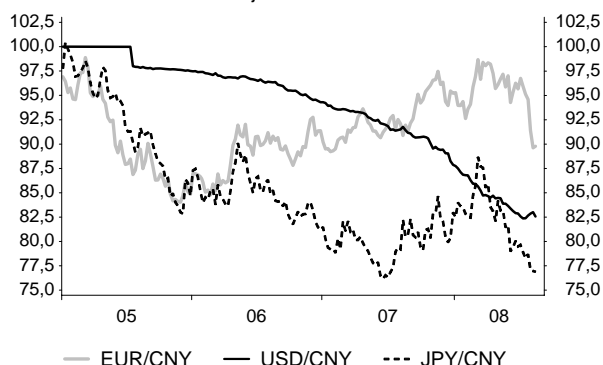
Yenen genomgår en gradvis försvagning på två års sikt, till 125 USD/JPY. Över tiden talar en vidgad räntedifferens mot USA för en depreciering; vi räknar med att Fed börjar höja räntan nästa år samtidigt som BoJ ligger fortsatt still med sin styrrenta.

Den undervärderade kinesiska valutan har bidragit till obalanserna i de globala handelsflödena. Den senaste tiden har dock apprecieringstakten i effektiva termer

accelererat. Uppskrivningen mot dollarn ligger nu runt 9 procent i årstakt. Samtidigt har dollarns återhämtning bidragit till att yuanen ökat sitt värde med 10 procent mot euron och 12 procent mot yenen bara sedan i våras. Notabelt är också att de tidigare världspolitiska spänningarna om Kinas valuta ser ut att ha lättat en del. USA:s finansminister Henry Paulson gav t ex nyligen beröm till Kina då han menade att landet "rör sig i rätt riktning" när det gäller valutareformeringen.

## Kina: Växelkurser

Index januari 2005=100



Källa: Reuters EcoWin

De allra senaste månaderna har präglats av större försiktighet hos de kinesiska myndigheterna. Vi räknar därför med att apprecieringen mot USD blir långsammare framöver. Valutan fortsätter därmed att förstärkas i effektiva termer, dock inte i samma tempo som under sensommaren.

Den svenska kronan fortsätter att tyngas av svag riskaptit i det korta perspektivet. På längre sikt räknar vi med att underliggande styrka i form av stora bytesbalansöverskott och en högre tillväxt än i Euro-zonen talar till kronans fördel. EUR/SEK faller då tillbaka till 9,30 i december 2010. Som en följd av dollarns förstärkning mot euron innebär vår prognos en försvagning av kronan i TCW-termer det närmaste året. Först under 2010 sker en viss förstärkning. Den norska kronan stärks något mot euron till 7,85 i slutet av året med stöd av vidgad räntedifferens. Lägre oljepris och efter hand också räntesänkningar i Norge gör att EUR/NOK vänder upp. Vi räknar dock med en måttlig försvagning till 8,10 i slutet av 2009.



## Nedgången tar ny fart

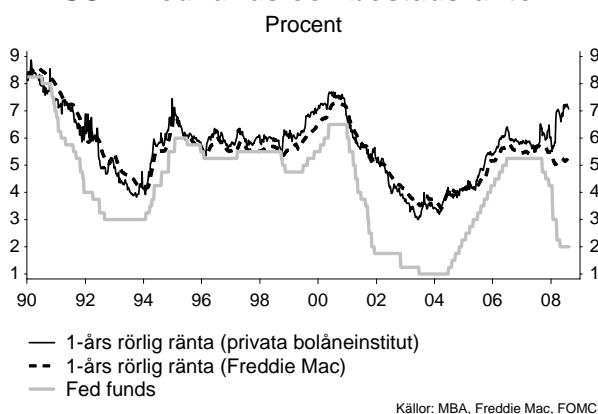
- Pressade hushåll i fokus
- Nedgången på bostadsmarknaden bottnar
- Arbetsmarknaden försämras ytterligare
- Styrräntan kvar på 2 procent ett år till

Tack vare stimulanspaket och ett oväntat kraftigt bidrag från utrikeshandeln växte amerikansk ekonomi starkare än väntat under första halvåret av 2008. **Men när nu effekten av skatterabatterna klingar av ökar pressen på hushållen.** Kombinationen av fortsatta husprisfall, en allt svagare arbetsmarknad och ännu tuffare kreditvillkor innebär att BNP-tillväxten dämpas och blir negativ kring årsskiftet. Att oljepriset fallit tillbaka från sommarens rekordnivåer ligger i den andra vågskålen.

Trots kommande stimulanspaket och Feds lätta penningpolitik blir konjunkturnedgången ganska utdragen och återhämtningen syrefattig. En återgång mot potentiell tillväxtnivå är inte sannolik förrän huspriserna slutat falla, bankernas balansräkningar sanerats och kreditvillkoren lättat för hushåll och företag. **Sammantaget innebär detta att BNP-tillväxten uppgår till 1,6 procent 2008, 0,6 procent 2009 och 2,0 procent 2010.**

De senaste årens dollardepreciering ger fortsatta positiva bidrag från utrikeshandeln och gör att recessionen blir grund sett ur ett historiskt perspektiv. Men när också efterfrågan på viktiga exportmarknader bromsar samtidigt som dollarn stärks så minskar bidragen gradvis. Exportsektorn är alltför liten för att ensam kunna hålla uppe tillväxten.

### USA: Fed funds och bostadsräntor

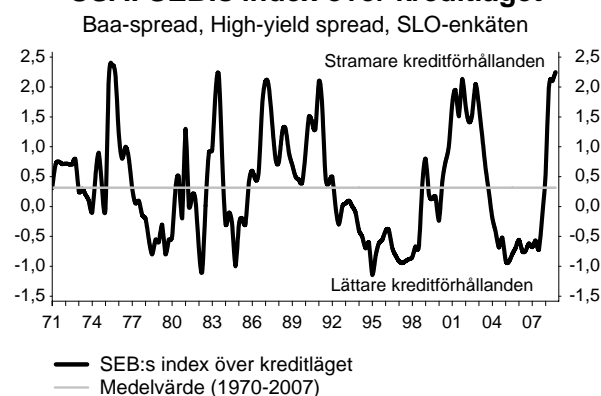


Efter att i snabb takt sänkt styrräntan från 5,25 procent till 2 procent har Fed legat still sedan i april. Att ekonomin nu åter försvagas bidrar till att Fed ligger kvar på denna nivå under en relativt lång period. Först mot **slutet av 2009 påbörjas höjningscykeln**; senare än vad som ligger i prisbilden på räntemarknaden.

## Den finansiella krisen fortsätter

Den finansiella krisen har nu pågått i mer än ett år. Feds räntesänkningar, räddningsaktioner mot systemviktiga institut och nya kreditfaciliteter har ökat likviditeten och förbättrat marknadens funktionssätt. **En systemkris har förhindrats.** Men samtidigt har inte stimulansåtgärderna nått ut i ekonomin. Såväl bolånesom företagsobligationsräntor ligger kvar på höga nivåer och vårt eget index över kreditläget ligger nära de högsta nivåerna som uppmäts.

### USA: SEB:s index över kreditläget



Alltsedan i höstas har gradvis stramare kreditförhållanden bidragit till att dämpa tillväxten. Av olika skäl har det dock varit svårt att se någon egentlig inbromsning i utlåningen på aggregerad nivå, men nu börjar kreditåstramningen synas också här. Utlåningen till privat sektor växte i den långsammaste takten sedan 2001 under det första kvartalet och enligt veckostatistiken har inbromsningen fortsatt under sommaren.

### USA: Kreditgivning till hushåll och företag



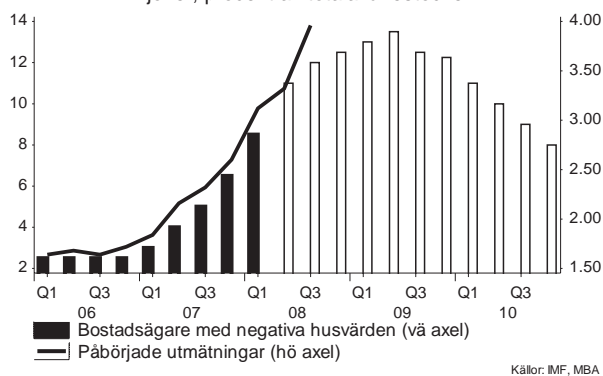
De största reala effekterna av stramare kreditförhållanden och lägre utlåning ligger dock fortfarande framför oss, vilket bidrar i hög grad till vår ganska dystra konjunkturbild. Enligt våra beräkningar kommer **kreditåstramningen att dämpa BNP-tillväxten med drygt 1 procentenhet under det kommande året.** IMF hävdar att effekten kan vara dubbelt så stor.

Att räntesänkningarna ännu inte medfört lättare kreditvillkor för hushåll och företag beror, något förenklat, på att de bostadsrelaterade förlusterna fortsätter växa samtidigt som ett alltför skuldsatt banksystem strävar efter att minska belåningen och avhända sig risk. Nödvändiga kapitaltillskott har blivit både svårare och dyrare att tillgå.

Globalt sett har banker och andra finansiella institut redovisat omkring 500 mdr USD i orealiserade, bostadsrelaterade kreditförluster, varav hälften drabbat amerikanska banker.

### USA: Negativa husvärden och utmätningar

Miljoner, procent av totala lånestocken



Källor: IMF, MBA

Hur stora förlusterna till slut blir hänger nära samman med utvecklingen på bostadsmarknaden och konjunkturen. Så länge som huspriserna fortsätter ner kommer de realiserade och orealiserade förlusterna att stiga. Detta beror bl a på att husägare med lån som överstiger husens värde ofta väljer att lämna bostaden var på ett ganska kostsamt utmätningsförfarande

(“foreclosure”) inleds. Huspriset har inneburit att **omkring 8 miljoner låntagare**, eller 10 procent av låntagarna, hamnat i en situation där **marknadsvärdet understiger lånet på bostaden** och enligt våra prognoser kommer den siffran att stiga framöver. Också bland primelånen (värdokumenterade lån tagna mot säkerhet) har tvångsförsäljningarna ökat kraftigt.

När ekonomin bromsar in ökar kreditförlusterna också av den anledningen. Andra lånestrukturer (bl a kommersiella fastighetslån, kreditkorts- och billån) exponeras. Svag inhemsk efterfrågan pressar företagens vinster. Företagskonkurserna ökar.

Att tillväxten bromsar in ger alltså en återkoppling in i det finansiella systemet. Den finansiella krisens djup och längd bestäms av hur stora de reala effekterna blir. Vår slutsats är att det kommer att ta tid innan bankernas balansräkningar sanerats, kapitalbaser stärkts och belåningen minskats. Dessa anpassningsprocesser måste gås igenom innan kreditvillkoren lättar för hushåll och företag. **Först 2010 kommer nyutlåningen – och ekonomin – att ta fart igen.**

### W-formad tillväxtprofil

Den W-formade tillväxtprofil som vi prognostiserade i våras ser ut att realiseras. Effekterna av skatterabatterna kom dock tidigare än vi trott och bidrog till att BNP-tillväxten uppgick till 1,9 procent det andra kvartalet (1,4 procent i genomsnitt under det första halvåret). Men å andra sidan kommer sannolikt nedgången snabbare när rabatteffekten klingar av. Vi förväntar oss negativa tillväxttal, i såväl konsumtion som BNP,

### Recession eller ej?

Det första halvårets positiva tillväxttal reser frågan om det verkligen är en recession i USA. Den populära tekniska definitionen, d v s fallande BNP två kvartal i rad, har i varje fall inte uppfyllts.

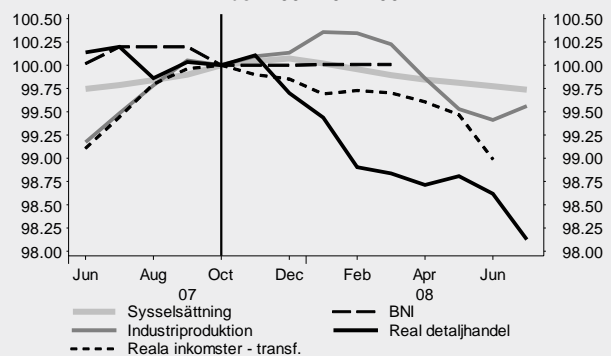
Revideringar bakåt i tiden visar att tillväxten var svagt negativ under slutet av 2007. Speciellt runt vändpunkter i ekonomin är dessutom BNP-måttet ganska skakigt och ytterligare revideringar är att vänta. Enligt en Fed-studie är i stället bruttonationalinkomsten BNI (ett begrepp som konceptmässigt ligger mycket nära BNP) ett mer robust aktivitetsmått. Under det sista kvartalet förra året föll BNI med 0,8 procent för att sedan vara oförändrad under det första kvartalet 2008. Att inkomstsidan i ekonomin utvecklats så pass mycket svagare än BNP kan tas som en fingervisning om att tillväxten kommer att revideras ner allteftersom ny och bättre information blir tillgänglig.

Att övriga variabler (industriproduktion, real detaljhandel, reala inkomster minus transfereringar och sysselsättning) som NBER (National Bureau of Economic Research) fäster störst vikt började falla

kring årsskiftet talar också för att **konjunkturcykeln toppat och är på väg ner**. Normalt sett brukar det dröja mellan sex och 24 månader innan NBER officiellt dömer i frågan. Men det är knappast värt att vänta på beslutet. Historiskt sett brukar aktiemarknaden vända upp 5 månader innan recessionen tar slut. När beslutet kommer har konjunkturåterhämt-

### USA: Recessionsvariabler

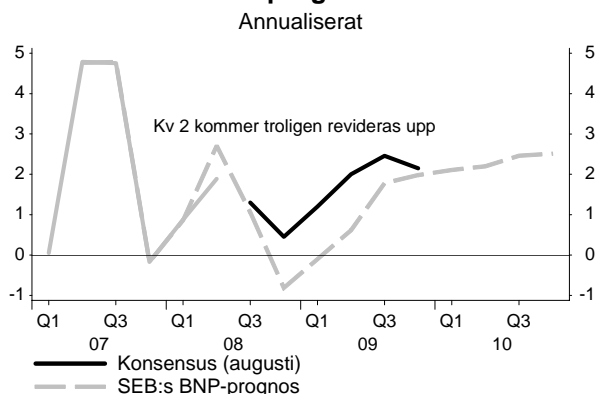
Index 2007:10 = 100



Källa: Reuters EcoWin

under senhösten och vintern. En försiktig återhämtning inleds under senare delen av 2009 när bostadsmarknaden bottnat och fundamentala obalanser i creditsystemet lösts upp. BNP-tillväxten återgår till potentiell nivå (strax över 2½ procent) en bit in i 2010.

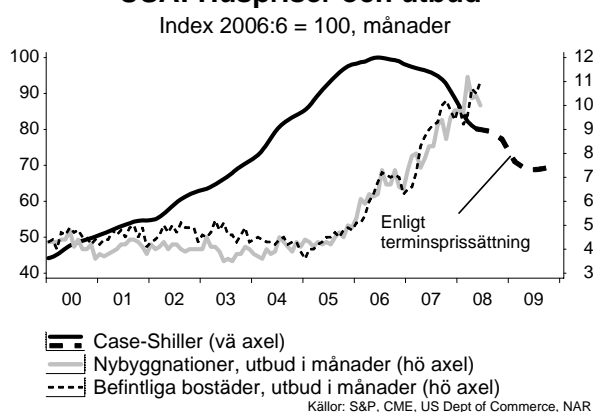
### USA: SEB:s BNP-prognos vs konsensus



### Bostadspriserna fortsätter falla

De senaste månadernas bostadsmarknadsstatistik har innehållit vissa ljusglimtar. Nyförsäljningen ligger lite över vårens bottenivåer och huspriserna faller inte lika kraftigt som tidigare. Också nedgångstakten i bostadsinvesteringarna har dämpats och de negativa bidragen till BNP kommer nu att gradvis klinga av. Att staten garanterat stöd för bolåneinstituterna Freddie Mac och Fannie Mae har också betydelse; marknaden för väldokumenterade bostadslån kommer att fortsätta fungera, vilket **minskar risken för en bolånekolaps**.

### USA: Huspriser och utbud



Vår slutsats är ändå att **vändpunkten för husmarknaden ligger åtminstone två-tre kvartal bort i tiden**. Andelen låntagare som ligger efter med räntebetalningarna fortsätter öka, liksom utmätningarna och stämningläget bland husbyggarna har satt nya bottenrekord. Såväl byggvolymerna som priser pressas av att bostadsutbudet fortfarande överstiger efterfrågan. Utbudet av såväl nybyggnationer som befintliga bostäder ligger nära de högsta nivåer som uppmätts. **Bostadsmarknaden bottnar troligen**

**först när dessa utbudsmått nått det historiska genomsnittet på 6-7 månader.**

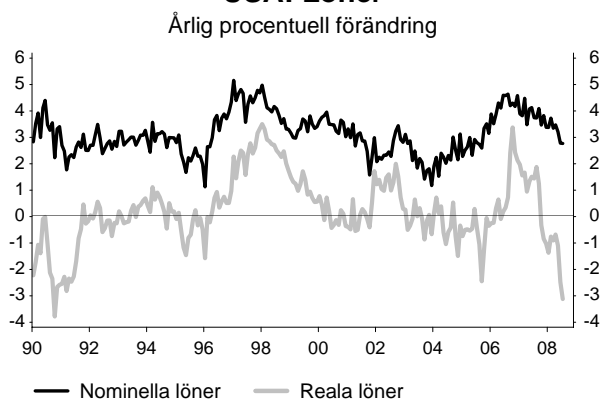
Sammanfattningsvis håller vi fast vid våra tidigare bedömningar att **huspriserna kommer att falla med totalt 25-30 procent** enligt Case-Shillers husprisindex (ett mått där samtliga typer av lånestrukturer speglas). Terminsprissättningen indikerar en ackumulerad nedgång på 32 procent. Hittills har priserna fallit med ungefär 20 procent sedan mitten av 2006, vilket betyder att ungefär en tredjedel av prisanpassningen ligger framför oss.

### Hushållen testas nu på allvar

Enligt våra beräkningar lyfte skatterabatterna hushållens konsumtion med ungefär 3 procent under det andra kvartalet, vilket innebär att konsumtionen skulle ha fallit med 1,5 procent utan paketet. När nu **effekten av skatterabatterna klingar av återstår en mix av faktorer som dämpar konsumtionen**. Kombinationen av tuffare kreditvillkor, sämre förmögenhetställning och svagare arbetsmarknad speglas också i **förtroendeindikatorerna som ligger nära de lägsta nivåer som uppmätts**. Att oljepriserna fallit tillbaka ligger i den andra vågskålen.

Kopplingen mellan husförmögenhet och konsumtion blir central för hur djup konsumtionsavmattningen blir. Med en förmögenhetseffekt på 5 procent kan **fallande huspriser dämpa konsumtionsökningen med drygt 1 procentenhet per år under 2008 och 2009**. Därtill kommer effekterna av fallande börskurser.

### USA: Löner



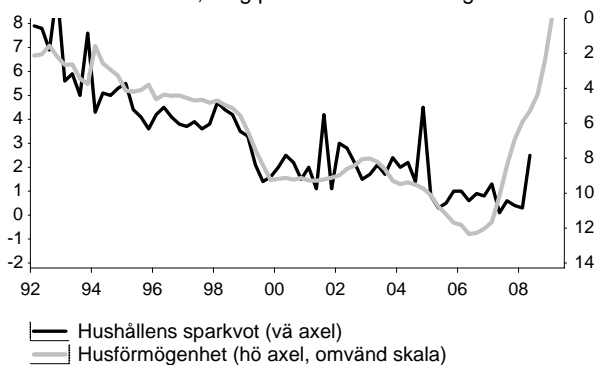
Hushållens viktigaste inkomstkälla, lönerna, pressas samtidigt av att arbetslöshet och priser stigit snabbt. Under den senaste tremånadersperioden föll real-lönerna i den snabbaste takten sedan recessionen i början av 1990-talet. Allteftersom priserna faller tillbaka förbättras dock situationen; pressen på reallönerna dämpas markant redan 2009 i våra prognoser. Att arbetsmarknaden fortsätter försvagas talar samtidigt för en ganska svag nominell löneutveckling under prognosperioden.

En viss kvardröjande effekt från skatterabatterna bidrar till att konsumtionen uppvisar positiva ökningstal också under det tredje kvartalet. Men under såväl det fjärde kvartalet i år som det första kvartalet 2009 räknar vi med att konsumtionen faller.

Efterhand lättar sedan trycket på konsumenterna, inte minst tack vare att inflationen faller tillbaka. Lägg därtill ytterligare stimulanspaket som beräknas komma hushållen tillgodo under senare delen av 2009. Mätt som årsgenomsnitt **dämpas konsumtionstillväxten från 2,8 procent 2007 till 1,1 procent 2008. År 2009 och 2010 ökar konsumtionen med 0 procent respektive 1,4 procent.** Prognosen innebär en ganska måttlig anpassning av sparandet som stiger till 3,2 procent av disponibelinkomsten mot slutet av prognosperioden. Att döma av historiska samband mellan husförmögenhet och sparande finns en risk att anpassningen blir kraftigare än så.

## USA: Sparkvot och husförmögenhet

Procent, årlig procentuell förändring



## Utrikeshandeln mildrar nedgången

De senaste årens dollarförsvagning och en motståndskraftig efterfrågan i omvärlden har gynnat de amerikanska exportföretagen. Trots att den globala konjunkturen nu mattas kommer många exportmarknader att fortsätta växa i respektabel takt, inte minst i Asien.

Vi räknar med fortsatt positivt utrikeshandelsbidrag under 2009 och i **genomsnitt bidrar utrikeshandeln med 0,6 procentenheter till BNP under det kommande året.** Detta gör att konjunkturedgången blir grund jämfört med tidigare amerikanska recessioner. Prognosen innebär å andra sidan en kraftig nedväxling jämfört med rekordbidraget under det andra kvartalet.

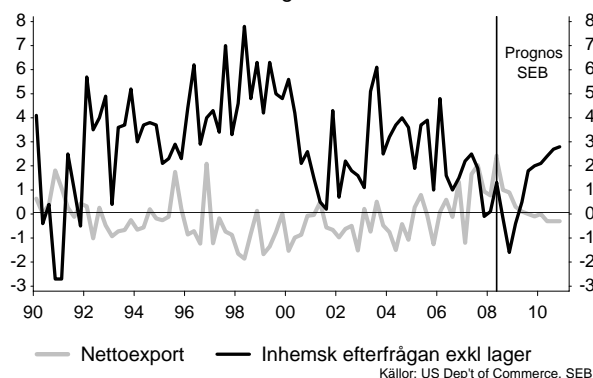
På lite längre sikt innebär vår prognos om starkare dollar, tillsammans med återhämtningen i inhemsk efterfrågan (som ger starkare importtillväxt) att utrikeshandelns bidrag blir negativt 2010.

Att exporten håller emot bidrar också till att mildra investeringsnedgången och företagens investeringar kommer inte att falla lika drastiskt som under de flesta andra konjunkturedgångar. Efter flera år med hög

vinsttillväxt är företagen i en position där de kan internfinansiera investeringar och därmed, åtminstone delvis, undvika nuvarande höga upplåningskostnader. Efterfrågan på företagslån, som historiskt sett varit en hygglig indikator på företagsinvesteringarna, har hållits uppe väl. Detta talar också för en **förhållandevis mild investeringsnedgång.** Att ökningstakten för byggnadsinvesteringar utanför bostadssektorn har vänt upp till två-siffriga tal talar också i denna riktning.

## USA: Nettoexport och inhemsk efterfrågan

Bidrag till BNP



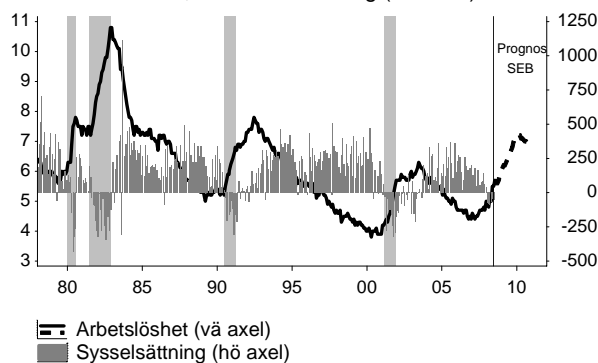
Sammantaget räknar vi med att **företagens investeringar**, mätt som årsgenomsnitt, **stiger med 2,1 procent 2008** efter att ha ökat 4,9 procent 2007. Under **2009 och 2010 uppgår investeringstillväxten till -1,9 respektive 6,1 procent.**

## Dramatik på arbetsmarknaden

Arbetslösheten har stigit från 4,4 procent i mars förra året till 5,7 i juli. Försämringen har varit kraftig med historiska mått mätt; uppgången på 0,7 procent de senaste tre månaderna kan bara matchas av de brantaste uppgångsfaserna under recessionerna 1990 och 2001.

## USA: Arbetslöshet och sysselsättning

Procent, månadsförändring (tusental)



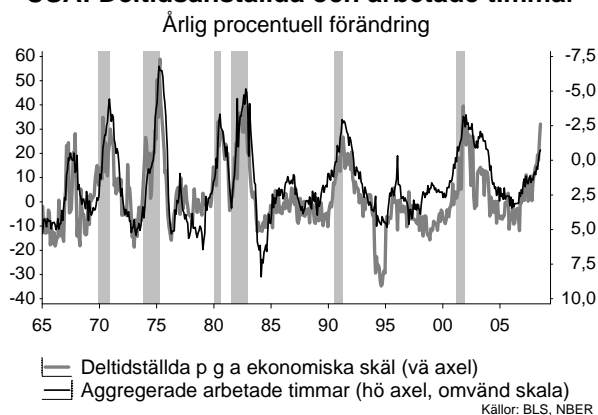
Även om sysselsättningen fallit sju månader i rad och sysselsättningsnivån minskat med knappt 500 000



sedan årsskiftet, har sysselsättningsnedgången å andra sidan varit mild sett i ett historiskt perspektiv. Men flera indikatorer tyder nu på att **nedgången i sysselsättningen kan komma att accelerera**.

Att sysselsättningen hållit emot hyggligt kan bero på att företagen – i tron att ekonomin snart vänder upp igen – dragit ner på antalet arbetade timmar snarare än sagt upp personal. Men den genomsnittliga arbetsveckan ligger nu på den lägsta nivån i seriens 44-åriga historia och så mycket kortare kan den knappast bli. Ställda inför vikande efterfrågan talar mycket för att **företagen byter strategi och i stället möter vikan- de efterfrågan med uppsägningar**.

### USA: Deltidsanställda och arbetade timmar



De ofrivilligt deltidställda ökade 5,7 procent mellan juni och juli och 32 procent i årstakt; en uppgång som tidigare varit förbehållen recessioner. De senaste månaderna har också sysselsättningen inom bemanningsföretagen vänt ner. Bemanningsföretagen brukar vara en god ledande indikator på den totala sysselsättnings-tillväxten.

Lägg därtill att ansökningar om arbetslöshetsersättning, företagens anställningsplaner och varsel också försvagas och arbetsmarknadsutsikterna ser rätt mörka ut. Dessa signaler i kombination med att vi nu ser en längre period av tillväxt under trend framför oss gör att vi reviderar upp prognosen för arbetslösheten. **Arbetslösheten stiger till drygt 7 procent i början av 2010.** Detta innebär en uppgång snarlik det historiska genomsnittet under konjunktturnedgångar.

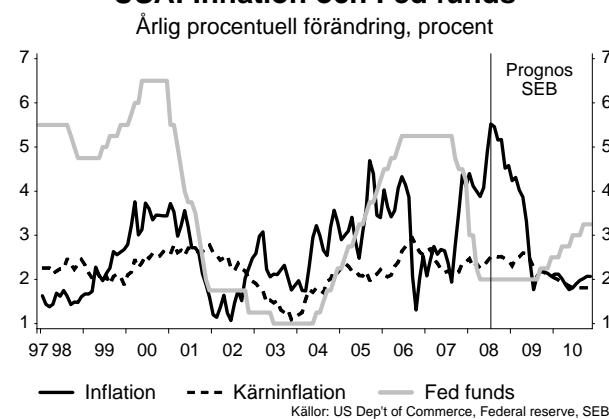
### Räkna med nytt stimulanspaket

Finanspolitiska stimulanspaket följs normalt av ytterligare åtgärder. Detta är en naturlig följd av att man ofta till en början underskattar djupet i en lågkonjunktur. Att ekonomin tuffade på hyggligt under andra kvartalet bidrar till att något nytt paket knappast kommer att forceras fram före presidentvalet. Vår prognos baseras på antagandet att kongressen beslutar om ett nytt paket i februari 2009, vilket kommer ekonomin tillgodo runt halvårsskiftet samma år. Mot bakgrund av den

ekonomisk-politiska debatt som hittills förts är det rimligt att räkna med ett stimulanspaket motsvarande 50 mdr USD; betydligt mindre än det första paketet. Fokus väntas ligga på långsiktiga stimulansåtgärder som investeringar i infrastruktur och delstatsstöd.

Kostnaderna för att rädda de statliga bolåneinstitutet Freddie Mac och Fannie Mae har uppskattats till 25 mdr USD av CBO. Slutnotan kan dock bli betydligt större än så, vilket skulle kunna begränsa utrymmet för andra typer av stödpaket. Om Finansdepartementet tvingas använda sina befogenheter kan kostnaden fördubblas enligt CBO:s beräkningar.

### USA: Inflation och Fed funds



Som vi tidigare konstaterat talar det svaga ekonomiska läget för att det blir maktskifte i höstens presidentval. Att konjunkturen ska avgöra valutgången speglas också i marknadens priser. Sannolikheten för att demokraternas kandidat Barack Obama ska stå som segrare ligger för närvarande runt 60 procent; i somras när oljepriset stod som högst och börsen som lägst bedömde marknaden denna sannolikhet till 72 procent.

Opinionsmätningarna tyder dock snarast på medvind för republikanernas kandidat John McCain. De senaste nationella mätningarna pekar på i det närmaste dött lopp mellan kandidaterna. Vår bedömning är ändå att Obama vinner presidentvalet. Valutgången påverkar dock knappast konjunkturen och stimulansdosen nämnvärt. Vid en demokratisk seger lär dock ytterligare skatterabatter till hushållen få en mer central roll i den ekonomiska politiken.

Sammantaget innebär detta att det federala budgetunderskottet nästa år hamnar runt 700 mdr USD, motsvarande historiskt höga 5 procent av BNP. Vi räknar dock inte med att lägre offentligt sparande bryter trenden med en långsam nedgång av USA:s underskott i bytesbalansen de närmaste åren.

## Inflationen faller tillbaka

KPI-inflationen har stigit snabbt under året, driven av energi och matpriser. Inflationen toppar på 5,5 procent i juli/augusti, för att sedan falla tillbaka under hösten och vintern. Uppgången i kärninflationen har samtidigt varit mycket måttlig. Mätt med konsumtionsdeflatorn låg kärninflationen på 2,3 procent i juni, vilket är något över Feds toleransnivå.

Efter sommarens inflationsoro har de flesta mått på långsiktiga inflationsförväntningar fallit tillbaka och vår prognos innebär också att inflationen dämpas påtagligt framöver. Mätt som **årsgenomsnitt faller KPI-inflationen från 4,6 procent 2008 till 2,9 procent 2009**. Detta beror bl a på att bidraget från energi och livsmedel minskar från 2½ till ½ procentenheter. Ett lägre resursutnyttjande i ekonomin bidrar också till att pressa tillbaka kärninflationen. Kärninflationen kommer att ligga omkring 2 procent både 2009 och 2010.

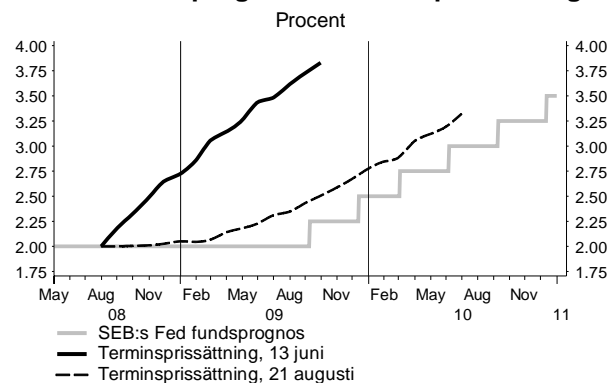
## Fed avvaktar länge och väl

Enligt vår bedömning låter den ekonomiska återhämtningen vänta på sig och nya tillväxtbesvikelser kommer under hösten och vintern när effekten från det finanspolitiska paketet klingar av. Enligt vår prognos kommer dock Fed att låta styrräntan ligga oförändrad till andra halvan 2009. Risken för ännu större tillväxtbesvikelser i närtid innebär samtidigt att **riskbilden ligger på nedsidan på kort sikt**. I det senaste FOMC-protokollet från mötet 5 augusti fanns det inte någon höjningsbias enligt vårt sett att se det.

Att den ekonomiska nedgången blir ganska utdragen gör att det dröjer relativt länge innan Fed börjar normalisera penningpolitiken. Under efterkrigstiden har

**Fed aldrig påbörjat en höjningscykel förrän arbetslösheten toppat**. Givet vår prognos över arbetslösheten skulle detta i så fall innebära att Fed ligger stilla in i 2010. Men vis av tidigare policymisstag tror vi ändå att Fed höjer styrräntan något snabbare denna gång. När läget på de finansiella marknaderna har stabiliserats och huspriserna slutat falla tror vi därför att centralbanken inleder en försiktig anpassning av styrräntan. Enligt vår prognos **ligger styrräntan på 2,50 procent i december 2009 och 3,50 procent i december 2010**.

## USA: SEB:s prognos vs terminsprissättning



Enligt terminsprissättningen kommer Fed att börja höja styrräntan tidigare än så. Så sent som för några månader sedan – under den värsta inflationsoron – var betydligt aggressivare höjningar inprisade på räntemarknaden.

## På randen till recession

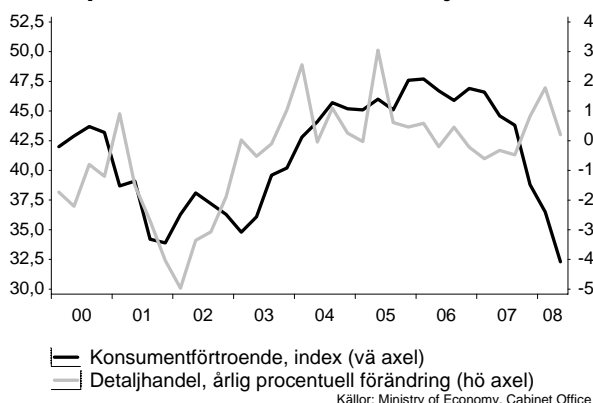
- Fritt fall andra kvartalet
- Svag export och privat konsumtion
- Arbetslöshet och inflation på väg upp
- Stimulanspaket på väg

Den japanska ekonomin försvagas nu på bred front som en konsekvens av svagare omvärldsefterfrågan och inhemska kredittätning. Vi räknar med att **BNP-tillväxten dämpas från 2,0 procent 2007 till 0,7 procent i år och 1,0 procent 2009**, en nedjustering med 0,5 procentenheter i år och 0,2 procentenheter 2009.

I likhet med många andra länder visade japansk ekonomi oväntad styrka under första kvartalet då BNP-tillväxten uppgick till 4 procent i uppräknad årstakt. Andra kvartalet krympte dock ekonomin med hela 2,4 procent; den största nedgången på sju år. Utsikterna den närmaste tiden ser inte lovande ut. BNP-nedgången är bred; alla poster utom lagerbidraget faller nu tillbaka. Exporten dras ned av svagare USA-export. Ännu mer oroande är att en svagare handel med övriga Asien bidrar till **minskad motståndskraft mot den amerikanska inbromsningen**.

Även **tillväxtstödet från den privata konsumtionen är på väg att ge efter**. De japanska konsumenternas framtidstro är lägre än den varit på ett kvartarssekkel. Detta talar för ett **markant fall i detaljhandels omsättning de närmaste månaderna**.

Japan: Förtroende och detaljhandel



Kreditkrisen har nu satt sina klor i den japanska ekonomin. Enligt Bank of Japans statistik planade utlåningen ut i juli. Åtstramningen påverkar framför allt medelstora, nyetablerade företag i stort behov av nytt kapitaltillskott. Ett antal bostads- och fastighetsbolag har gått i konkurs och försäljningen av såväl mindre lägenheter som kommersiella fastigheter går trögt på grund av osäkra framtidsutsikter.

Fjolårets svaga investeringsutveckling, orsakad av en tillfällig kollaps i bostadsbyggandet till följd av regeländringar, följs nu av ett **ännu svagare investeringsår**. Ökad osäkerhet på fastighetsmarknaden i kombination med minskat intresse från utländska finansiella institutioner hämmar byggandet. Även **maskininvesteringarna förblir svaga i år** enligt Tankan-barometern. Bruttoinvesteringarna faller med någon procent i år för att sedan plana ut 2009.

**Arbetslösheten har vänt uppåt**. Den bottnade på 3,6 procent i fjol och låg i juni i år på 4,1 procent, strax över OECD:s mått på NAIRU. Uppgången fortsätter i måttlig takt de närmaste åren.

KPI-inflationen har stigit snabbt i år; från 0,7 procent i januari till 2 procent i juni. Att inflationstrycket stiger syns bl a i grossistprisinflationen som noterade ett 27-årshögsta i juli. Den senaste tidens fall i oljepriset och andra råvaror talar dock för att **producentpriserna toppar redan det tredje kvartalet i år**. Vi räknar med att KPI-inflationen hamnar på 1,6 procent i genomsnitt i år och något lägre nästa år.

Bank of Japan står nu inför ett dilemma; **den låga styrräntenivån i dagsläget innebär att handlingsutrymmet är mycket litet**. En räntesänkning från dagens låga nivå på 0,5 procent skulle knappast stimulera ekonomin i någon större utsträckning. Japans nytillträdde ekonomiminister Kaoru Yosano har indikerat att ekonomin till och med skulle må bra av en räntehöjning eftersom det skulle höja avkastningen på hushållens sparkapital. En sådan höjning skulle i och för sig rimma väl med BoJ:s tidigare ambition att "normalisera" räntan till uppskattningsvis 2-2,5 procent. Det är dock knappast troligt att man ger sig in i ett sådant vågspel när ekonomin är nedpressad och den globala konjunkturen viker. Vi räknar därför med att **styrräntan ligger kvar på låga 0,5 procent till och med juni 2010 då den höjs till 0,75 procent**.

I slutet av augusti väntas regeringen Fukuda presentera detaljer kring ett **finanspolitiskt stimulanspaket** som bl a lär innehålla satsningar på olika infrastrukturprojekt.

## Fortsatta överhettningrisker

- Tillväxten sjunker nästa år
- Underliggande pristryck stiger
- Myndigheterna bromsar och gasar samtidigt

Kinas ekonomi visar ännu **inga tydliga tecken på avmattning**. Framöver kommer dock världsekonomins inbromsning i kombination med höjt kostnadsstryck och genomförda ekonomisk-politiska åtstramningsåtgärder att resultera i en **successiv nedväxling i tillväxten**. **BNP-ökningen sjunker från 10 procent i år till 8 procent per år 2009-2010**. Trots lägre tillväxt kvarstår överhettningriskerna.

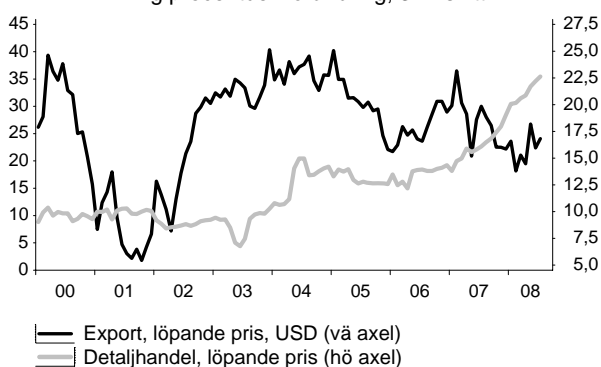
BNP ökade med 10,4 procent första halvåret; bara en viss inbromsning jämfört med 12 procent helåret 2007. Tillväxten hölls uppe trots högre räntor, höjda reservkrav för bankerna, valutaappreciering gentemot USD samt administrativa regleringar. Inte heller faktorer som det bistra vädret i vintras och jordbävningen i maj har dämpat BNP-tillväxten nämnvärt. Framåtblickande indikatorer tyder heller inte på någon påtaglig kursändring.

## Stark inhemsk efterfrågan

**Snabbt växande investeringar** är och förblir främsta drivmotor. Även **konsumtionen utvecklas starkt**, med en acceleration i detaljhandels omsättning de senaste åren. Nedgången i den globala efterfrågan har dock satt vissa spår i exporttillväxten, som mattats till 20-25 procent i löpande priser. Dämpningen fortsätter. Det gigantiska handelsöverskottet har planat ut det senaste halvåret. Rensat för stigande oljepriser, som drivit upp importnotan rejält, har överskottet dock fortsatt att stiga. I rullande tolv månaderstal ligger det nu på rekordnivån 375 miljarder dollar.

### Kina: Export och detaljhandel

Årlig procentuell förändring, 3 m-snitt



**De olympiska spelen ger troligen bara en marginell tillväxtknuff**. Peking, där huvuddelen av spelen avgjordes, svarar för 3-4 procent av Kinas BNP. Enligt landets statistiska centralbyrå har förberedelserna inför OS gett extra bidrag till Pekings tillväxt på 2,5 procentenheter per år sedan 2002. Omräknat innebär detta att bidraget till landets ekonomi ackumulerat varit cirka 0,5 procentenheter under denna period. Vi förutspår heller inte något större BNP-lyft som följd av ökad turism i samband med spelen i augusti.

## Överhettningrisker trots åtgärder

**Tendenserna till överhettning består**. Den genomsnittliga löneökningstakten uppgår till 21 procent samtidigt som inflationstakten ligger runt 6 procent efter en viss nedgång i sommar. Inflationssuppgången är visserligen till 90 procent knuten till livsmedel, men riskerar ändå att ge upphov till stigande inflationsförväntningar och ytterligare acceleration av lönetillväxten. Fortsatt stort inflöde av **spekulativt kapital** bidrar också till att öka hoten mot den ekonomiska stabiliteten på kort sikt.

Vår bedömning är att **den totala inflationen nu fortsätter att klinga av** beroende på gradvis minskat bidrag från energi och livsmedel. Kvarstående underliggande kostnadstryck, främst beroende på snabba lönestegringar, medför dock att nedgången i inflations-takten blir relativt trög.

Myndigheterna har sedan några år tillbaka vidtagit ett **batteri av åtstramningsåtgärder**, bl a inkluderande räntehöjningar, regleringar av kapitalflöden samt appreciering av valutan. Den allt tydligare internationella avmattningen har dock bidragit till att man, åtminstone tillfälligt, **valt en strategi att både bromsa och gasa**. De senaste månaderna har valutakontrollen skärpts för att begränsa inflödet av spekulativt kapital som attraheras av utsikterna till fortsatt appreciering. Å andra sidan har vissa subventioner införts för bl a exporterande textilföretag. Utlåningskvoter för banker har därtill höjts i syfte att stimulera utlåningen till främst mindre företag.

Centralbanken har i år gjort halt med räntehöjningarna, men vi räknar med att nya höjningar kommer på sikt. Apprecieringstakten mot dollarn har också dämpats något på senare tid. Dollarns återhämtning gentemot andra världsvalutor medför dock att den effektiva apprecieringstakten hålls uppe.



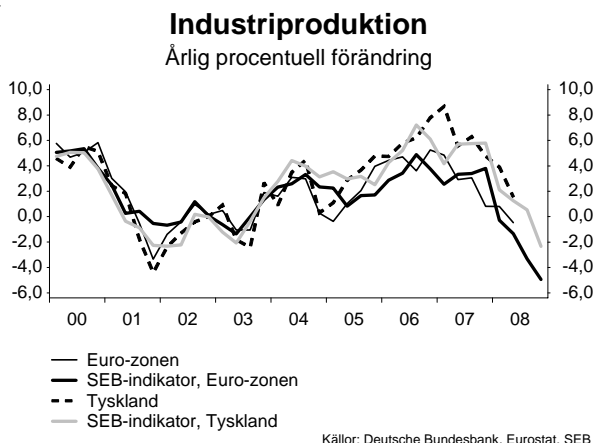
## Tydlig inbromsning

- Risk för recession i flera länder
- Arbetslösheten vänder upp i höst
- Litet utrymme för finanspolitisk stimulans
- ECB sänker refinäntan i mars nästa år

Euro-zonens ekonomi bromsar nu in kraftigt efter en relativt stark inledning på året. Vi räknar med att **BNP-tillväxten stannar på 1,2 procent i år och 0,8 procent 2009**. Konjunkturedgången i kombination med fallande energipriser och avtagande inflationsbidrag från livsmedel gör att HIKP-inflationen faller tillbaka betydligt. ECB kommer därmed så småningom att lätta på penningpolitiken och sent omsider bromsa nedgången genom att stimulera ekonomin. Vi räknar med att räntesänkningarna påbörjas i början på nästa år och refinäntan sänks till 3,0 procent en bit in i 2010.

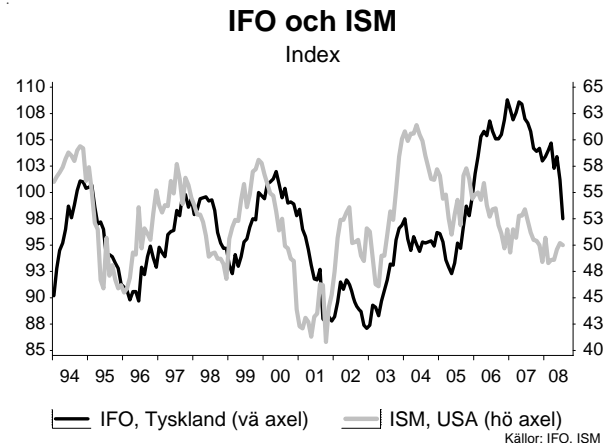
## Drastiskt omslag i sentimentet

BNP-tillväxten försvagades dramatiskt under andra kvartalet. BNP föll med 0,2 procent efter den oväntat stora uppgången på 0,7 procent första kvartalet. Den största omsvängningen har skett i Tyskland, där BNP-tillväxten skiftade från 1,5 till -0,5 procent.

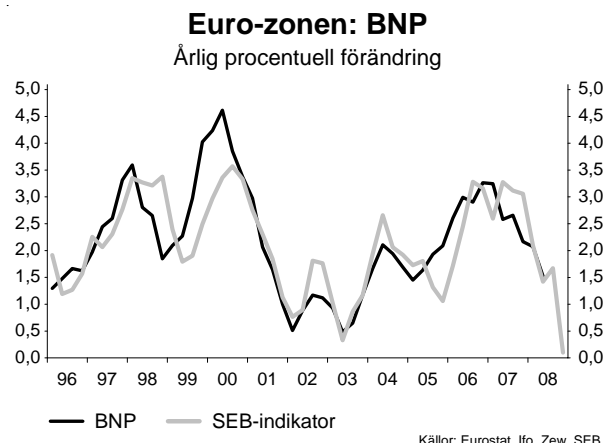


Även om tillväxtomslaget förstärktes av en del tekniska faktorer, som t ex det varma vintervädret som höll uppe aktiviteten i byggsektorn första kvartalet, råder det knappast någon tvekan om att Euro-zonen bromsar in varaktigt. En rad indikatorer har sjunkit de senaste månaderna. I juli föll t ex tyska **Ifo-indexet** betydligt kraftigare än väntat. Industriproduktionen har fallit i de flesta länder och sektorer. SEB:s framåtblickande indikator, som i betydande grad förutspådde nedgången under sommaren, tyder därtill på att industriproduktionen kommer att uppvisa **än kraftigare minustal under resten av året**. Nedgången skulle i så fall bli djupare än då IT-bubblan sprack 2001.

Produktionsnedgången i industrin kompenseras knappast av en växande tjänstesektor. **Omsättningen i detaljhandeln** föll med 3 procent i juni på årsbasis. Det svaga konsumentförtroendet i dagsläget talar för att handeln kommer att förbli svag ett bra tag till. Vår indikator för den privata konsumtionen tyder på att svackan även på detta område blir djupare än 2001.



Vår slutsats är att de samlade effekterna av amerikansk avmattning, hög inflation, kreditåtstramning, räntehöjningar och rekordstark euro nu på allvar börjar hämma såväl inhemsk efterfrågan som export. Vi räknar därför med att vi står inför en lågkonjunktur. Vår tillväxtprognos ligger tydligt under såväl rådande konsensus syn som trendtillväxt.



Vi har tidigare framfört en rad skäl för att Euro-zonen skulle kunna klara den förestående nedgången bättre än t ex USA och Storbritannien. Argumenten har varit relativt starka balansräkningar hos hushållen, draghjälp från tillväxtekonomier i Östeuropa och Asien samt avsaknad av excesser på vissa husmarknader, främst den tyska. Dessa faktorer bidrar förvisso till att mildra nedgången. Skillnaderna mellan USA och Euro-zonen är å andra sidan stora när det gäller de ekonomisk-politiska insatserna för att stötta ekonomin. Skillnader i räntepolitik har också bidragit till en valutautveckling

som lindrar smärtorna i USA men förstärker nedgången i Euro-zonen. Tillsammans med speciellt djupgående problem i Sydeuropa gör detta att vi nu till och med räknar med att **Euro-zonen får en lägre BNP-tillväxt än USA**, mätt som genomsnitt för åren 2008-2010.

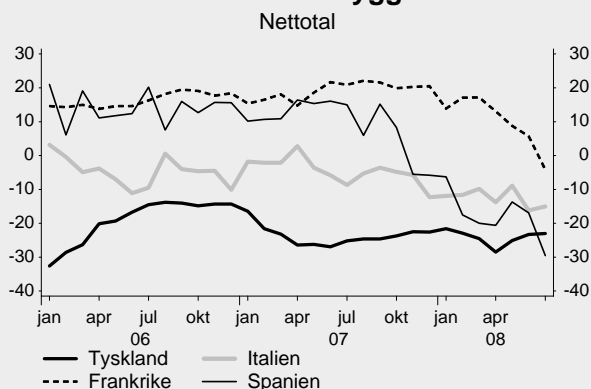
## Litet utrymme för budgetstimulans

Flera länder i Euro-zonen möter nu lågkonjunkturen med relativt svaga offentliga finanser, trots vissa försök att varaktigt förbättra budgetläget. Det betyder att **utrymmet för finanspolitisk stimulans är ganska litet**. Stabilitets- och tillväxtpaktens krav att budgetunderskottet inte får överstiga 3 procent av BNP begränsar handlingsfriheten.

## Stora regionala skillnader

Även om nedgången i Euro-zonen nu breddas kvarstår stora regionala skillnader. Situationen på husmarknaden spelar en viktig roll för dynamiken i nedgången. Därtill kommer att lågkonjunkturen blottlägger en rad strukturproblem i flera länder som i viss mån dolts av den föregående högkonjunkturen.

### Euro-zonen: Aktivitet i bygnadssektorn



De senaste månadernas statistik i Spanien indikerar att huspriserna faller i stora delar av landet. Vi räknar med att situationen kommer att förvärras framöver, vilket får negativa konsekvenser för såväl konsumtion som byggaktivitet. Även i flera andra länder har husmarknaden mattats av tydligt; det gäller föga oväntat länder där husprisinflationen har varit särskilt stor såsom – i synnerhet – Irland, men också i viss mån Italien, Frankrike, Belgien och Österrike. Huspriser och byggkonjunktur har däremot uppvisat en stabil utveckling i t ex Tyskland.

Italiens kris ter sig nu allvarlig. BNP-tillväxten ser ut att hamna nära noll såväl i år som nästa år. I Tyskland räknar vi däremot med att tillväxten trots allt hålls uppe hyfsat, med en BNP-tillväxt på 1½ procent i år och 1 procent nästa år. 2010 repar sig tillväxten och uppgår återigen till ca 1,5 procent. Frankrike växer med 1,2 procent i år och 1 procent 2009.

Situationen påminner om läget 2001–2003 då överskridandet av budgetmålet ledde till utdragna sanktionsprocesser mot bl a Tyskland och Frankrike. Sedan dess har pakten visserligen mjukats upp något då små, tillfälliga övertramp kan tillåtas om BNP-tillväxten är negativ. Trots det lär Ekofin-rådet rikta skarp kritik mot de länder som låter budgetsaldot försämrans för snabbt.

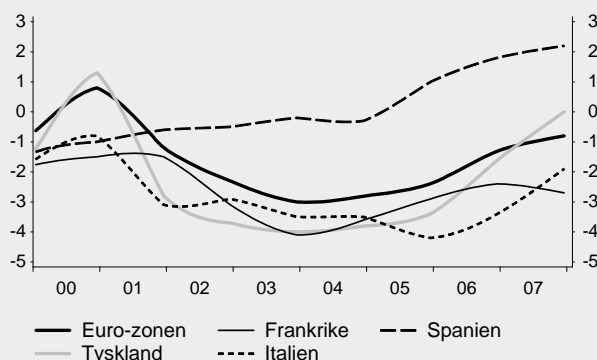
I nuläget är det främst Frankrike, Italien, Portugal och Irland som riskerar att överskrida 3-procentsgränsen under de närmaste åren. Saldot kommer att försämrans även i de övriga medlemsländerna, om än inom paktens ram.

Denna situation är mycket besvärlig för ECB. Behovet av räntesänkningar varierar kraftigt mellan länder inom Euro-zonen. Detta beror inte enbart på olika BNP-tillväxt. Skillnaderna i konkurrenskraft mellan olika länder som t ex Tyskland och Italien gör att länderna är olika känsliga för de valutaeffekter som räntepolitiken för med sig. Att krisen i många länder har sin grund i en så räntekänslig del av ekonomin som husmarknaden bidrar också till att spetsa till frågeställningen. Även Stabilitetspaktens restriktioner för finanspolitiken förstärker skillnaderna i behovet av räntestimulans.

De regionala spänningarna och krisen i Sydeuropa har på senare tid återspeglats i investerarens syn på kreditrisken i enskilda medlemsländer. Priset på en försäkring mot obligationsdefault, credit default swaps (CDS), har ökat för de länder som hotas av kraftigast inbromsning och där osäkerheten om den ekonomiska och politiska stabiliteten är som störst. Det gäller framför allt Grekland, Italien, Portugal och Spanien, medan Frankrike och Tyskland hittills har klarat sig relativt bra. Räntedifferenserna på långa statspapper kan också vara en indikator på marknadens tolkning av riskbilden.

## Budgetbalans

Procent av BNP



Den **tyska budgeten** uppvisade balans förra året. Att 1,6 miljoner tyskar har fått jobb sedan Angela Merkel tillträdde som förbundskansler 2005 har alltså inte räckt för generera ett överskott. I början på året pekade prognoserna på ett plus i år, men avmattningen i ekonomin gör nu att vi räknar med att saldot återigen hamnar strax under nollstrecket. Nästa år räknar vi med underskott på knappt 1 procent av BNP; en besvikelse för regeringen som satsat hårt på konsolideringsarbetet. Avståndet ned till 3-procentsnivån är ändå ganska stort, vilket kan bädda för finanspolitiska stimulansåtgärder inför valet till förbundsdagen i september 2009.

I **Frankrike** har president Sarkozy tidigare stretat emot kravet på balanserad budget 2010 och i stället satsat på skattelättnader för att sätta fart på ekonomin. Budgetläget tillåter nu knappast ytterligare stimulansåtgärder. Sarkozy försöker istället påskynda ett reformarbete som bl a innefattar satsningar på ökad konkurrens och högre effektivitet i det finansiella systemet.

Det stora **italienska underskottet minskade i fjol** tack vare en stram finanspolitik. Den nya centerhögerkoalitionen, under ledning av Silvio Berlusconi, gick dock till val på en del förslag om skattesänkningar. Med tanke på de allt sämre tillväxtutsikterna för landet, och det relativt stora underskottet i utgångsläget, är det inte troligt att dessa kan genomföras utan att budgetunderskottet går över 3 procent igen.

I **Spanien** ser budgetläget bättre ut. Orsaken är ett konsolideringsarbete som har förbättrat det strukturella budgetläget. Förra året uppvisades ett överskott på lite drygt 2 procent. I år sjunker saldot tillbaka till lite över noll på grund av den kraftiga avmattningen i ekonomin och på det stimulanspaket på 1 procent av BNP som regeringen presenterade i våras. Vi räknar med att budgetläget tillåter vissa ytterligare stimulansåtgärder utan att 3-procentsgränsen hotas.

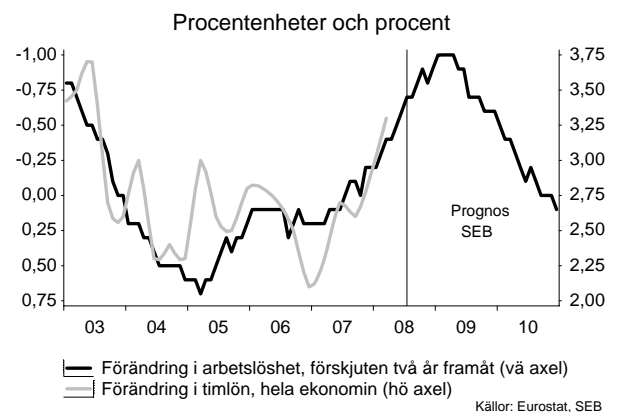
### Arbetslösheten på väg upp

Arbetslösheten i Euro-zonen låg på 7,3 procent i juni. Därmed ligger den fortfarande kvar under OECD:s mått på jämviktsnivån. Med tanke på den snabba inbromsningen i produktionen och att **färre anställningar nu planeras** är det troligt att arbetslösheten påbörjar en klättring uppåt. Skillnaden mellan länderna är dock tydlig. I Spanien har arbetslösheten redan stigit kraftigt och även i Italien kan en uppgång skönjas. Däremot finns **ännu inga tecken på att den tyska inbromsningen har börjat kyla av arbetsmarknaden**. Det nationella arbetslöshetsmålet föll till 16-årslägsta i juli. Inte heller i Frankrike har arbetslösheten börjat stiga.

Den tidigare förbättringen på arbetsmarknaden har lett till att löneökningstakten stigit från drygt 2 procent i början på 2007 till runt 3¼ procent. **Kompensations-**

**krav från löntagarsidan till följd av** den senaste tidens inflationsuppgång innebär att löneökningstakten kan stiga ytterligare. I Tyskland har t ex fackföreningarnas lönekrav varit högre än på många år. Med en stigande arbetslöshet tror vi dock inte att tendenserna till stigande löneökningar blir speciellt starka eller långvariga. En prognos som bygger på det historiska sambandet mellan förändringen i arbetslösheten och framtida löneökningar indikerar att timlöneökningarna kommer att toppa på ca 3,7 procent under första halvåret nästa år för att sedan falla ned mot 3 procent i början på 2010.

### Euro-zonen: Arbetslöshet och lön



### Inflationen har toppat

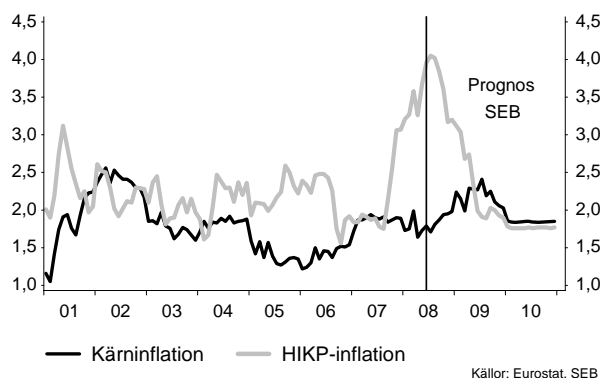
HIKP-inflationstakten nådde 4 procent i juli; den högsta noteringen sedan euron infördes. På mindre än ett år har därmed inflationen mer än fördubblats. Under samma period har kärninflationen i stort sett legat oförändrad på en nivå något under 2 procent, vilket illustrerar energi- och livsmedelsprisernas avgörande betydelse för inflationsuppgången.

I takt med fallande energipriser och avklingande effekter från matpriserna kommer nu HIKP-inflationstakten att falla tillbaka. I slutet av året ligger den runt 3 procent och i december 2009 på 2 procent. **Som årsgenomsnitt hamnar HIKP-inflationen på 3,6 procent i år, 2,3 procent 2009 och 1,8 procent 2010.** Bidraget från energi och livsmedel beräknas minska från 1,4 till 0,4 procentenheter mellan 2008 och 2009. Den underliggande inflationen stiger något det närmaste året men faller sedan tillbaka till strax under 2 procent. **Mått som årsgenomsnitt hamnar kärninflationen på 1,8 procent i år, 2,2 procent nästa år och 1,8 procent 2010.**

En svagare konjunkturutveckling talar för att kärninflationen ska dämpas. Vår tillväxtprofil innebär t ex att dagens i det närmaste slutna produktionsgap – definierat som skillnaden mellan faktisk och potentiell produktion – kommer att vidgas. I slutet av 2009 kommer de lediga resurserna i ekonomin att motsvara ca 2 procent av BNP, vilket minskar pris- och lönetrycket.

## Euro-zonen: Inflation

Procent



Källor: Eurostat, SEB

Samtidigt finns vissa faktorer som bidrar till att hålla uppe inflationen på kort sikt. Löneökningarna fortsätter upp ytterligare en tid och arbetsproduktiviteten kommer troligen att försvagas i linje med det historiska cykliska mönstret. Enligt vår prognos faller produktivitetstillväxten till 0,2 procent i början nästa år för att sedan sega sig upp mot 1 procent i slutet av 2010. Därmed kvarstår ett inflationsstryck från enhetsarbetskostnaden. Att euron faller tillbaka en del från rekordstarka noteringar bidrar också.

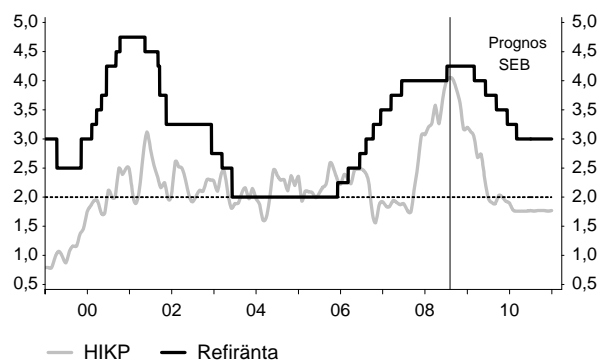
Sammantaget dominerar nedåtriskerna när det gäller inflationsbidraget från internationella prisutvecklingen på energi och andra råvaror. Å andra sidan finns risken att de inhemska inflationskrafterna biter sig kvar lite längre än vi räknat med. Vår bedömning är därför att **riskbilden i inflationsprognosen är balanserad.**

## ECB börjar sänka i mars nästa år

Den rekordhöga inflationen håller än så länge ECB borta från planer på räntesänkningar. Man har tidigare deklarerat att räntesänkningar inte är aktuella i en miljö med hög inflation, höga inflationsförväntningar, en stark arbetsmarknad och relativt snabb tillväxt av kredit och penningmängd. Under försommaren, då inflationsoron kulminerade, skapade den hårda retoriken förväntningar om att en serie höjningar skulle levereras under andra halvåret.

## Euro-zonen: Inflation och refiränta

Procent



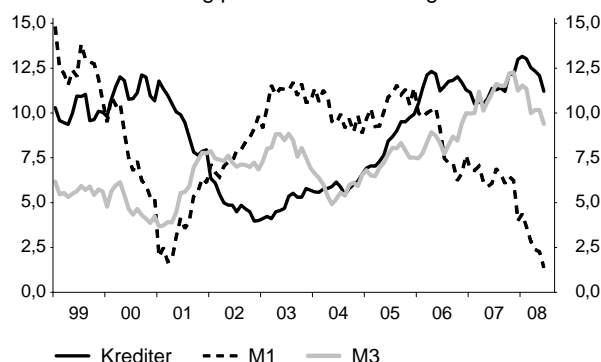
Källor: Eurostat, ECB, SEB

Den senaste tidens dystra makroekonomiska utveckling har dock i hög grad ändrat spelplanen. Att nedgången nu breddas också till Tyskland gör att tidpunkten för räntesänkningar närmar sig. De senaste månaderna har också tonläget mjuknat markant. Redan i samband med räntehöjningen i början på juli ville ECB tona ned förväntningarna på ytterligare höjningar och detta budskap förstärktes i samband med räntebeskedet i augusti.

Enligt vår prognos faller HIKP-inflationen ned mot 3 procent redan i slutet på 2008 och ligger på drygt 2,5 procent i mars nästa år. Det är visserligen högre än ECB:s mål på knappt 2 procent, men historien visar att banken mycket väl kan sänka refiräntan ändå. I maj 2001 sänkte t ex ECB refiräntan från 4,75 till 4,50 procent trots att inflationen då låg på 3,1 procent. Vi räknar därför med att kombinationen av en tydligt svalare ekonomi och fallande inflation i början på nästa år är tillräckligt för att ECB ska vända om och börja bry sig mer om den svaga konjunkturen än den höga inflationen. Den första räntesänkningen från 4,25 till 4,0 procent kommer i mars 2009 och den följs sedan av ytterligare tre samma år. **Refiräntan ligger på 3,25 procent i slutet på 2009.**

## Krediter och penningmängd

Årlig procentuell förändring



Källa: ECB

Att kredit- och penningmängdstillväxten har avtagit något under de senaste månaderna och att inflationsförväntningarna återigen dämpats, åtminstone som de kan avläsas på realobligationsmarknaden, bidrar också till att förstärka argumenten för räntesänkningar. Den mycket flacka avkastningskurvan (skillnaden mellan den tioåriga obligationsräntan och refiräntan ligger nära noll) brukar också vara ett tecken på ekonomisk avmattning och att räntesänkningar är nära förestående.



## Tvärnit

- Huspriserna faller fritt
- Pundförsvagningen fortsätter
- Räntan sänks till 3,50 procent

Utsikterna för Storbritannien har förmörkats under sommaren och **tillväxten väntas bli negativ under andra halvåret**. En kombination av hög inflation, husprisfall, tuffare kreditvillkor och svag real inkomsttillväxt pressar hushållen samtidigt som också företagssektorn bromsar in. **BNP-tillväxten stannar på 1,1 procent 2008 och 0,5 procent 2009**. Nedgången sätter därmed punkt för en rekordlång expansionsperiod. Konsensusprognosen ligger än så länge betydligt högre båda åren. Återhämtningen kommer först 2010.

**Bostadsmarknaden har kollapsat** och huspriserna faller snabbare än i början av 1990-talet. Nationwides index visar att priserna föll med 8 procent i årstakt i juli (drygt 9 procent sedan toppnivån i höstas). Enligt Halifax faller priserna ännu snabbare. Mäklarnas förväntningar ligger kvar nära rekordlåga nivåer enligt RICS-enkäten som brukar ge en bra vägledning för prisutvecklingen på sex till nio månaders sikt. Att antalet godkända bostadslån fallit kraftigt återspeglar, åtminstone delvis, bankernas allt tuffare kreditvillkor.

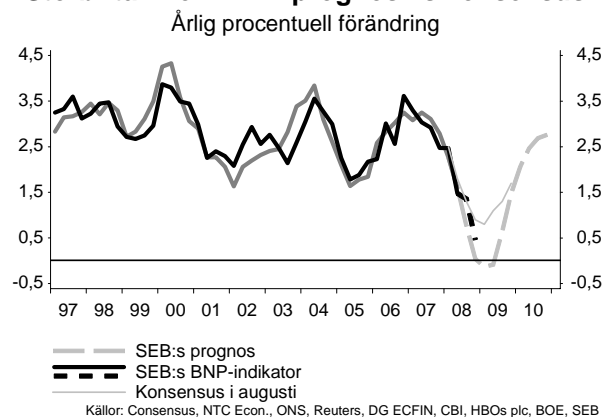
Enligt IMF är de brittiska huspriserna övervärderade med över 25 procent. Vår bedömning är att **huspriserna kommer att falla med 25 procent från toppen hösten 2007**. Känslighetskalkyler tyder på att detta dämpar den privata konsumtionen med 2 procent och BNP med 1,5 procent under 2009. Risken är att nedgången i huspriser blir både djupare och mer utdragen, vilket i så fall fördröjer återhämtningen och leder till större förluster i det finansiella systemet. Att CBI:s detaljhandelsindikator föll till den lägsta nivån på 25 år i juli indikerar också att **konsumtionsboomen är över för den här gången**.

**Avmattningen i företagssektorn blir allt tydligare**. Kombinationen av allt stramare kreditvillkor, svag efterfrågan och produktivitet pressar vinsterna. Företagsinvesteringarna har redan dämpats kraftigt och det mesta talar för att utvecklingen fortsätter. Förtroendeindikatorer inom såväl tillverkningsindustri som bygg- och tjänstesektorer ligger nära de lägsta nivåer som uppmätts.

Enligt vår tillväxtindikator kommer **BNP-tillväxten att falla med knappt 1 procent (annualiserat) under det tredje kvartalet** och utsikterna för det fjärde kvartalet ser inte mycket bättre ut. Att BNP växer långt under trend innebär att arbetslösheten stiger markant från nuvarande, mycket låga nivåer.

I juli låg inflationen på 4,4 procent. **Inflationen kommer sannolikt att fortsätta stiga till omkring 5 procent under hösten**; den högsta nivån sedan 1992. Stigande priser och inflationsförväntningar har blockerat Bank of Englands (BoE) möjligheter att dämpa konjunkturedgången med ytterligare räntesänkningar. De senaste årens försvagning av budgetsaldot innebär dessutom att någon **finanspolitisk stimulans inte är att räkna med**. Regeringen har tvärtom flaggat för behovet av stramare finanspolitik för att klara budgetmålet. Samtidigt pressas Labourregeringen nu hårt av dåliga opinionssiffror. Att premiärminister Gordon Browns personliga ställning underminerats innebär att den politiska situationen är osäkrare än på mycket länge.

### Storbritannien: BNP-prognos vs konsensus



Under senhösten kommer dock inflationen att börja falla tillbaka när mat- och energiprisökningarna faller ur tolv månaderstalen. Ett manöverutrymme öppnas för BoE och **styrräntan sänks till 4,75 procent i november**. Ytterligare sänkningar kommer nästa år när resursutnyttjandet i ekonomin sjunker och riskerna för andrahandseffekter på inflationen minskar. **I slutet av 2009 ligger styrräntan på 3,50 procent**.

Sedan i juli 2007 har pundet försvagats med omkring 14 procent i handelsviktade termer. **BoE:s räntesänkningar bidrar till att pundförsvagningen fortsätter**, om än inte i samma snabba takt. Framför allt räknar vi med en försvagning mot dollarn och därmed också mot dollarknutna valutor. Att **exportsektorn får fortsatt draghjälp motverkar en ännu djupare konjunkturedgång**.

## Gradvis avkyllning

- **Exporten dämpas**
- **Inhemsk efterfrågan stöttar tillväxten**
- **Överhettningstecken i Ryssland och Ukraina**

**Central- och Östeuropa fortsätter att uppvisa relativt stark tillväxt** med undantag för tvärnitande Estland och Lettland samt sakta tillfrisknande Ungern. Konsumtion och investeringar växer i god takt, även om ökningstalen dämpas i de flesta länder. Den globala nedgången börjar dock märkas tydligare, då de viktiga västeuropeiska marknaderna viker. **BNP-tillväxten i nio länder inklusive Baltikum dämpas från 6,3 procent i år till 5,5 procent 2009 och 5,0 procent 2010**; prognosen för 2009 är något nedjusterad jämfört med NO i maj.

**Inflationsproblemen har tilltagit.** Orsakerna är såväl överhettningstendenser i flera länder som stigande priser på energi och mat. Under slutet av 2008 börjar inflationen dämpas på de flesta håll när energipriserna faller och matpriserna kommer in i en lugnare fas. Inflationsnedgången blir trög i Ryssland, Ukraina och Baltikum. Skälet är höga löneökningar. **Fortsatt stora bytesbalansunderskott väntas** i många central- och östeuropeiska länder de närmaste åren. Orsaken är en relativt snabb importtillväxt, undantaget Baltikum.

**Rysslands ekonomi** fortsätter att växa snabbt. Tillväxten blir 7,5 procent i år, varefter en gradvis dämpning till 6 procent 2010 sker. Höga oljepriser stimulerar den inhemska efterfrågan och ger fortsatt stora överskott i statsbudget och bytesbalans. Dämpningen i tillväxt beror främst på utbudsrestriktioner samt global avmattning. Inflationstakten har nästan fördubblats det senaste året och ligger nu på 15 procent. Överhettningens riskerna har bidragit till att centralbanken har genomfört räntehöjningar och höjt reservkraven vid upprepade tillfällen. Regeringen har dessutom infört olika typer av regleringar av livsmedel. Rubeln har trendmässigt fortsatt att appreciera något. Centralbanken fortsätter också på den sedan länge inslagna vägen att tillåta en försiktig förstärkning för att bekämpa inflationen.

I **Ukraina** har överhettningens riskerna tilltagit sedan i våras samtidigt som den politiska osäkerheten har ökat. Bytesbalansunderskottet har fortsatt att stiga snabbt. Inflationstakten är skyhögt och väntas trots en dämpning ligga runt 20 procent i slutet av året. En fortsatt expansiv finanspolitik, bl a inkluderande stora lönehöjningar för offentliganställda, bidrar till överhettningen. Ekonomin saktar in till följd av urholkad köpkraft och svalare råvarukonjunktur. BNP ökar med 6 procent i år och 4 procent de kommande åren.

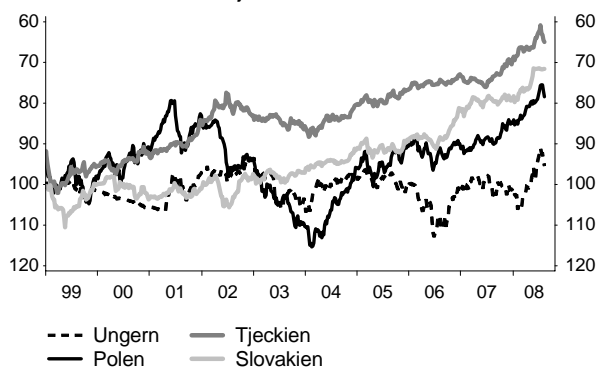
I **Centraleuropa** har framåtblickande indikatorer generellt dämpats de senaste månaderna. Signifikant är att nedgångarna varit störst inom tillverkningsindustrin, dvs den mest exportorienterade delen av ekonomin. Tjänste- och konsumentbarometrar har generellt stått emot bättre och ligger ännu på historiskt höga nivåer, vilket bidrar till att vi bedömer risken som relativt liten för en tvärbromsning i Centraleuropa. Detta gäller inte minst **den polska ekonomin** där exportberoendet är relativt lågt. Polska hushåll har blivit mindre optimistiska på senare tid. Detaljhandeln har dock vuxit med robusta 15 procent i årstakt. Företagens investeringar gynnas även framgent av stort stöd från EU. Polens BNP-tillväxt avtar successivt från drygt 5 procent i år till 4,5 procent 2009.

Den internationella avmattningen bidrar till att **räntehöjningarna i Centraleuropa nu är på väg att avslutas**. Tjeckien lade om politiken och sänkte räntan redan i augusti. Eventuellt sker en till höjning i Polen. Nästa år sänks räntorna generellt.

De **centraleuropeiska valutorna** har, delvis som en följd av centralbankernas räntehöjningar, **apprecierat kraftigt** sedan i våras. I juli-augusti låg valutorna på en rekordstark nivå mot euron. På senare tid har det varit viss svaghet i valutorna. Vi räknar dock med ett fortsatt långsiktigt underliggande apprecieringstryck, främst beroende på att tillväxtskillnaderna mot Väst i hög utsträckning består samt att räntedifferensen är positiv. Slovakien inför euron vid årsskiftet och valutandelen handlas nu nära den i juli annonserade konverteringskursen mot euron (30,13).

### Centraleuropa: Växelkurser vs euro

Index januari 1999 = 100



Källa: Reuters EcoWin

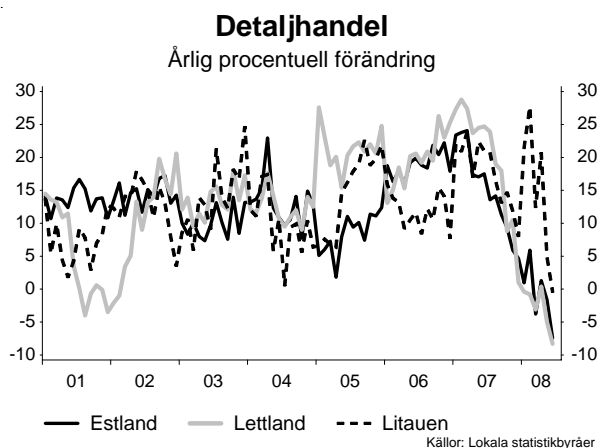
### Baltikum: Estland-Lettland hårdlandar

De baltiska ekonomierna är nu på väg in i en **längre lågkonjunktur**. Tillståndet i ekonomierna har snabbt försämrats den senaste tiden. **Estlands** tillväxt har fallit från 11 procent fjärde kvartalet 2006 till andra kvartalets minus 1,4 procent mätt i årstakt. I **Lettland** har nedgången varit än mer dramatisk. BNP-tillväxten, som så sent som tredje kvartalet förra året låg på 11 procent, dämpades andra kvartalet till 0,2 procent.

Förväntningarna bland lettiska hushåll och företag har kollapsat i år; i EU-kommissionens senaste månads-mätning var nivån den lägsta sedan 1993. I **Litauen** är däremot konjunkturedväxlingen mjukare, vilket bekräftades av att tillväxten hölls uppe på 5,5 procent under andra kvartalet.

**Estland- och Lettlandprognoserna** för de närmaste åren har **under sommaren reviderats ned avsevärt**. Estlands BNP väntas nu sjunka med 2,0 procent i år och öka med 1,5 procent nästa år. Lettlands ekonomi står också i stort sett stilla med plus 0,3 procent i år och 1,5 procent 2009. Litauens tillväxt sjunker från 5,5 procent i år till 4,0 procent nästa år. Riskerna i prognoserna ligger på nedsidan. 2010 sker en viss återhämtning i Estland och Lettland samtidigt som Litauens ekonomi fortsätter att slira. Inget land når tillbaka till potentiell tillväxt på uppskattningsvis 6-7 procent.

Omsvängningen i det ekonomiska klimatet beror främst på en **fortsatt anpassning på fastighets- och kreditmarknaderna efter den tidigare överhettningen**. Korrigeringen på dessa marknader kommer att fortgå ytterligare minst ett halvår innan en stabilisering kan skönjas. Därtill kommer att hög inflation, i hög grad via energi- och matpriser, urholkar köpkraften. Sammantaget leder detta till en fortsatt anemisk inhemsk efterfrågan. Försvagningen på arbetsmarknaderna har hittills varit måttlig, men framöver räknar vi med en tydlig uppgång i arbetslösheten.



Exporttillväxten har hittills hållits uppe hyfsat. Global avmattning och försvagad konkurrenskraft innebär dock en dämpning också av den externa efterfrågan. Detta gäller framför allt i Estland, vars export bl a hämmas av en vikande konjunktur för elektronikprodukter. Litauen och Lettland har hittills gynnats av fortsatt god avsättning för tunga exportgrenar som oljeprodukter och trävaror, men en försvagning är på väg även där.

## Obalanser ger stora utmaningar

Den ekonomiska nedgången bidrar till att mildra de obalanser som byggts upp under den föregående överhettningen; mest accentuerad i Estland och Lettland. Problemen med **stora bytesbalansunderskott och hög inflation** förblir dock  **kvarhängande utmaningar** för länderna.

Frihetsgraderna för den ekonomiska politiken är relativt små. Till skillnad från situationen i de centraleuropeiska länderna är räntepolitiken i Baltikum bakbunden av fasta valutakopplingar. Någon effektiv finanspolitisk strategi är också svår att se i ett läge där höga kostnadsökningar urgröper konkurrenskraften samtidigt som snabbt vikande konjunktur på sikt kommer att skapa större hål i budgetarna. Estland fortsätter dock att strama åt finanspolitiken, bl a genom förslag att frysa offentliganställdas löner.

Med de låsningar vi ser inom den ekonomiska politiken blir flexibiliteten i pris- och lönebildningen av stor betydelse. Om exportsektorn även fortsättningsvis ska kunna spela en stabiliserande roll och bidra till tillväxt och minskande bytesbalansöverskott krävs att ökningstakten i lönerna ganska snabbt anpassas nedåt.

I nuläget är det dock svårt att vara speciellt optimistisk. Vi räknar visserligen med att löneökningarna minskar tydligt nästa år, men inte tillräckligt för att stoppa försämringen av konkurrenskraften. Inflationen kommer att kvarstå på en relativt hög nivå. I Litauen väntas inflationen 2010 ligga på 11 procent och i Lettland på 6 procent.

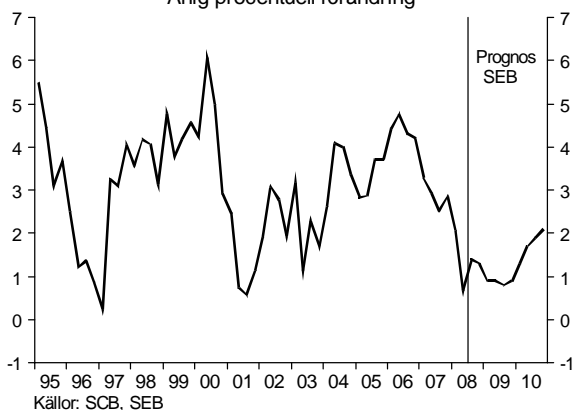
Ett kraftigt fall i importen bidrar till att underskottet i Estlands bytesbalans nästa år kommer ned till cirka 7 procent av BNP, en nivå som gör att utlandsskulden som andel av BNP kan stabiliseras. I Lettland och Litauen ser situationen värre ut. Vår prognos innebär således att obalanserna i de baltiska länderna består trots den pågående konjunkturedgången. Det innebär att möjligheterna att införa euron ter sig avlägsna och att en viss osäkerhet avseende hållbarheten i valutapeggarna består.

## Utdragen lågkonjunktur

- Tre år med tillväxt klart under trend
- Stigande arbetslöshet 2009 och 2010
- Expansiv finanspolitik och budgetunderskott
- Reporäntan sänks till 3 procent

Konjunkturförsvagningen i Sverige fortsätter. Inbromsningen första halvåret blev kraftigare än väntat, vilket föranleder en **nedrevidering av prognosen för BNP-tillväxten i år från 2,1 till 1,4 procent**, korrigerat för antalet arbetsdagar. Olika framåtblickande indikatorer försämras nu också på bred front, vilket gör att vi räknar med att **tillväxten försvagas ytterligare nästa år till 0,9 procent**. År 2010 stiger tillväxten till 1,8 procent, bl a beroende på sänkta räntor och finanspolitisk stimulans. Åren 2008-2010 blir därmed tillväxtmässigt den svagaste treårsperioden sedan 90-talskrisen.

**Sverige: BNP-tillväxt**  
Årlig procentuell förändring

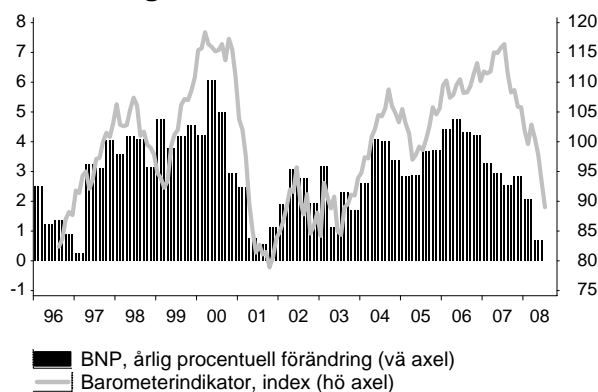


Spridningseffekterna från den internationella avmattningen har som väntat blivit allt tydligare. Konjunkturinstitutets barometerindikator har t ex fallit brant de senaste månaderna och signalerar nu att konjunkturen är *"mycket svagare än normalt"*. Inte minst har stämningläget bland hushållen försämrats påtagligt i spåren av internationell finansoro, stigande inflation och fallande börs. Samtidigt har olika räntespreddar legat kvar på höga nivåer, vilket indikerar att **problemen inom finanssektorn består** och att dessa kommer att fortsätta påverka den reala ekonomin framöver.

Inflationen ligger kvar högt den närmaste tiden. Först i vår ser vi en tydligare nedgång i KPI-inflation. I början på 2009 räknar vi också med en tydligare försvagning av arbetsmarknaden, vilket stöds av dagens indikatorbild och normala eftersläpningsmönster mellan produktion och sysselsättning. Arbetslösheten stiger från drygt 6 procent i år till 7 procent nästa år, mätt som årsgenomsnitt.

Konjunkturutvecklingen innebär att Riksbanken (halva direktionen) backar från de aggressiva räntehöjningsplaner som redovisades i *Penningpolitisk rapport* i juli. Eventuellt genomförs ytterligare en höjning i september. Därefter räknar vi med ganska aggressiva sänkningar med början i februari nästa år. Vid slutet av 2009 ligger reporäntan på 3,5 procent och i mitten av 2010 på 3,0 procent.

**Sverige: BNP-indikator och BNP**



Medan räntesänkningarna dröjer ännu en tid förutser vi betydande finanspolitiska stimulansåtgärder såväl i höstbudgeten i september som nästa år inför valet 2010. Vi har antagit stimulanser motsvarande 40 miljarder kronor per år, d v s väsentligt mer än de 30 miljarder som regeringen indikerat för 2009. Kombinationen av ofinansierade skattesänkningar/utgiftsökningar och en vikande konjunktur gör att **de offentliga överskotten krymper i snabb takt och vänds till ett underskott motsvarande 1,3 procent av BNP 2010**. Den sammanlagda försämringen av de offentliga finanserna 2007-2010 uppgår därmed till cirka 5 procent av BNP.

Vi har under det senaste året redovisat en mer pessimistisk syn på den svenska tillväxten än konsensusbild. Denna har grundat sig på en dystrare syn på effekterna av den finansiella krisen och den internationella konjunkturen. Däremot har vi sett argument för svensk motståndskraft på kort sikt och i relativa termer, bl a mindre överhettningstendenser på bygg- och bostadsmarknad, ett relativt högt hushållssparande samt betydande utrymme för finanspolitiska stimulansåtgärder.

Den överraskande snabba försvagningen av ekonomin de senaste månaderna i kombination med Riksbankens räntehöjningar långt in i konjunkturedgången gör att vi nu räknar med ungefär samma svaga tillväxt i Sverige som i Euro-zonen i år och nästa år. Först 2010 kan underliggande svenska styrkefaktorer i kombination med stöd från den ekonomiska politiken leda till lite snabbare svensk BNP-tillväxt.



## Underskattades BNP-tillväxten andra kvartalet?

Även om det inte är någon tvekan om att ekonomin nu bromsar in snabbt reser Statistiska Centralbyråns (SCB) redovisning av andra kvartalet en del frågor. Mätt i årstakt ökade BNP med bara 0,7 procent, den svagaste siffran sedan 2001, och den kvartalsvisa förändringen innebar total stagnation i ekonomin. Några punkter ger skäl till en försiktig tolkning:

Kvartalsciffran kan ha påverkats av svårigheter med att korrigera för den stora **kalendereffekten** som uppstod genom att påskhelgen låg i olika kvartal 2007 och 2008. Som jämförelse uppgick BNP-tillväxten för hela första halvåret till 1,4 procent.

**Efterfrågan i ekonomin** växte i klart snabbare takt än BNP. BNP-siffran pressades av att efterfrågan i hög grad tillgodosågs via ökad import snarare än via

inhemsk produktion. Detta bryter mot det historiska mönstret i början av en konjunkturnedgång, vilket ger anledning till försiktig tolkning av BNP-siffran.

**Antalet arbetade timmar** fortsatte att öka i hygglig takt, vilket innebär att produktivitetstillväxten fortsätter att visa röda siffror. En produktivitetssänkning är naturlig i nuvarande konjunkturläge. Att SCB redovisar ett så stort gap mellan produktion och sysselsättning i den preliminära statistiken, då produktionsstatistiken är bristfällig, reser ändå en del frågetecken.

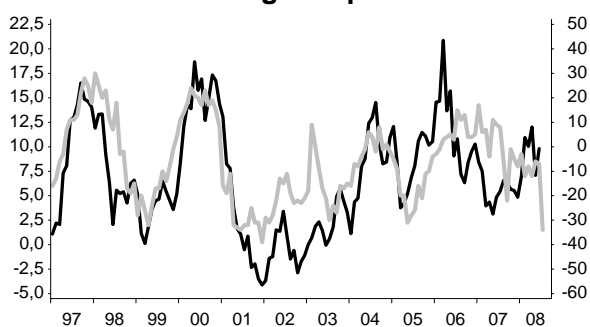
Ovanstående osäkerhetsfaktorer talar för en viss risk för revideringar eller rekyll uppåt under andra halvåret. Riksbankens och Konjunkturinstitutets analys kommer nog i vilket fall som helst att påverkas av sådana överväganden den närmaste tiden.

## Svagare export när också Europa viker

Exporten har hållit emot något bättre än väntat. Den svaga försäljningen till USA har i viss mån kompensats av fortsatt hygglig efterfrågan i Europa och stark försäljning till flera tillväxtekonominer. USA:s andel av svensk export har i det närmaste halverats de senaste fem åren och USA är numera bara den femte största exportmarknaden. Nedgången är inte bara en effekt av den svaga amerikanska ekonomin och dollarns kräftgång utan beror också på att USA-exporten domineras av problembranscher som t ex bilindustrin.

Försämringen av den europeiska konjunkturen medför att exporten dämpas i snabbare takt framöver. Detta bekräftas av en tydlig försämring i orderingången. En fortsatt expansion i många tillväxtekonominer bidrar dock till att nedgången blir mildare än vid millenniumskiftet. Då var den internationella nedgången i större utsträckning investeringsdriven, vilket drabbade svensk export särskilt hårt. Nedgången förstärktes därtill av de stora problemen inom telekomsektorn.

### Sverige: Export



— Export, löpande priser, årlig procentuell förändring (vä axel)  
 ■ Orderstocksomdömen enligt KI-barometern, netttotal (hö axel)  
 Källor: SCB, KI

### Varuexport jan-maj 2008

Löpande priser

	Vikt 2007 %	Förändring %	Bidrag procentenheter
USA	8	-7,4	-0,6
Norden	23	13,0	3,0
Nya EU-länder	6	13,3	0,8
BRIC	5	21,2	1,1
EU-15 exkl Norden	42	9,3	3,9
Övriga	16	13,7	2,2
Totalt	100	10,4	10,4

Källa: SCB

### Export och marknadstillväxt

Årlig procentuell förändring

	2007	2008	2009	2010
Exportvägd BNP	3,3	1,6	1,0	1,8
Marknadstillväxt	4,5	2,8	2,2	3,6
Varuexport	3,0	4,8	1,9	3,3

Anm. Marknadstillväxten avser importen till Sveriges tio viktigaste exportmarknader.

Källor: SCB, SEB

### Investeringarna faller nästa år

Efter flera år av hög tillväxt är nu investeringarna på väg att bromsa in rejält. Den senaste investeringsenkäten i maj signalerade visserligen fortsatt hygglig investeringsexpansion i industrin, men sannolikt har företagen sedan dess överraskats av den snabba försämringen av konjunkturen. Den senaste Konjunkturbarometern vittnar t ex om betydligt mindre omfattande utbyggnadsplaner. Kärvarare finansieringsmöjligheter och sämre lönsamhet pekar i samma riktning. Vi räknar med en utplaning av industriinvesteringarna i år och fallande volymer 2009.

## Fasta bruttoinvesteringar

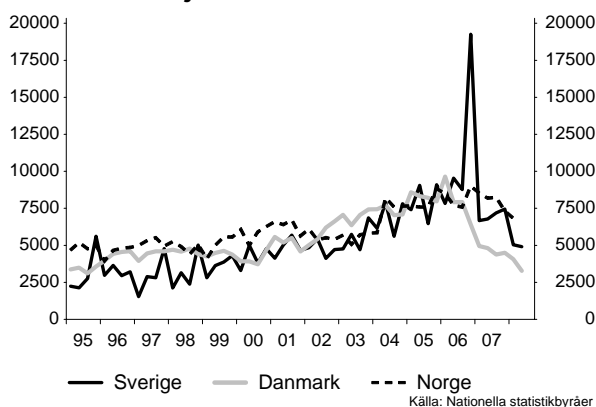
Årlig procentuell förändring

	2007	2008	2009	2010
Industri	9,8	1,0	-4,0	0,0
Bostäder	8,7	-2,0	-5,0	-2,0
Totalt	8,0	3,7	-1,5	0,0

Källor: SCB, SEB

Indikatorer för konjunkturen i byggsektorn uppvisar en något splittrad bild. Bostadsbyggandet har dämpats påtagligt sedan början av förra året och byggbolagens rapporter vittnar om allt kärvare marknadsförhållanden med vikande priser. Däremot tyder Konjunkturinstitutets barometer på en starkare byggkonjunktur. Detta beror bl a på en fortsatt expansiv utveckling inom anläggningsbyggandet och att byggandet inom hotell och handel än så länge hålls uppe.

## Påbörjade bostäder i Norden



Nästa år räknar vi med att byggandet av kommersiella fastigheter bromsar in i spåren av en svagare privat konsumtion och kärvare kreditförhållanden. De offentliga investeringarna fortsätter att öka som en följd av satsningar på olika typer av infrastrukturprojekt. Sammantaget räknar vi med att investeringarna totalt sett minskar något nästa år.

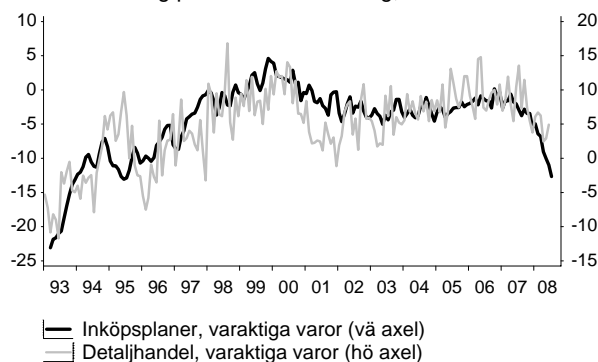
## Kärvare tider för hushållen

Hushållens förtroendeindikator har fallit i snabb takt det senaste halvåret. Pessimismen har ökat såväl när det gäller synen på samhällsekonomin och arbetsmarknaden som på den egna ekonomin. Planerna för inköp av kapitalvaror har sjunkit till den lägsta nivån på 15 år. Den snabba omsvängningen ligger väl i linje med utvecklingen i övriga Europa.

Den ökande osäkerheten inför framtiden är inte helt ogrundad. Efter några år med mycket goda inkomstökningar sker nu en tydlig inbromsning. I år är detta en följd av en svagare sysselsättningstillväxt och urgröpt köpkraft till följd av prisuppgången på energi och livsmedel samt stigande räntekostnader.

## Sverige: Inköpsplaner och konsumtion

Årlig procentuell förändring, netttotal



Nästa år räknar vi med att sysselsättningen minskar, mätt som antal arbetade timmar, samtidigt som löneökningarna dämpas något. Med en inflation som bara långsamt faller tillbaka innebär detta att hushållens löneinkomster i det närmaste stagnerar i reala termer. I stället får hushållen förlita sig på finanspolitiska stimulanser, som vi räknar med spår på inkomsterna med i storleksordningen 10-15 miljarder kronor såväl 2009 som 2010, eller motsvarande knappt 1 procent av disponibelinkomsten.

## Hushållens ekonomi

Årlig procentuell förändring realt

	2007	2008	2009	2010
Privat konsumtion	3,0	1,9	1,2	1,9
Disponibel inkomst	4,3	2,4	1,5	2,0
Sparkvot, nivå	8,3	8,8	9,1	9,2

Källor: SCB, SEB

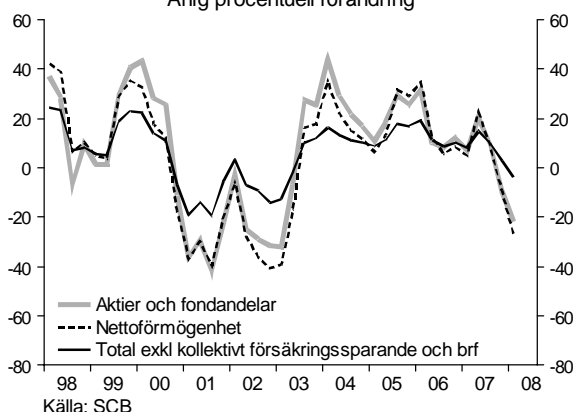
Motiven till ökat sparande förstärks i takt med att arbetslösheten stiger och hushållens balansräkning försvagas. Mellan andra kvartalet 2007 och första kvartalet 2008 minskade värdet av hushållens aktier och fondandelar med cirka 280 miljarder, eller knappt 20 procent av den disponibla inkomsten. Nedgången speglar till allra största delen värdetförändringen på aktier och endast i liten utsträckning omplaceringar till andra tillgångar. Givet den fortsatta nedgången sedan i våras har hushållens aktie- och fondinnehav troligen minskat med ytterligare 80-90 miljarder kronor. I enlighet med standardtumregler skulle börsnedgången därmed dra ner konsumtionen med cirka 1 procentenhet.

Priserna på bostadsmarknaden är nu också på väg att försvagas. Än så länge gäller detta främst bostadsrätter, medan småhusmarknaden hållit emot bättre. Detta hänger delvis ihop med att omläggningen av fastighetsskatten gynnade villor mer än bostadsrätter. Enligt SCB:s statistik ökar fortfarande småhuspriserna med runt 5 procent i årstakt, men samtidigt rapporteras om rekordstort utbud beroende på allt längre försäljnings-

tider. Det är troligt att den svenska bostadsmarknaden följer den internationella trenden med prisnedgångar. Enligt IMF:s kalkyler avviker inte Sverige speciellt mycket från genomsnittet i Västeuropa när det gäller övervärdering på bostadsmarknaden. Å andra sidan innebär den långa perioden av nedpressat bostadsbyggande att bristen på bostäder fortfarande är relativt stor. Detta talar för en mildare nedgång än i många andra länder.

### Sverige: Hushållens finansiella förmögenhet

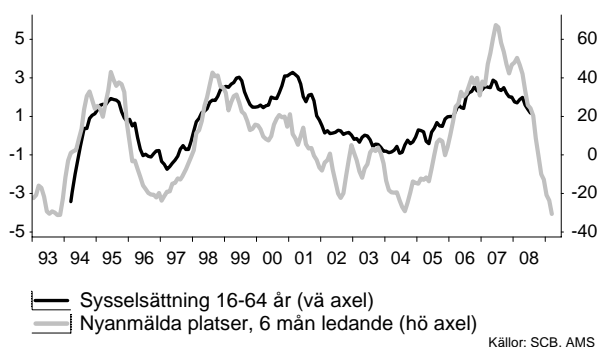
Årlig procentuell förändring



Det höga sparandet i utgångsläget gör att vi räknar med att uppgången i sparandet trots allt blir relativt måttlig. Konsumtionen stiger med i genomsnitt drygt 1½ procent de närmaste åren. Risken i konsumtionsprognosen ligger på nedsidan.

### Sverige: Nyanmälda platser och sysselsättning

Årlig % förändring, 3 mån glidande medelvärde



### Svalare arbetsmarknad

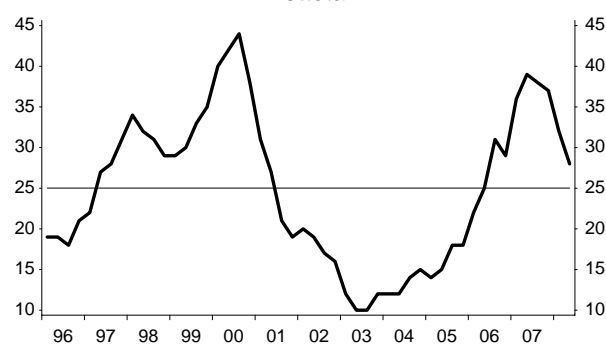
Efterfrågan på arbetskraft har hittills hållits uppe hyggligt, trots inbromsningen i produktionen. Första halvåret var sysselsättningsökningen fortfarande drygt 1½ procent mätt i årstakt. Ökningen av antalet arbetade timmar har emellertid dämpats relativt kraftigt. Indikatorer som varsel om uppsägningar, nyanmälda lediga platser och företagens anställningsplaner tyder också på att avmattningen definitivt har nått arbetsmarknaden. Såväl indikatorbilden som normala eftersläpningar mellan produktion och arbetsmarknad

tyder på att sysselsättningen börjar falla runt årsskiftet. Arbetslösheten stiger från i genomsnitt 6,2 procent 2008 till 7,0 procent 2009 och 7,3 procent 2010.

Produktivitetstillväxten har fallit markant, främst som en följd av den cykliska eftersläpningen mellan sysselsättning och produktion. Pågående anpassning av sysselsättningen gör dock att produktiviteten återhämtar sig till mer normala tillväxttal kring 2 procent de närmaste åren.

### Sverige: Arbetskraftsbrist i näringslivet

Nettotal



Uppgången i arbetslösheten innebär att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden sjunker ytterligare framöver. Arbetskraftsbristen enligt Konjunkturbarometern har redan fallit tillbaka och ligger nu ganska nära det historiska snittet. Utvecklingen på lönesidan indikerar inte heller att resursutnyttjandet på arbetsmarknaden är särskilt ansträngt. Enligt konjunkturlönestatistiken ökade lönerna bara med 3,3 procent förra året. Avtalens konstruktion gör att löneökningarna i år blir högre. Utfallen hittills i år tyder dock på att lönepåslagen utöver avtalen kan bli något lägre än väntat och nästa år faller löneökningarna åter tillbaka som en följd av den försvagade arbetsmarknaden.

### Arbetsmarknad och produktivitet

Årlig procentuell förändring resp. nivå

	2007	2008	2009	2010
BNP	2,9	1,4	0,9	1,8
Produktivitet	-0,7	0,1	1,7	2,0
Sysselsättning	2,4	1,2	-0,6	-0,3
Arbetade timmar	3,5	1,3	-0,8	-0,2
Arbetskraftsutbud	1,7	1,1	0,4	0,1
Arbetslöshet, %	4,6	4,4	5,3	5,6
Arbetslöshet, %, ILO	6,2	6,2	7,0	7,3

Källor: SCB, SEB

Merparten av innevarande treårsavtal löper ut under våren 2010. Detta förutsätter dock att parterna inte väljer att säga upp det tredje avtalsåret. Ett sådant

beslut måste fattas före utgången av september. Vi bedömer att sannolikheten för omförhandling är liten i ett läge när såväl konjunktur som arbetsmarknad är inne i en tydlig avmattning. Nästa avtalsrörelse sätter därmed igång kring årsskiftet 2009/10. Med vår prognosbild sker detta i en miljö med en fortsatt försvagning på arbetsmarknaden och fallande inflation vilket talar för lägre löneökningar än i 2007 års avtalsrörelse.

## Enhetsarbetskostnad

Årlig procentuell förändring

	2007	2008	2009	2010
Timlöner	3,3	4,2	3,7	3,4
Produktivitet	-0,7	0,1	1,7	2,0
Enhetsarbets- kostnad	4,0	4,1	2,0	1,4

Anm: Enhetsarbetskostnaden är räknad exklusive arbetsgivaravgifter

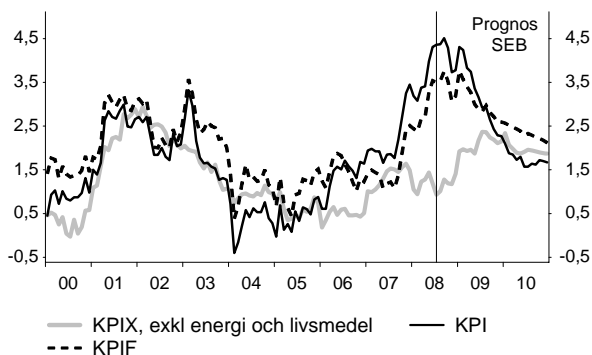
Källor: SCB, SEB

## Inflationen nära toppen

Inflationen nådde nya toppar under sommaren. I juli uppgick KPI-inflationen till 4,4 procent; den högsta nivån sedan 1993. Ränthöjningar och stigande priser på livsmedel och energi är de viktigaste förklaringarna till uppgången. Inflationen toppar under hösten. Bidraget till inflationen från energi och livsmedel minskar från 1,0 procentenheter i år till 0,3 procentenheter 2009 när oljepriserna faller tillbaka och livsmedelspriserna ökar i betydligt långsammare takt. Ett kraftigare fall av råvarupriserna utgör en nedåtrisk för inflationsprognosen.

### Sverige: Inflation

Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, SEB

## Nytt inflationsmått

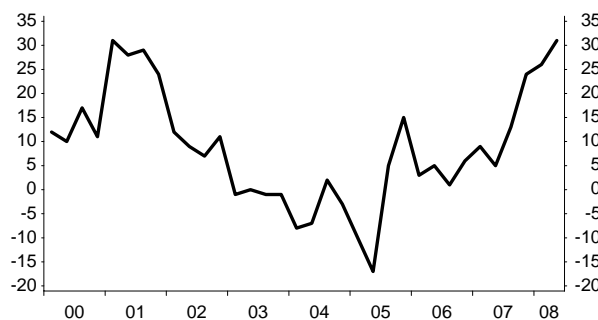
I sin senaste *Penningpolitiska rapport* fasar Riksbanken ur KPIX som operativt mål för penningpolitiken. Man introducerar samtidigt ett nytt mått, KPIF (KPI med fast ränta), som på ett bättre sätt anses korrigeras för den direkta inflationseffekten av ränteförändringar. Samtidigt betonar Riksbanken att KPIF inte kommer att ges den särställning som KPIX tidigare haft. I stället ska en rad olika underliggande mått användas i analysen. Detta är i linje med utvecklingen bland andra centralbanker. Norges Bank använder t ex också en bred arsenal av underliggande

Kärninflationen har inte rört sig särskilt mycket det senaste året. Stigande enhetsarbetskostnader, främst till följd av den cykliska dämpningen av produktiviteten, innebär dock att det underliggande pristrycket består det närmaste året.

Frågan är nu i vilken grad högre kostnadstryck slår igenom i konsumentpriserna. Svagare efterfrågan innebär att företagen får svårare att höja priserna. Historiska erfarenheter tyder dock på att prishöjningar genomförs en bit in i konjunkturedgången. Då ökar företagets behov av att kompensera fallande volymer med marginalhöjningar i en situation då efterfrågan ännu inte försvagats tillräckligt mycket för att helt omöjliggöra prishöjningar. Företagens planerade prishöjningar enligt KI:s barometer, och anekdotisk information, ger ett visst stöd för att vi nu befinner oss i detta läge. Vi räknar därför med en svagt uppåtgående trend i den underliggande inflationen under första halvåret 2009. Därefter får den sammanlagda effekten av starkare produktivitet och lägre löneökningar allt större genomslag på kärninflationen som därmed faller tillbaka.

## Sverige: Förväntningar om försäljningspriser i detaljhandel exkl livsmedel

Nettotal



Källa: KI

Mätt som årsgenomsnitt faller KPI-inflationen gradvis från 3,9 procent 2008 till 3,2 procent 2009 och 1,7 procent 2010. KPIX exklusive energi och livsmedel stiger däremot från 1,2 procent 2008 till 2,1 procent 2009, för att därefter falla tillbaka något till 2,0 procent 2010.

mått och har tonat ned betydelsen av KPI-JAE; det officiella inflationsmålsmättet som är rensat för energipriser och indirekta skatter och avgifter.

Riksbanken hävdar att utfasningen av KPIX inte kommer att få någon märkbar betydelse för räntebesluten framöver. På marginalen är det dock ändå troligt att förändringen bidrar till en något högre styrränta i perioder där räntekomponenten drar upp KPI. En annan konsekvens kan vara att frihetsgraderna i penningpolitiken ökar, möjligen till priset av minskad transparens.



## Sänkningar inleds under våren 2009

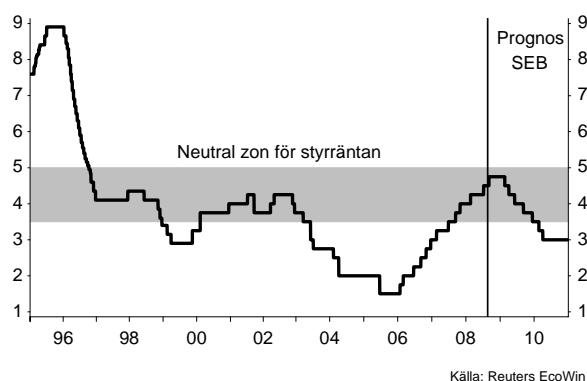
I anslutning till höjningen av reporäntan till 4,50 procent i juli gav Riksbanken det överraskande beskedet att räntan under året – trots tydliga tecken på avmattning och fortsatta kreditproblem – ”kommer att behöva höjas ytterligare ett par gånger”. Två räntesteg till nivån 5 procent kunde utkristalliseras av räntebanan. Mot denna syn reserverade sig dock tre ledamöter (Rosenberg, Nyberg och Wickman-Parak). Sedan julimötet har inflationen kommit in något högre än väntat samtidigt som inflationsförväntningarna fortsatt att stiga (enligt KI). Å andra sidan har råoljepriset backat med cirka 20 procent. Samtidigt har SCB publicerat oväntat svaga nationalräkenskaper för andra kvartalet och flertalet konjunkturindikatorer har kommit in lägre än väntat. Även den internationella konjunkturbilden, framför allt i Europa, har försämrats påtagligt. Sammantaget talar detta för att Riksbanken justerar ned sin räntebana, men det är fortfarande en öppen fråga om ytterligare en räntehöjning kommer till stånd i september.

Därefter tror vi att samtliga direktionsledamöter kommer att lägga fokus vid den snabbt försämrade konjunkturen. Vi räknar med att det dröjer fram till feb-

ruari innan Riksbanken är redo att inleda en sänkningscykel. Vid det laget har arbetslösheten vänt uppåt och inflationsutsikterna ljusnat, vilket också torde få inflationsförväntningarna att vända nedåt. Konjunkturredgången gör sedan att räntan sänks i ganska snabb takt. **Vi räknar med att reporäntan sänks till 3,50 procent mot slutet av 2009. Räntesänkningarna fortsätter sedan till 3,0 procent en bit in i 2010.**

### Sverige: Reporänta

Procent



### Procyklisk penningpolitik

Inflationsförväntningar och realränta har den senaste tiden fått allt större utrymme i Riksbankens analys. Dessa viktiga begrepp integreras därtill eftersom Riksbanken använder inflationsförväntningar när man beräknar realräntans nivå.

### Sverige: TED-spread och bolånespread

Procentenheter



Den faktiska realränta som ekonomins aktörer verkligen känner av kan dock avvika från de definitioner Riksbanken använder. I nuläget talar flera faktorer för detta:

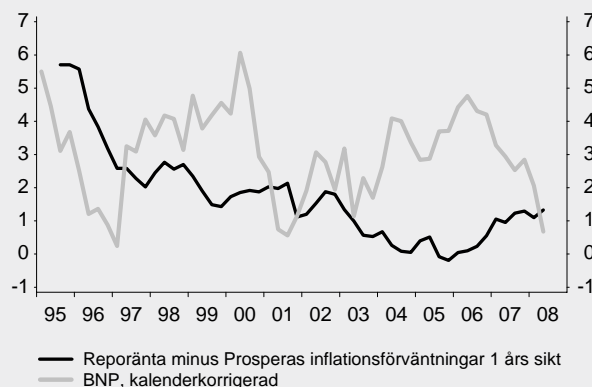
Kreditkrisen har inneburit att räntemarginalerna ökat det senaste året. De nominella räntor som hushåll och företag möter har därigenom ökat betydligt mer än reporäntan och statspapper av olika löptid.

Inflationsförväntningarna har i hög grad påverkats av att höga råvarupriser drivit upp den faktiska inflatio-

nen. Inhemskt priser och löneförväntningar har dock inte stigit i samma grad. I många avseenden är det definitioner av realräntan baserad på dessa faktorer som avgör hur konsumtion och investeringar påverkas.

Realräntan enligt Riksbankens definition ovan var som lägst när tillväxten kulminerade 2006 och har därefter gradvis stigit. Om man tar hänsyn till ovanstående distinktioner när det gäller såväl nominell ränta som deflator blir uppgången ännu mer markant. Detta förstärker bilden av att penningpolitiken tenderat att bli procyklisk på senare år och därmed förstärkt konjunktursvängningarna.

### Sverige: Realränta och BNP



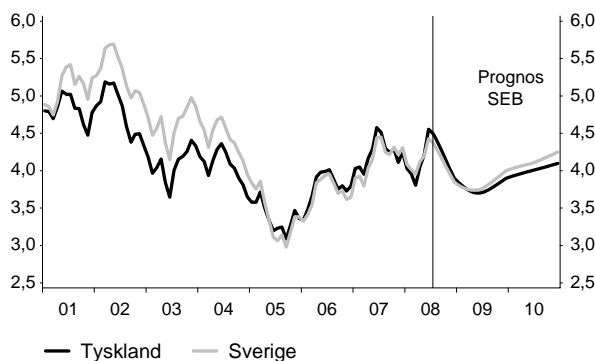
Givet den svaga realekonomiska utvecklingen kan man argumentera för att Riksbanken skulle påbörja sänkningarna tidigare. En viss motvilja mot att gå från höjning till sänkning på alltför kort tid lär dock finnas; trovärdigheten för penningpolitiken kan skadas om reaktionsmönstret ter sig alltför kortsiktig. Den expansiva inriktningen av finanspolitiken gör det på marginalen lite lättare för Riksbanken att avvakta.

## Fallande långräntor

Efter vårens skarpa uppgång har långräntorna fallit tillbaka en hel del. Orsaken är att tillväxtutsikterna har försämrats på bred front. Den svenska tioåringen, som för tillfället ligger något under den tyska, beräknas falla till 3,75 procent i juni nästa år. Då den tyska faller något snabbare kommer den svenska att hamna över den tyska kring halvårsskiftet nästa år. Räntespreaden beräknas stiga från 5 räntepunkter i juni 2009 till 10 punkter i december samma år och till 15 punkter i slutet på 2010.

### 10-åriga statsobligationsräntor

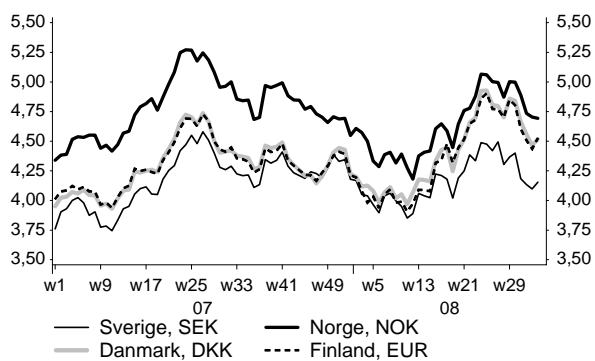
Procent



De svenska långräntorna bör ligga något högre än de tyska av flera skäl. Riksbanken kommer t ex ha en högre styrränta än ECB enligt vår prognos och de svenska långräntorna kan heller inte längre dra fördel av en tydligt lägre inflationstakt. En krympande stats-skuld till följd av budgetöverskott och inkomster från försäljningen av statliga bolag är alltså inte ett tillräckligt skäl för att de svenska långräntorna ska fortsätta ligga under de tyska.

### Oblighationsräntor

Procent

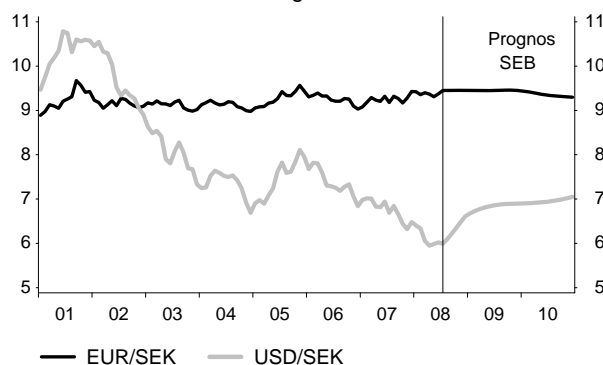


I slutet av 2009 har konjunkturen återhämtat sig tillräckligt mycket för att långräntorna ska börja dra sig uppåt. Den svenska tioåringen klättrar till 4,00 procent i december 2009, den tyska till 3,90.

Kronan fortsätter att hålla jämna steg med euron, även om den tappar något de närmaste månaderna på grund av att kredit- och finansorn och den globala inbromsningen slår relativt hårdare mot små valutor. Vi räknar med att EUR/SEK stiger till 9,45 i december i år och att kronan ligger kvar på den nivån hela 2009. En bit in på 2010, när konjunkturbotten har passerats, börjar sedan återigen det stora bytesbalansöverskottet verka för en starkare krona. EUR/SEK faller då tillbaka mot 9,35 i juni 2010 och 9,30 i december 2010. USD/SEK stiger till 6,60 i december i år och 6,85 i juni nästa år. USD fortsätter upp till 6,95 i juni 2010 och 7,05 i december 2010.

## Sverige: Växelkurser

Månadsgenomsnitt



## Budgeten mot underskott

De offentliga finanserna har gradvis förbättrats sedan 2002. I fjol uppgick överskottet till 3½ procent av BNP. En återhållsamhet avseende statens utgifter i kombination med en starkare arbetsmarknad och minskad sjukfrånvaro har bidragit till att uppgången fortsatt trots regeringens skattesänkningar. Statens budget har fortsatt att uppvisa stora överskott i år. Än så länge är det svårt att spåra några tydliga effekter av konjunkturförsvagningen i de löpande månads-siffrorna. Att överskottet i juli blev 12 miljarder kronor lägre än vad Riksgälden räknade med tycks ha berott på tillfälliga transaktioner av teknisk natur.

Att tillväxten mattas av innebär dock att budgeten kommer att försvagas framöver. Vi räknar därtill med att de finanspolitiska satsningarna intensifieras. Regeringen har aviserat ett utrymme för ofinansierade stimulansåtgärder på runt 30 miljarder kronor 2009. Vi räknar med att dosen i slutänden hamnar på 40 miljarder. Regeringen har beskrivit stimulanserna i termer av tre åtgärds-paket. Det första innehåller satsningar på forskning och infrastruktur, det andra på inkomstskatter och jobb, och det tredje på välfärden. Paketet visar

att regeringen därmed rör sig mot en mer pragmatisk linje för att återta det politiska mittfältet.

Vi räknar med en lika stor stimulansdos för 2010. Slitningarna inom regeringen lär då säkert bli större när valåret närmar sig och man står inför den stora chansen att sätta reella avtryck på politiken inför valet. För de ledande moderaterna gäller inte enbart att hålla ihop regeringen och försöka vända opinionen. Man måste nog också tänka på att hantera den interna

oppositionen inom partiet och de krafter inom näringslivet som allt tydligare kräver kraftfullare satsningar på sänkta skatter och bättre företagsklimat.

Den sammantagna effekten av konjunkturförsvagning och stimulansåtgärder gör att överskottet i det offentliga saldot minskar från **2,9 procent av BNP i år till 0,4 procent 2009 och 2010 registreras ett underskott på 1,3 procent**. Jämfört med målet på 1 pro-

### Finanspolitikens frihetsgrader

Den utveckling vi skisserar kommer onekligen att innebära stora pedagogiska och politiska problem för regeringen, inte minst för finansministern. En rad frågor kring det finanspolitiska ramverket kommer att ställas på sin spets. Det finns därför skäl att mer principiellt diskutera finanspolitikens möjligheter och utrymme.

Hittills har regeringens analys av budgetutrymmet i hög grad baserats på de årliga faktiska avvikelserna från ett överskott på 1 procent av BNP. Denna ansats kommer inte att fungera framöver utan regeringen måste bestämma hur man konkret ska definiera överskotts målet. Olika definitioner är dock behäftade med försåtliga faror. En definition baserat på strukturellt saldo kräver att man förlitar sig på mått på produktionsgapet i ekonomin. Dessa brukar dock erfarenhetsmässigt uppvisa alltför stor instabilitet för att vara hanterbara i den praktiska budgetprocessen. Regeringen har också experimenterat med definitioner grundade på glidande sjuårigt genomsnitt. Givet de stora överskotten de senaste åren skulle detta lämna utrymme för ett saldo klart under 1 procent de närmaste åren. Om glidande medelvärden är alltför framåtblickande kan trovärdighetsproblem uppstå om aktuella underskott motiveras med osäkra prognoser om återhämtning och återhållsamhet långt fram i tiden. Om de glidande medelvärdena i stället i högre grad blickar tillbaka innebär det att medelvärdet hålls uppe av tidigare socialdemokratiska överskottsår; naturligtvis en politisk sårbar strategi.

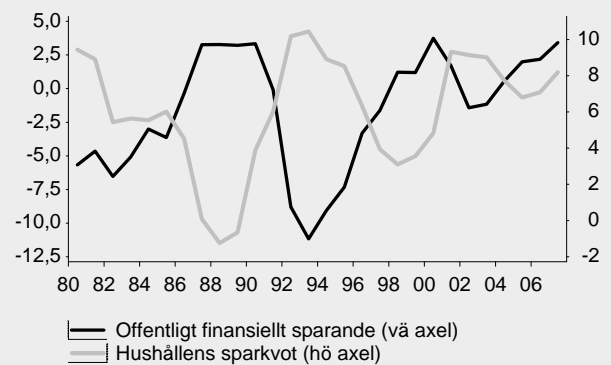
En viktig frågeställning rör finanspolitikens effekter på efterfrågan i ekonomin och hur detta beror på vilka specifika åtgärder som används. Studier pekar på att sänkta skatter till hushållen på kort sikt har större verkningsgrad än sänkta skatter till företag. En ökning av den offentliga verksamheten anses också ha större expansiv effekt än skattesänkningar. Detta beror på att skattesänkningar riktade till hushållen delvis används till att öka sparandet. Å andra sidan innebär hypotesen om s k ricardiansk ekvivalens att rationella hushåll parerar alla typer av åtgärder med en motsvarande ökning av sparandet eftersom dessa implicerar ett högre skatteuttag i framtiden. Under 1990-talet bekräftades denna hypotes av att hushållssparandet och det offentliga sparandet rörde sig i olika riktning. Detta mönster har dock försvagats, vilket kan tolkas som en ökad trovärdighet för de

offentliga finanserna. Att statsskuden nu är mycket lägre än på 1990-talet skulle kunna vara ett tungt skäl för detta. Sammanfattningsvis talar således mycket för att verkningsgraden i finanspolitiken har ökat.

Samspelet med penningpolitiken är också av stor betydelse såväl när det gäller finanspolitikens utrymme som verkningsgrad. Normalt är penningpolitiken det viktigaste instrumentet för stabiliseringspolitiken i en ekonomi med rörlig växelkurs. Nuvarande situation med en snabbt vikande konjunktur, stora överskott i de offentliga finanserna och en i hög grad utbudsdriven inflation som försvårar räntesänkningar kan dock utgöra ett undantag. En finanspolitisk stimulans ger i detta läge mindre negativa effekter på inflationen jämfört med en räntesänkning som tenderar att försvaga valutan och därmed driva upp importpriserna. Åtgärder som sänker kostnader, t ex lägre arbetsgivaravgifter, är i detta sammanhang extra effektiva.

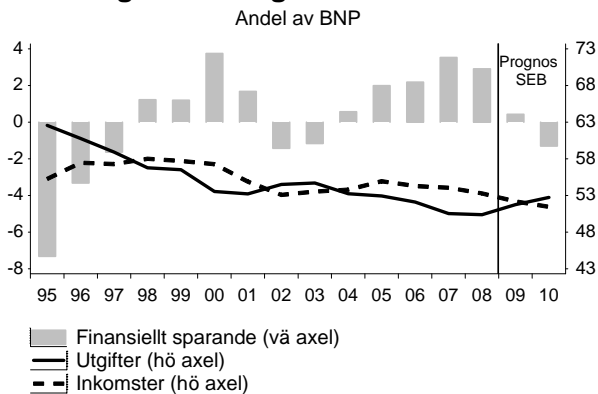
### Sverige: Offentligt och hushållens sparande

Procentuell andel av BNP, disponibel inkomst



cents överskott innebär detta ett gap på knappt 20 miljarder 2009 och 80 miljarder 2010.

## Sverige: Offentliga sektorns finanser



Statens lånebehov ökar under prognosperioden – från -160 miljarder kronor i år (negativt lånebehov betyder överskott) till -44 respektive 5 miljarder 2009 och 2010. 2010 behöver alltså staten låna igen för första gången sedan 2004. **Statsskulden faller från 38 procent av BNP i fjol till 31 i år.** 2009 och 2010 uppgår den till knappt 30 procent.

## Offentliga finanser

Procent av BNP

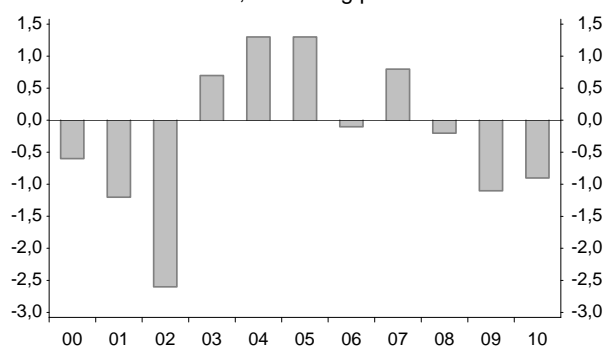
	2007	2008	2009	2010
Inkomster	53,6	52,8	51,7	50,9
Utgifter	50,0	49,9	51,3	52,3
Fin. sparande	3,5	2,9	0,4	-1,3
Offentlig skuld (Maastricht)	40,6	33,4	31,1	30,1
Statsskuld	38,0	31,4	29,1	28,1
Statens lånebehov, mdr kr	-103	-160	-44	5

Källor: Riksgälden, SCB, SEB

Vår prognos innebär en ganska dramatisk förändring av budgetmiljön. Sett ur stabiliseringspolitiskt perspektiv är varken finanspolitikens inriktning eller budgetutvecklingen speciellt anmärkningsvärd. Målet om ett överskott motsvarande 1 procent av BNP gäller över en hel konjunkturcykel. Mätt som förändring i det konjunkturjusterade sparatet visar våra kalkyler att finanspolitiken ger en stimulansinjektion motsvarande ca 1 procent av BNP både 2009 och 2010. Under lågkonjunkturen 2001 och 2002 var stimulansdosen större.

## Konjunkturjusterat sparande

Andel av BNP, förändring procentenheter





## Nära stagnation

- Ras i förtroendeindikatorer
- Urstark arbetsmarknad försvagas
- Inhemsk efterfrågan svag även nästa år

Danmarks konjunkturedgång fördjupas, tyngd av **vacklande inhemsk efterfrågan**. Konsumtionstillväxten mattas ytterligare när arbetsmarknaden börjar försämrans samtidigt som en försvagning i investeringskonjunkturen nu är på gång. Detta resulterar i en **BNP-tillväxt på magra 0,5 procent i år och 0,3 procent 2009**. Prognosen ligger **fortfarande klart under konsensusynen**. 2010 blir BNP-ökningen 1,4 procent, bl a beroende på att vi räknar med att regeringen sätter in stimulansåtgärder.

Danmark blev det första EU-landet som redovisade recession i nuvarande konjunkturedgång. BNP föll såväl fjärde kvartalet 2007 som första kvartalet i år. Nedgången på 0,6 procent under första kvartalet överdrevs dock av att påsken innebar färre arbetsdagar i mars. Vår bedömning är därför att det blir **en rekyl på kort sikt**. Sysselsättnings- och produktionsdata talar också för en svagt positiv BNP-tillväxt under andra kvartalet.

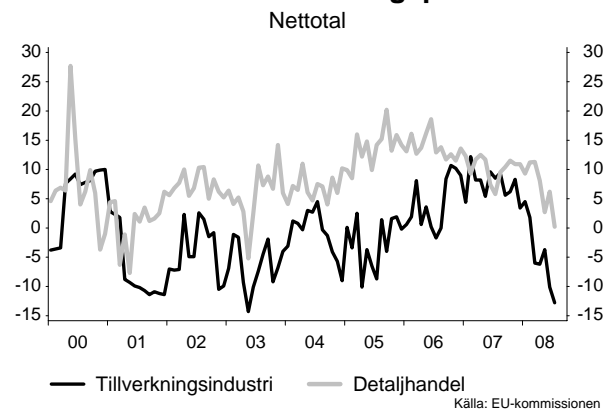
**Barometrar pekar dock entydigt mot fortsatt konjunkturedgång**. Industrins inköpschefsindex föll skarpt i somras till den lägsta nivån (43) sedan mätningarna inleddes 1994. Tjänstebarmetern har trendmässigt fortsatt nedåt och konsumentförtroendet ligger på 15-årslägsta.

Exporten har dock överraskat positivt det senaste halvåret. Att den globala inbromsningen inte satt större avtryck kan delvis bero på dansk exports tonvikt på mindre konjunkturkänsliga branscher som livsmedel och läkemedel. Sviktande ordergång signalerar emellertid svagare ökningstal framöver. Dansk industri kläms också av en viss erosion av konkurrenskraften till följd av snabbare lönestegringar än i Euro-zonen. Den negativa pressen från tidigare apprecierande valuta släpper dock då euron och därmed kronen försvagas.

Investeringarna var en stark drivkraft för BNP-tillväxten i fjol. Industrins expansionsplaner var också höga i den halvårsvisa enkät som gjordes i våras, där planerna t o m hade justerats upp jämfört med i oktober 2007. Vår bedömning är dock att företagen överskattat behovet att bygga ut kapaciteten. Sjunkande kapacitetsutnyttjande och försämrade konjunkturutsikter gör att **näringslivets investeringar växer klart långsammare i år** och minskar nästa år. **Bostadsinvesteringarna faller** båda åren efter att tidigare ha varit starkt uppdrivna.

Den **privata konsumtionstillväxten fortsätter att dämpas**. Hushållens tidigare goda realinkomstökningar har i år i hög grad blivit urgröpta av den snabba inflationsuppgången. Även om inflationstrycket förväntas vika blir inkomstillväxten modest framöver. Växande sysselsättning har hittills varit en stöttande konsumtionskraft men nu mojar denna tillväxt och **nästa år faller sysselsättningen**. Arbetslösheten vänder uppåt i höst efter att ha fallit till 1,6 procent; lägsta nivån sedan 1974. Såväl företag som hushåll har den senaste tiden börjat ställa in sig på en kommande omsvängning på arbetsmarknaden.

### Danmark: Anställningsplaner



Hushållens konsumtionsvilja påverkas även negativt av förmögenhetseffekter. Köpenhamnsbörsen har fallit med runt 25 procent sedan toppen i oktober 2007. Huspriserna har fallit två kvartal i följd mätt i årstakt. Anpassningen efter fastighetsboomen pågår en bit in i nästa år. Vår prognos kvarstår om att huspriserna går ned med 5-10 procent i genomsnitt 2008. En ytterligare prisdämpning antas för 2009.

Inflationstakten har fortsatt uppåt till 4,0 procent i juli. Stigande matpriser har varit pådrivande, med en årsökningstakt på över 10 procent i juli. Till skillnad mot exempelvis i Sverige syns ännu inga tecken på utplanning i matpriserna trots den senaste tidens sjunkande världsmarknadspriser. **KPI-inflationstakten går dock ned under hösten** via baseffekter från livsmedel och olja. Nästa år då arbetsmarknaden försämrans mer tydligt, dämpas inflationen till i genomsnitt 2,5 procent.

## Räntehöjningarna biter

- Konjunkturtoppen passerad
- Köpfesten klingar av – byggandet faller
- Inhemskt kostnadstryck dämpas långsamt
- Norges Bank sist ut med räntesänkningar

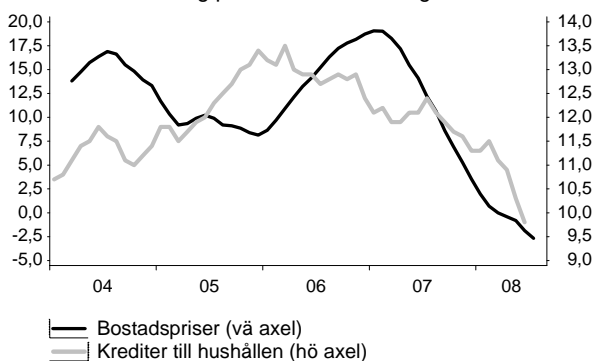
Norsk ekonomi är nu på väg in i en väsentligt lugnare tillväxtfas, efter fyra år med en genomsnittlig tillväxt i fastlandsekonomin på hela 5 procent. Avmattningen på bostadsmarknaden och en mer dämpad köplust bland hushållen visar att de högre räntorna biter alltmer. Den internationella konjunkturedgången bidrar också till att kyla av den heta norska ekonomin. **BNP-ökningen i fastlandsekonomin mer än halveras i år till 2,9 procent och försvagas därefter ytterligare till 1,7 procent 2009.** Fortsatt stigande inhemskt inflationsstryck gör att Norges Bank levererar ytterligare en räntehöjning; en sänkingscykel inleds inte förrän nästa sommar. I slutet av 2009 är folioräntan 5,25 procent.

## Inhemsk efterfrågan bromsar in

Den inhemska efterfrågan verkar nu i allt högre utsträckning svara på den penningpolitiska åtstramningen. Detaljhandelsförsäljningen har bromsat in från tillväxttal kring 8-9 procent första halvåret i fjol till cirka 3 procent andra kvartalet i år. Hushållens framtidsförväntningar har också vänt nedåt, om än inte lika tydligt som i omvärlden. Konsumtionsavmattningen speglar en svagare inkomstutveckling. I år beror detta i första hand på väsentligt högre inflation, medan det framför allt är svagare sysselsättningstillväxt som dämpar inkomsterna 2009.

### Norge: Krediter och bostadspriser

Årlig procentuell förändring



En anpassning uppåt av det numera negativa sparandet innebär dessutom att konsumtionen kommer att öka långsammare än inkomsterna. Den relativt dramatiska avmattningen på bostadsmarknaden talar också för detta. Bostadspriserna faller nu i årstakt efter att ha ökat med 12 procent per år under den senaste fyra-årsperioden. Samtidigt dämpas kredittillväxten både

som en effekt av minskad efterfrågan och något stramare kreditgivning. Prisedgången på bostadsmarknaden har gått hand i hand med en svagare utveckling för byggandet. Påbörjandet av nya bostäder har minskat i snabb takt. Det kommersiella byggandet är också på väg att bromsa in som en följd av dämpade förväntningar på hyresutvecklingen och stramare kreditvillkor. Därmed står byggsektorn inför en bredare avmattning de närmaste åren.

Olika barometrar indikerar också klart svagare tillväxt framöver. Sentimentsindexet för industrin har till exempel fallit till den lägsta nivån sedan andra kvartalet 2003 och ligger därmed under den trendmässiga nivån. Utsiktorna för exporten har försvagats av den oväntat snabba konjunkturavmattningen i Västeuropa. De stigande lönekostnaderna, en förhållandevis stark krone och en mindre gynnsam terms-of-trade pressar därtill konkurrenskraften. Kombinationen av lönsamhetspress och mindre ansträngt kapacitetsutnyttjandet innebär att industriinvesteringarna mattas framöver.

## Ytterligare stimulanser från oljan

Den höga investeringsaktiviteten inom olje- och gassektorn tycks fortsätta de närmaste åren. Visserligen räknar vi med att oljepriset faller tillbaka en del, men nivån förblir historiskt hög. Samtidigt ökar möjligheterna att genomföra planerade investeringar när kapacitetsrestriktionerna inom anläggningsbyggandet lättar. SSB:s senaste investeringsenkät indikerar volymökningar på storleksordningen 8-10 procent de närmaste åren. Detta innebär betydande tillväxtimpulser till resten av ekonomin. Enligt Norges Bank påverkas ungefär en tredjedel av företagen som ingår i bankens regionala nätverk av efterfrågan från oljesektorn och nästan 15 procent av industrins omsättning är knuten till sektorn. Oljeindustrin utgör därmed en motkraft när tillväxten viker i andra delar av ekonomin. Samtidigt ger de stigande oljeinkomsterna ökat finanspolitiskt utrymme. Den reviderade budgeten från i våras indikerar en expansiv finanspolitik med bl a betydande ökning av den offentliga konsumtionen de närmaste åren.

Arbetsmarknaden är fortsatt mycket stram men **arbetslösheten har planat ut**. Inom särskilt byggsektorn, men också inom industrin, har redan en viss ökning kunnat noteras. Att arbetslösheten har bottnat beror delvis på att sysselsättningstillväxten fallit tillbaka, men också på en överraskande stor ökning av arbetskraftsutbudet. Olika indikatorer som anställningsplaner och lediga platser indikerar en fortsatt **dämpning av sysselsättningstillväxten framöver**. Hur mycket denna dämpning slår igenom i ökad arbetslöshet beror delvis på hur invandringen utvecklas och i vilken grad den utländska arbetskraften lämnar Norge när arbetsmarknaden försvagas. I Storbritannien, som i likhet med Norge tagit emot många invandrare från Östeuropa, har denna trend varit tydlig.

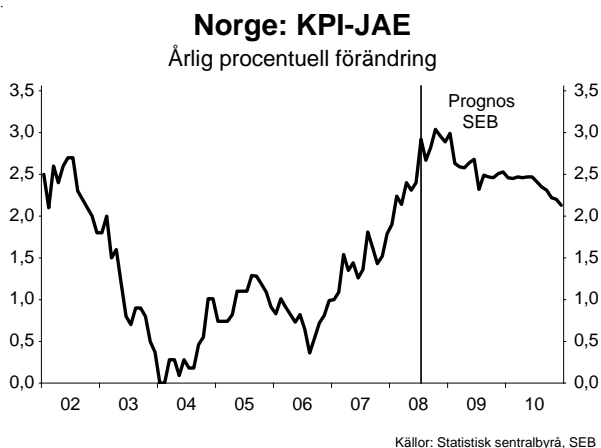
Mot detta talar den höga lönenivån i Norge och det faktum att arbetsmarknaden är på väg att försvagas också i flera av hemländerna, inte minst i Baltikum.



Den strama arbetsmarknaden har resulterat i stigande löneökningar de senaste åren. Årets avtal mellan LO och arbetsgivar sidan inom den privata sektorn indikerar löneökningar på drygt 5½ procent. Eftersom lönerna i offentlig sektor stiger betydligt mer, eller knappt 6½ procent, landar de totala löneökningarna på cirka 6 procent i år. Detta skulle i så fall bli den högsta löneökningstakten sedan 1998. Nästa år räknar vi med att en väsentligt svagare lönsamhet och en vikande efterfrågan på arbetskraft gör att löneökningarna dämpas till cirka 5 procent.

## Inflationsnedgång dröjer

Samtidigt som löneinflationen tilltagit har produktivitetstillväxten bromsat in rejält vilket lett till ett kraftigt omslag i enhetsarbetskostnaden. Inflationstakten, mätt med KPI-JAE som exkluderar energi och indirekta skatter och avgifter, har det senaste året gått från 1,4 till 2,9 procent i juli. Detta innebär också att inflationen ligger över Norges Banks mål för första gången sedan 2002. Andra mått på kärninflationen som används av Norges Bank ligger dessutom ännu högre än



KPI-JAE och den inhemska kärninflationen var över 4 procent i juli. Vår bedömning är att det underliggande inflationstrycket kommer att bestå under större delen av nästa år och att en tydlig dämpning först är att vänta under 2010. **Mätt som årsgenomsnitt blir KPI-JAE 2,6 procent såväl i år som nästa år.** KPI-inflationen blir betydligt högre 2008 och 2009, främst beroende på stigande elpriser.

## Nära räntetoppen

I samband med publiceringen av den senaste penningpolitiska rapporten i slutet av juni höjdes folioräntan till 5,75 procent. Den räntebana som då publicerades indikerade en 50 procentig sannolikhet för ytterligare en höjning till 6 procent i oktober. Inflationen i juli blev därefter betydligt högre än väntat. Bankens egen bedömning av nivån på kärninflationen är att den nu uppgår till cirka 3½ procent, dvs betydligt högre än målet på 2½ procent. Samtidigt har förväntningarna på räntehöjningar i omvärlden fallit tillbaka avsevärt vilket allt annat lika talar emot ytterligare höjningar. Dessutom har tillväxtutsikterna försvagats, inte minst vad gäller konjunkturen i Västeuropa. Detta innebär att motsättningen mellan ett fortsatt högt inhemskt kostnadstryck och en svagare internationell konjunktur består den närmaste tiden. Vår bedömning är dock att den uppåtgående trenden i inflationen är så pass stark att den talar för ytterligare en höjning under hösten.

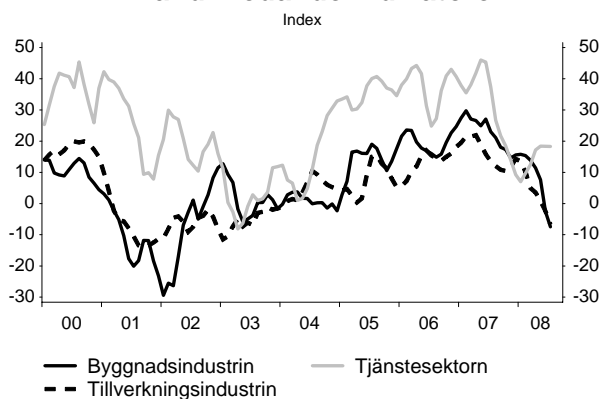
Därefter tror vi att fokus alltmer kommer att förskjutas mot den allt svagare konjunkturen. När arbetslösheten vänder uppåt och resursutnyttjandet faller tillbaka rycker en sänkingscykel allt närmare. Vår prognos för kärninflationen innebär dock att en första sänkning kommer tidigast vid halvårsskiftet 2009. Därefter genomförs ytterligare två sänkningar till 5,25 procent vid årets slut och sedan troligen ytterligare ett par en bit in i 2010.

## Inbromsning i höst

- Bygg- och tillverkningsindustrin bromsar in
- Skogsbolagen kläms från olika håll
- Fortsatt stram arbetsmarknad
- Hög inflation i år – lägre 2009

Den finska ekonomin har hittills klarat sig relativt bra trots global inbromsning och stark euro. Sommarens statistiskörd indikerar dock att en **inbromsning är på väg**. Företagens framtidstro har försvagats inom byggnads- och tillverkningsindustrin. De mer pessimistiska tongångarna tycks i hög grad bero på att vikande efterfrågan har orsakat växande lager av färdiga varor. Det finns därför skäl att tro på en mer varaktig nedgång. Vi räknar därför med att **BNP-tillväxten dämpas från 2,2 procent i år till 1,6 procent 2009 och 1,7 procent 2010** – tydligt under konsensus synen.

Finland: Ledande indikatorer



Framgångar för telekom- och verkstadssektorn har hittills bidragit till att hålla upp exporten. Nokia och verkstadsföretag som Metso och Wärtsilä har lyckats kompensera den svagare försäljningen i Europa och USA med försäljningsframgångar i Asien och Sydamerika. Det är också tydligt att **den finska ekonomin fortfarande drar nytta av uppsvinget i Ryssland**. I början på året ökade transittrafiken i de finska hamnarna med rekordhög 40 procent.

Motståndskraften minskar dock framöver i takt med att den internationella inbromsningen breddas till fler länder och regioner. Vi räknar med neddragningar i nyckelbranscher som skog och telekom under hösten. **Skogsbolagen drabbas dubbelt då konjunkturen viker samtidigt som de ryska virkestullarna höjer kostnaderna**. Regeringen har aviserat planer på att avgiftsbelägga alla godstransporter till och från Ryssland som sker via Finland för att kompensera skogsbolagen för de förluster som de ryska virkestullarna ger upphov till. Det finns dock flera problem med

detta; statsstöd kan bryta mot EU:s konkurrenslagstiftning och det är dessutom svårt rent praktiskt att införa en avgift på enbart ryska långtradare.

Sammantaget räknar vi med att **exporttillväxten växlar ned från knappt 5 procent i fjol till drygt 2,5 procent i år och ännu något lägre 2009**. En viss återhämtning sker 2010. Även investeringstillväxten mattas; från ca 7,5 procent i fjol till strax över 3 procent per år under 2008-2010.

En stabil inhemsk efterfrågan bidrar till att hålla upp den ekonomiska aktiviteten. Framtidstron i **tjänstesektorn har också repat sig efter nedgången i slutet på förra året**. Detaljhandeln växlade dock ned tydligt kring halvårsskiftet, vilket signalerar svagare konsumtionstillväxt framöver. Efter en konsumtionsboom med öknings på 4 procent de senaste åren räknar vi med en konsumtionstillväxt på 2-2½ procent under prognosperioden.

Arbetsmarknadsläget är fortsatt ganska ansträngt. Antalet lediga arbetsplatser fortsätter upp, i synnerhet i den privata tjänstesektorn, och arbetsgivarna har svårt att hitta kvalificerad arbetskraft. Arbetslösheten har fallit hittills i år och ligger nu på 6,3 procent. Vi räknar med en utplaning de kommande månaderna och en liten uppgång i slutet på året. **Arbetslösheten hamnar på 6,4 procent i genomsnitt nästa år och 6,7 procent 2010**.

Lönerna stiger relativt snabbt som en följd av det fortsatt ganska ansträngda resursläget på arbetsmarknaden. Vi spår att **timlönerna i hela ekonomin ökar med 5,2 procent i år och 4,4 procent nästa år**. Den höga löneökningstakten ger en stigande inflationspress, i synnerhet eftersom produktivitetstillväxten spås växla ned. **HIKP-inflationen har stigit snabbare än väntat de senaste månaderna** och beräknas nu uppgå till 3,9 procent i genomsnitt i år och 2,8 procent nästa år. Kärninflationen ligger för närvarande strax under 1,5 procent och beräknas ligga kvar runt denna nivå under prognosperioden.

Enligt förslaget till nästa års budget planerar regeringen vissa skattelättnader framöver. Såväl sänkt inkomstskatt som en höjning av förvärvsinkomstskatt kan bli aktuellt. Vi räknar med att budgetöverskottet minskar från 4,2 procent av BNP i år till 3,6 procent 2009. Statsskuldens andel av BNP, som är relativt låg i ett EU-perspektiv, faller från drygt 35 procent av BNP i fjol till knappt 29 procent 2010.



## DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr DKK	2007	2008	2009	2010
BNP	1.696	1,9	0,5	0,3	1,4
Privat konsumtion	841	2,7	1,0	0,7	1,3
Offentlig konsumtion	420	1,6	1,6	1,8	1,3
Bruttoinvesteringar	389	6,2	0,5	-2,0	1,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,4	0,0	0,0	0,0
Export	884	3,8	3,5	1,5	3,7
Import	865	5,7	4,3	1,5	4,0
Arbetslöshet (%)		2,8	2,0	3,5	4,5
KPI, harmoniserat		1,7	3,6	2,5	2,2
Timplöneökningar		3,8	4,6	4,5	4,0
Bytesbalans, % av BNP		1,2	1,2	0,7	2,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		4,4	4,3	3,5	2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		26,0	22,0	20,0	19,0

### FINANSIELLA PROGNOSE

	21-aug	dec-08	jun-09	dec-09	jun-10	dec-10
Reporänta	4,60	4,60	4,10	3,60	3,35	3,35
10-års ränta	4,46	4,15	3,90	4,05	4,10	4,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	31	25	20	15	10	10
USD/DKK	5,00	5,21	5,40	5,44	5,52	5,64
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

## NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr NOK	2007	2008	2009	2010
BNP	2.277	3,7	2,5	1,5	1,9
BNP (Fastlandet)	1.715	6,2	2,9	1,7	2,2
Privat konsumtion	946	6,4	2,4	1,9	2,5
Offentlig konsumtion	449	3,6	3,5	3,5	3,1
Bruttoinvesteringar	473	9,3	5,4	-0,4	1,4
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,2	0,6	0,0	0,0
Export	1.043	2,8	2,0	1,1	1,7
Import	686	8,7	4,6	1,5	2,5
Arbetslöshet (%)		2,5	2,6	3,2	3,7
KPI		0,8	3,8	3,1	2,1
KPI-JAE		1,4	2,6	2,6	2,4
Årslöneökningar		5,4	6,0	4,9	4,2
Bytesbalans, % av BNP		16,3	20,0	18,0	16,2
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		17,3	19,5	18,0	15,9

### FINANSIELLA PROGNOSE

	21-aug	dec-08	jun-09	dec-09	jun-10	dec-10
Folioränta	5,75	6,00	5,75	5,25	4,75	4,50
10-års ränta	4,63	4,40	4,15	4,30	4,35	4,50
10-års räntedifferens mot Tyskland	47	50	45	40	35	40
USD/NOK	5,32	5,49	5,83	5,91	6,04	6,21
EUR/NOK	7,92	7,85	8,05	8,10	8,15	8,20

# Nordiska nyckeldata

Nordic Outlook - Augusti 2008

## SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, Mdr SEK	2007	2008	2009	2010
BNP	3.074	2,7	1,7	0,7	2,1
BNP, dagkorrigerat		2,9	1,4	0,9	1,8
Privat konsumtion	1.435	3,0	1,9	1,2	1,9
Offentlig konsumtion	796	1,1	0,5	1,5	1,9
Bruttoinvesteringar	582	8,0	3,7	-1,5	0,0
Lagerinvesteringar	24	0,7	-0,3	0,0	0,2
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.609	6,0	5,2	2,4	3,7
Import	1.373	9,7	5,5	2,8	3,4
Arbetslöshet, (%)		4,6	4,4	5,3	5,6
Arbetslöshet, (ILO-definition) (%)		6,2	6,2	7,0	7,3
Sysselsättning		2,4	1,2	-0,6	-0,3
Industriproduktion		2,9	1,6	1,2	2,4
KPI		2,2	3,9	3,2	1,7
KPIX		1,2	2,8	2,5	1,8
Timlöneökningar		3,3	4,2	3,7	3,4
Hushållens sparkvot (%)		8,3	8,8	9,1	9,2
Real disponibel inkomst		4,3	2,4	1,5	2,0
Handelsbalans, % av BNP		4,6	4,4	4,1	4,1
Bytesbalans, % av BNP		8,3	7,8	7,5	7,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-103	-160	-44	5
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		3,5	2,9	0,4	-1,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		41	33	31	30

### FINANSIELLA PROGNOSE

	21-aug	dec-08	jun-09	dec-09	jun-10	dec-10
Reporänta	4,50	4,75	4,00	3,50	3,00	3,00
3-månaders ränta, STIBOR	5,12	5,27	4,42	3,97	3,47	3,47
10-års ränta	4,09	3,85	3,75	4,00	4,10	4,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	-7	-5	5	10	10	15
USD/SEK	6,27	6,61	6,85	6,90	6,93	7,05
EUR/SEK	9,35	9,45	9,45	9,45	9,35	9,30
TCW	123,5	125,1	125,2	125,3	124,1	123,9

## FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr EUR	2007	2008	2009	2010
BNP	179	4,4	2,2	1,6	1,7
Privat konsumtion	90	3,7	2,2	2,3	2,0
Offentlig konsumtion	38	0,8	1,3	1,5	1,5
Bruttoinvesteringar	36	7,6	3,1	3,3	3,0
Lagerinvesteringar		0,2	0,1	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	81	4,8	2,7	2,2	3,2
Import	72	4,1	3,0	4,0	4,3
Arbetslöshet (%)		6,9	6,2	6,4	6,7
KPI, harmoniserat		1,6	3,9	2,8	2,2
Timlöneökningar		3,3	5,2	4,4	3,7
Bytesbalans, % av BNP		4,1	3,5	2,5	2,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		5,3	4,2	3,6	3,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		35,4	31,1	29,2	28,6

## EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr EUR	2007	2008	2009	2010
BNP	8.926	2,7	1,2	0,8	1,3
Privat konsumtion	5.025	1,6	0,6	0,9	1,2
Offentlig konsumtion	1.790	2,3	1,5	1,6	1,5
Bruttoinvesteringar	1.945	4,4	2,8	1,6	2,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,0	0,0	0,0	0,0
Export	3.670	6,0	3,6	3,0	3,8
Import	3.540	5,3	3,9	3,9	4,4
Arbetslöshet (%)		7,4	7,3	7,5	7,9
KPI		2,1	3,6	2,3	1,8
Hushållens sparkvot (%)		9,9	9,8	9,6	9,5

## USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2007, mdr USD	2007	2008	2009	2010
BNP	14.031	2,0	1,6	0,6	2,0
Privat konsumtion	9.893	2,8	1,1	0,0	1,4
Offentlig konsumtion	2.743	2,1	2,5	3,4	2,6
Bruttoinvesteringar	2.092	-1,8	-3,5	-3,3	5,2
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,4	-0,4	-0,1	0,0
Export	1.760	8,4	8,0	4,6	4,7
Import	2.457	2,2	-2,1	0,5	4,8
Arbetslöshet (%)		4,6	5,4	6,6	7,1
KPI		2,9	4,6	2,9	2,0
Hushållens sparkvot (%)		0,6	1,1	2,5	3,2

## STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

	2007	2008	2009	2010
<b>BNP</b>				
Storbritannien	3,1	1,1	0,5	2,5
Japan	2,0	0,7	1,0	1,3
Tyskland	2,5	1,5	0,9	1,6
Frankrike	2,1	1,2	1,0	1,5
Italien	1,4	0,2	0,2	0,5
<b>Inflation</b>				
Storbritannien	2,3	3,7	2,7	1,8
Japan	0,1	1,6	1,5	1,4
Tyskland	2,3	3,0	2,2	2,0
Frankrike	1,6	3,3	2,3	2,0
Italien	2,0	3,7	2,9	2,0
<b>Arbetslöshet, (%)</b>				
Storbritannien	5,4	5,5	6,2	6,4
Japan	3,8	4,1	4,3	4,5
Tyskland	8,4	7,3	7,6	7,9
Frankrike	8,3	7,7	7,9	8,1
Italien	6,2	6,6	6,8	7,7

# Internationella nyckeldata

Nordic Outlook - Augusti 2008

## CENTRAL- OCH ÖSTEUROPA

	2007	2008	2009	2010
<b>BNP, årlig procentuell förändring</b>				
Estland	7,1	-2,0	1,5	4,0
Lettland	10,3	0,3	1,5	4,0
Litauen	8,8	5,5	4,0	3,0
Polen	6,6	5,2	4,5	5,0
Ryssland	8,1	7,5	6,5	6,0
Slovakien	10,4	7,0	6,2	5,0
Tjeckien	6,5	4,3	4,0	4,0
Ukraina	7,3	6,0	4,2	4,0
Ungern	1,3	2,3	3,2	3,8
<b>Inflation, årlig procentuell förändring</b>				
Estland	6,6	10,5	4,0	3,5
Lettland	10,1	16,1	8,6	5,9
Litauen	5,8	11,5	8,0	11,0
Polen	2,6	4,3	3,5	3,0
Ryssland	9,0	13,5	10,0	8,0
Slovakien	1,9	3,5	3,6	3,6
Tjeckien	3,0	6,4	3,8	3,6
Ukraina	12,8	22,0	15,0	10,0
Ungern	7,9	6,4	4,5	3,2

## FINANSIELLA PROGNOSE

		21-aug	dec-08	jun-09	dec-09	jun-10	dec-10
<b>Officiella räntor</b>							
USA	Fed funds	2,00	2,00	2,00	2,50	3,00	3,50
Japan	Call money rate	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75
Euro-zonen	Refiränta	4,25	4,25	3,75	3,25	3,00	3,00
Storbritannien	Reporänta	5,00	4,75	4,00	3,50	3,50	3,50
<b>Obligationsräntor</b>							
USA	10 år	3,83	3,80	3,80	4,10	4,20	4,40
Japan	10 år	1,42	1,42	1,45	1,50	1,55	1,60
Tyskland	10 år	4,16	3,90	3,70	3,90	4,00	4,10
Storbritannien	10 år	4,57	4,30	3,90	4,00	4,20	4,50
<b>Växelkurser</b>							
USD/JPY		108	115	120	120	125	125
EUR/USD		1,49	1,43	1,38	1,37	1,35	1,32
EUR/JPY		162	164	166	164	169	165
GBP/USD		1,88	1,77	1,67	1,66	1,65	1,61
EUR/GBP		0,79	0,81	0,82	0,82	0,82	0,82

## GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring	2007	2008	2009	2010
BNP OECD	2,7	1,3	0,7	1,7
BNP världen	5,0	3,6	3,0	3,5
KPI OECD	2,3	3,8	2,6	2,0
Exportmarknad OECD	6,7	4,5	2,6	5,8
Oljepris Brent (USD/fat)	73,0	112,5	105,0	95,0



### **Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet**

Nordic Outlook finns också tillgänglig på Internet: [www.seb.se](http://www.seb.se) under Ekonomi, Nyheter & rapporter och Ekonomiska rapporter.

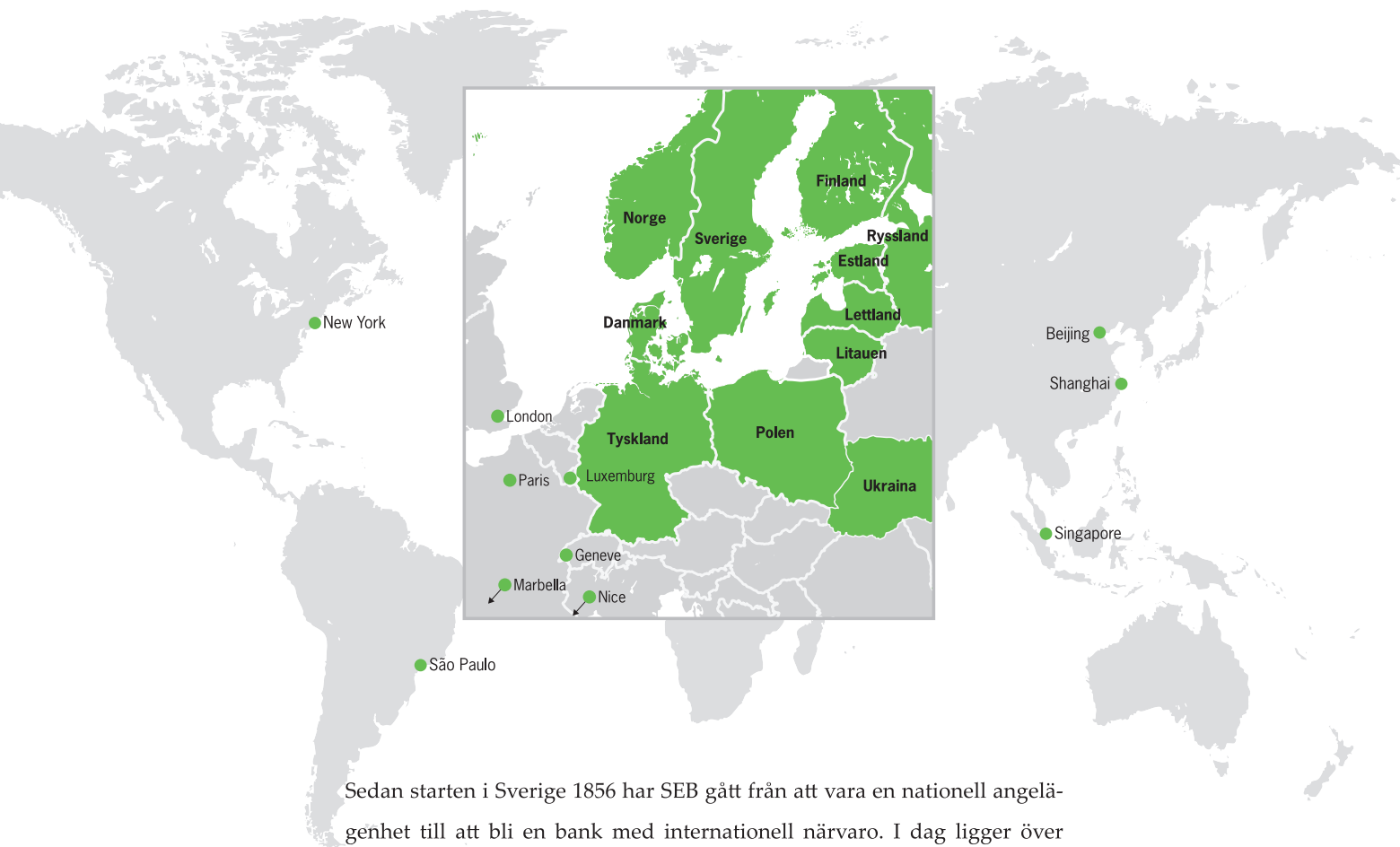
För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder, på [www.mb.se](http://www.mb.se), krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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](http://www.adobe.com)



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

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

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

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

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