

# Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Februari 2012

Centralbanksåtgärder  
minskar risk för global recession  
Nordisk lågkonjunktur  
trots underliggande styrka

SEB

|  |    |
|--|----|
| Internationell översikt                              | 5  |
| Tema   | 12 |
| USA  | 14 |
| Japan  | 18 |
| Asien  | 19 |
| Euro-zonen   | 22 |
| Storbritannien                                       | 26 |
| Östeuropa  | 27 |
| Baltikum   | 28 |
| Sverige  | 30 |
| Danmark  | 35 |
| Norge  | 37 |
| Finland  | 40 |
| Nyckeldata   | 42 |
| <br>   |    |
| <b>Fördjupningsrutor</b>                             |    |
| Mer balanserade risker                               | 7  |
| Geopolitiska risker ger fortsatt högt oljepris       | 9  |
| Hur känsliga är egentligen de offentliga finanserna? | 34 |

Denna rapport publicerades den 14 februari 2012.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 9 februari 2012.

---

Robert Bergqvist  
Chefekonom  
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisé  
Chef för Ekonomisk Analys  
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall  
Ekonom  
+46 8 763 85 94

Mattias Bruér  
Ekonom  
+ 46 8 763 85 06

Ann Enshagen Lavebrink  
Redaktionsassistent  
+ 46 8 763 80 77

Mikael Johansson  
Ekonom  
+ 46 8 763 80 93

Andreas Johnson  
Ekonom  
+46 8 763 80 32

Tomas Lindström  
Ekonom  
+ 46 8 763 80 28

---

Gunilla Nyström  
Privatekonom  
+ 46 8 763 65 81

Ingela Hemming  
Företagarekonom  
+ 46 8 763 82 97

Susanne Eliasson  
Analytiker privatekonomi  
+ 46 8 763 65 88

Johanna Wahlsten  
Analytiker företagarekonom  
+ 46 8 763 80 72

SEB Ekonomisk Analys, K-A3, SE-106 40 Stockholm

Bidrag till texten har lämnats av Thomas Köbel (Euro-zonen), SEB Frankfurt/M och Olle Holmgren (Sverige), Trading Strategy. Den norska analysen är gjord av Stein Bruun och Erica Blomgren, SEB Oslo. Den danska analysen är gjord av Thomas Thygesen och Jakob Lage Hansen, SEB Köpenhamn.

## Lugnare vatten men svag vind i seglen

- **Massiva centralbanksinsatser ger hopp**
- **Recession ofrånkomlig i Euro-zonen**
- **USA-tillväxt runt trend**
- **Nordisk avmattning trots goda fundamenta**
- **Ökat fokus på finanspolitisk koordinering**
- **Tillväxtskillnader driver EUR/USD till 1,20**

**De senaste månaderna har situationen i världsekonomin stabiliserats.** Stödåtgärder från centralbanker har minskat stresssymptomen i det finansiella systemet, inte minst genom den Europeiska centralbankens (ECB) erbjudande om obegränsade 3-årslån (LTRO) till banksektorn. Euroländerna har tagit steg – om än vacklande sådana – **mot större finanspolitisk samordning och fördjupad integration.** Samtidigt har **diskussionen om finanspolitikens roll på global nivå nyanse-rats**, vilket innebär minskade risker för en kraftig synkroniserad åtstramning de närmaste åren. Parallellt med dessa policyförändringar har gynnsamma konjunktursignaler, i främst USA, **minskat oron för en global recession.** Stigande aktiekurser har bidragit till att läka skadade balansräkningar och lyfta framtidstron bland hushåll och företag.

**Fortfarande finns dock stora risker.** Eurokrisen rullar vidare och ekonomierna i Sydeuropa krymper på bred front. Stressnivåerna i de finansiella systemen har visserligen sjunkit men ligger i många fall kvar på höga nivåer. **Vårt huvudscenari är fortfarande att Euro-zonen kan hållas samman.** Portugals, och framför allt Greklands, framtid i valutasamarbetet är dock mycket osäker. Vi tror också att risken för att Spanien kommer att behöva stöd är stor. Generellt kommer den politiska osäkerheten att förbli hög så länge som arbetet med att utveckla det nya institutionella ramverket för eurosamarbetet pågår. Grundläggande problem när det gäller konkurrenskraft och handelsobalanser är därtill fortfarande olösta såväl på global nivå som inom Euro-zonen. Centralbankernas agerande har således skapat andrum men många svåra avvägningar och vägval återstår.

**Den realekonomiska utvecklingen visar skilda tendenser.** Euro-zonen gick in i recession fjärde kvartalet 2011. Även om vissa ledande indikatorer har stabiliserats den allra senaste tiden har tillväxtutsikterna fortsatt att justeras nedåt. Vi räknar med ett BNP-fall på 0,8 procent för helåret 2012. Sydeuropa står inför en ganska djup recession medan Tyskland precis håller sig över nollstrecket. Spridningseffekterna till övriga Europa blir betydande. Storbritannien och Norden klarar sig med nöd och näppe undan recession. Tillväxten i Östeuropa mattas

kraftigt, även om de större ekonomierna Ryssland och Polen visar motståndskraft.

De globala effekterna blir mer begränsade. I USA har återhämtningssignalerna på bred front bidragit till att vi reviderat upp tillväxten för 2012 från 1,7 till 2,5 procent. Tillväxtekonomierna har tappat fart, men motståndskraften har ändå bekräftats; BNP-prognosen har på marginalen reviderats uppåt. **Sammantaget har prognosen för den globala BNP-tillväxten i köpkraftskorrigerade (PPP) termer reviderats upp från 3,2 procent till 3,5 procent 2012.** För 2013 har prognosen justerats upp från 3,8 till 4,0 procent.

### Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

|                     | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       |
|---------------------|------------|------------|------------|------------|
| USA                 | 3,0        | 1,7        | 2,5        | 2,5        |
| Japan               | 4,5        | -0,6       | 1,7        | 1,2        |
| Tyskland            | 3,6        | 3,0        | 0,4        | 1,3        |
| Kina                | 10,4       | 9,3        | 8,7        | 8,9        |
| Storbritannien      | 2,1        | 0,9        | 0,3        | 1,4        |
| Euro-zonen          | 1,8        | 1,5        | -0,8       | 0,7        |
| Norden              | 2,9        | 2,5        | 0,9        | 1,8        |
| Baltikum            | 1,1        | 6,0        | 2,0        | 3,2        |
| <b>OECD</b>         | <b>3,1</b> | <b>1,7</b> | <b>1,4</b> | <b>1,9</b> |
| EM-ekonomier        | 7,3        | 6,2        | 5,7        | 6,0        |
| <b>Världen, PPP</b> | <b>5,2</b> | <b>3,9</b> | <b>3,5</b> | <b>4,0</b> |
| Världen, nom.       | 4,5        | 3,2        | 2,8        | 3,3        |

Källa: OECD, SEB

### Penningpolitiken helt avgörande

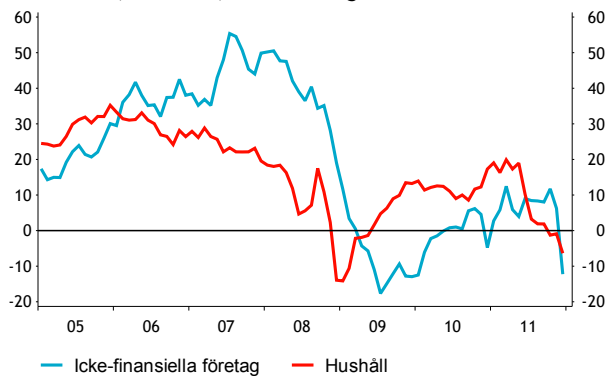
Under slutet av 2011 var Euro-zonen på väg in i en allt allvarigare kreditkontraktion, vilket framgår av den statistik som finns tillgänglig för bankutlåningen. Ett huvudtema i *Nordic Outlook* från november 2011 var att olika aktörer såsom nationella regeringar, ECB och affärsbanker hade fastnat i destruktiva läsningar som hotade att skapa en djup recession inte bara i Euro-zonen utan i hela världsekonomin. En annan viktig slutsats var att dödläget var omöjligt att bryta utan kraftfulla insatser från ECB; förmodligen av en karaktär som skulle testa gränserna för ECB:s fördragsmässiga manöverutrymme.

Centralbankerna har sedan dess vidtagit en rad åtgärder. ECB:s introduktion av obegränsade 3-årslån (LTRO) utgör förmodligen den viktigaste. Därtill kommer Feds signaler om bestående låg ränta i nära tre år till och möjligheter till ytterligare kvantitativa lättnader (QE). Internationella Valutafondens (IMF) ambition att stärka sin kriskassa med runt 500 miljarder dollar med hjälp av olika centralbankers valutareserver samt swapavtalen mellan centralbanker (obegränsade byten av valutaliquiditet)



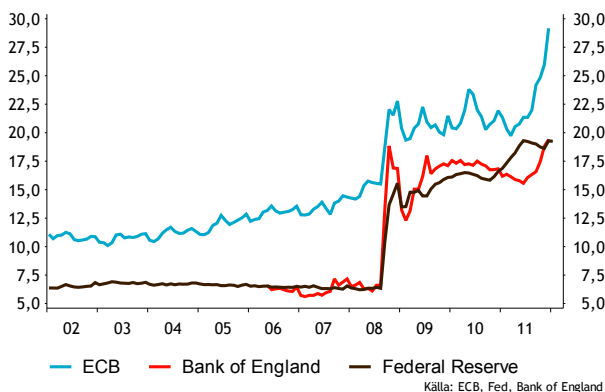
är också viktiga inslag i byggandet av de brandväggar som behövs för stabilisera det internationella finansiella systemet och minska spridningsriskerna. Analysen av **effekterna av de olika strategierna som står till buds för centralbankerna är i nuläget central för den realekonomiska utvecklingen.** I en temaartikel utvecklar vi i detalj konsekvenser och risker med LTRO och andra åtgärder.

#### Euro-zonen: Kraftigt dämpning av bankutlåningen



LTRO innebär onekligen ett **kraftigt stöd för banksektorn och har därigenom minskat risken för refinansieringsproblem och allvarlig kreditkontraktion.** I vissa avseenden är LTRO mer radikal och kraftfull än renodlade kvantitativa lätt-nadsprogram (QE) som centralbankerna i USA, Japan och Storbritannien tidigare sjösatt. Ett skäl till detta är att **storleken på ECB:s refinansieringsoperationer bestäms av efterfrågan** snarare än centralbankens beslut över utbudet. Expansionen av ECB:s balansräkning illustrerar tydligt dramatiken i utvecklingen.

#### Centralbankernas balansräkningar



**Det finns dock flera frågetecken kring såväl effektiviteten som riskerna med ECB:s aktioner.** Än så länge har inte expansionen av ECB:s balansräkning lett till ökad penningmängd i ekonomin. Fortfarande återstår således bekräftelser på att LTRO är en indirekt väg att uppnå detta. Problemen i euro-peisk banksektor skjuts också på framtiden eftersom LTRO, till skillnad från Feds QE, inte lyfter av banksystemet problemtillgångar. Det finns också frågetecken när det gäller kvaliteten på de säkerheter -som ECB får i utbyte mot de billiga 3-årslånen. En annan fråga rör ECB:s egen ökade kreditrisk när den köper statsobligationer i krisdrabbade länder. Även på ett mer generellt plan finns frön till förtroendeproblem inbakade i ECB:s agerande. Inte minst gäller detta de långsiktiga konsekvenserna av att ECB och det politiska systemet indirekt uppmontrar

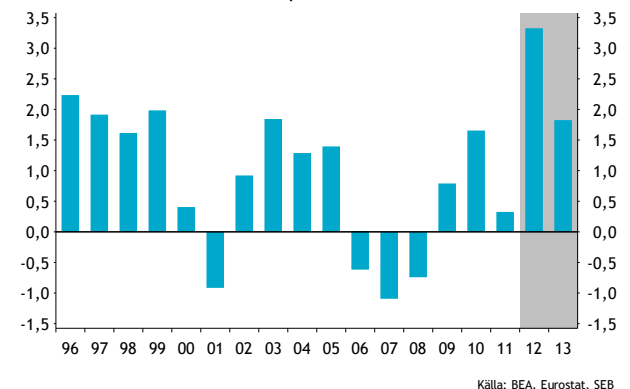
banker att utöka sitt innehav av statspapper med hjälp av billig centralbanksfinansiering.

Den sammanvägda bedömningen är att ECB kommer att fortsätta på den inslagna vägen, och att den andra låneoperationen i slutet av februari kan följas av flera. **Vi tror dock inte att ECB introducerar ett mer regelrätt QE-program.** Fed väntas fortsätta utöka sina kvantitativa lätt-nadsprogram (QE) och BoE levererade nya stimulanser vid det senaste penningpolitiska mötet. Påtagliga recessionsrisker och snabbt fallande inflation motiverar lättare penningpolitik i Storbritannien. Trots högre tillväxt i USA ser vi motiv för Fed att leverera ytterligare stimulanser för att verkligen säkerställa att återhämtningen inte kommer av sig. Kvardröjande deflationsrisker, svag bostadsmarknad och alltför hög arbetslöshet gör att vi ser ganska stor sannolikhet för att **QE3 sjösätts efter sommaren när tidigare program avslutas.** Även i Japan hålls tillväxten hyfsat uppe, men kombinationen av ihärdigt fallande priser och alltför stark valuta talar för nya stimulanser. Trots risk för omvärldskritik ligger nya valutainterventioner närmast till hands.

#### Lugnare vatten men svag vind i seglen

**Den senaste tiden har den stora tillväxtskillnaden mellan USA och Euro-zonen stått i fokus.** Vår prognos för 2012 innebär att BNP-tillväxten i USA blir mer än 3 procentenheter högre än i Euro-zonen, vilket är den största skillnaden sedan mitten av 1990-talet då europrojektet började ta form. Även 2013 blir skillnaden stor. Erfarenheter från det senaste decenniet tyder på att särkopplingsprognoser inte varit speciellt framgångsrika mot bakgrund av de starka länkarna i den internationella ekonomin. Nedan diskuteras dock en rad skäl till varför vi tror på så exceptionella skillnader.

#### BNP-tillväxt i USA och Euro-zonen



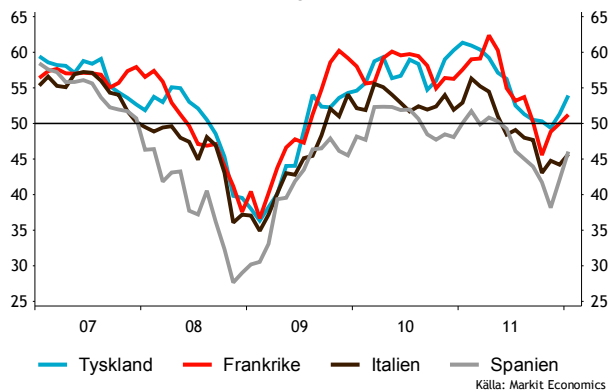
Under hösten försämrades gradvis utsikterna för eurokonjunkturen. Åtstramningsprogram, kreditkontraktion, fortsatt marknadsmissstro samt brist på beslutskraft på europainivå satte avtryck i såväl sentimentsindikatorer som hårddata. Vi tror fortfarande inte att konsensusprognosen fullt ut anpassat sig till dessa förutsättningar. Vår prognos på en nedgång av Euro-zonens BNP med 0,8 procent 2012 ligger således något under konsensusbilden. Jämfört med tidigare prognos är det utsikterna för Italien (-2,3 procent) och Spanien (-1,6) som ligger bakom nedjusteringen.

**Minskad finansiell stress och en viss återhämtning i ledande indikatorer gör dock ytterligare nedjusteringar mindre sannolika.** Nuvarande nivåer på t ex inköpschefsindex

(PMI) är väl förenliga med en recession i linje med vår prognos, men ger också en välkommen signal att ekonomierna inte befinner sig i fritt fall. Därtill har den senaste tidens data från Tyskland varit ganska hoppningivande i flera aspekter. Såväl PMI, Ifo-index som arbetsmarknadsdata tyder på att ekonomin undviker en recession.

### Återhämtning för inköpschefsindex

Sammanvägt PMI, index

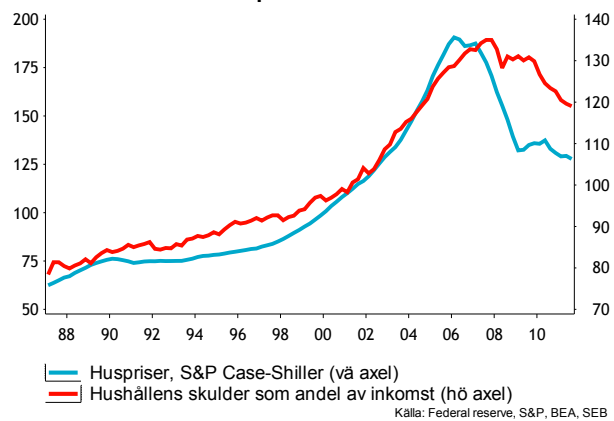


USA-ekonomin har präglats av övervägande positiva överraskningar det senaste halvåret. Att recessionsriskerna gradvis avtagit har haft stor betydelse för stabiliseringen på de finansiella marknaderna, inte minst när det gäller återhämtningen i riskapitet och börskurser. I nuvarande situation finns också **goda skäl för att tillväxten i USA ska bli klart högre än i Euro-zonen**. USA har en betydligt högre underliggande tillväxttakt än Euro-zonen. Samtidigt är resursutnyttjandet i nuläget klart lägre, vilket innebär en större potential för en cyklisk återhämtning. Därtill tyder tidigare erfarenheter på att USA brukar ligga före Euro-zonen i konjunkturcykeln. I mer normala återhämtningar brukar eftersläpningen för Europa motsvara sex till nio månader. Denna gång måste man dock också beakta mönstret att USA historiskt haft lättare att komma på fötter efter djupa kriser. En förklaring till detta är att kriserna i Europa tenderar att bli mer komplexa när finansiella kriser vävs ihop med politiska spänningar mellan olika länder. Skillnaderna

mellan USA och Europa kan därmed bli både större och mer långvariga än normalt.

Vår prognos är att **USA-ekonomin växer runt 2,5 procent både 2012 och 2013**, vilket är nära trend. Trots signaler om en snabbare återhämtning på arbetsmarknaden den senaste tiden ser vi fortfarande viktiga bromskrafter i ett medelfristigt perspektiv. Grafen nedan visar ett tydligt samband mellan husprinsnivå och skulder som andel av disponibel inkomst. Efter det dramatiska huspriset 2007-2009 verkar skuldpassningen ha kommit ungefär halvvägs. Vi tror att fortsatta behov av anpassning håller tillbaka konsumtionen de närmaste åren, inte minst mot bakgrund av förnyade prisfall på bostäder. Också finanspolitiken kommer att hämma tillväxten på medellång sikt. Även om det är sannolikt att kongressen kan lösa upp akuta problem den närmaste tiden är det ofrånkomligt att de stora underskotten leder till en åtstramande huvudinriktning av politiken under prognosperioden.

### USA: Huspriser och skulder



### Tillväxtmarknader håller emot

Både konjunktur och inflationstryck mattas nu av i **Asiens tillväxtekonomier och BNP-tillväxten hamnar strax under trend 2012**. Regionen fortsätter ändå att fungera som draglok för världsekonomin med en tillväxt långt högre än OECD-områ-

### Mer balanserade risker

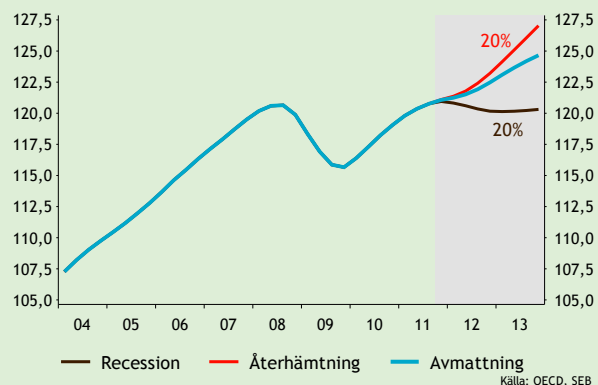
Sammanfattningsvis har riskbilden förskjutits i positiv riktning. Huvudscenariot är fortfarande att Euro-zonen går in i recession under 2012 men att **OECD-området som helhet hankar sig fram med en låg men positiv tillväxt**. Tidigare bedömde vi sannolikheten för en relativt djup recession som betydligt högre än överraskningar på uppsidan. **Nu gör vi en mer symmetrisk riskbedömning** och tillmäter båda alternativscenarierna 20 procents sannolikhet, jämfört med 60 procent för huvudscenariot.

Liksom tidigare är en **fördjupad eurokris mest troliga drivkraften till en recession i hela OECD-området**, men riskerna för eskalerande instabilitet i Mellanöstern och stigande oljepriser har därtill ökat. Den **huvudsakliga potentialen på uppsidan ligger i att den amerikanska ekonomin kommer in i en mer normal återhämtningsdynamik** som ger spridningseffekter på hela världsekonomin. Denna potential är dock begränsad. Om de underliggande tillväxtkrafterna skulle förstärkas i klart högre grad än väntat kommer centralbanker-

nas stimulanser att dras tillbaka och tempot i den offentliga konsolideringen att öka. OECD-länderna tycks således dömda till en ganska andefattig tillväxtperiod så länge läkeprocessen efter finanskrisen och tidigare skulduppbyggnad pågår.

### Mer balanserade tillväxtutsikter

Index 2000 = 100



dets. **Tillväxten väntas botts under första halvåret 2012** för att därefter åter accelerera. **Starka statsfinanser samt relativt stabila finansiella system ger ekonomierna motståndskraft** och bidrar till att hålla uppe privat konsumtion och investeringar när den externa efterfrågan viker. Fallande inflationstryck ger också utrymme för att stödja ekonomin med lättare penningpolitik. Vissa länder har redan börjat sänka räntorna och **penningpolitiken kommer att mjukas upp ytterligare under 2012**. Riskerna för kraftigt tillväxtfall har minskat något, även om hotet om en allvarlig nedgång på den kinesiska bostadsmarknaden inte kan avskrivas.

### Tillväxt långt under trend i Norden

De små öppna nordiska ekonomierna drabbas relativt hårt av recessionen i Euro-zonen. Att handeln med Sydeuropa är relativt liten har varit en klen tröst i en miljö där även den tyska ekonomin tappat farten rejält. **Relativt goda statsfinanser och starka externbalanser ger en viss motståndskraft, men kan inte förhindra att tillväxten i år hamnar långt under trend.** I Danmark, Finland och Sverige hamnar BNP-tillväxten runt 0,5 procent i år. Nästa år blir tillväxten något starkare, men når inte fullt ut upp till trend. I Norge håller inhemsk efterfrågan emot bättre och BNP-tillväxten når över 2 procent både 2012 och 2013.

Trots tillväxtfallet innebär goda fundamenta att **de nordiska länderna under den senaste krisen stärkt sin attraktionskraft som placeringsalternativ**. Detta manifesteras inte minst i låga obligationsräntor, där t ex Sverige och Danmark legat under tysk nivå. Norska statskuldräntor är på rekordlåga nivåer, även om spreaden mot Tyskland är större i dag än för ett år sedan. Finland har tillsammans med Nederländerna varit det euroland som kunnat behålla lägst räntespread gentemot Tyskland. De norska och svenska valutorna har förstärkts gentemot euron under krisen, vilket kraftigt avviker från mönstret 2008-2009.

#### BNP-tillväxt, Norden och Baltikum

Årlig procentuell förändring

|                 | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| Sverige         | 5,6        | 4,3        | 0,5        | 1,7        |
| Norge           | 0,7        | 1,3        | 2,1        | 2,4        |
| Danmark         | 1,3        | 1,1        | 0,5        | 1,4        |
| Finland         | 3,6        | 2,7        | 0,5        | 1,7        |
| <b>Norden</b>   | <b>2,9</b> | <b>2,5</b> | <b>0,9</b> | <b>1,8</b> |
| Estland         | 3,1        | 7,5        | 1,5        | 2,5        |
| Lettland        | -0,3       | 5,0        | 2,5        | 4,0        |
| Litauen         | 1,3        | 5,8        | 2,0        | 3,0        |
| <b>Baltikum</b> | <b>1,1</b> | <b>6,0</b> | <b>2,0</b> | <b>3,2</b> |

Källa: OECD, SEB

**Centralbankerna i Sverige och Norge ställs därför i viss mån inför utmaningar som brukar prägla hårdvalutaländer.** Skillnaderna är dock också stora mellan de båda länderna. Vi räknar med att en inflation långt under målet och ett lågt resursutnyttjande i kombination med fallande bopriser gör att Riksbanken sänker styrräntan från dagens 1,75 procent ned till 1,00 procent i mitten på 2012. Norges Bank måste däremot

agera för att möta risker för överhettning både på arbets- och bomarknaden. Vi räknar därför med höjningar av refräntan under 2013 till 2.50 procent i slutet av det året.

### Exportberoende Baltikum bromsar in

Baltikum är nu bättre rustat att stå emot omvärldschocker än vid kreditkrisen och recessionen 2008-2009. **Stålbadsolitik och dynamisk export har lett till minskade obalanser.** Men länderna är långt ifrån immuna mot eurokris och global avmattning. Skälet är stort exportberoende, främst i Estland och Litauen, och **exportboomen klingar nu snabbt av.** Det sker när inhemsk efterfrågan ännu ej riktigt fått upp farten efter senaste årets försiktiga återhämtning. Hög arbetslöshet, som förvisso dämpats, är en hämsko för tillväxt samt en stor politisk utmaning.

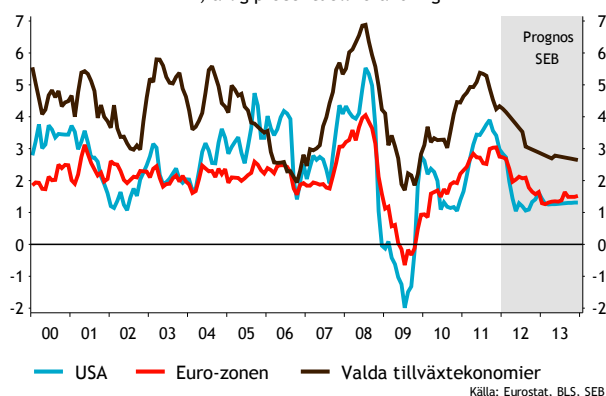
Estland går mot en skarp inbromsning i tillväxten från 7,5 procent 2011 till 1,5 och 2,5 procent 2012-2013. Litauens tillväxt dämpas från 5,8 procent 2011 till 2,0 respektive 3,0 procent. Lettland, som släpat efter något i återhämtningen, bromsar mjukare från en BNP-ökning på 5,0 procent 2011 till 2,5 procent i år följt av en uppstuds till 4,0 procent 2013. Våra prognoser innebär att tillväxten i Baltikums ekonomier även nästa år ligger under trend. Uppväxlingen i Lettland 2013 beror delvis på ökade investeringar inför ett förväntat och planerligt eurointräde 2014.

### Inflationen på väg ned

**Inflationstakten är nu på väg ned i ganska resolut takt i samtliga delar av världsekonomin** när tidigare uppgångar för råvarupriserna faller ur 12-månaderstalen. Vi räknar med att KPI-inflationen i OECD-området går ned till 1½ procent det närmaste året för att sedan plana ut. Vårt sammanvägda KPI-mått för viktiga tillväxtländer pekar på en gradvis nedgång som under 2011-2013 motsvarar drygt 2 procentenheter.

#### KPI-inflationen faller tillbaka

KPI, årlig procentuell förändring



Också den underliggande inflationen är på väg ned. I USA förutser vi en ganska tydlig nedgång i kärninflationen (KPI exkl mat och energi) under 2012, efter uppgången under 2011. Det obefintliga lönetrycket bidrar till att kärninflationen rör sig ned mot en procent mot slutet av året. I Euro-zonen är trenden mindre tydlig; löneökningarna verkar hållas uppe i relativt hög grad samtidigt som inflationen också pressas uppåt av att höjda indirekta skatter är en del av åtstramningspolitiken i många länder.

Sammantaget ger **inflationdämpningen ett välkommet stöd för konjunkturen** genom att skapa ökad köpkraft för hushållen och manöverutrymme för centralbanker. På kort och medellång sikt dominerar riskerna på nedsidan genom att det varaktigt låga resursutnyttjandet kan skapa starkare deflationistiska krafter.

## Motstridiga krav på finanspolitiken

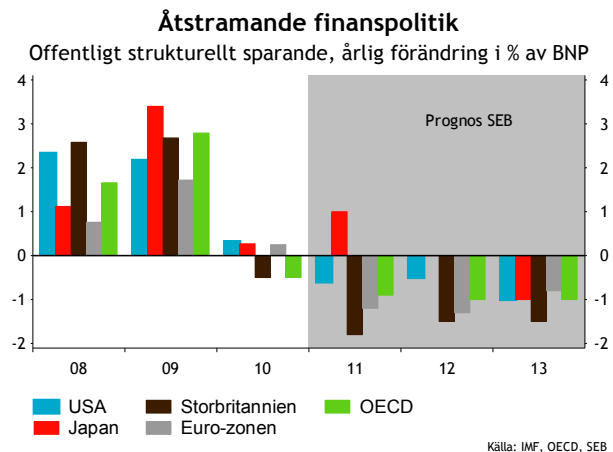
Ända sedan finanskrisens utbrott 2008 har den **ekonomiska politiken präglats av grundläggande ambivalens**. Å ena sidan en ambition att åtgärda grunderna till de excesser som orsakade krisen. I detta ingår rekonstruktionen av det finansiella systemet, bl a genom att stärka banksystemets motståndskraft med ökade kapitaltäckningskrav (Basel III mm). Denna del av politiken leder på olika sätt till en nedbantning av skuldsättningen i den privata sektorn. En annan central del är att pressa ned den offentliga skuldsättningen för att öka trovärdigheten för långsiktiga offentliga åtaganden och minska sårbarheten för ekonomiska svängningar. **Om både den privata och den offentliga sektorn drar ned sin skuldsättning blir dock effekterna på den samlade efterfrågan stora.** Världsekonomi riskerar då en djup recession som skapar stora sociala och politiska spänningar både nationellt och internationellt. De första åren efter första världskriget och perioden direkt efter börskraschen 1929 är exempel på sådana synkroniserade skuldneddragningar.

Parallellt med **"uppfostringspolitiken"** finns också ett drag av **"återställarpolitik"** som syftar till att på olika sätt mildra anpassningen. I detta ingår centralbankernas åtgärder att med hjälp av exceptionellt låga räntor och ickekonventionella åtgärder undvika att den privata skuldneddragningen går alltför fort. Internationella organisationer som IMF och OECD har också i allt högre grad betonat **vikten av att den samlade finanspolitiken på global nivå inte får bli för stram**. G20 har en längre tid haft den internationella rollfördelningen på agendan och betonat behovet av expansiv politik i länder med stora bytesbalansöverskott. Ändå har frågorna fört en ganska undanskymd tillvaro. En viktig orsak är att länder med överskott i utrikeshandeln ofta tolkat detta som ett resultat av en ansvarsfull

ekonomisk politik och inte som del av globala obalansproblem. Detta har t ex varit tydligt i de tyska och svenska regeringarnas argumentation.

Vår bedömning är att **frågor kring samordning av finanspolitiken kommer att få större utrymme framöver**. När länderna i Sydeuropa tvingas till stora åtstramningar som hotar den politiska stabiliteten kommer det bli allt viktigare att man på global nivå kan uppvisa konsistent politik som bidrar till att undvika en destruktiv spiral, där åtstramningar bara leder till lägre tillväxt och allt värre skuldproblem. IMF har t ex pekat på att ytterligare åtstramningar i vissa lägen kan försämra snarare än förbättra marknadsens förtroende för politikens hållbarhet.

**Tyskland har i detta sammanhang en nyckelroll.** En längre period av stora överskott i bytesbalansen har skapat en stor nettofodran på omvärlden; främst gentemot andra euroländer. Samtidigt har Tyskland under det senaste decenniet uppvisat relativt stora budgetunderskott, vilket lett till att statsskuden motsvarar 80 procent av BNP; sparandet har således varit mycket högt i privat sektor. Kraven på Tyskland att både vara ett föredöme och uppfylla kraven i Europas stabilitetspakt och samtidigt föra en expansionspolitik som mildrar obalanserna globalt och inom Euro-zonen är oförenliga och innebär latenta spänningar kring den tyska ekonomiska politiken.



## Geopolitiska risker ger fortsatt högt oljepris

Oljepriset har legat kvar på en hög nivå trots vikande konjunktur och prisfall på andra råvaror. Sedan oktober har Brentpriset pendlat inom ett tiodollarsintervall; 105-115 USD/fat. På senare tid har den kinesiska ekonomins fortsatta styrka och en stabilisering i många länders industriarometrar bidragit till att stötta oljepriset. Växande politiska risker i Mellanöstern och Afrika har också haft stor betydelse. Det gäller inte minst inrikes- och utrikespolitiska spänningar i de tre viktiga produktionsländerna Iran, Irak och Nigeria, men också indirekt genom den eskalerande krisen i Syrien.

Tillkommande produktionskapacitet från Irak, Libyen, Brasilien och Nordamerika innebär en potential för fallande oljepris. Men spänningarna i Mellanöstern och Libyen håller tillbaka investeringarna. Därtill kommer att Saudiarabien har motiv att hålla oljepriset över 100 USD/fat. Landet har genomfört finanspolitiska stimulanser för att bl a minska risken för revolutionära rörelser som i exempelvis Egypten, vilket

ökar behoven av att hålla oljeintäkterna uppe. Sammanvägt är vår prognos att **Brent-priset når i genomsnitt 114 USD/fat i år och stiger något till 120 USD/fat 2013.**

Riskerna för ett högre oljepris är främst kopplat till hotet om att motsättningarna kring Irans nukleära program eskalerar ytterligare. En total blockering av oljetransporter i strategiskt viktiga Hormuz-sundet skulle sannolikt resultera i att oljepriset stiger över tidigare historiska toppnoteringar runt 150 USD/fat. Så mycket som en femtedel av världens olja skeppas ut från Hormuz-sundet. Iran är därtill en viktig oljeproducent och står för 4-5 procent av den globala produktionen. Turkiet är det land som är mest beroende av iransk olja med en importandel på ca 50 procent, medan länder som Kina, Indien, Japan, Sydkorea, Italien och Spanien har en andel runt 10 till 15 procent. Läget är för närvarande särskilt känsligt eftersom de globala oljelagren är relativt små efter förra årets neddragningar.



Sammantaget påbörjade OECD-länderna en mjuk åtstramning av finanspolitiken 2010 efter de koordinerade finanspolitiska stimulanserna i krisens inledningsskede. **Åtstrammingsdosen förstärks nu gradvis och når ca 1 procent av BNP 2012 och 2013.** Skuldskrisen i Europa innebär fortsatt press på flera länder att genomföra framtunga besparingar, framför allt länder som får stödlån från EMU och IMF. Även i Italien och Spanien fortsätter den framtunga besparingspolitiken för att stabilisera skulderna.

### Offentligt budgetsaldo och bruttoskuld

Procent av BNP

|                | 2010  | 2011  | 2012  | Skuld* |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| USA            | -10,1 | -9,0  | -8,0  | 111    |
| Japan          | -9,3  | -10,3 | -11,0 | 250    |
| Storbritannien | -9,4  | -8,0  | -7,0  | 94     |
| Euro-zonen     | -6,2  | -4,4  | -3,7  | 95     |
| OECD           | -7,7  | -6,6  | -5,9  | 108    |

\* Bruttoskuld år 2013

Källa: EU-kommissionen, OECD, SEB

**Samtidigt räknar vi nu med en omsvängning i mindre kontraktiv riktning.** Det innebär att de mest utsatta länderna (GIIPS) fortsätter med sina existerande åtstramningsprogram, men att sämre tillväxtutsikter inte leder till ytterligare besparingskrav. Besparingsprogrammen i Italien och Frankrike fortskrider, men trots sänkta kreditbetyg görs inte mycket mer på kort sikt. Om Tyskland genomför formella lättnader i finanspolitiken är däremot osäkert. Det ligger närmare till hands att Tyskland i stället blir mer benäget att skjuta till pengar till olika stödprogram när finanspakten finns på plats. **Åtstrammingsdosen för Euro-zonen blir i och med det ca 1 procent av BNP per år 2012 och 2013.**

**USA och Japan har större utrymme att vänta med att ta ned de offentliga underskotten.** Vi räknar med ganska måttliga åtstramningar de närmaste åren, vilket innebär fortsatta budgetunderskott över snittet i Euro-zonen. Detta leder till fortsatt snabbt ökande statsskulder, och därmed ökat utrymme för en privat nedbantning av skulderna.

### Fortsatt börsåterhämtning men stora risker

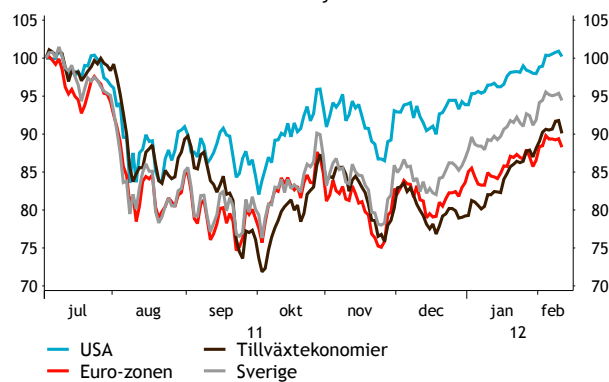
Internationella börser har återhämtat sig starkt de senaste månaderna. **Jämfört med börsuppgången i oktober har återhämtningen denna gång en starkare fundamental grund.** Globalt lättare penningpolitik, återhämtning i amerikanska konjunkturutsikter och minskad risk för en kinesisk hårdlandning har gett stöd. Inte minst viktigt är de ljusglimtar på den amerikanska arbetsmarknaden som nu kan skönjas och att stabiliseringen av PMI-indikatorer i Europa ger förhoppningar om en ganska mild och kortvarig recession i Euro-zonen. Det närmaste året är det troligt att återhämtningen på börserna fortgår givet vårt konjunkturscenario, extremt lätt penningpolitik och en relativt försiktig värdering i utgångsläget.

**Det finns samtidigt gott om varningsflaggor.** Normaliseringen av börsklimatet har också gått förvånande snabbt i andra avseenden. Volatiliteten (mätt som VIX-index) ligger långt under historiska snitt vilket knappast är förenligt med kvar-

stående risker i världsekonomin. Stigande oljepriser har hittills inte hindrat börsuppgången, men skulle oron i Mellanöstern göra att oljepriset fortsätter upp kan detta bli en faktor som hämmar återhämtningen på allvar.

### USA-börserna leder uppgången

Index 100 = juli 2011



Källa: Reuters EcoWin, SEB

**De nordiska börserna har dragits med i det positiva klimatet** efter att ha generellt tappat mark under 2011. Mätt sedan årsskiftet har t ex Stockholmsbörsen gått starkare än breda börsindex i USA och Euro-zonen. Sedan botten i höstas har Stockholmsbörsen stigit 25 procent; i linje med uppgången i tillväxtekonomierna. Ser man till utvecklingen sedan början av 2011 har USA-börserna dragit ifrån övriga världen, medan Stockholmsbörsen utvecklats i linje med tillväxtmarknader och Europa i övrigt.

Framöver talar mycket för att de nordiska börserna har förutsättningar för att gå starkare än Västeuropa generellt. Ekonomierna undviker BNP-fall 2012, vilket stöttar inhemska sektorer. I en stabilare konjunkturmiljö vänds också t ex Stockholmsbörsens cykliska exponering till en fördel. Samtidigt elimineras den hämmade effekt som begränsad likviditet hade på mindre börser under krisens mest intensiva fas.

### Fortsatt mycket låga långräntor

Efter den kraftiga nedgången under sommaren 2011 har amerikanska och tyska 10-årsräntor i huvudsak rört sig sidledes. En viss rekyl uppåt noterades i samband med börsuppgången i oktober. För tysk del steg räntorna också i samband med oro efter den misslyckade emissionen i slutet av november. **Under de senaste månaderna med stigande riskapitet och börskurser har däremot inte räntorna rört sig uppåt.**

Vår ränteprognoz innebär att de **10-åriga tyska och amerikanska statsobligationerna kommer att handlas i ett intervall runt 2 procent det närmaste halvåret.** Trots att konjunkturutsikterna fortsätter att stabiliseras är det svårt att se motiv för högre långräntor i en miljö där inflationen faller tillbaka och där Fed och andra centralbanker ligger kvar med exceptionell penningpolitisk stimulans. Inte minst bidrar fortsatt relativt hög sannolikhet för att Fed lanserar ett QE3-program efter sommaren till att hålla ned de amerikanska räntorna. **Under slutet av 2012 och under 2013 räknar vi med en långsam rörelse uppåt i takt med att tidpunkten närmar sig för att inleda en viss normalisering av penningpolitiken.** I slutet av 2012 ligger tyska 10-årsräntan på 2,20 procent och i slutet på 2013

på 2,50 procent. Uppgången i amerikanska räntor blir marginellt större.

Att räntenivåerna ligger kvar nära historiska bottenivåer gör att det är för tidigt att avskrika möjligheterna till en fortsatt fallande trend ned mot japanska nivåer. Inte minst gäller detta mot bakgrund av Feds signaler att den är beredd att utsträcka perioden med styrräntor nära noll. Vår **inflation** **prognos innebär dock att en deflationistisk utveckling undviks** och att centralbankerna behåller trovärdigheten för inflationsmålet i ett medelfristigt perspektiv. Under dessa förutsättningar är det svårt att se någon ytterligare betydande fallhöjd för ränteläget i USA och Tyskland.

### 10-åriga statsobligationsräntor

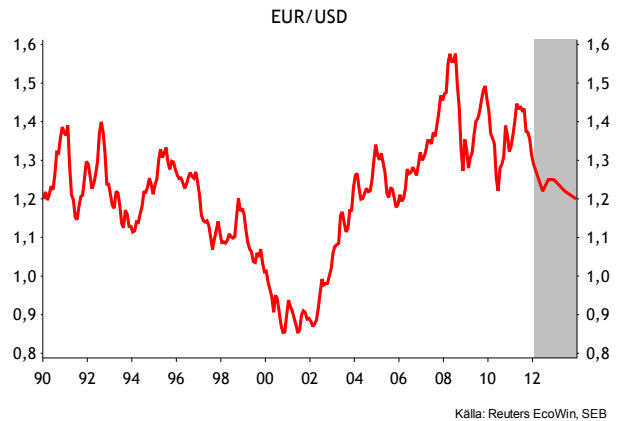


### Tillväxtskillnader driver EUR/USD till 1,20

De senaste månaderna har **gynnsamma konjunktursignaler drivit valutamarknaden**. Det har gynnat cykliska och råvarukänsliga valutor, bl a de skandinaviska. Stigande riskapitet har också gjort att fundamentala faktorer som överskott i bytesbalansen och goda statsfinanser har betalat sig. **Vår övergripande bild är att fundamenta kommer att fortsätta driva valutamarknaden**. Det innebär att valutor som redan är högt värderade kommer att utsättas för ytterligare apprecieringstryck. Periodvis kan dock skuldskrisen i Euro-zonen blossa upp, vilket skulle innebära att likviditetsläget återigen blir en viktig drivkraft.

Dollarn brukar traditionellt försvagas i perioder av ökad riskapitet, men det senaste halvåret har sambandet varit svagt. Vi räknar med att **EUR/USD kan fortsätta trenden nedåt även i en miljö av gradvis stabilare konjunkturläge**, driven av den stora **tillväxtskillnaden mellan USA och Euro-zonen**. I slutet av 2012 står EUR/USD i 1,25 och i slutet av 2013 i 1,20; i stort sett i linje med våra jämviktsberäkningar.

### Dollarn fortsätter stärkas mot euron



Sedan 2005 har den kinesiska yuansen stärkts med omkring 25 procent mot dollarn och i följd uppgick apprecieringen till knappt 5 procent. Dämpat inflationstryck och något lägre tillväxt innebär att kinesiska myndigheter är obenägna att öka takten, trots politiskt tryck från omvärlden och framför allt USA. Att dollarn fortsätter upp enligt våra prognoser innebär också att apprecieringen av yuansen handelsvägt blir större än mot dollarn. Vi räknar med en **årlig apprecieringstakt CNY/USD på 3-5 procent 2012-2013**.

Den svenska kronan har väl stått emot den senaste tidens turbulens och ser ut att ha vunnit **högre status som sk safe haven-valuta**. Vi tror därför att kronan kan fortsätta att stärkas mot euron trots **svag tillväxt och vikande exportutsikter den närmaste tiden**. Vid slutet av 2012 står EUR/SEK i 8,50 och i slutet av 2013 i 8,40, vilket ligger väl i linje med våra långsiktiga jämviktsmodeller. Kronan försvagas dock en aning mot dollarn och USD/SEK står i 7,00 i slutet av 2013. **Starka fundamenta talar i hög grad för norska kronan**. En allt större styrräntedifferens och högt oljepris spelar också in. EUR/NOK rör sig ned mot 7,35 i slutet av prognosperioden.

## ECB:s LTRO – ett efterlängtat men tveeggat vapen

- **"Brandväggar" har nu byggts**
- **Ökad koncentration av risk på nationell nivå och i banksystemet**

ECB:s nya 3-årslån LTRO (Long-Term Refinancing Operations) reducerar påtagligt refinansieringsrisken för både Euro-zonens banksystem och indirekt för eurostater med allvarliga trovärdighetsproblem. Därmed **minskar även risken för en allvarlig och okontrollerad kreditkontraktion samt destabiliserande höga statsskuldräntor**. Det hjälper eurokonjunkturen och ger politiskt manöverutrymme att ta tag i de stora problemen: solvens, konkurrenskraft och tillväxt.

ECB:s i december genomförda och kommande (februari) långfristiga låneoperation, den förväntade förstärkningen av IMF:s kriskassa med runt 500 miljarder dollar (med hjälp av olika centralbankers valutareserver) samt swapavtal mellan centralbankerna (obegränsade byten av valutalikviditet) **bildar tillsammans de nödvändiga "brandväggar"**. Åtgärderna är förhoppningsvis tillräckligt kraftfulla för att förhindra spridningseffekter i det globala banksystemet. Det är alltså centralbankernas balansräkning som blir verktyget att lösa likviditetsproblemet när Euro-zonens ekonomiska, finansiella och politiska system brottas med stora trovärdighetsproblem.

Olika centralbankers vägval de senaste åren illustrerar de olika tekniker som står till buds. Genom förändringar i sin egen balansräkning kan en centralbank "spegelvänt" förändra den privata sektorns balansräkning och därigenom påverka finansiella priser och likviditeten i banksystemet. Schweiz och Japans centralbanker ökar t ex sina valutareserver (valutainterventioner) och tillför likviditet till banksystemet. USA:s och Storbritanniens centralbanker utökar eller förändrar sina portföljer av inhemska värdepapper (genom t ex köp av stats- och bostadspapper) i utbyte mot dels nya dollar och pund i systemet, dels en nedpressad avkastningskurva. ECB avviker från andra centralbanker genom att åtgärderna tidigare inte tillåtit leda till en ökad mängd euro i systemet. ECB:s nya 3-årslån innebär dock att man **nu tillför en enorm och obegränsad mängd eurolikviditet till bankerna**, vilket indirekt har en positiv inverkan på kredit- och penningmängdstillväxt.

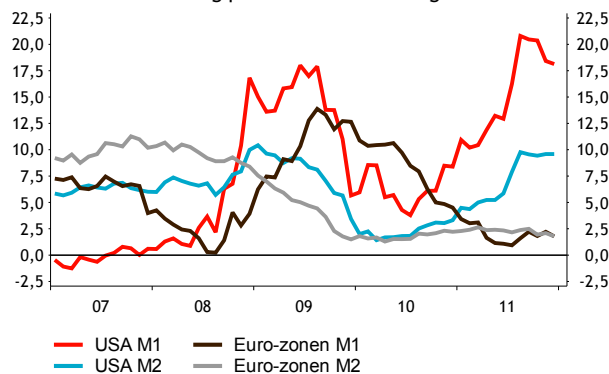
ECB:s första treåriga refinansieringsoperation LTRO 1 uppgick till nästan 500 miljarder euro och gavs till drygt 500 kreditinstitut. Likviditetsinjektionen blev dock mindre eftersom LTRO ersatte andra låneoperationer. Den andra låneoperationen inom ramen för LTRO äger rum den 29 februari. Troligen kommer detta lån att överstiga tidigare 500 miljarder euro. Banker uppmuntras av myndigheter och politiker att delta; stigmatiseringen av att låna är därmed måttlig. I princip har ECB nu visat

för den internationella kapitalmarknaden att den besitter ett verktyg vars kraft är nästintill obegränsad. Efter LTRO 1 och 2 kan mycket väl LTRO 3 och 4 komma. ECB har i princip ingen balansräkningsmässig restriktion. Restriktionen kan finnas hos bankerna som måste tillhandahålla av ECB godkända säkerheter för att kunna låna pengar. Men i samband med LTRO 1 meddelade ECB att den sänker kraven på kreditkvalitet på inlämnade säkerheter, vilket därmed ökat utrymmet för en större ECB-utlåning till bankerna.

Alla centralbanker i Euro-zonen verkar dock inte helt nöjda med att ECB nu accepterar en betydligt lägre kreditkvalitet på inlevererade säkerheter från bankerna i olika länder. De nationella centralbankerna ska hantera de inkomna säkerheterna, inte ECB. En sådan möjlighet innebär att **kreditrisken nationaliseras och inte lyfts upp på överstatlig nivå**. Resultatet kan bli en ökad koncentration av kreditrisk i de nationella centralbanks/banksystemen.

Räntan på LTRO är rörlig och bestäms av det historiska genomsnittet för ECB:s refinänta. Det treåriga lånet kan sägas upp efter ett år av låntagaren. **ECB:s motiv till att genomföra LTRO är främst att förbättra penningpolitikens transmissionsmekanism**. Det sker genom att stötta banksystemet att behålla eller utöka sin utlåning till Euro-zonens hushåll och företag. Lånebeloppets storlek kan sägas återspegla det refinansieringsbehov som bankerna har de närmaste tre åren. LTRO ökar den monetära basen och utgör därmed ett viktigt bidrag till att öka penningmängden i Euro-zonen. Utvecklingen i penningmängd har väsentligen skilt sig åt mellan USA och Euro-zonen under 2011.

Olika utveckling av penningmängd  
Årlig procentuell utveckling



En positiv effekt av LTRO är att bankerna genom att låna billigt från ECB kan förbättra sin räntemarginal och sitt resultat. Därigenom kan de lättare uppfylla hårdare krav (t ex Basel-regler) utan att banta balansräkningen. **En oönskad kreditkontraktion skulle bli särskilt ödesdigert i Euro-zonen** där ca 85 procent av kreditförsörjningen hanteras av

bankerna. LTRO ska förhoppningsvis också minska risken att bankerna drar ned på sin verksamhet i t ex Östeuropa. Risken för en kreditkontraktion i Euro-zonen kan dock ännu inte avskrivras.

För banksystemet är innehavet av statspapper i dag förenat med en annorlunda riskbild jämfört med för något eller några år sedan. I varierande utsträckning är ett eurostatspapper i dag behäftat med en högre kreditrisk, ränterisk och likviditetsrisk. Det är också, med viss sannolikhet, behäftat med valutarisk om det framöver visar sig att euron i sin nuvarande form kommer att upphöra och ersättas av något annat.

Ett annat mer kontroversiellt motiv är att bankerna uppmanas att köpa statspapper. Därigenom kan man undvika att ECB direkt via sin penningpolitiska portfölj stöttar enskilda stater; officiellt är det bankerna som stötts. Men det är en tolkningsfråga om LTRO strider mot två grundprinciper för eurosamarbetet: det ska inte finnas ett kollektivt ansvar för enskilda länders statsskulder och ECB ska inte använda sin balansräkning för att finansiera budgetunderskott och/eller statsskulder. Dessa två principer kan förklara varför ECB har svårt att delta i en grekisk skuldnedskrivning tillsammans med den privata sektorn. Ett alternativ, som innebär att åtminstone den andra grundprincipen kvarstår, är att EFSF tar över ECB:s innehav av grekiska statspapper och därefter genomför en nedskrivning.

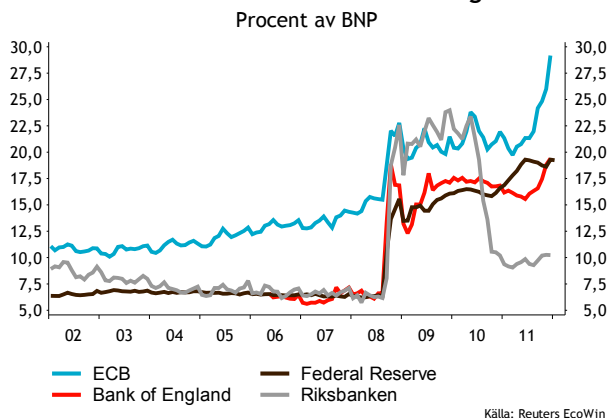
Avkastningskurvan i Euro-zonen påverkas just nu på lite olika sätt. Det korta segmentet kommer att gynnas av länder som förväntas få en starkare valuta vid en eventuell förändring av eurons sammansättning. T ex gynnas tyska korräntor av att en eventuell återgång till D-mark sannolikt skulle ge en valuta som kan vara 20 procent starkare än dagens euro. Två- till treårssegmentet på räntekurvan pressas samtidigt ned av det faktum att bankerna kommer att köpa denna löptid på statspapper. Bortom tre år finns dock en risk för uppåttryck på en ökad kreditrisk när LTRO-pengarna inte längre är tillgängliga för bankerna/staterna (om inte ECB väljer att fortsätta med sin långfristiga utlåning). Detta kan i sig ge en oönskad effekt att stater i större utsträckning väljer att förkorta den genomsnittliga löptiden på sin låneportfölj (som i G20 ligger på ca 6,5 år) samtidigt som det osäkra läget om något talar för att en förlängning vore önskvärd.

ECB:s operationer innebär även andra strukturella förändringar. **En ökad koncentration av statspappersrisk innebär en slags "nationalisering" av statsskulder i flera euroländer.** Därigenom ökar, inte minskar, det ömsesidiga beroendeförhållandet mellan banksystemets och staters problem. De parallella problemen är en av de stora utmaningarna att hantera inom Euro-zonen för att återfå finansiell stabilitet. Å andra sidan innebär en ökad "nationalisering" av olika länders statsskulder mindre spridningsrisker mellan länder; en stat som får problem blir mer ett nationellt problem, inte internationellt.

I förra *Nordic Outlook* var vår prognos att ECB kraftigt skulle utöka sin penningpolitiska portfölj (SMP) med runt 500 miljarder euro. Vår slutsats tog sin utgångspunkt i att det fanns ett behov för den internationella kapitalmarknaden av att minska innehavet av euroobligationer. Även om ECB fortsätter att utöka sin portfölj, som i dag uppgår till ca 225 miljarder euro,

har ECB valt en annan strategi. Innebörden är således att istället för att risk ansamlas på ECB:s balansräkning så hamnar den i de nationella banksystemen.

### Centralbankernas balansräkningar



**Även i ett bredare perspektiv kan man peka på faror med den okonventionella penningpolitiken.** Förändring av centralbankernas balansräkningar saknar motstycke i historien. De utvecklade ekonomiernas centralbanker har de senaste åren sett en fördubbling av balansräkningen till 8 000-9 000 miljarder dollar (drygt 20 procent av BNP). Riskerna med politiken är flera:

1. Värdepappersportföljerna kan tappa i värde och äventyra centralbankens kapitalbas, trovärdighet och självständighet.
2. Även om mängden pengar inte behöver leda till inflation kan förväntningarna om stigande priser på "sedelpressarna" lägga grunden för högre inflation.
3. Vid någon tidpunkt i framtiden ska centralbankens värdepappersinnehav "flyttas över" till den privata sektorn; tidpunkt och genomförande kan få stor prispåverkan, t ex valuta- och ränteeffekter.
4. Tillgången på pengar kan skapa förutsättningar för en ny våg av kreditexpansion som ökar risken för finansiell instabilitet.
5. Banksystemets beroende av centralbankens finansiering kan bli alltför starkt och försämra marknadens funktionsätt.
6. Det finns en förtroendekonflikt mellan behovet av en oberoende centralbank och ett politiskt system som uppmanar t ex banker att med hjälp av centralbanksfinansiering öka sitt innehav av statspapper.

Dessa risker bedöms dock som hanterbara i dagsläget när de ställs mot de problem som västvärldens ekonomier brottas med just nu, t ex lågt resursläge och hög arbetslöshet samt en alltför hög skuldsättning som ska bringas ned till mer hanterbara nivåer.

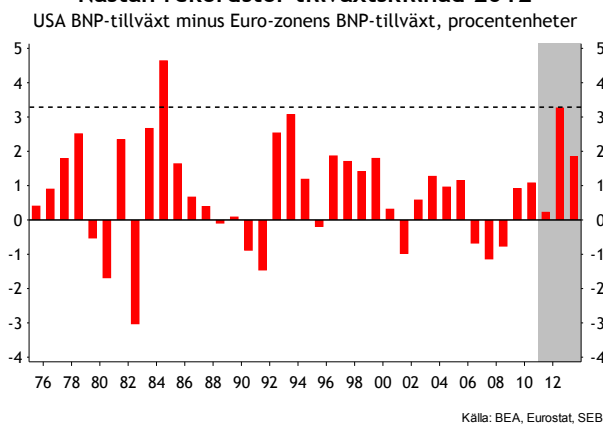


## Amerikansk ekonomi visar motståndskraft

- **USA särkopplar från europeisk recession...**
- **...men tillväxten stannar nära trend**
- **Huspriserna stabiliseras i år**
- **Inflationen faller och Fed stimulerar**

**USA dras inte med i den europeiska recessionen.** Fjärde kvartalet i fjol växte ekonomin med 2,8 procent i uppräknad årstakt, i linje med prognosen i *Nordic Outlook* i november. Samtidigt var BNP-tillväxten negativ i flera viktiga europeiska länder. USA påverkas dock via handel, stramare finansiella förhållanden och lägre bankutlåning, men att döma av de senaste månadernas övervägande positiva makrostatistik verkar smittoeffekten bli begränsad. Avseende 2012 reviderar vi upp amerikansk tillväxt ett snäpp. En varningsklocka är att tillväxtskillnaden mellan USA och Euro-zonen sällan varit så stor som den beräknas bli i år.

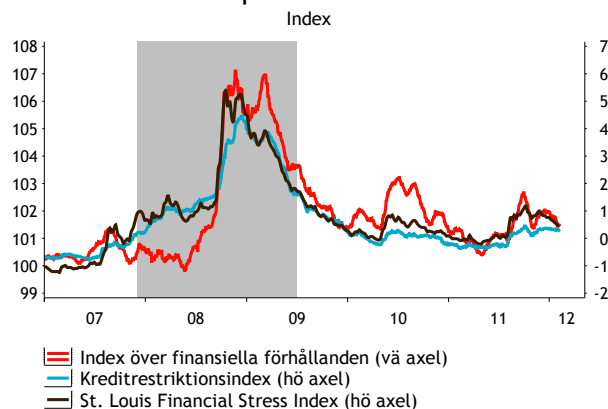
### Nästan rekordstor tillväxtskillnad 2012



Skuldskrisen i Europa lägger dock hinder i vägen för ett normalt amerikanskt återhämtningsförlopp. Lägg därtill att skuldavvecklingen i hushållssektorn fortsätter hålla tillbaka tillväxten. Efter den senaste uppgörelsen ser finanspolitiken ut att bli mindre åtstramande i år men motvinden tilltar 2013. Efter 1,7 procent tillväxt i fjol **växer amerikansk ekonomi 2,5 procent både i år och 2013**. BNP-tillväxten ligger strax över den trendmässiga och **arbetslösheten väntas falla tillbaka långsamt under prognosperioden**. I slutet av 2013 ligger arbetslösheten på 7,3 procent.

Inflationen hamnade över centralbankens målsatta nivå i fjol, men beräknas understiga målet såväl i år som 2013. **Kärninflationen faller tillbaka** till 1,3 procent mot slutet av 2012. Det öppnar för ytterligare ett obligationsköpsprogram, sannolikt med inriktning mot bostadsobligationer (MBS). Prognosen är osäker men vi tror att **Feds nya obligationsköpsprogram sjösätts efter sommaren**.

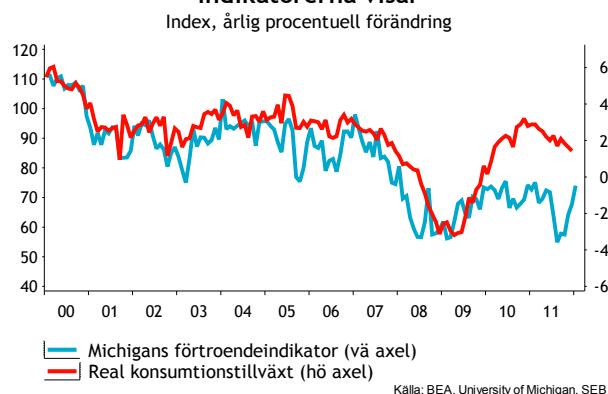
### Krisen i Euro-zonen påverkar finansiella förhållanden



### Mer optimistiska hushåll

Hushållens förtroendeenkäter har pekat stadigt uppåt sedan bottennoteringarna i samband med kongressens uppgörelse om skuldtaket i augusti. Mer positiva arbetsmarknadsutsikter är sannolikt den viktigaste förklaringen till uppgången, men fallande bensinpriser har också bidragit. Samtidigt är det svårt att översätta vad nuvarande indexnivåer betyder i termer av konsumtionstillväxt eftersom historiska samband brutit samman de senaste åren. En förklaring kan vara att stigande statliga transfereringar till hushållen hållit uppe konsumtionen, medan hushållens framtidstro påverkats mer av svag underliggande inkomstutveckling.

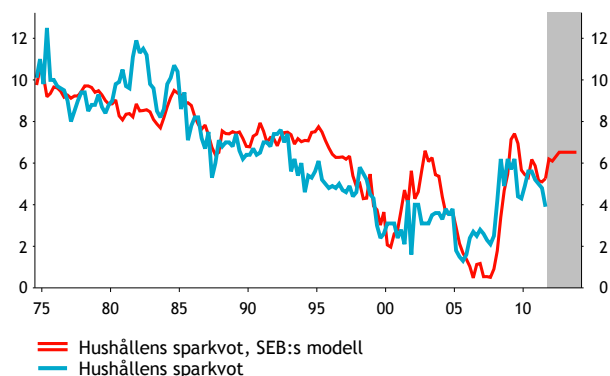
### Konsumtionen utvecklas starkare än indikatorerna visar



Hushållen drog ned på sparandet med besked under andra halvåret i fjol, vilket bidrog till att hålla uppe konsumtionen. Framöver räknar vi dock med att sparkvoten bottenar ur och vänder upp, varför det i stället blir inkomsterna som driver konsumtionen. **Hushållens konsumtion växer med drygt 2 procent i snitt 2012-2013**. Sparkvoten stiger till 5 procent i slutet av 2013. Våra modellskattningar, där bl a förmögenhetsställning ingår, tyder på en större sparandeuppgång vilket därmed är en nedåtrisk för konsumtionsprognosen.

## Sparandet kan vända uppåt igen

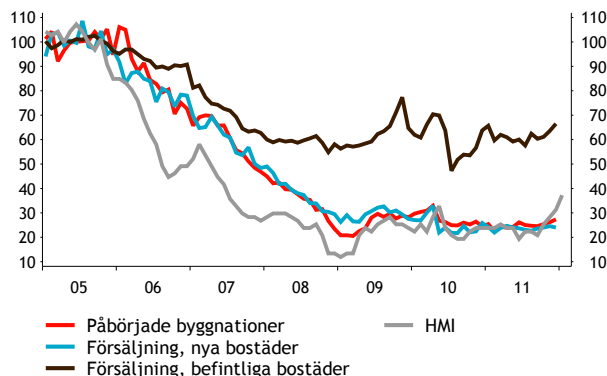
Procent av disponibelinkomsten



Källa: BEA, Federal Reserve, SEB

## Husmarknaden har bottnat

Index 2005 = 100

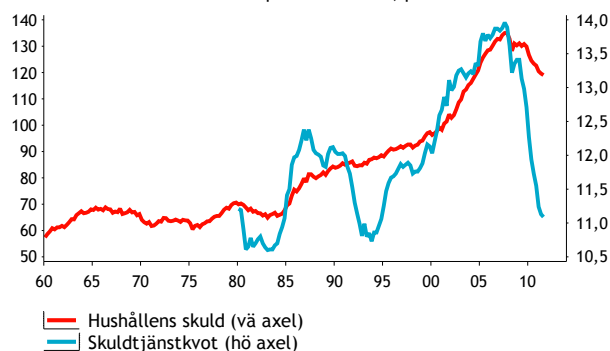


Källa: Reuters EcoWin, SEB

De senaste åren är det främst huspriserna som urholkat hushållens förmogenhetsställning. Huspriserna faller fortfarande på bred front enligt Case-Shillers index. Även om det finns krafter som verkar i båda riktningarna är bedömningen att **huspriserna stabiliseras i år**. Mått över vad hushållen har råd med visar att bostäderna sällan varit mer överkomligt prissatta än i dag, och prisfallet har raderat ut tidigare övervärderingar. Samtidigt innebär tillflödet av tvångsförsäljningar att utbudet fortfarande överstiger efterfrågan.

## Fortsatt skuldneddragning håller tillbaka återhämtningen

Procent av disponibelinkomst, procent



Källa: BEA, Federal Reserve, SEB

Hushållens skuld som andel av disponibelinkomsten har fallit till 119 procent. Sedan toppen 2006 har huspriserna fallit med 33 procent till 2002 års nivå då skuldsättningen låg på 108 procent. Detta talar för att skuldneddragningen i hushållssektorn kommer att fortsätta också de närmaste åren. Att hushållens skuldtjänstkot fallit tillbaka kraftigt talar dock för att **skuldavvecklingen inte kommer att bryta återhämtningen**.

## Bostadsmarknaden läker sårn

Sex år efter det att husprisbubblan sprack finns tecken på att **bostadsmarknaden är på bättringsvägen**. Förtroendet bland byggföretagen steg i januari till den högsta nivån sedan 2007 samtidigt som påbörjade nybyggnationer och försäljning vänt upp under hösten från djupt nedpressade nivåer. Aktieindex i byggsektorn har stigit med omkring 80 procent sedan botten i oktober, men ligger fortfarande närmare 75 procent under tidigare toppnivåer. **Bygginvesteringarna växer med drygt 8 procent i snitt 2012-2013** enligt våra prognoser. Bygginvesteringarna utgör dock numera bara 2 procent av BNP att jämföra med 6 procent 2006. Den låga nivån gör att bidraget till BNP-tillväxten stannar vid 0,2 procentenheter 2012.

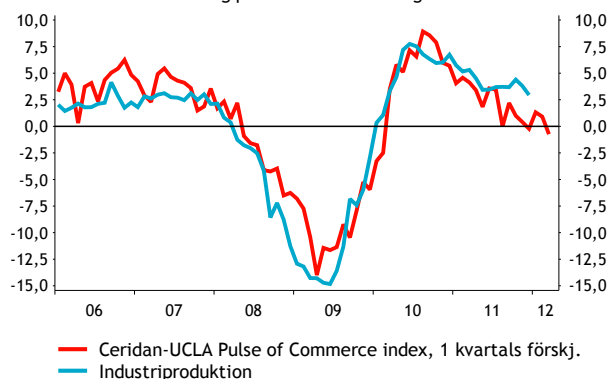
## Industrin tuffar på

En nyckelfråga är om amerikansk industristyrka kommer att stå emot nedgången i Euro-zonen. ISM i tillverkningsindustrin vände upp i höstas, tvärtemot utvecklingen då i många andra länder. Också förtroendet hos småföretagen har stigit brant sedan i augusti men ligger fortfarande under den nivå som gällde för ett år sedan. Ordergången bromsade dock in rejält mot slutet av 2011. Sammantaget är bilden att **företagssektorn står emot inbromsningen i omvärlden**, samtidigt som behovet av ersättningsinvesteringar efter flera års kräftgång kvarstår. **Företagens investeringar växer med 8,5 procent i snitt 2012-2013**.

Också industriproduktionen kommer att bromsa in ett snäpp i år vilket bland annat Ceridan-UCLA Pulse of Commerce index tyder på. **Industriproduktionen ökar med 3,5 procent i snitt 2012-2013 enligt våra prognoser**.

## Industrin bromsar in

Årtig procentuell förändring



Källa: Federal Reserve, SEB

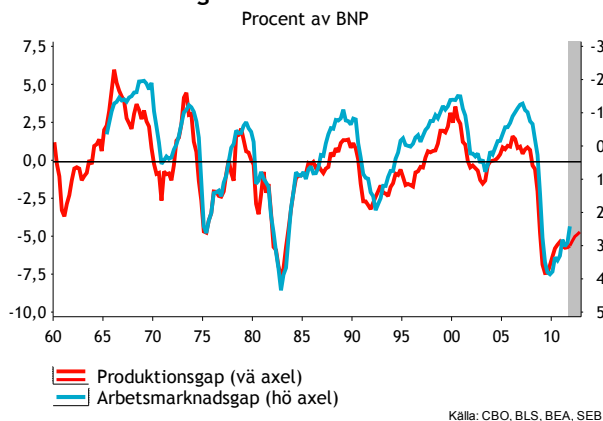
## Stigande sysselsättning, lägre arbetslöshet

Arbetsmarknaden har överträffat förväntningarna de senaste månaderna. Även om sysselsättningen växlat upp är det **fallet i arbetslösheten under hösten som är mest positivt enligt vår bedömning**. Arbetslösheten ligger nu på 8,3 procent, vilket innebär att den fallit med omkring 1 procentenhet det senaste året. En del av nedgången förklaras av att många lämnat arbetskraften, speciellt första halvåret i fjol. Men under hösten förklaras merparten av fallet av att sysselsättningen ökat snabbt enligt hushållsenkäten, ur vilken arbetslöshets-siffrorna genereras. Sysselsättningsuppgången är betydligt snabbare än vad den mer kända företagsenkäten (payrolls) visar. Hushållsenkäten har flera gånger visat sig snabbare när

det gäller att fånga upp vändpunkter i ekonomin. Det var fallet såväl efter recessionen 2001 som inför den senaste nedgången 2008-2009.

Samtidigt är arbetslöshetsnedgången svårförklarad ur ett tillväxtperspektiv. Vårt estimerade samband mellan BNP-tillväxt och förändringar i arbetslöshet (Okunsambandet) visar att när tillväxten understiger trenden med 1 procentenhet ökar arbetslösheten med omkring fyra tiondelar. En möjlig förklaring är att BNP-utvecklingen under andra halvåret 2011 kommer att revideras upp. Eftersom BNP växer strax över trend 2012-2013 är prognosen att **arbetslösheten faller tillbaka långsamt de närmaste åren**. I slutet av prognosperioden ligger arbetslösheten på 7,3 procent.

#### Lediga resurser i ekonomin



Också vad gäller ansökningar om arbetslöshetsersättning pekar tendenserna i rätt riktning, även om denna statistik kan vara svårtolkad runt årsskiftet. Fyraseckorssnittet har fallit tydligt under nivån 430 000, vilken är förenligt med nolltillväxt i sysselsättningen. Nuvarande nivåer tyder på ökningstal i sysselsättningen kring 170 000, vilket överstiger den trendmässiga ökningen i arbetskraften på strax över 100 000. Mer mollstämda signaler kommer samtidigt från såväl *Beige Book* som Challengerstatistiken över nyanställningar.

Sett i ett längre perspektiv kännetecknas amerikansk ekonomi av **stora produktions- och arbetsmarknadsgap**. För att ta sig tillbaka till sysselsättningstoppen 2007 krävs ett 30-tal månader med sysselsättningstillväxt kring 200 000. Gapet på arbetsmarknaden har bidragit till att lönekurvorna pekar nedåt, och real medianinkomst har faktiskt fallit med drygt 5 procent sedan återhämtningen inleddes 2009. Årstakten i genomsnittliga timlöner ligger nära rekordlåga nivåer.

#### Svag löneutveckling

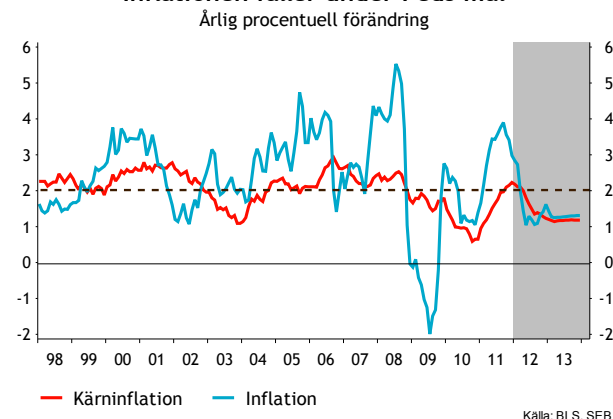


Merparten av arbetslöshetsuppgången 2008-2009 var cyklisk enligt vår bedömning. Men ju längre arbetslösheten ligger kvar högt desto större risk att den blir bestående. Också andra faktorer bidrar till bedömningen att **jämviktsarbetslösheten stigit med cirka 0,5 procentenheter** till 5,5 procent. Flera års husprisfall kan ha minskat arbetskraftens rörlighet. Matchningsproblem och långa ersättningsperioder i a-kassan kan också ha bidragit till att jämviktsarbetslösheten stigit en del.

#### Inflationen faller tillbaka

Samtidigt som inflationen totalt sett redan kulminerat och börjat falla tillbaka ligger kärninflationen nära toppen i årstakt. Framöver kommer även kärninflationen att falla tillbaka markant enligt våra prognoser. Det underliggande lönetrycket är mycket svagt och bedömningen av insatsvarukostnaderna i de senaste företagsenkäterna pekar nedåt. Feds *Beige Book* vittnar också om ringa kostnads- och lönetryck. Kärninflationen faller tillbaka till 1,2 procent i slutet av 2012. **Som årsgenomsnitt hamnar kärninflationen på 1,7 procent 2011-2012 och 1,2 procent 2013.**

#### Inflationen faller under Feds mål



#### Finanspolitisk osäkerhet präglar 2012

Enligt nu gällande lag upphör förlängningen av ersättningen till långtidsarbetslösa och skattesänkningarna till hushållen i slutet av februari. Vår prognos bygger på att åtgärderna förlängs året ut, men besked i frågan kommer sannolikt inte förrän i elfte timmen. Under våren startar budgetprocessen, men mycket talar för att det partipolitiska ställningskriget inför presidentvalet i november gör att en ny budget skjuts på framtiden.

Efter valet måste kongressen dock ta tag i en handfull brännheta frågor för att undvika finanspolitisk småblåst 2013. Innan årsskiftet ska det beslutas om en förlängning av Bush-administrationens skattesänkningar, som annars löper ut per automatik. En eventuell ytterligare förlängning av ersättningen till långtidsarbetslösa och skattesänkningarna till hushållen måste också röstas igenom innan den nyvalda kongressuppställningen tar över stafettpippen i januari 2013. USA kommer dessutom sannolikt att slå i skuldtaket igen under senhösten. Lägg därtill de automatiska nedskärningarna på utgiftssidan, motsvarande 0,6 procent av BNP, som träder i kraft i januari 2013 enligt uppgörelsen om skuldtaket i augusti i fjol. Sammantaget räknar vi med att den **finanspolitiska åtstramningen uppgår till knappt 0,5 procent av BNP 2012 och 1 procent av BNP 2013**. Budgetunderskottet minskar med dessa antaganden från toppnoteringen 10,9 procent av BNP 2009 till 7,7

procent 2013. Det innebär att statsskulden når 111 procent av BNP 2013.

Läget är naturligtvis osäkert, men vår prognos bygger på att merparten av Bush-skattesänkningarna förlängs, samt att kongressen också river upp beslutet om de automatiska konsumtionsnedskärningarna. Eftersom också försvaret skulle drabbas hårt av eventuella nedskärningar talar mycket för att ett sådant förslag vinner terräng också i republikanska kretsar.

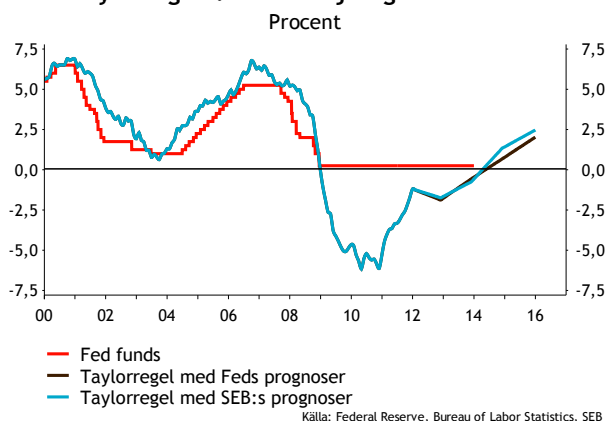
Inför presidentvalet står det fortfarande och väger, även avseende vem som blir republikanernas kandidat. Enligt vadslagningsfirmornas odds är dock fortfarande Mitt Romney favorit. I elfte timmen har Rick Santorum seglat upp som huvudutmanare och kampen ser ut att bli långdragen. Det gynnar president **Obama som är en allt tydligare favorit till att bli omvald i november.**

## Penningpolitiken lättar igen

Arbetslösheten har fallit rejält, men ligger fortfarande en bra bit över Feds bedömning av strukturell arbetslöshet (5,2-6 procent). Det finns fortfarande massor av lediga resurser i ekonomin, vilket sannolikt bidragit till att såväl löne- som prisinflationen viker. Även om positiv makrostatistik minskat det trängande behovet av nya stimulanser är ett **nytt obligationsköpsprogram om 700 miljarder dollar**, som vi tror lanseras efter halvårsskiftet 2012, **fortfarande huvudscenariot.**

Låga statsobligationsräntor i kombination med bostadsmarknadens centrala roll i återhämtningsdynamiken talar för att köp av bostadsobligationer (MBS) står i centrum den här gången. Först ska dock Fed slutföra sitt nuvarande program där balansräkningens löptid förlängs genom att Fed säljer korta papper och köper längre (Operation twist).

Taylorregeln: första höjningen kv2 2014



Fed-chefen Bernanke har drivit på utvecklingen mot **ökad penningpolitisk transparens**. Vid januarimötet publicerades för första gången ledamöternas egna styrränteprognoser. En guide över hur balansräkningen förväntas utvecklas kommer att publiceras i samband med det penningpolitiska protokollet. Enligt Fed-ledamöternas medianprognos kommer styrräntan inte att höjas före slutet av 2014. Feds nuvarande reaktionsfunktion tycks därmed vara mer duvaktig än vad den varit historiskt sett, beräknat utifrån Taylorregeln med centralbankens prognoser.

Enligt Taylorregeln med Feds prognoser borde första räntehöjningen komma i juni 2014. Använder vi våra egna prognoser indikerar Taylorregeln att **styrräntan höjs i april 2014.**

Vid mötet i januari publicerades dessutom för första gången ett strategidokument med ett **formellt inflationsmål på 2 procent**, mätt med konsumtionsdeflatoren. För några år sedan talade Fed ofta om ett inflationsmål på 1-2 procent (mätt med konsumtionsdeflatoren exklusive mat och energi). Att centralbanken satt ned foten i övre delen av intervallet speglar sannolikt att riskerna på inflationssidan är mer symmetriska i dag jämfört med innan krisen. Inflationsmålet ska enligt teorin förankra långsiktiga inflationsförväntningar, vilket i sin tur kan ge Fed ökat penningpolitiskt manöverutrymme. Som långvarig förespråkare för inflationsmål är detta en fjäder i hatten för Bernanke.



## Underskott i handelsbalansen reser strukturella frågor

- Återuppbyggnad ger tillväxten stöd...
- ...liksom finanspolitiken
- Stark yen + deflation = BoJ agerar

Återhämtningen i japansk ekonomi fortsätter men historiska revideringar visar att fallet i fjol var djupare än beräknat. **BNP föll med 0,6 procent 2011**, svagast av G7-länderna. Kraftigt expansiv finanspolitik och återuppbyggnadsarbetet efter naturkatastroferna håller uppe efterfrågan, vilket spiller över i hyggliga tillväxttal 2012. **I år och 2013 växer BNP med 1,7 respektive 1,2 procent**; snäppet under konsensus båda åren. Osäkerheten i prognosen kan illustreras av att de mest pessimistiska prognosmakarna räknar med 0,7 procents BNP-tillväxt 2012 och de mest optimistiska med 3,5.

Också i slutet av prognosperioden finns mängder av lediga resurser i ekonomin, och **deflationen biter sig fast**. Vi räknar med att såväl KPI-inflation som kärninflation hamnar under nollstrecket 2012. Detta innebär fyra år på raken med fallande priser. Inte heller enligt centralbankens egna prognoser uppnås prisstabilitet, 1 procents kärninflation, under prognosperioden. **Som årsgenomsnitt hamnar inflationen på -0,1 procent 2012 och 0,1 procent 2013.**

Vi tror fortfarande att Japan kan stå emot recessionen i Eurozonen. Ledande indikatorer tyder på tillväxt över trend det närmaste halvåret och efter ett par månader med svag ekonomisk statistik har den **senaste tidens utfall överraskat uppåt**. Industriproduktionen växte robust i december och PMI för tillverkningsindustrin pekar på fortsatt expansion. Men varken export eller industriproduktion har återhämtat sig efter naturkatastroferna i mars i fjol. Den starka valutan i kombination med kyligare global efterfrågan håller tillbaka. Exporten till Kina, Asien och EU faller med omkring 15 procent i årstakt. Exporten till USA, som är den viktigaste marknaden, ligger samtidigt 4 procent över nivån för ett år sedan. Sammantaget ger **utrikeshandeln negativa tillväxtbidrag i år och neutrala 2013.**

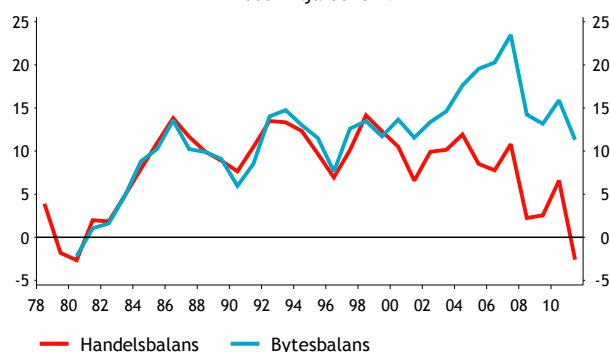
Hushållens förtroendeindikatorer har stigit från lågvattenmärket i våras, men nivån är fortfarande låg. Detaljhandeln har uppvisat ett sågtandat mönster de senaste månaderna, och årstakten har segat sig tillbaka i positivt territorium. Arbetslösheten steg i fjol men ligger fortfarande 1 procentenhet under toppnivån 2009. **Arbetslösheten faller långsamt tillbaka** och uppgår till 4,4 procent 2012 och 4,2 procent 2013. Skral inkomstutveckling motverkas av finanspolitiska stimulanser till hushållen, och **hushållens konsumtion växer med 0,7**

**procent i snitt 2012-2013**; i linje med genomsnittet under 2000-talet.

**För första gången på 31 år uppvisade handelsbalansen minustal i fjol.** Detta reser viktiga frågor kring rådande ekonomiska struktur, med stora överskott i bytesbalansen och nettosparande. De närmaste åren verkar dock underskott i bytesbalansen osannolika eftersom övriga komponenter ger så kraftiga överskott. Om den bedömningen är felaktig kan konsekvenserna bli dramatiska eftersom Japan då skulle tvingas importera kapital för att finansiera den enorma statsskulden. Ett sådant scenario skulle sannolikt också påverka räntemarknaden rejält.

### Underskott i handelsbalansen för första gången sedan 1980

1 000 miljarder JPN



Källa: Ministry of Finance, MF, SEB

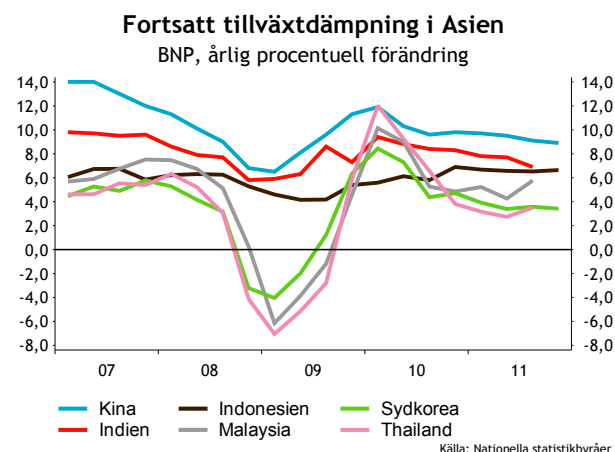
Expansiv finanspolitik i spåren av återuppbyggnadsarbetet är starkt bidragande till vår relativt optimistiska tillväxtbild. **Budgetunderskottet**, som uppgick till 10,3 procent av BNP i fjol, **överstiger 11 procent 2012-2013 enligt våra prognoser.** Statsskulden som uppgick till drygt 220 procent av BNP 2010 växer till enorma 250 procent av BNP 2013.

Kombinationen ihärdig deflation och urstark yen talar för **ytterligare penningpolitiska lättnader.** Sådana signaler uteblev dock vid det senaste mötet i januari. Men såväl ECB som Fed lättar penningpolitiken i år. Det innebär relativt sett stramare penningpolitik i Japan, med **risk för ynförstärkning.** Om yenen närmar sig rekordstarka nivåer kommer sannolikt nya interventioner i valutamarknaden, trots högljudd omvärldskritik. Ett alternativ är att Bank of Japan utökar köpen av långa statsobligationer med besked. Valutaprognosen är att yenen stabiliseras för att sedan stärkas gradvis. Yenen är kraftigt övervärderad enligt våra jämviktssamband. **I december 2013 ligger USD/JPY på 90.**

## Dämpning men fortsatt global tillväxtmotor

- Tillväxt något under trend 2012
- Mjuklandning i Kina men kvarstående risker på bostadsmarknaden
- Begränsade stimulansmöjligheter i Indien

Både konjunktur och inflationstryck mattas nu av i Asiens tillväxtekonomier och BNP-tillväxten **hamnar strax under trend 2012**. Regionen fortsätter ändå att fungera som draglok för världsekonomin med en tillväxt långt högre än OECD-området. Ökande tilltro till regionen avspeglas i att Asienbörserna inlett 2012 starkt och utvecklats bättre än börserna i Europa och i USA.



**Tillväxten bottnar under första halvåret 2012** för att därefter åter accelerera. **Starka statsfinanser samt relativt stabila finansiella system ger ekonomierna motståndskraft** och bidrar till att hålla uppe privat konsumtion och investeringar när den externa efterfrågan viker. Riskerna för ett kraftigt tillväxtfall har minskat något, även om hotet om en kraftig nedgång på den kinesiska bostadsmarknaden inte kan avskrivs.

Inflationen dämpas under 2012, drivet av fallande tillväxttakt och lägre råvaru- och livsmedelspriser. Fallande inflationstryck ger utrymme för att stödja ekonomin med lättare penningpolitik. Vissa länder har redan börjat sänka räntorna och **penningpolitiken kommer att mjukas upp ytterligare under 2012**. Vissa ekonomier ställs dock inför svåra policyavvägningar. Ett exempel är Vietnam, där exporten hämmas av ett stort Euro-paberoende, samtidigt som den fortsatt höga inflationen än så länge omöjliggör en uppmjukning av penningpolitiken.

**Ledarskiftet i Nordkorea har ökat den politiska osäkerheten i regionen** men har inte lett till några konkreta oroligheter. Även Iran-konflikten är ett orosmoln, inte minst beroende på att Iran är den tredje största oljeexportören till Kina. På längre sikt riskerar Kinas växande geopolitiska ambitioner att leda

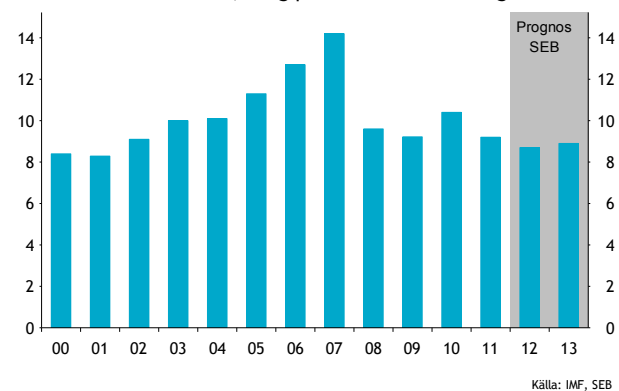
till ökade spänningar i relationerna med såväl USA som andra länder i regionen.

### Kina: Tillväxt och inflation dämpas

Tillväxtdämpningen i den kinesiska ekonomin fortsätter. Fjärde kvartalet 2011 hamnade den årliga BNP-tillväxten på 8,9 procent. Dämpningen var mindre än väntat vilket tyder på motståndskraft mot fallande extern efterfrågan och minskar risken för en hårdlandning. Tillväxttakten har dock sjunkit fyra kvartal i rad och var den lägsta sedan 2009. Helåret 2011 steg BNP med 9,3 procent jämfört med 10,4 procent 2010.

### Tillväxten dämpas ytterligare 2012

BNP-tillväxt, årlig procentuell förändring



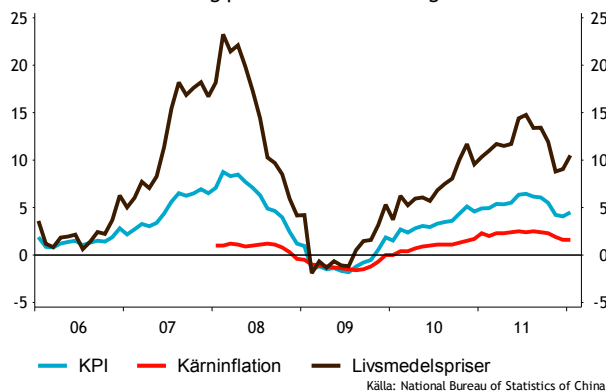
Vi räknar med att BNP-tillväxten bottnar under första halvåret 2012, för att sedan åter accelerera under andra halvåret. Mätt som årsgenomsnitt bromsar dock BNP-tillväxten in ytterligare 2012 jämfört med 2011. **BNP förutses stiga med 8,7 procent 2012. 2013 blir tillväxten 8,9 procent.** Lägre tillväxt är i linje med den senaste femårsplanen där målet satts till 7 procent.

Ledande indikatorer har accentuerat riskerna för en svagare utveckling. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har försvagats kraftigt under hösten. Trots en återhämtning till 50,5 i januari ligger nivån långt under det historiska genomsnittet. Även konsumentförtroendet ligger på låg nivå. Å andra sidan har detta inte satt några tydliga spår i hårddata. Detaljhandeln fortsätter öka i god takt och även industriproduktionen har hållits uppe relativt väl även om ökningstakten dämpats något senaste kvartalen.

Investeringarna har mattats av; främst på grund av minskade statliga investeringar. Både **export- och importtillväxten har dämpats tydligt** de senaste månaderna. Exporten till Eurozonen fick sig en törn under hösten men har därefter återhämtat sig något. **Exportökningen halveras till omkring 10 procent 2012.**

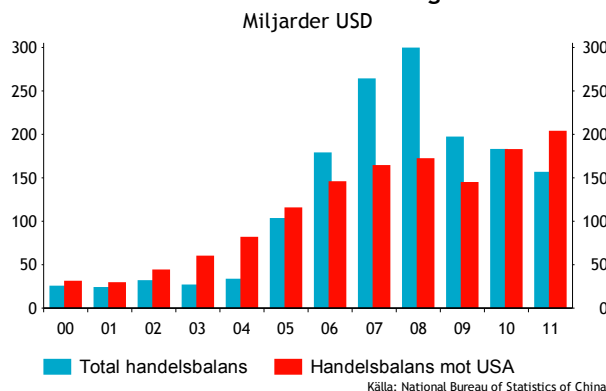
Inflationstakten föll till 4,1 procent i december men accelererade till 4,5 procent i januari drivet av stigande livsmedelspriser. Inflationen har dock dämpats betydligt sedan toppen på 6,5 procent i juli. För helåret 2011 hamnade inflationen på 5,4 procent, klart över målet på 4 procent. **Under 2012 väntas inflationen hamna på 4,4 procent och 2013 på 4,5 procent.** Även kärninflationen har fallit tillbaka och årstakten ligger under 2 procent. Livsmedelsinflationen accelererade dock i december och januari; livsmedelspriserna stiger vanligtvis i samband med förberedelserna inför det kinesiska nyåret som i år föll i slutet av januari.

**Inflationstakten har fallit**  
Årtlig procentuell förändring



Att inflationstakten kommit ned tydligt gör att policyfokus kan svänga över mot tillväxststödande åtgärder snarare än inflationskontroll. Penningpolitiken har redan börjat mjukas upp; i slutet av november sänktes reservkraven för de största bankerna med 50 punkter. Ytterligare sänkningar motsvarande 50 punkter under både första och andra kvartalet 2012 förväntas. **Styrräntan väntas ligga kvar på 6,56 procent;** förändringar av reservkraven utgör det viktigaste policyverktyget för penningpolitiken.

**Totala överskottet i handelsbalansen minskar men överskottet mot USA stiger**

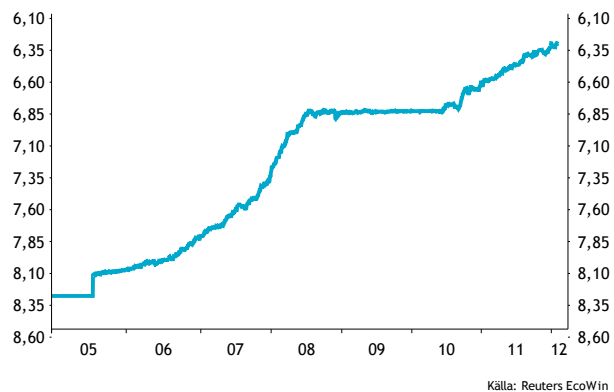


Det kan också bli aktuellt med en mer expansiv finanspolitik för att stödja tillväxten. **Budgetunderskottet för 2011 hamnade strax över 1 procent** jämfört med 2,5 procent 2010. Underskottet blev mindre än väntat tack vare oväntat höga skatteintäkter, vilket stärker argumenten för **en mer expansiv finanspolitik.** Utformningen av stimulanserna väntas dock bli annorlunda jämfört med 2009 då omfattande infrastrukturinvesteringar genomfördes. Nu talar mycket för att tonvikten kommer att ligga på skattesänkningar för hushåll och småföretag. Det kommande **ledarskapsskiftet** i kommunistpartiet

mot slutet av 2012 **minskar sannolikheten för stora policyomvägningar och reformer** då kandidaterna vill undvika risken att stöta sig med sina anhängare.

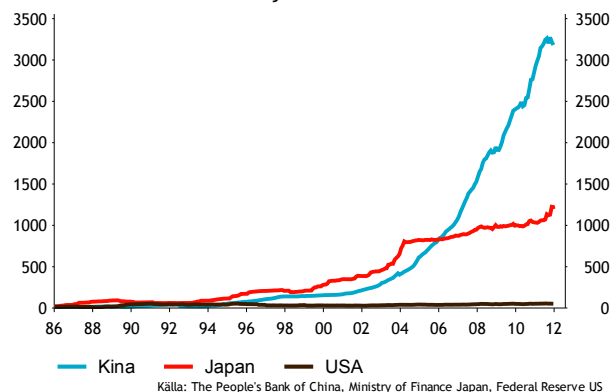
**Överskottet i Kinas handelsbalans minskade 2011 för tredje året i rad** och hamnade på 155 miljarder dollar. Som andel av BNP har överskottet minskat under ännu längre tid. Det politiskt känsliga handelsöverskottet mot USA har tvärtemot stigit de senaste tre åren. Även om retoriken länderna emellan bitvis varit skarp har spänningarna än så länge inte resulterat i några mer allvarliga handels sanktioner.

**Yuan-apprecieringen mot USD fortsätter**  
USD/CNY



Överskottet i handelsbalansen är beroende av växelkursutvecklingen. Yuanen har fortsatt appreciera mot dollarn; under 2011 stärktes yuanen med knappt fem procent. USA:s finansdepartement avstod i slutet av december från att officiellt kalla Kina för valutamanipulator men kommunicerade samtidigt att apprecieringen av yuanen går för långsamt. Den kinesiska tillväxtdämpningen tillsammans med lägre inflationstakt gör dock att Kina blir ännu mindre benäget att öka apprecieringstakten. **Vår bedömning är att USD/CNY står i 6,00 vid slutet av 2012 och i 5,82 vid slutet av 2013.** Detta motsvarar en apprecieringstakt på strax under 5 respektive 3 procent för 2012 och 2013.

**Inbromsning för Kinas valutasärv**  
Miljarder USD



Ökningstakten för Kinas enorma valutasärv har mattats av tydligt under hösten. Reserverna minskade med strax över 20 miljarder dollar fjärde kvartalet vilket skapat oro för kapitalflykt. Det finns dock många faktorer som påverkar kapitalströmmar och **när yuanen fortsätter appreciera och överskottet i handelsbalansen minskar är det naturligt att även valuta-**

**reserven växer i långsammare takt.** Valutareservens storlek, strax under 3 200 miljarder dollar, är dessutom mycket större än vad som kan motiveras från ett penningpolitiskt perspektiv.

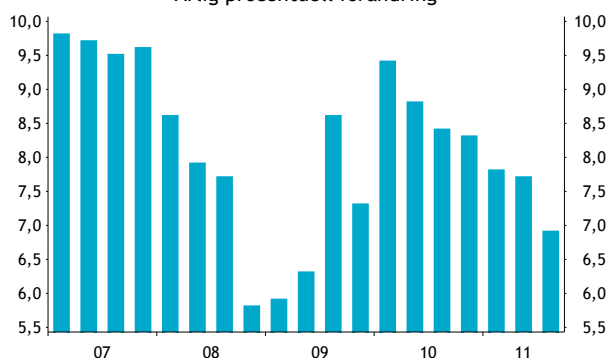
**Inbromsningen på bostadsmarknaden fortsätter.** Enligt statistik baserad på utvecklingen i 100 städer föll priserna på månadsbasis i januari för femte månaden i rad. Den årliga ökningstakten har dämpats och låg på 1,7 procent. Antalet fastighetstransaktioner och landförsäljningar har fallit kraftigt.

Myndigheterna har medvetet försökt kyla av bostadsmarknaden. De åtgärder som tidigare genomförts, bland annat i form av högre krav på insatsens storlek, begränsningar av hur många bostäder ett hushåll kan köpa samt stramare utlåning, har fått effekt. Risker är dock att man **underskattat åtstramningsåtgärdernas genomslag.** Avkyllningen slår hårt mot företag i framför allt bygg- och fastighetssektorn (omkring 7 procent av BNP) och därigenom även mot investeringarna i sektorn. Samtidigt minskar de hårt skuldsatta lokala myndigheternas intäkter då antalet markförsäljningar minskar. Kina har beslutat att de statliga bankerna ska förlänga löptiderna på lånen till lokala myndigheter med upp till fyra år för att motverka problemen. Småföretag i allmänhet har haft svårt att få lån. Om inbromsningen i bostadssektorn blir för kraftig är det troligt att myndigheterna kommer att lätta på en del av åtstramningsåtgärderna. Aktiviteten i byggsektorn stimuleras sedan tidigare av ett omfattande projekt med byggande av bostäder åt låginkomsthushåll. **Huvudscenariot är även fortsättningsvis att avkyllningen på bostadsmarknaden visserligen slår mot BNP-tillväxten men att en hårdlandning kan undvikas.**

## Indien: Svag policyrespons på tillväxtdämpning

Tredje kvartalet 2011 sjönk den årliga tillväxttakten för BNP för sjätte kvartalet i rad och hamnade på 6,9 procent. **Tillväxten närmar sig de bottenivåer som nåddes under krisen 2008-2009.** Nedgången drivs av svagare inhemsk efterfrågan men även exporttillväxten har bromsats in. Det finns dock vissa tecken på att tillväxten bottenat ur. Det sammanvägda inköpschefsindexet har återhämtat sig och låg på 55,4 i januari; en nivå som trots återhämtningen fortfarande ligger klart under det långsiktiga genomsnittet. Industriproduktionen överraskade negativt i december. Sammantaget bedöms BNP ha vuxit med 7,3 procent 2011. **2012 stiger BNP med 7,6 procent och 2013 med 7,8 procent.**

**Tydlig dämpning av BNP-tillväxten**  
Årlig procentuell förändring

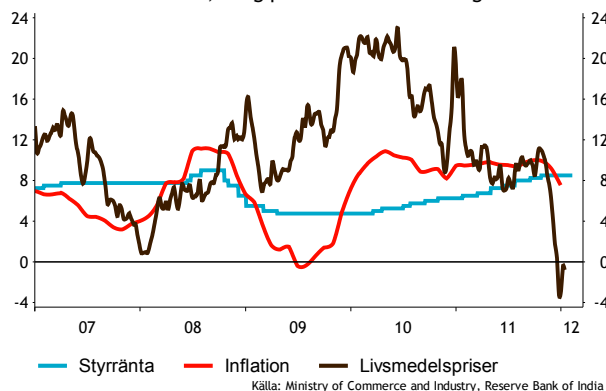


Källa: CSO

**Inflationstakten har till slut börjat dämpas.** I december var inflationen 7,5 procent, den lägsta ökningstakten sedan slutet av 2009. Dämpningen väntas fortsätta drivet av fallande livsmedelspriser och baseffekter. Nedgången motverkas till viss del av den kraftiga rupieförsvagningen under slutet av 2011 även om valutan stärkts senaste tiden.

Inflationsdämpningen kommer att skapa vissa möjligheter för centralbanken att börja lätta på penningpolitiken. Styrräntan höjdes sju gånger under 2011 men har sedan slutet av oktober legat på 8,50 procent. Det mått på kärninflationen som centralbanken använder som policyvariabel ligger kvar på hög nivå. **Styrräntan bedöms ligga kvar på 8,50 procent 2012. Däremot sänks bankernas reservkrav med mellan 50 och 75 punkter under första halvåret 2012.** Möjligheterna till penningpolitisk stimulans är dock avsevärt sämre än under 2008-2009 då inflationstakten föll till rekordlåga nivåer.

**Inflationstakten dämpas**  
Procent, årlig procentuell förändring



Källa: Ministry of Commerce and Industry, Reserve Bank of India

**Svaga statsfinanser gör att finanspolitiken inte kan användas för att stimulera ekonomin.** Dämpningen i ekonomin har ökat budgetunderskottet och målet att få ned underskottet till 4,6 procent 2012 kommer att bli mycket svårt att nå.

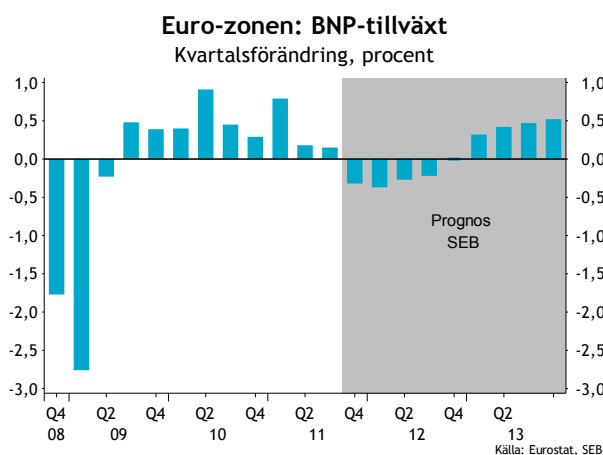
**På lite längre sikt hämmas Indiens tillväxt av betydande strukturproblem.** Korruptionsproblemen är både välkända och omfattande och den undermåliga infrastrukturen gör bland annat att en stor andel av livsmedelsproduktionen förstörs under transport. **Nödvändiga reformer har lagts på is eller fördröjts på grund av det besvärliga politiska läget** med en svag regering hämmad av korruptionsskandaler kombinerat med en aggressiv opposition som lyckats stoppa flera reformförslag. Ett exempel är den planerade avregleringen av den fragmenterade detaljhandelssektorn. Den viktiga reformen mötte starkt politiskt motstånd och protester från olika intressegrupper under slutet av 2011 och har nu skjutits på framtiden. **Utän omfattande reformer kommer Indien inte att kunna komma tillbaka till tidigare års tillväxtsiffror kring 9 procent.**



## Svåra vägval för att rädda euron

- **Recession, men inte så djup**
- **Omvärd och svag euro ger exportstimulans**
- **Tyskland håller emot**
- **ECB ökar räddningsinsatserna**

Euro-zonens BNP föll under fjärde kvartalet i fjol och fortsätter att krympa under större delen av 2012. **Som årsgenomsnitt väntas BNP falla med 0,8 procent 2012**, en nedrevidering med fyra tiondelar jämfört med senaste *Nordic Outlook*. **2013 väntas en svag återhämtning där BNP stiger med 0,7 procent**, fortfarande klart under trendmässig tillväxt.



En krympande ekonomi försvårar arbetet med att återställa förtroendet för valutaunionen. Euroländerna kommer att ställas inför smärtsamma vägval. **Ytterligare besparingar i krisländer som inte kompenseras av expansiva åtgärder från Tyskland och ECB riskerar att fördjupa krisen och öka den politiska spänningen** såväl inom Euro-zonen som i relationerna med omvärlden. Skulle låsningarna tillta riskerar Euro-zonen en betydligt djupare recession. Situationen i Grekland är fortsatt mycket allvarlig med ytterligare nedreviderade ekonomiska prognoser. Samtidigt går reformarbetet mycket trögt, vilket lett till ökat misstroende från de internationella kreditgivarna och bestående risk för att Grekland ska lämna eurosamarbetet. Även Portugals situation har förvärrats den senaste tiden och oron över att en skuldnedskrivning kommer att bli nödvändig även här har ökat.

Samtidigt kan man också notera **tecken på stabilisering i flera avseenden**. Inkommande statistik har i många fall överraskat positivt och ledande indikatorer har bottnat ur. Tillväxten i USA och Asien ser ut att kunna hållas uppe, vilket bidrar till att stabilisera extern efterfrågan. Även på den ekonomisk-politiska sidan finns ljuspunkter. ECB:s treårslån minskar pressen på

banksektorn. Därigenom har **riskerna för en kraftig kreditkontraktion minskat** samtidigt som bankernas benägenhet att dra ned på sitt statspappersinnehav inte är lika framträdande. Tyskland och Frankrike har också öppnat för en långsammare implementering av Basel III-reglerna vilket ytterligare minskar den finansiella stressen. Vissa finanspolitiska framsteg har dessutom gjorts med förberedelser för djupare samarbete mellan euroländerna och striktare budgetkontroll. Reforminriktade regeringar med starkt opinionsstöd har tagit över i Italien och Spanien. Vår sammantagna bedömning är därför **att riskerna för en djup recession i Euro-zonen har minskat**. Huvudscenariot är att Euro-zonen trots allt kan hållas samman även om det inte kan uteslutas att Grekland och Portugal lämnar valutasamarbetet.

**Exporten klart över nivån innan krisen**  
Index 100 = 2000

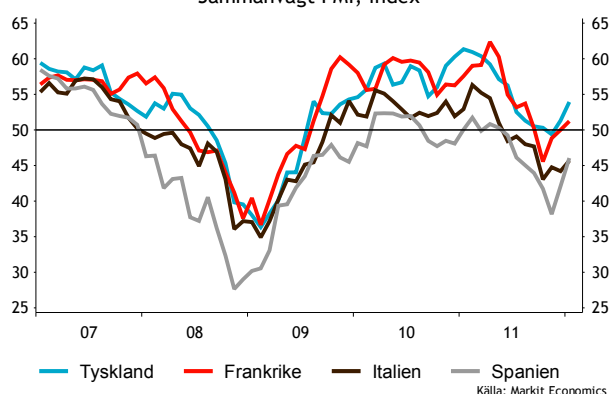


### Ytterligare divergens inom Euro-zonen

Jämfört med *Nordic Outlook* november har tillväxtprognoserna för USA och Asien reviderats upp. Detta ger välkommet stöd till Euro-zonen i en situation där den inhemska efterfrågan pressas av åtstramningsåtgärder och ytterligare försvagning på arbetsmarknaden. Exporten får dessutom extra stimulans från den svagare euron. Euro-zonens export har återhämtat fallen från tidigare i höst. Exporten väntas fortsätta öka vilket bidrar till att BNP-tillväxten segar sig uppåt mot slutet av året.

I första hand är det den tyska ekonomin som drar nytta av gynnsammare omvärldsförhållanden genom sitt stora exportberoende och goda konkurrenskraft. Detta bidrar till att förstärka tillväxtskillnaderna inom Euro-zonen och vi räknar fortfarande med att **Tyskland undviker en recession**. Indikatorerna har förbättrats de senaste månaderna; Ifo-index har förbättrats tre månader i rad och inköpschefsindex för industrin steg till 50,9 i januari. Antalet arbetslösa har fortsatt falla och arbetslösheten var låga 6,7 procent i januari. SEB:s prognos är att **tysk BNP växer med 0,4 procent 2012 och med 1,3 procent 2013**, oförändrat jämfört med *Nordic Outlook* november.

Återhämtning för inköpschefsindex  
Sammanvägt PMI, index



Inköpschefsindex har stabiliserats också i andra viktiga euro-länder. Nivån är dock så låg i Italien och Spanien att den ändå indikerar ett betydande fall i BNP. Spanien tvingas dessutom till ytterligare besparingsåtgärder då budgetunderskottet för 2011 blev större än väntat. Jämfört med *Nordic Outlook november* har vi därför **justerat ned tillväxtprognoserna för Italien och Spanien ytterligare**. Även prognoserna för de mindre krisländerna har reviderats ned något mot bakgrund av inkommande data och utökade besparingsåtgärder.

## BNP

Årlig procentuell förändring

|                   | 2010        | 2011        | 2012        | 2013       |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|------------|
| Tyskland          | 3,7         | 3,0         | 0,4         | 1,3        |
| Frankrike         | 1,4         | 1,6         | -0,4        | 0,6        |
| Italien           | 1,4         | 0,4         | -2,3        | 0,2        |
| Spanien           | -0,1        | 0,7         | -1,6        | 0,3        |
| Grekland          | -4,4        | -6,1        | -4,4        | -0,2       |
| Portugal          | 1,3         | -1,7        | -3,8        | -1,0       |
| Irland            | -0,4        | 1,0         | -0,3        | 1,0        |
| <b>GIPS</b>       | <b>-0,7</b> | <b>-0,6</b> | <b>-2,1</b> | <b>0,2</b> |
| <b>Euro-zonen</b> | <b>1,8</b>  | <b>1,5</b>  | <b>-0,8</b> | <b>0,7</b> |

Källa: Eurostat, SEB

## Finanspakten ändrar spelplanen

Tyskland och Frankrikes ansträngningar att öka det finanspolitiska samarbetet och stärka budgetdisciplinen tog steg framåt i och med finanspakten som beslutades om på EU-toppmötet den 30 januari. 25 av 27 medlemsländer (Storbritannien och Tjeckien ser ut att ställa sig utanför) har sagt sig villiga att delta. Ökad budgetdisciplin löser inte krisen på kort sikt, men kan ge positiva förtroendeeffekter. När pakten finns på plats ökar sannolikheten för ytterligare tyskt stöd i form av t ex utökade resurser/garantier till EFSF/ESM. ECB lär också kunna satsa mer offensivt framöver när formerna för budgetdisciplin blivit fastare.

Risken med för stort fokus på budgetdisciplin på kort sikt är å andra sidan att besparingar i länder som är solventa dämpar den redan svaga tillväxtkraften i Euro-zonen. Med tanke på den situation som vi befinner oss i just nu är pakten mer ett verktyg för att, när krisen lättar, se till att skulderna minskar för att förebygga framtida kriser.

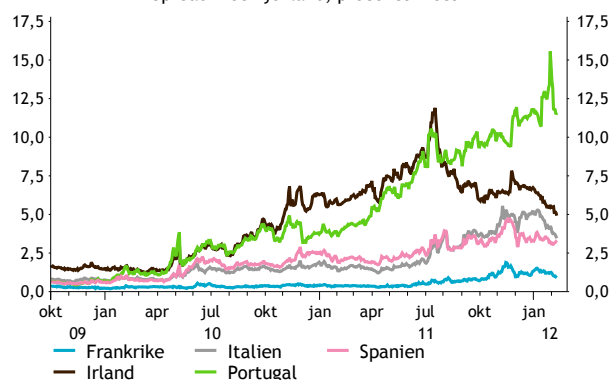
## Svag tillväxt ger fortsatt budgetpress

Samtidigt rullar den statsfinansiella krisen vidare. ECB:s tillhållande av omfattande treårslån har dämpat trycket på bankerna att dra ned sin exponering mot europeiska statspapper. **Italien och Spanien har den senaste tiden lyckats genomföra flera lyckade emissioner av obligationer och statskuldväxlar** och upplåningsräntorna har fallit tillbaka. **De nya regeringarna i Italien och Spanien**, under ledning av Mario Monti respektive Mariano Rajoy, **har en tydlig inriktning mot reformering av ekonomierna**. Mörknande tillväxtutsikter gör ändå att krisländerna tvingas till ytterligare besparingar. Greklands situation är fortsatt kritisk och även **Portugal har åter hamnat i strålkastarljuset** senaste tiden. Portugisiska obligationsräntor har stigit kraftigt under 2012 och ECB har tvingats intervensera på obligationsmarknaderna då **oron för att även Portugal kommer att tvingas till skuldnedskrivning har ökat**. En skuldnedskrivning för Portugal skulle skjuta löftet om att en nedskrivning endast är aktuell för Grekland i sank.

Även om fokus bland krisländerna fortfarande till största delen ligger på åtstramningsåtgärder börjar det komma en insikt om att även tillväxthöjande åtgärder måste användas. Sådana reformer har dock visat sig vara svåra att implementera; Grekland är det tydligaste exemplet. Det återstår att se hur de ambitiösa reformplaner som presenterats i Italien och i Spanien kommer att kunna genomföras i praktiken.

## Ränta på 10-åriga statsobligationer

Spread mot Tyskland, procentenheter



Källa: Reuters EcoWin

## Greklands situation är fortsatt mycket problematisk.

Ytterligare åtstramningar motsvarande 1,5 procent av BNP har röstats igenom i parlamentet. Besparingarna är en förutsättning för att Grekland ska få nästa utbetalning av stödlånet och därmed kunna undvika att ställa in betalningarna i mars. Besparingarna är också nödvändiga för att en uppgörelse om skuldnedskrivning för privata långivare ska kunna nås. En nedskrivning på omkring 70 procent skulle innebära att det finns en möjlighet att stabilisera Greklands statsskuld kring 120 procent av BNP till 2020. Greklands problem är dock långtifrån lösta. Reformerna fortsätter att gå mycket långsamt samtidigt som redan låga tillväxtprognoser reviderats ned. Det är därför **troligt att hårda krav kommer att fortsätta ställas på att Grekland verkligen genomför sina åtaganden** och påskyndar reformer för att få framtida stödutbetalningar. En ytterligare oroskälla är det parlamentsval som ska genomföras senare under våren.

**Budgetsaldot i Spanien blev mycket sämre än väntat 2011** på grund av oväntat stora underskott i regionerna. Underskottet kommer troligen att överstiga 8 procent av BNP 2011 i stället för regeringens prognos på 6 procent. **Därmed kommer det att krävas ytterligare budgetåtgärder** för att nå målet att reducera underskottet till 3 procent 2013. Bland annat införs stopp för nyanställningar inom offentliga sektorn och lönerna kommer att fortsätta att frysas. Dessutom höjs ett flertal olika skatter temporärt. Spanien planerar även för strukturreformer. Arbetsmarknaden ska avregleras och kontrollen över regionernas utgifter ska skärpas; en klar omsvängning för utvecklingen mot ökad decentralisering.

Den nya teknokratregeringen i **Italien** har gjort en rivstart med beslut om både skatthöjningar och strukturreformer. En fastighetsskatt ska införas och momsens höjas. Dessutom förbereds en ny grundlag som ska hindra italienska regeringar från att finansiera budgetunderskott med lån. Arbetslagsstiftningen ska förändras för att öka sysselsättningen. Målet att balansera budgeten till 2013 ser ut att gå att nå. Till skillnad från andra krisländer har Italien redan primäröverskott.

**Portugal** ser visserligen ut att ha klarat målet att minska budgetunderskottet till 5,9 procent av BNP 2011 men målet nåddes med hjälp av engångseffekter från överföring av bankernas pensionsfonder till staten. **2012 blir ett mycket tufft år**, i likhet med Grekland och Spanien ser mörknande tillväxtutsikter ut att tvinga Portugal till utökade budgetåtgärder trots att många åtgärder och reformer redan genomförts. Finanspolitiken kommer att behöva stramas åt kraftigt, nära 6 procent av BNP, för att kunna nå underskottsmålet på 4,5 procent i år. Särintressen riskerar dessutom att sabotera reformförsöken och resultera i tandlösa reformer.

**Irland** har skött sina åtaganden för att reducera budgetunderskottet och stärks dessutom av exportdriven tillväxt. När konjunktutsikterna nu försämrats gör dock Irlands exportberoende att budgetutsikterna snabbt försämrats. Trots en stabil politisk situation, uppfyllda budgetåtaganden och strukturreformer tvingas Irland på grund av en mer utmanande omvärldsmiljö till **ytterligare åtstrammingsåtgärder** för att nå underskottsmålet på 8,6 procent av BNP 2012.

### Offentligt budgetsaldo

Procent av BNP

|                   | 2010        | 2011        | 2012        | 2013        |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tyskland          | -4,3        | -1,1        | -0,9        | -0,6        |
| Frankrike         | -7,1        | -5,9        | -5,4        | -4,7        |
| Italien           | -4,6        | -4,1        | -3,0        | -2,3        |
| Spanien           | -9,3        | -8,2        | -6,8        | -6,3        |
| Grekland          | -10,6       | -9,6        | -7,0        | -6,2        |
| Portugal          | -9,8        | -6,2        | -4,8        | -3,5        |
| Irland            | -31,3       | -10,5       | -8,6        | -7,2        |
| <b>Euro-zonen</b> | <b>-6,2</b> | <b>-4,4</b> | <b>-3,7</b> | <b>-3,2</b> |

Källa: EU-kommissionen, SEB

Utökade åtstrammingsprogram bidrar till att budgetprognoserna nu ser något bättre ut än i senaste *Nordic Outlook*. Samti-

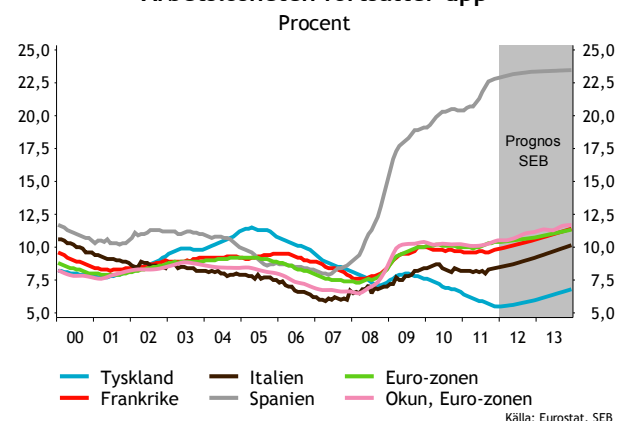
digt drar ytterligare nedrevideringar av konjunktutsikterna åt andra hållet, vilket speglar det svåra dilemma de sydeuropeiska ekonomierna brottas med. I Euro-zonen som helhet bedöms underskottet ha varit 4,4 procent 2011. **2012 väntas budgetunderskottet minska till 3,7 procent och 2013 till 3,2 procent. Statsskulden väntas stiga från 85,4 procent 2010 till 94,5 procent 2013.** Totalt sett blir finanspolitiken åtstramande; mellan 1 och 1,5 procent av BNP för Euro-zonen som helhet.

### Fortsatt försvagning av arbetsmarknaden

Effekterna av den ekonomiska krisen börjar nu synas på arbetsmarknaden. Den tyska utvecklingen utgör dock ett undantag och uppvisar fortsatt styrka så här långt; arbetslösheten har fortsatt ned och låg på 5,5 procent i slutet av 2011 enligt Eurostats harmoniserade mått. Till viss del förklaras den gynnsamma utvecklingen av att företagen behåller arbetskraft trots svagare efterfrågan, s k labour hoarding. Vi räknar dock fortfarande med att den svaga konjunkturen gör att arbetslösheten vänder upp första kvartalet i år. Mätt som årsgenomsnitt hamnar den **tyska arbetslösheten på 5,7 procent i år och 6,4 procent 2013.**

I Frankrike och Italien har vi sett en måttlig uppgång den senaste tiden. I Frankrike låg arbetslösheten i december nära 10 procent; den högsta nivån sedan början av 2010. Vi räknar med en fortsatt uppgång till drygt 11 procent i slutet av 2013. Även den italienska arbetsmarknaden fortsätter att försämrats; arbetslösheten klättrar till ca 10,5 procent i december 2013. I Spanien fortsätter uppgången till nya katastrofala rekordnivåer. Den genomsnittliga arbetslösheten ligger nu över 22 procent och ungdomsarbetslösheten så högt som drygt 45 procent. Förutom belastningen på de offentliga finanserna medför detta långsiktiga skadeverkningar på ekonomin i form av t ex emigration av kvalificerad yngre arbetskraft.

### Arbetslösheten fortsätter upp



Mätt som årsgenomsnitt hamnar **Euro-zonens arbetslöshet på 10,6 procent i år och 11,1 procent nästa år**, en bra bit över jämviktsarbetslösheten som beräknas ligga kring 8,5 procent. Den svaga arbetsmarknaden i kombination med behovet av att sänka kostnadsläget i Sydeuropa **håller tillbaka lönekraven** och vi räknar med löneökningar i Euro-zonen på endast 2-2,5 procent per år 2012-2013.

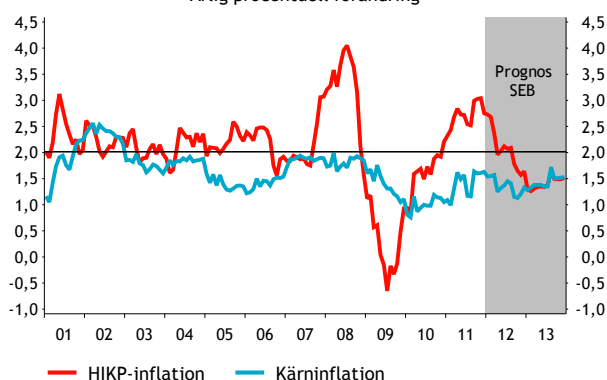
### Inflationen dämpas

HIKP-inflationen hamnade på 2,7 procent som årsgenomsnitt för 2011 och drevs till stor del av stigande råvaru- och livsmed-

elspriser. Dessa ökningarna faller nu ur tolv månaderstalen och gör att inflationen dämpas; inflationstakten föll till 2,7 procent i december jämfört med 3,0 procent föregående månad. Nedgången i den ekonomiska aktiviteten bidrar också till att dämpa prisuppgångarna och **2012 väntas inflationen hamna på 1,9 procent. 2013 faller inflationstakten ytterligare till 1,4 procent**, klart under ECB:s mål. Kärninflationen bottnar på strax över 1 procent under hösten 2012 och ligger på 1,5 procent vid slutet av prognosperioden.

### Inflationen växlar ned 2012

Årtlig procentuell förändring

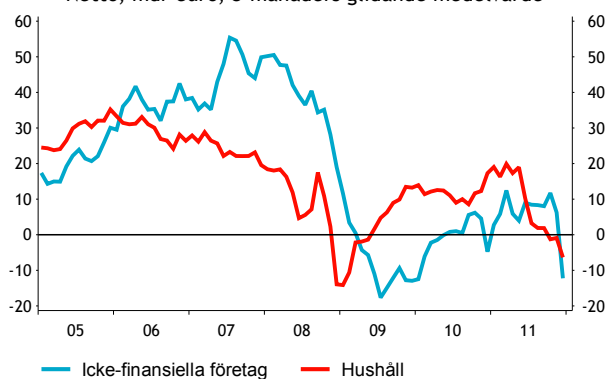


### ECB fortsätter stimulanser på bred front

Bankernas likviditetsproblem drabbar tillväxten i Euro-zonen genom att dämpa utlåningen till både företag och hushåll. Utlåningen föll betydligt i slutet av 2011. ECB:s senaste kvartalsvisa undersökning av utlåningsvillkoren (*Bank lending survey*) pekar på att **kreditvillkor stramades åt markant under fjärde kvartalet**. Bankerna förväntar sig en ytterligare åtstramning av villkoren men i långsammare takt under första kvartalet. Åtstramningen var utbredd över flera euroländer men Tyskland framhålls som ett undantag. Under fjärde kvartalet minskade samtidigt nettoefterfrågan på lån till icke-finansiella företag.

### Bankutlåningen dämpas

Netto, mdr euro, 3-månaders glidande medelvärde

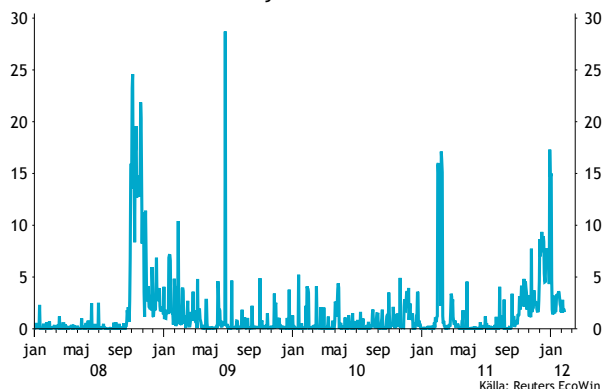


För att motverka likviditetsproblemen och dämpningen av utlåningen har ECB infört obegränsade 3-årslån (LTRO). Lånen har varit ett lyckat drag som minskat pressen på banksektorn. ECB:s *Marginal lending facility* indikerar att 3-årslånen fått interbankmarknadens funktionssätt att förbättras jämfört med situationen under slutet av 2011 även om banksektorn fortfarande är under betydande press sett ur ett längre perspektiv. **ECB väntas fortsätta erbjuda 3-årslån framöver för att ge**

**stöd till banksektorn.** Nästa 3-årslån kommer att erbjudas den 29 februari.

### ECB Marginal lending facility

Miljarder euro



ECB sänkte som väntat refinansräntan till 1,0 procent vid decembermötet och reviderade samtidigt ned tillväxtprognosen för Euro-zonen. ECB:s bedömning är att inflationen faller tillbaka under 2 procent 2012. På januari- och februarimötena presenterades dock inga utökningar av stimulanserna och ECB har pekat på vissa tecken på stabilisering för ekonomin.

### Det är osannolikt att ECB fortsätter att sänka refinansräntan vidare under 1 procent;

räntesänkning diskuterades inte ens på senaste mötet. Argument mot ytterligare sänkningar är att det från en redan låg nivå endast får begränsade stimulans effekter, samtidigt som de kan hämma det finansiella systemets funktionssätt. Stigande tillväxtdivergens mellan Tyskland och krisländerna gör att räntesänkningar blir ett alltmer trubbigt stimulansverktyg. ECB:s uttalanden om tecken på en stabilisering för Euro-zonens ekonomi indikerar också att centralbanken låter refinansräntan ligga kvar på 1,0 procent. Trycket på ECB att fortsätta sänka räntan har dock ökat den senaste tiden från bl a IMF och OECD. Det är därför inte uteslutet att ECB först avvaktar för att krisländerna inte ska tappa momentum i konsolideringsarbetet och därefter genomför ytterligare räntesänkningar.

Utvecklingen av refinansräntan är dock av mindre betydelse framöver. Som framgår av temaartikeln räknar vi med att ECB agerar på bred front. **ECB:s viktigaste åtgärder, förutom en fortsatt låg refinansränta, i form av 3-årslån och interventioner på krisländernas obligationsmarknader väntas fortsätta.** Temaartikeln beskriver även de faror som den okonventionella penningpolitiken och den kraftiga ökningen av ECB:s balansräkning kan ge upphov till.



## På recessionens rand

- **Inflationen faller under målet**
- **Bank of England stimulerar igen**
- **Sommarspelen ger stimulans**

Recessionen i Euro-zonen i kombination med finanspolitiska besparingsprogram hämmar brittisk ekonomi som balanserar på recessionskanten. Preliminärt föll BNP med 0,2 procent fjärde kvartalet 2011 och tillväxten för helåret uppgick till 0,9 procent, näst lägst i G7 efter Japan. Också 2012 blir ett mörkt år för ekonomin. **Vi spår att BNP växer 0,3 procent 2012 respektive 1,4 procent 2013**; snäppet under såväl konsensus som IMF:s bedömningar. Arbetslösheten, som vände upp i höstas, stiger gradvis till **9 procent i slutet av 2012**.

Under recessionen 2008-2009 föll BNP med drygt 7 procent. Trots att återhämtningen pågått i nio kvartal ligger BNP-nivån 4 procent under den tidigare toppen. Produktionsgapet är enormt; vår bedömning är att BNP-nivån ligger mer än 10 procent under den långsiktiga trenden. Lågt resursutnyttjande i ekonomin i kombination med gynnsamma baseffekter (moms-höjningen 2011 faller ur tolv månaderstalen) talar för en kraftig inflationsdämpning. Inflationen ligger redan en procentenhet under toppnivån på 5,2 procent i september i fjol. **Inflationen halveras och hamnar på 2,5 procent i år och 1,7 procent 2013**, d v s under målet. Dörren för nya kvantitativa stimulanser står på glänt och **Bank of England (BoE) fortsätter obligationsköpen**.

Kombinationen hög inflation i dagsläget, finanspolitiska åtstramningsprogram och stigande arbetslöshet avspeglas i nedpressad framtidstro hos hushållen och svag faktisk konsumtionstillväxt. Efter fallet med 0,6 procent i fjol **fortsätter konsumtionsnivån svagt ned i år**. Först 2013, när lönetillväxten överstiger inflationen igen, vänder det. Huspriserna rörde sig sidledes i fjol. I spåren av högre arbetslöshet finns en påtaglig risk att en ny våg av husprisfall bidrar till en djupare konsumtionsnedgång än i vår prognos.

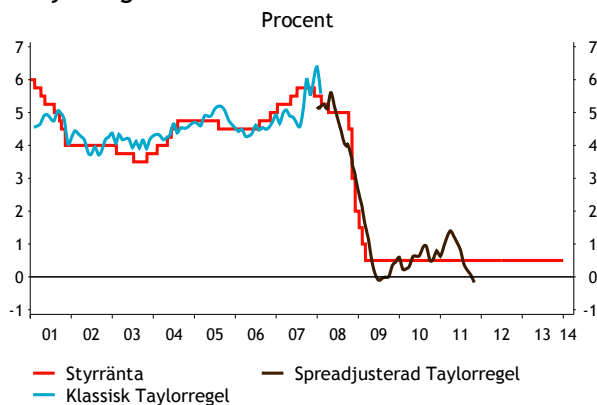
Eftersom Euro-zonen är Storbritanniens viktigaste handelspartner (30 procent av exporten går till regionen) kan inte utrikeshandeln lyfta ekonomin. Trots det **finns ljusglimtar i industrin**; efter att ha legat på recessionsnivåer i höstas steg PMI i tillverkningsindustrin över 50-strecket i januari. Också i tjänste- och byggsektorn pekar förtroendekurvorna uppåt. OECD:s ledande indikator målar samtidigt en mörkare bild. Sammantaget är **indikatorerna förenliga med en stagnerande ekonomi** enligt vår bedömning. De olympiska sommarspelen i London bidrar dock till att hålla uppe tillväxten i

flera sektorer och möjligen är stimulanspotentialen större än vi räknat med i grundprognosen.

Eurokrisen har ökat de politiska spänningarna mellan Storbritannien och Tyskland/Frankrike. De ekonomiska konsekvenserna av detta är svåra att överblicka. Den finansiella sektorn i Storbritannien skulle dock gynnas om Euro-zonen följer Frankrikes linje och inför en skatt på finansiella transaktioner (Tobinska). Också på lite sikt finns skäl till tillväxtoptimism. Den långsiktiga trenden i BNP har varit ungefär densamma sedan 1920-talet, och produktiviteten har alltid återhämtat sig från tidigare chocker. När effekterna av åtstramningsprogram och finansiell oro lättar kan BNP-gapet börja slutas genom en längre period med tillväxt över trend.

**Budgetunderskottet** som beräknas ha uppgått till 8 procent av BNP i fjol, **minskar till 7 respektive 5,3 procent 2012-13 enligt vår prognos**. Åtstramningsdosen motsvarar 1,5 procent av BNP under både 2012 och 2013. Den inslagna vägen – i kombination med en självständig centralbank – har bidragit till att Storbritannien hittills behållit AAA-status i kreditvärdighet samtidigt som många länder i Euro-zonen fått sänkta betyg. Vi räknar med att Storbritanniens kreditstatus består de närmaste åren. Det bidrar till bestående låga statsobligationsräntor i ett klimat med dämpade tillväxtutsikter, låga inflationsförväntningar och fortsatta obligationsköp av BoE. Vår Taylorregel tyder på lika stort stimulansbehov som 2009 när QE1 sjösattes, d v s obligationsköp på motsvarande GBP 200 miljarder. Därmed kan redan annonserade obligationsköp på GBP 125 miljarder under QE2 utökas ytterligare vad det lider. (Centralbanken utökade obligationsköpsprogrammet vid mötet i februari).

### Taylorregeln: samma stimulansbehov som 2009



Pundet har nått den starkaste nivån på nio månader i handelsviktade termer, bl a beroende på att tillväxtutsikterna försvagats relativt mer i Euro-zonen. Sett i ett längre perspektiv är dock pundet kvar nära rekordlåg nivå. Vi räknar endast med små rörelser och **i slutet av 2013 står EUR/GBP i 0,84**.

## Olika förutsättningar ger alltmer splittrad bild

- **Ryssland och Polen visar motståndskraft**
- **Sydöstra Europa pressas av kreditstress i Väst**
- **Valutorna stärks, men skakig utveckling**

Även Östeuropas konjunktur började svikta andra halvåret 2011. I många länder, däribland tungviktarna Ryssland och Polen, inskränker sig dämpningen främst till industrin som möter lägre utländsk efterfrågan. BNP-tillväxten i regionen fortsätter att försvagas men med ett spretigt mönster. **Export och investeringar dämpas, medan konsumtionen hålls uppe relativt väl i många länder.** En relativt låg offentlig skuldsättning - med Ungern på runt 80 procent av BNP som ett undantag - gör att stora budgetunderskott inte behöver korrigeras lika hårt och snabbt som i Västeuropa. Arbetslösheten vänder åter uppåt, men hushållens köpkraft stärks samtidigt av lägre inflation än i fjol.

Den **ekonomiska utvecklingen i Östeuropa** blir alltså **alltmer polariserad**. I grova drag fortsätter de norra delarna att stå emot eurokrisen relativt bra medan delar av den centrala och framför allt södra regionen drabbas hårdare. **Skillnaderna** beror bl a på **exportens storlek samt olika grad av exponering mot banker i Euro-zonen**. Tre grupper kan utkristalliseras vad gäller effekter från eurokris och global avmattning.

**"Minst drabbade"**: Här återfinns **Ryssland** och **Polen**. Exportens andel av BNP är måttliga 30-40 procent. Beroendet av finansiering via Euro-zonens banker (mätt med interbanklån i förhållande till ländernas BNP) är marginellt i Ryssland och måttligt i Polen. Vidare är ländernas valutalån relativt små i förhållande till BNP. Rysk tillväxt dämpas från 4,3 procent 2011 till 3,8 procent 2012, polsk tillväxt från 4,3 till 2,9 procent. Ryssland rider på höga oljepriser och i viss mån även på sommarens WTO-inträde som på sikt stärker utrikeshandel och investeringar. Polsk tillväxt får en extra knuff av fotbolls-EM.

**"Medel-drabbade"**: I denna grupp finns t ex **Baltikum** och **Tjeckien**. Alla har högt exportberoende; Tjeckien därtill är hårt knutet till Tyskland. Detta leder till relativt skarpa tillväxttapp, i Tjeckien från redan låg tillväxt till svag recession. Baltikum har liten finansiering via Euro-zonens banksystem, men stor via det svenska. Länderna är finansiellt mindre såbara än för några år sedan efter korrigerande av obalanser i bytesbalans och lönebildning samt efter stabilisering av banksystem. Tjeckien har en måttlig bankupplåning via Euro-zonen, ungefär i samma nivå vägt mot BNP som Polen.

**"Mest drabbade"**: Här återfinns **Ungern** och **Ukraina** men även t ex **Kroatien**, **Bulgarien** och **Rumänien**. De påverkas i

hög grad via finansiella kanaler. Ungern och Kroatiens banks-ektorer har mycket stor interbankfinansiering via Euro-zonen; även Bulgarien och Rumänien sticker ut här medan Ukrainas exponering är mer måttlig. Ungern och Kroatien väntas få svaga BNP-fall i år medan övriga nämnda når svag tillväxt. Ungern och Kroatien har båda relativt sett stor exportsektor, särskilt Ungern. Det gäller även Ukraina. Alla dessa tre länder är även inne i en svår förtroendekris bland investerare. CDS-priser (som speglar oro för betalningsinställelse) är högt uppdrivna även om de fallit tillbaka något på sistone. Ukraina har moderata obalanser vad gäller nivå på statskuld samt underskott i budget och bytesbalans, men oron grundar sig troligen på den långsiktiga politiska färdriktningen. Den underliggande osäkerheten har spänts på av det senaste årets öppna spänningar i relationerna med IMF och EU. Vi räknar med fortsatt osäkerhet men tror på en överenskommelse mellan Ukraina och IMF innan årets slut. Ungern väntas under de närmaste månaderna komma överens med EU/IMF om ett nytt flerårigt krislån (ett s k Stand-By-lån), något som blir viktigt för omvärldens förtroende då trycket på landet ökar gällande skuldkorrigering och reformer.

**Snabb återhämtning i östvalutor**  
EUR/PLN resp EUR/HUF



Östeuropas valutor föll kraftigt i inledningen av hösten 2011 till följd av allmän riskaversion och växande oro för ungersk kollaps. Senaste två månaderna har det skett en betydande återhämtning med draghjälp av den förbättrade riskaptit som de stora centralbankernas åtgärder i Väst skapar. Zlotyn har återtagit ungefär halva fallet och även forintens har stärkts snabbt. **På kort sikt har risken för en korrektion ökat men därefter väntas Östvalutorna stärkas ytterligare.** Men utvecklingen riskerar bli skakig då konjunkturen är inne i en bromsfas och Euro-zonens skuldcris ännu inte är löst.

## Snabb nedväxling från hög till låg tillväxt

- **Bättre motståndskraft efter stålbadspolitik**
- **Bestående hög arbetslöshet**
- **Lettland inför planenligt euron 2014**

Baltikum har **repat sig väl efter den djupa recessionen 2009**. Detta är i hög grad frukten av **dynamisk och konkurrenskraftig export samt hård budgettätstramning**. Mätt i årstakt började BNP öka i mitten av 2010 och det senaste året har inhemsk efterfrågan börjat haka i den initialt exportdrivna uppgången.

**Obalanserna har minskat påtagligt**. De mycket stora underskotten i bytesbalansen 2007-2008 har i stort sett eliminerats, även om Litauen uppvisar moderata underskott. De temporära problemen med sviktande konkurrenskraft har korrigerats; lönerna växer i måttlig takt efter kraftiga sänkningar i både privat och offentlig sektor 2009-2010. De stora budgetunderskotten i Lettland och Litauen krymper och är i år på väg mot mer hållbara nivåer; länderna har även lyckats stabilisera sina offentliga skulder på måttliga nivåer. Arbetslösheten har gradvis minskat, främst i Estland, även om den ännu är mycket hög och i år väntas plana ut på tvåsiffriga nivåer (11 procent i Estland, 14 procent i Lettland och Litauen). Arbetslösheten är delvis uttryck för utbredda strukturella arbetsmarknadsproblem och är tillsammans med en negativ demografisk utveckling kvarstående svåra utmaningar.

### Offentliga finanser

Procent av BNP

|                        | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------|------|------|------|------|------|------|
| <b>Budgetsaldo</b>     |      |      |      |      |      |      |
| Estland                | 2,4  | -2,9 | -2,0 | 0,2  | 0,0  | -2,5 |
| Litauen                | -1,0 | -3,3 | -9,5 | -7,0 | -4,5 | -3,5 |
| Lettland               | -0,4 | -4,2 | -9,7 | -8,3 | -4,2 | -2,6 |
| <b>Offentlig skuld</b> |      |      |      |      |      |      |
| Estland                | 3,7  | 4,5  | 7,2  | 6,7  | 6,0  | 6,0  |
| Litauen                | 16,8 | 15,5 | 29,4 | 38,0 | 40,4 | 40,6 |
| Lettland               | 9,0  | 19,8 | 36,7 | 44,7 | 44,5 | 44,0 |

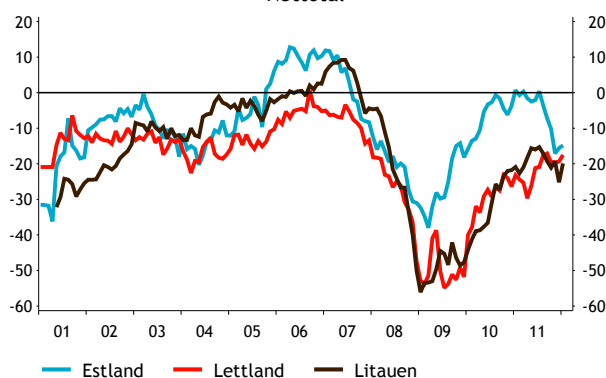
Källa: EU-kommissionen, 2011-2012 SEB prognos

Sammantaget är Baltikums ekonomier nu bättre rustade för att stå emot externa chocker än de var vid den globala kreditkrisen och recessionen 2008-2009. Men det gör dem långt ifrån immuna mot eurokris och global avmattning. Orsaken är **stort exportberoende, främst i Estland och Litauen. BNP-tillväxten får tydliga törnar när exportboomen nu snabbt**

**klings av** på grund av vikande efterfrågan i Västeuropa. Vidare leder ökad osäkerhet till en del uppskjutna investerings- och konsumtionsbeslut, vilket sammantaget bidrar till att bryta återhämtningen på arbetsmarknaderna. De inhemska delarna av ekonomierna har förvisso stabiliserats och stärkts något under det senaste året, men **konsumtion och investeringar har ännu inte riktigt fått upp farten**. Inhemsk efterfrågan hämmas, förutom av hög arbetslöshet, även av en fortsatt privat skuldavveckling samt en trög återhämtning på bomarknader.

EU-kommissionens barometrar visar en viss stabilisering och uppstuds i industrins framtidstro i Estland och Litauen de senaste månaderna efter tidigare skarpa nedgångar sedan i somras. I Lettland, som släpat efter något i konjunkturuppgången, har denna industriindikator backat i små steg utan dramatiska kast. Hushållens framtidstro har bleknat det senaste halvåret, främst i Estland.

### Sviktande konsumentförtroende



Sammanvägt gör vi **ytterligare mindre nedjusteringar av våra tillväxtprognoser** för de baltiska länderna jämfört med *Nordic Outlook*, november 2011. Huvudskälet är sänkta utsikter för Västeuropa. Baltikums ekonomier **växer med 1,5-2,5 procent 2012. En viss återhämtning sker 2013**, men tillväxttakten ligger kvar något under trend. Vi tror fortfarande att alla de tre länderna undgår recession, trots press från sämre export. Det finns **flera positiva motviker** förutom förbättrade fundamenta. Efterfrågan från Ryssland, som utgör ansenliga 10-15 procent av ländernas export och är största marknad för Litauen, är fortsatt god. Cykliskt känsliga bygg- och bomarknader samt investeringar är redan starkt nedpressade efter tidigare korrigeringar. Stålbadpolitiken är över även om Lettland och Litauen i år fortsätter att strama åt budgetarna. Dessutom finns ett uppdämt köpbehov efter krisen.

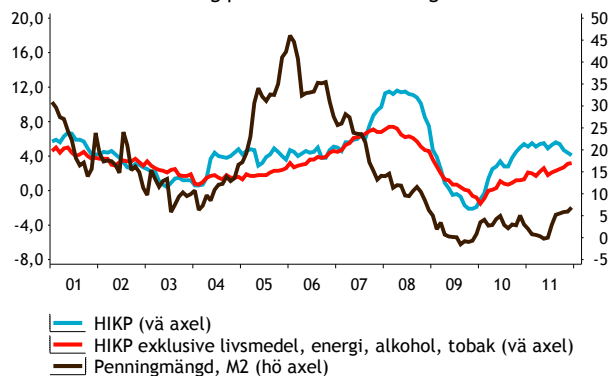
### Estland: Stagflationstendenser

Estlands BNP steg något mer än väntat 2011 och ökade med 7,5 procent, efter en dämpning till 4,0 procent fjärde kvartalet.

Detta var den snabbaste expansionen i EU och en rejäl acceleration från 2,3 procent 2010. En häftig rekyl står dock för dörren i Estland, där exporten motsvarar så mycket som ca tre fjärdedelar av BNP, med tung exponering mot Finland och Sverige. Redan i slutet av förra året noterades en sättning i exporten till Västeuropa samtidigt som detaljhandels tillväxt mattades av. Barometrar pekar mot fortsatt snabb inbromsning i ekonomin. **BNP ökar med 1,5 procent 2012 och 2,5 procent 2013.** Detta får implikationer på arbetsmarknaden. Den exportledda höga jobbtillväxten klingar av och nedgången i arbetslösheten bryts.

Trots klart lägre aktivitet biter sig **inflationen fast på relativt hög nivå**; 4,0 procent i år och 5,0 procent 2013. Under 2011 var inflationen 5,1 procent efter en dämpning i slutskedet. Prisuppgångarna drevs främst av livsmedel och drycker samt energiposter som el, bränsle och uppvärmning. Men priserna steg även inom andra områden. Kärninflationen, som rensas för energi, livsmedel, alkohol och tobak, steg från en årstakt om drygt 2 procent i somras till drygt 3 procent i december. Dessa utbredda inflationstendenser är oroande med tanke på att BNP först nästa år väntas vara tillbaka till nivån före krisen 2008 och att lönerna ökar i en måttlig takt som är förenlig med produktivitetstillväxten. I den lilla estniska ekonomin har inflationen visat sig ha en relativt stark koppling till penningmängdens förändring. Penningmängden har också stegrats på sistone, men någon stor snabb acceleration är inte att vänta 2012 när kredittrycket förblir svagt. Penningmängdstillväxten kan dock bli en mer allvarlig inflationsfaktor på sikt när ekonomin och kreditefterfrågan åter varvar upp; då kan stabilitet och konkurrenskraft hotas.

**Estland: Penningmängd påverkar inflation**  
Årtlig procentuell förändring



## Lettland: Inför euro 2014

Lettlands BNP växte något starkare än väntat i fjol, med 5,0 procent, efter en gradvis ökning i takten till 5,7 procent tredje kvartalet följt av en viss dämpning mot slutet av året. Växande investeringar gav det största tillväxtbidraget, medan nettoexporten var negativ på grund av visst uppsving i importen. Ekonomin kommer nu att bromsa in men i en mjukare grad än i Estland och Litauen. Det beror dels på att Lettland är mindre exportberoende (med en exportandel på knappt 50 procent av BNP), dels på en god rysk transithandel. Även byggandet fortsätter att utvecklas väl. **BNP-tillväxten mattas till 2,5 pro-**

**cent i år och stiger till 4,0 procent 2013.** Uppväxlingen beror delvis på ökade investeringar inför en väntad euro-anslutning 2014. Inflationen som steg till 4,2 procent i fjol faller tillbaka till cirka 2,4 procent i år och underliggande inflation förblir dämpad.

2012 blir sista året i en flerårig tuff finanspolitisk åtstramningsprocess. Budgetunderskottet minskar från 4 procent av BNP 2011 till drygt 2,5 procent i år. Därmed **klarar Lettland att kvala in för euron 2014** i den utvärdering som väntas ske av EU/ECB våren 2013. Vår prognos är att även andra krav som låg inflation nås. Budgeten för 2012 antogs av parlamentet med samma underskotts- och tillväxtantaganden som i vår prognos. Skulle budgetutvecklingen bli sämre vidtar regeringen ytterligare åtgärder.

## Litauen: Balanserad men tydlig avmattning

Litauens tillväxt uppgick i fjol till 5,8 procent. Växtkrafterna var balanserade, med en viss positiv överraskning gällande privat konsumtion och negativ dito för den måttliga investeringsuppgången. Tillväxten sjunker i år när den externa efterfrågan går ned och finanspolitiken stramas åt efter relativt neutral politik 2011. På utgiftssidan sker nedskärningar på bred front. Inkomstsidan stärks bl a av en ny skatt på "lyxfastigheter" samtidigt som hotellmomsen höjs. **BNP-tillväxten stannar i år på 2,0 procent, för att ta sig något till 3,0 procent 2013.** Den i hög grad energi- och livsmedelsdrivna inflationen på 4,1 procent förra året dämpas till 2,5 procent i år och stiger sedan till 3,0 procent 2013.

Stramheten i 2012-budgeten var något överraskande, men regeringen får likväl svårt att pressa ned offentliga underskottet från ca 4,5 procent av BNP i fjol till målsatta 3 procent av BNP. För att klara målet kan nya skattehöjningar bli aktuella, trots att detta kan bli impopulärt för regeringen inför höstens val.

Regeringen siktar på euro-anslutning 2014. Vår bedömning är att det kan bli svårt att uppfylla både budget- som inflationskriterierna under det närmaste året för kvalifikation redan 2014 och tror att **Litauens euromedlemskap dröjer till 2015.** Regeringen är likväl mån om att bringa ned budgetunderskottet till 3 procent av BNP i år för att inte bryta mot EU:s underskottsregler. Dessutom vill regeringen signalera till kapitalmarknaden att Litauen är på fortsatt rätt spår och verkligen vill bringa de offentliga finanserna under kontroll. Det faktum att budgetunderskottet ännu är stort och att offentlig skuld skiftat upp en hel del (från 16 procent av BNP 2008 till ca 40 procent av BNP) gör Litauen beroende av hyggliga upplåningsvillkor på marknaden. Litauen genomförde i slutet av januari en lyckad och klart övertecknad obligationsemission. Målet är att fortsätta låna via marknaden, men Litauens finansminister samt centralbankschef signalerade i slutet av förra året att landet kan komma att ansöka om ett speciallån från IMF om smittan från eurokrisen på litauiska obligationsräntor, som hittills varit måttlig, skulle tillta påtagligt och ge alltför höga lånekostnader på marknaden.



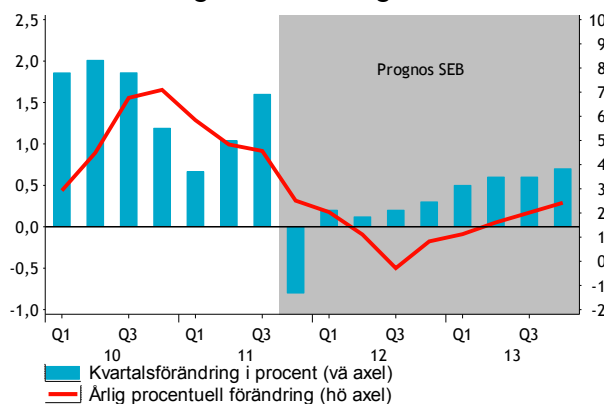
## Kronan förstärks trots kraftig avmattning

- **BNP föll fjärde kvartalet 2011**
- **Arbetsmarknaden försvagas gradvis**
- **Bostadspriserna faller 10 till 15 procent**
- **Kronförstärkning trots lågkonjunktur**
- **Försiktigt expansiv finanspolitik**

Sverige dras nu tydligt med i den internationella nedgången. En kraftig exportavmattning i kombination med att hushållen pressas av fallande bostadspriser bidrar till att BNP väntas ha fallit med nästan 1 procent under fjärde kvartalet 2011. Nedgången är till viss del en reaktion på ett mycket starkt tredje kvartal, men bekräftar ändå bilden av **en tydlig lågkonjunktur under 2012**. Vi räknar med att **BNP i genomsnitt växer med 0,5 procent 2012 för att sedan stiga 1,7 procent 2013**; fortfarande under trend.

Stigande arbetslöshet och lågt inflationstryck gör att **Riksbanken fortsätter sänka räntan till 1,00 procent i juli i år** för att sedan ligga kvar på den nivån åtminstone till slutet av 2013. En strävan efter att värna den starka budgeten i kombination med ett komplicerat parlamentariskt läge gör att regeringen går försiktigt fram med skattesänkningar de närmaste åren. Finanspolitiken inriktas i högre grad mot arbetsmarknadspolitik och kommunsatsningar. Till skillnad från situationen i många länder blir **finanspolitikens inriktning svagt expansiv**. Detta bidrar till att en recession kan undvikas och att svensk ekonomi växer i takt med andra länder i Nordeuropa såsom Storbritannien, Tyskland, Danmark och Finland.

### Svag BNP-utveckling 2012



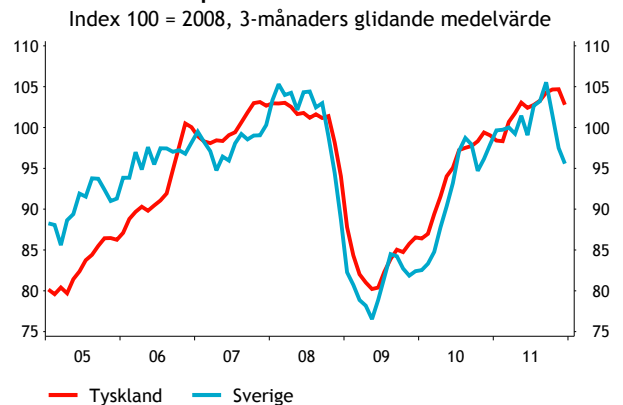
Källa: SCB, SEB

### Exporten bromsar tvärt

**Det kraftiga fallet i varuexporten under slutet av 2011 illustrerar riskerna för en mycket svag exportutveckling under 2012.** Signalerna inom tillverkningsindustrin är dock blandade. Sentimentsindikatorer för industrin har stabiliserats

de senaste månaderna i linje med omvärldsutvecklingen. Inköpschefsindex har till och med stigit över expansionsnivån 50. Den relativt stabila utvecklingen för den tyska exporten, som historiskt samvarierat starkt med den svenska, tyder också på att fallet under det fjärde kvartalet överdriver den underliggande trenden. Vi räknar därför med en viss återhämtning i början av 2012. Att PMI inom tillverkningsindustrin i Sverige och Tyskland har fortsatt att samvariera stödjer denna tolkning. Prognosen för exporten har dock justerats ned och vi räknar med att varuexporten faller med omkring 1 procent 2012. Svagt stigande tjänsteexport gör att exporten totalt blir oförändrad.

### Exporten har bromsat in

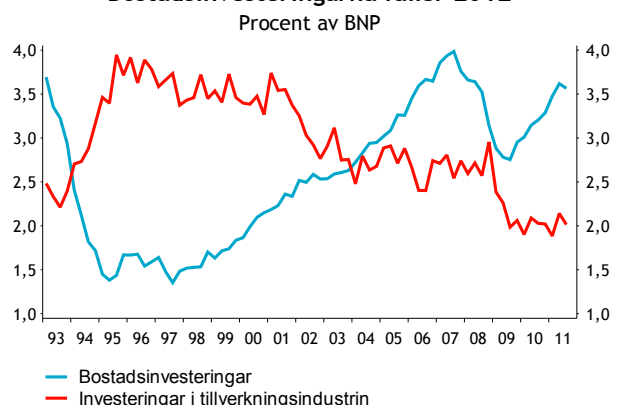


Källa: SCB, Deutsche Bundesbank

### Industriinvesteringarna planar ut

Enligt SCB:s enkät från oktober planerade industriföretagen för relativt stora investeringsökningar 2012. Trots vikande konjunktutsikter planerar industriföretagen att öka investeringarna med sju procent. I en miljö präglad av vikande efterfrågan och ökad osäkerhet kommer antagligen en del investeringar att ställas in eller senareläggas. Att nivån fortfarande är nedpressad efter det stora fallet 2009 talar dock emot en förnyad nedgång. Vi räknar därför med att industriinvesteringarna planar ut i år.

### Bostadsinvesteringarna faller 2012



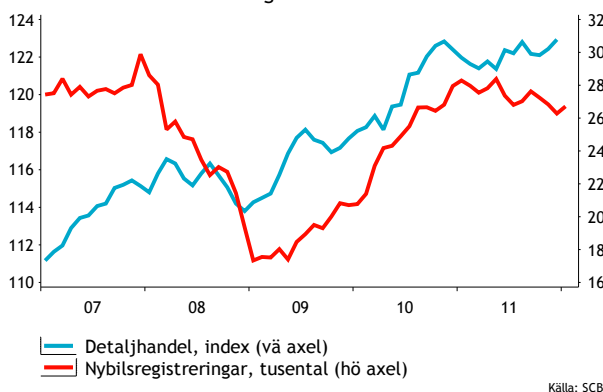
Källa: SCB

Bostadsinvesteringarna har på ett och ett halvt år återtagit hela fallet från 2008, främst beroende på stimulans från införandet av ROT-avdraget 2009. Även nyproduktionen har återhämtat sig något, främst beroende på ökat byggande av bostadsrätter. En mycket lång period med låg bostadsproduktion talar för att byggandet kan hållas uppe. Å andra sidan hämmas utvecklingen av fallande bostadspriser och riskerna för en rekyl nedåt efter den mycket snabba uppgången i ROT-sektorn. Ett minskat antal nystartade lägenhetsbyggnationer under tredje kvartalet tyder på att de negativa krafterna överväger och bostadsinvesteringarna väntas falla med totalt 15 procent 2012. Sammantaget innebär detta att **investeringarna är oförändrade 2012 och ökar med 3 procent 2013.**

## Konsumtionen saktar in

Efter ett starkt första halvår planade detaljhandeln och nybilsregistreringar ut under hösten, vilket bidragit till en svag konsumtionsutveckling. Kortsiktsindikatorerna är blandade; signalerna från detaljhandeln är fortsatt svaga medan hushållsförtroendet vänt upp något i spåren av återhämtningen på börsen. Låg inflation och snabbare lönetillväxt gör att **hushållens köpkraft ökar med 2 procent per år** i reala termer, trots att sysselsättningen faller tillbaka en del. Den gynnsamma inkomstutvecklingen och en i utgångsläget hög sparkvot bidrar till att en konsumtionsnedgång undviks, trots svag arbetsmarknad och vikande bopriser.

**Fortsatt konsumtionsuppgång**  
3 månaders glidande medelvärde



## Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

|                | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------|------|------|------|------|
| Konsumtion     | 3,7  | 2,0  | 0,8  | 1,5  |
| Inkomster      | 1,6  | 3,0  | 2,2  | 2,1  |
| Sparkvot, nivå | 10,6 | 11,5 | 12,5 | 13,0 |

Källa: SCB, SEB

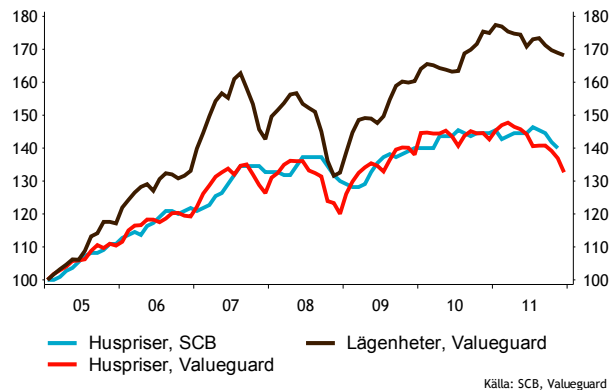
## Bostadspriserna fortsätter nedåt

De flesta indikatorer tyder på ett tydligt bostadsprisfall. Nedgången hittills ligger runt 5 procent enligt SCB:s småhusbarometer, medan fallet för bostadsrätter har varit något större. Under början av 2012 har vissa kortsiktiga indikatorer som t ex SEB:s boprisindikator stabiliserats; dock på en nivå som tyder på fortsatta prisfall. **Vi står fast vid vår prognos om ett ackumulerat fall på 10-15 procent under perioden 2011-2013.** Stannar priset i denna storleksordning tyder erfarenheter på att det är möjligt att undvika en negativ spiral med fallande

konsumtion, ytterligare försvagning på arbetsmarknaden och ökande påfrestningar på banksystemet. Riskerna för ett större prisfall är dock uppenbara; erfarenheter från andra länder tyder på att en mjuklandning för bostadspriserna med en så måttlig nedgång är ovanligt.

## Fortsatt fallande bopriser

Index 100 = 2005

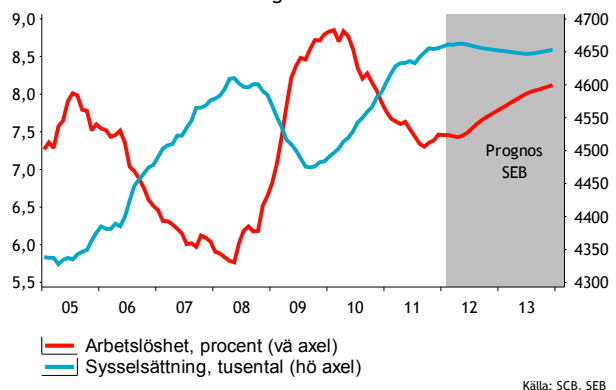


## Arbetslösheten börjar stiga i vår

Konjunkturvägningens effekter på arbetsmarknaden är än så länge måttliga. Arbetslösheten planade ut under slutet av 2011. I första hand berodde detta på att arbetsutbudet ökat mer än förväntat. Samtidigt har sysselsättningen fortsatt att stiga, om än i en långsammare takt. Kortsiktiga indikatorer, såsom antalet lediga platser vid arbetsförmedlingen och företagens anställningsplaner, tyder på att dessa trender fortsätter de närmaste månaderna. En BNP-tillväxt långt under trend talar dock för att sysselsättningen så småningom vänder nedåt och vi räknar med att **arbetslöshetsnivån gradvis stiger med ungefär 1 procentenhet till drygt 8 procent mot slutet av 2013.**

## Arbetslösheten stiger gradvis

Tre månaders glidande medelvärde



## Avtalsrörelsen kommer således att genomföras i ett klimat med gradvis försvagning på arbetsmarknaden.

De viktiga avtal som slöts för industrin i slutet av 2011 gav en annualiserad löneökningstakt på 2,6 procent under en 14-månadersperiod. De avtalade lönerna kommer antagligen att bli något högre i inhemska sektorer med historiskt låg löneglidning såsom handel, restaurang och offentlig sektor. Förhandlingarna är nu inne i ett skede då tonläget mellan parterna är ganska hårt. Vi tror dock inte att det blir några omfattande konflikter utan att de senaste 20 årens relativa lugn på arbetsmarknaden består.

Profilen med lönejusteringar under andra halvåret 2011 driver upp de genomsnittliga löneökningarna i år. Vår prognos på löneökningar på 3,5 procent under 2012 verkar dock fortsatt rimlig. Högre arbetslöshet talar för att löneökningstakten faller tillbaka något under 2013.

### Arbetsmarknad

Procentuell förändring

|                     | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------|------|------|------|------|
| Sysselsättning      | 1,0  | 2,1  | 0,3  | -0,2 |
| Arbetsutbud         | 1,1  | 1,2  | 0,4  | 0,3  |
| Arbetslöshet (nivå) | 8,4  | 7,5  | 7,6  | 8,0  |
| Medelarbetstid      | 0,8  | -0,4 | 0,2  | 0,2  |
| Produktivitet, BNP  | 3,4  | 2,5  | -0,1 | 0,7  |

Källa: SCB, SEB

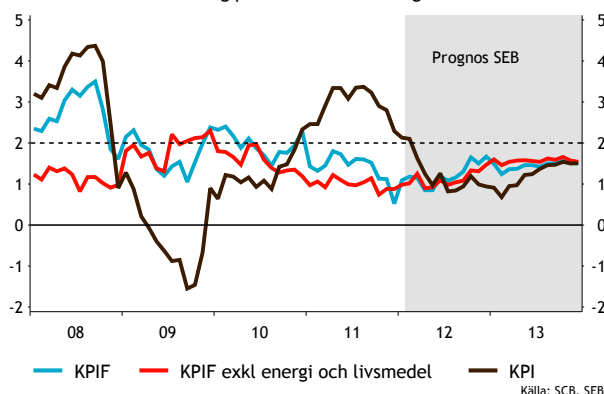
### Lägre KPI-inflation och KPIF under målet

KPI-inflationen vände kraftigt nedåt i slutet av 2011 och låg i december strax över 2 procent. Nedgången har drivits av avklingande baseeffekter från förra årets uppgång i energipriser och boräntor. Den underliggande inflationen har visat en fallande trend under hela 2011. Såväl KPIF, där effekter av ränteförändringar exkluderas, och kärninflationen, där också effekter av energi och livsmedel tas bort, understiger 1 procent.

**Inflationen förblir låg de närmaste åren och kommer att ligga klart under 2 procent.** Riksbankens räntesänkningar gör att boräntekomponenten under 2012 slår om och pressar KPI-inflationen under 1 procent i mitten av året. Snabbare löneökningar och avtagande nedåtryck av den kraftiga kronförstärkningen 2010 medför att den underliggande inflationen stiger svagt. KPIF-inflationen ligger dock klart under 2 procent de närmaste åren.

### Låg inflation framöver

Årtlig procentuell förändring



Ett markant omslag i råvaru- och energipriserna utgör den största nedåtrisen för inflationen det närmaste året. Råvarupriserna har dock stabiliserats de senaste månaderna och riskerna för oljepriset ligger nu snarast på uppsidan med tanke på utvecklingen i Irankonflikten. Sammantaget innebär det att **riskbilden för inflationsprognosen är mer balanserad än under slutet av 2011.**

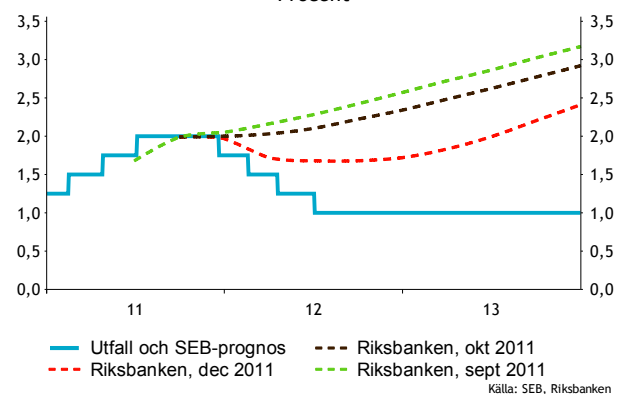
### Riksbanken fortsätter sänka

Riksbanken sänkte räntan med 25 punkter till 1,75 procent i december. Samtidigt presenterades en reporäntebana som

endast indikerar 30 procents sannolikhet för ytterligare en sänkning. **Mycket talar ändå för att Riksbanken kommer att sänka igen.** Vår bedömning är att Riksbanken behöver justera prognoser för BNP och arbetsmarknaden i mer negativ riktning. Även med relativt små justeringar blir det ändå allt tydligare att svensk ekonomi de närmaste åren kommer att präglas av ett resursutnyttjande långt under det normala samt en inflation klart under målet. I en omvärld med exceptionellt låga styrrentor är det därför **svårt att se hållbara motiv för att Riksbanken ska avstå från ytterligare sänkningar.** Vår prognos är att **Riksbanken kommer att sänka räntan vid varje möte under första halvåret 2012 till 1,00 procent i juli.**

### Riksbankens reporänta

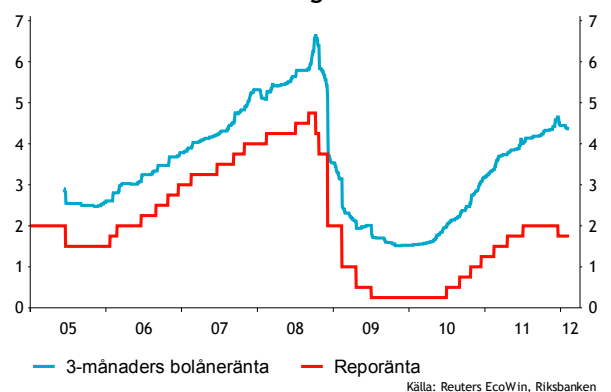
Procent



### Svagt fallande boräntor

Riksbankens räntesänkningar mildrar konsekvenserna på bostadsmarknaden av stigande arbetslöshet. Det **tidigare starka sambandet mellan reporänta och boräntor har dock försvagats** de senaste två åren vilket minskar penningpolitikens effektivitet. Förklaringen till den ökade skillnaden mellan reporänta och rörliga boräntor är flera. Skillnaden mellan statslåneräntor och bankernas upplåningskostnader har stigit betydligt för både korta och långa löptider. Dessutom har reglerna för hur bankerna ska refinansiera bolån ändrats. Detta har lett till att bankerna finansierar rörliga bolån med upplåning på längre löptider än tidigare, vilket lett till högre upplåningskostnader. Därtill har bankerna höjt sina marginaler.

### Sambandet mellan repo- och boräntor har försvagats

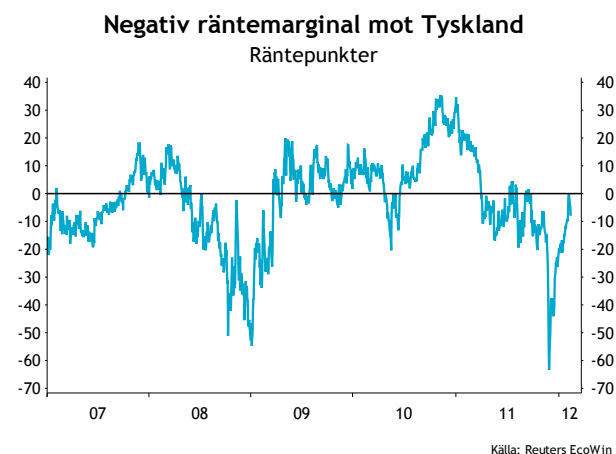


Mycket talar dock för att spreaden mellan statslåneräntor och hushållens bolåneräntor har kulminerat. Orsaken är främst att skillnaden mellan statslåneräntor och bostadsobligationer inte kommer att stiga mer utan snarare falla tillbaka. Vår prognos

är att de korta bolåneräntorna faller något mer än reporäntan under det närmaste året. Utvecklingen under den senaste månaden stöder denna bedömning.

## Har Sverige blivit en safe haven?

Den senaste tidens finansiella utveckling reser frågan i vilken grad **Sverige håller på att omvärderas till safe haven-ekonomi**. Typexempel som Japan och Schweiz präglas av apprecierande valuta samt en extra stark räntepress nedåt i oroliga tider. Det senaste året har vi sett en tydlig tendens till att starka svenska statsfinanser i kombination med en egen nationell centralbank bidragit till ett investerarintresse från omvärlden, inte minst från centralbanker. Detta har skapat ett nedåtryck på framförallt långa obligationsräntor, medan utvecklingen på valutasidan inte har varit lika tydlig.



Ända sedan hösten 2010 har den svenska räntemarginalen mot Tyskland visat en fallande trend. I november nådde den negativa räntemarginalen mot Tyskland en rekordnivå på över 60 räntepunkter. Den exceptionella nivån var dock i hög grad en konsekvens av en uppgång i den tyska räntan i samband med en förtroendekris kopplad till problemen med en nyemission av statsobligationer. Därefter har räntemarginalen åter sjunkit i en miljö med starkare riskaptit. Framöver talar ett lågt utbud samt internationella aktörers stigande intresse för att investera också i mindre länder med AAA-status för att **räntemarginalen mot Tyskland förblir negativ**. I en miljö med svagt stigande internationella räntor innebär det att den svenska 10-årsräntan ligger på 2,10 procent i slutet av 2012 och på 2,45 i slutet av 2013.

## Potential för ännu starkare krona

Kronan har det senaste kvartalet stärkts gentemot euron trots dystra tillväxtutsikter. Den ökade stabiliteten som kontrasterar tydligt mot utvecklingen 2008-2009 har flera förklaringar. Sveriges AAA-status gör att globala förvaltare fortsätter att söka kronplaceringar som ett alternativ till de mera etablerade reservvalutorna. En annan förklaring är att svenska exportföretags valutasäkringar, som tidigare varit en viktig drivkraft till kronans konjunkturkänslighet, håller på att förändras. Företagen tycks i allt mindre grad valutasäkra och när detta sker görs det med kortare löptid.

Frågan är nu hur långt omvärderingen av kronan i safe haven-riktning kan gå. En viktig drivkraft för safe haven-valutor är t

ex att inhemska investerare väljer att ta hem tillgångar i osäkra tider. Stora bytesbalansöverskott sedan 1995 indikerar att Sverige bygger upp stora tillgångar i omvärlden, vilket lett till påtagligt stigande faktorinkomster. Bilden kompliceras dock av att den officiella statistiken fortfarande visar att utlandsställningen är negativ. Svensk industris relativa konjunkturkänslighet talar också mot en omvärdering liksom den låga likviditeten i kronan.

Sverige har således en bra bit kvar innan de problem med valutappreciering uppåt till extrema nivåer i orostider som Japan och Schweiz möter blir en allvarlig huvudvärk. Ändå tycks mönstret med kronförsvagningar vid konjunkturedgångar vara brutet. Vi räknar därför med att kronan kan fortsätta att stärkas trots stagnationen i ekonomin. **I slutet av 2013 står EUR/SEK i 8,40**. En trendmässig förstärkning av dollarn mot euron gör dock att USD/SEK rör sig sidledes och står i slutet av 2013 i 7,00.

## Statsfinanser pressas av sämre konjunktur

Efter två år (2010-2011) med i stort sett balans eller överskott i det offentliga saldot kommer det ner under noll 2012 och 2013. Underskottet är dock litet och med hänsyn tagen till konjunkturläget är det offentliga saldot väl i linje med 1-procentsmålet.

Överskottet i statsbudgeten blev 2011 68 miljarder kronor men konjunkturutvecklingen gör att det i år och nästa år faller ner mot noll. En försämring på både inkomst- och utgiftssidan ligger bakom utvecklingen. Vi räknar fortsatt med att den osäkra finansiella miljön gör att planerna för utförsäljning av statliga företag ligger på is under prognosperioden, trots den allra senaste tidens stabilisering på aktiemarknaden. **Sammantaget blir det statliga överskottet 5 respektive 2 miljarder kronor 2012 och 2013**.

Det marginella underskottet i offentlig sektor i kombination med att en recession undviks gör att både offentlig skuld och statsskulden fortsätter att falla som andel av BNP, om än i något långsammare takt. **Mot slutet av 2013 ligger den offentliga skuldkvoten strax under 35 procent av BNP och statsskulden strax över 30 procent av BNP**. Den offentliga skuldkvoten är låg både i ett internationellt perspektiv och historiskt i ett nationellt perspektiv.

### Offentliga finanser

Procent av BNP

|                            | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|----------------------------|------|------|------|------|
| Finansiellt sparande       | 0,0  | 0,3  | -0,4 | -0,3 |
| Offentlig skuld            | 39,0 | 36,4 | 35,6 | 34,4 |
| Statsskuld (okonsoliderad) | 35,9 | 33,2 | 32,5 | 31,4 |
| Statens lånebehov, mdr     | 1    | -68  | -5   | -2   |

Källa: SCB, SEB

## Försiktigt expansiv finanspolitik

Regeringen har hittills valt att prioritera starka offentliga finanser och **behovet av säkerhetsmarginaler framför efterfrågestimulanser som skulle mildra konjunkturedgången**. Starka offentliga finanser har också varit en bidragande orsak till det ökade intresset från omvärlden för finansiella investe-



ringar i Sverige. Med tanke på hur mycket politisk prestige som har investerats i finanspolitiskt ansvarstagande är det svårt att tro på en tydlig omsvängning av finanspolitiken i mer expansiv riktning. Benägenheten till försiktighet stärks också av oenighet inom alliansregeringen om vilka åtgärder som verkligen ska prioriteras.

I en miljö med vikande konjunktur och stigande arbetslöshet kommer dock kritiken från oppositionen att växa och bli svårare att hantera. Inte minst gäller detta mot bakgrund av internationella rekommendationer att länder med budgetutrymme och stora överskott i bytesbalansen bör bidra till global stabilitet genom att lätta på de finanspolitiska kranarna. Även inom alliansregeringen lär den försiktiga politiken skapa spänningar, speciellt med tanke på det svaga opinionsläget för Centerpartiet och Kristdemokraterna.

Ytterligare skattesänkningar lär bli extra kontroversiella fram till valet 2014. Med nya partiledare för Socialdemokraterna, Mil-

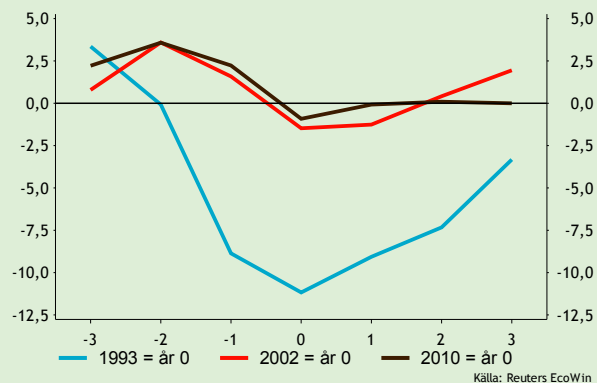
jöpartiet och Vänsterpartiet kommer oppositionen troligen att höja tonläget i den politiska debatten och positionera sig med nya politiska agendor som sätter press på regeringen. För att slippa nederlag i riksdagen kan regeringen komma att inrikta sig på en okontroversiell politik med måttliga stimulanser på områden som oppositionen får svårt att motsätta sig. Med stöd av Miljöpartiet kan regeringen eventuellt driva igenom sänka skatter för småföretagare i utbyte mot t ex höjda energiskatter.

Sammantaget bygger vår prognos på antagandet att ytterligare 5 miljarder i reformer i presenteras i Vårpropositionen med inriktning på arbetsmarknadspolitik och utbildning. I höstens budgetproposition räknar vi med ytterligare 15 miljarder kronor i stimulans, jämnt fördelat mellan skattesänkningar och utgiftsökningar. Totalt sett innebär det att **finanspolitiken blir svagt expansiv 2012 och 2013, motsvarande 0,2 respektive 0,3 procent av BNP.**

### Hur känsliga är egentligen de offentliga finanserna?

En stor offentlig sektor har traditionellt gjort att de svenska offentliga finanserna varit relativt konjunktorkänsliga. På senare år har dock förändringar i utgifts- och inkomstsystem minskat känsligheten något. Enligt en tumregel från OECD försvagas det finansiella sparandet med 0,5-0,6 procentenheter vid en nedgång i BNP på 1 procent. Känsligheten beror dock på vilka delar av efterfrågan och produktion som påverkas. Beror BNP-fallet på minskad export eller produktion med liten påverkan på arbetsmarknaden blir effekten mindre än om högt beskattad inhemsk efterfrågan eller arbetsintensiv produktion påverkas. Den konjunkturedgång vi förutser under prognosperioden ger budgeteffekter som ligger i linje med OECD:s huvudregel för Sverige. Den stora risken för sämre offentligfinansiell utveckling är kopplad till att ett kraftigt prisfall på bostadsmarknaden skulle sätta inhemsk efterfrågan och arbetsmarknad under press. En ytterligare försvagning av omvärldskonjunkturen som främst får konsekvenser för exportindustrin skulle få mindre påverkan.

Finansiellt sparande vid konjunktursvängningar  
Procent av BNP

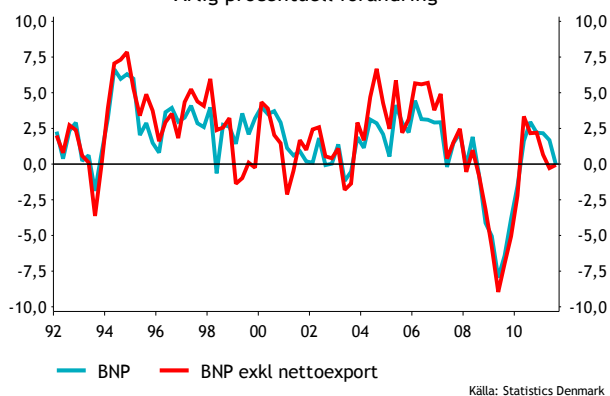


## Finanspolitiken enda drivkraften bakom tillväxten 2012

- **Svag export och konsumtion**
- **Finanspolitiken mindre expansiv än väntat**
- **Privat skuldkonsolidering fortsätter, gott utgångsläge att ta hand om effekterna**

Danska ekonomin går knaggligt. Tillväxttakten sjönk andra halvåret 2011 då exporten rasade och både privat och offentlig konsumtion minskade. Vår bedömning är att **ekonomin växer med 0,5 procent 2012 med expansiv finanspolitik som dragkraft**. En beskedlig återhämtning äger rum 2013 med en tillväxt på 1,4 procent.

### Svag export och konsumtion drar ner tillväxten

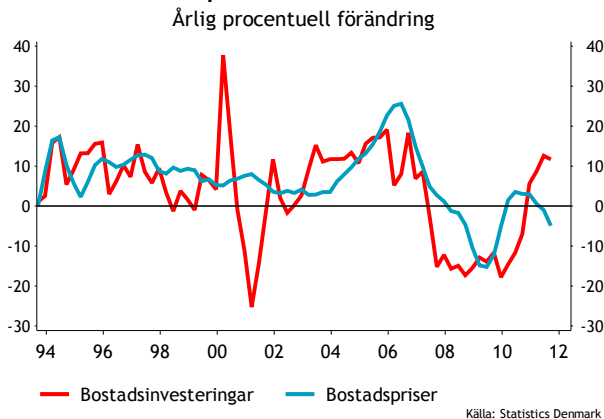


### Fortsatt svag privat konsumtion

Privat konsumtion fortsatte att falla under tredje kvartalet och detaljhandeln utvecklades svagt, hämmad av svag sysselsättningsutveckling. De löneavtal som sluts den närmaste tiden ser ut att cementera de senaste årens svaga löneutveckling. Fallande konsumentförtroende ger signaler om fortsatt svag konsumtionsutveckling. Lägre räntor på bostadslån är en faktor som verkar åt andra hållet; bolåneräntorna har följt styrräntorna ned under andra halvåret 2011. Dessutom kommer en engångseffekt av pensionsreformen att stötta konsumtionen i år.

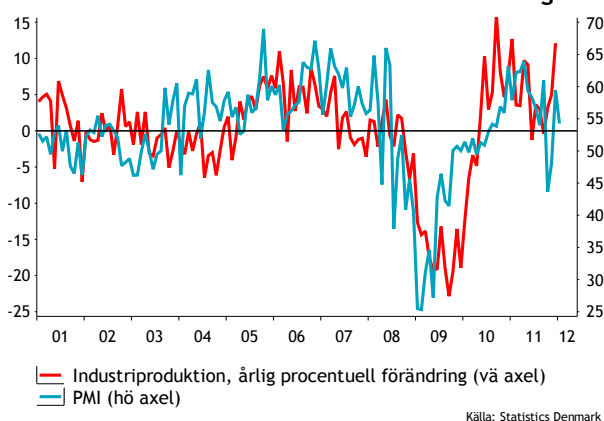
Efter en kraftig investeringsuppgång under andra kvartalet var företagen försiktiga under tredje kvartalet. Företagen väntas förbli i ett vänta-och-se läge tills den globala tillväxten bottnat. Byggnadsinvesteringarna återhämtade sig första halvåret 2011, men därefter har aktiviteten i **byggnadssektorn vänt ned och huspriserna har börjat falla igen**.

### Bopriserna faller åter



Inköpschefsindex (PMI) har återhämtat sig i linje med globala trenden och **tillverkningsindustrin har återhämtat sig**. Utveckling understryker skillnaderna i dynamiken på kort och medellång sikt. I slutändan kommer sannolikt en svagare underliggande trend att få genomslag under det andra kvartalet 2012.

### Produktionen i industrin har återhämtat sig

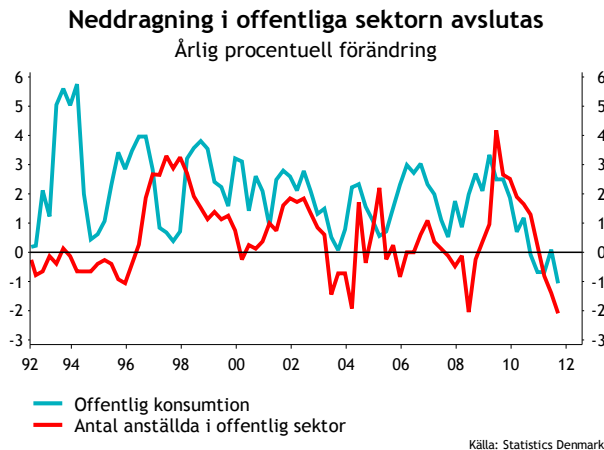


### Finanspolitiken mindre expansiv än väntat

Efter en åtstramning under 2011 väntas finanspolitiken i år ta över som drivkraft för tillväxten, bl a genom offentliga investeringar och en engångseffekt av pensionssystemreformen. Men **stimulansen ser ut att bli mindre än vi bedömt tidigare** och följaktligen revideras prognosen för konsumtion och investeringar ned jämfört med *Nordic Outlook* november.

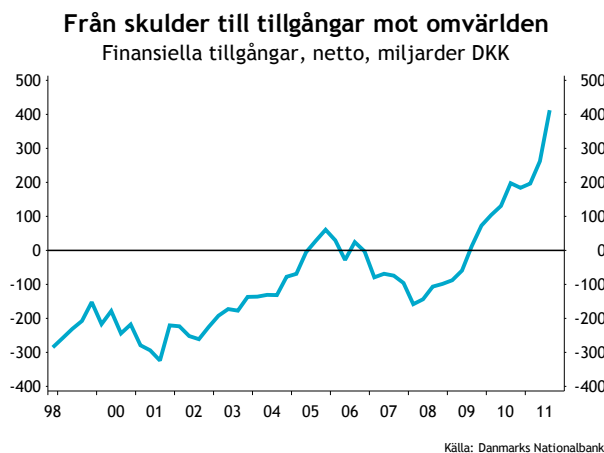
**Underskottet i de offentliga finanserna 2011 verkar bli betydligt lägre än regeringen tidigare aviserat** och kan bli lägre än EU:s underskottskriterium på 3 procent av BNP. Skälet är att skatteintäkterna varit högre än väntat på grund av kapitalvinster i pensionssystemet. Regeringens prognos

innebär att underskottet stiger till 5,5 procent av BNP 2012, men de senaste åren har det funnits en tydlig tendens till att överskatta underskottet. Vi räknar inte med att ett stigande underskott ska oroa de finansiella marknaderna givet stora överskott i bytesbalansen (7 procent av BNP 2012) och den låga offentliga skulden i förhållande till BNP (kring 45 procent).



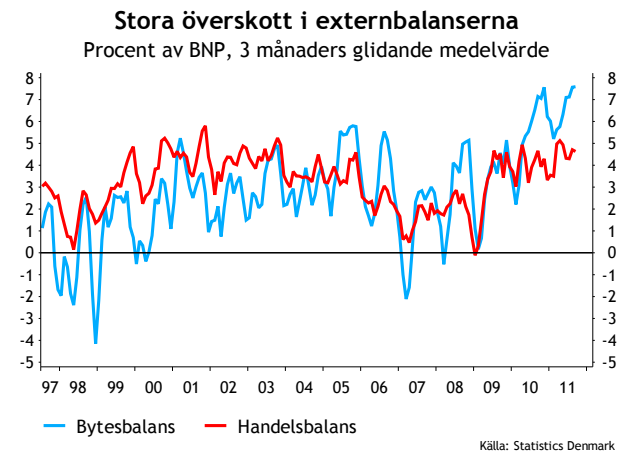
### Hushållens skuldkonsolidering fortsätter

**Hög skuldsättning för hushållen i kombination med fallande huspriser hämmar tillväxten.** Stramare villkor för bankkrediter påverkar också. Bankpaket 4, som ska underlätta konsolidering innan konkurser sker, har använts vid sammanslagningen av de regionala bankerna Vestjysk Bank och Aarhus Lokalbanc. Finansinspektionen har varnat för att ett antal mindre banker – motsvarande tre procent av sektorn – riskerar att bli insolventa inom 12 till 18 månader. Fortsatt konsolidering i banksektorn förväntas.



I motsats till de flesta andra europeiska länder är Danmark väl positionerat för att klara problemen. Landet har numera en nettofordran gentemot utlandet och staten har finansiella tillgångar som motsvarar den utstående skuldstocken. Vidare är hushållens nettoposition i finansiella tillgångar respektabel i internationell jämförelse. Följaktligen handlar hushållens skuldproblematik i första hand om fördelning inom hushållssektorn. Hushållens tillgångar är huvudsakligen uppbundna i framtida pensioner medan skulderna i huvudsak handlar om bostadslån med löpande skuldtjänst (räntor samt amortering). Men det handlar inte nödvändigtvis om samma individer. Fram tills dess att hushållens skuldsättning har anpassat sig till lägre bostadspriser kommer det finansiella

systemet att vara känsligt för chocker. Låga bostadsräntor gör problemet mindre akut, men anpassningsprocessen – även om den skulle gå smidigt – kommer att ha negativ effekt på efterfrågan flera år framöver.

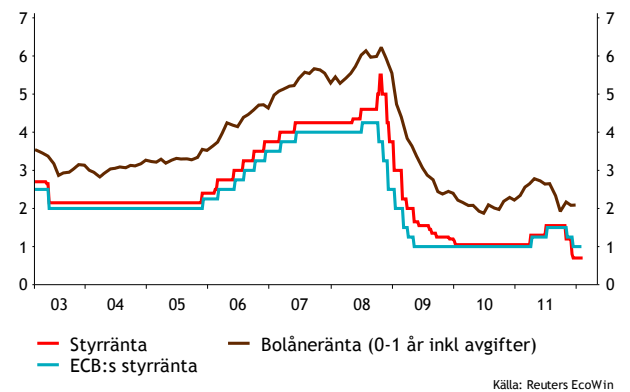


### Danska kronen under positivt tryck

På senare tid har kombinationen av ett stort överskott i bytesbalansen och finansiell oro i Euro-zonen medfört ett tryck uppåt för kronen mot euron. Investerare har lockats av Danmarks starka balansräkning. Räntan på tioåriga statsobligationer har fallit under motsvarande tyska.

**Centralbanken har intervenerat och utlåningsräntan är nu 30 punkter under ECB:s.** Centralbanken har också följt ECB genom att erbjuda 3-åriga lån samt genom att acceptera fler tillgångar som säkerhet för lån.

### Nationalbankens styrränta fortsatt under ECB:s



**Stora och kroniska externa obalanser är i längden inte förenliga med en fast växelkurs.** Låg offentlig skuld, fallande huspriser, konsolidering i hushållssektorn samt fortsatta bankproblem antyder att överskottet i bytesbalansen drivs av allt för svag inhemsk efterfrågan. **En expansiv finanspolitik ter sig som ett lämpligt ekonomisk-politiskt svar på trycket uppåt på kronan när det inte finns utrymme för lägre räntor.** Regeringen skulle kunna dra nytta av låga upplåningskostnader och lansera betydliga investeringar i infrastruktur och utbildning. På det sättet skulle man också ta sig an problemen med svag långsiktig produktivitetstillväxt samt den fortsatta konsolideringen av hushållssektorn. EU:s underskottsregler är uppenbarligen en orsak till att så inte sker. Med den nu planerade svagt expansiva finanspolitiken väntar vi oss att tillväxten ligger kvar på plus men under trend 2012.

## Oljan driver tillväxten

- **BNP-tillväxten accelererar 2012**
- **Bostadspriserna orosmoment på medellång sikt - men fundamenta ger stöd på kort sikt**
- **Norges Bank vilar på hanen fram till 2013**

Den norska ekonomin förlorade fart i slutet av 2011. Den privata konsumtionen förblev svag och den internationella nedgången drabbade exporten utanför oljesektorn. Vår prognos för helåret 2012 ligger ändå fast. **BNP-tillväxten väntas accelerera från 1,3 procent 2011 till 2,1 procent 2012.** En fortsatt stark investeringscykel i oljesektorn är gynnsam för delar av tillverkningsindustrin. Andra sektorer kommer att känna av motvinden från den svaga utvecklingen i Europa, speciellt i inledningen av året.

Emellertid har vi sänkt vår prognos – från *Nordic Outlook* i november – för fastlands-BNP (då olja/gas samt sjöfart exkluderas). Vi räknar nu med en tillväxt på 2,3 procent 2012, något lägre än 2011, men lämnar prognosen för 2013 oförändrad på 2,9 procent.

### Svag konsumtion trots starka inkomster

Den privata konsumtionen var förvånansvärt svag under större delen av 2011. Konsumtionen av varor återhämtade sig under våren efter en nedgång första kvartalet men stagnerade därefter. För helåret sjönk konsumtionsillväxten till 1,5 procent från 3,9 år 2010. En stor del av dämpningen förklaras av lägre elkonsument som en följd av "normalisering" av temperaturen efter det kalla 2010. En långsammare ökning av bilförsäljningen bidrog också.

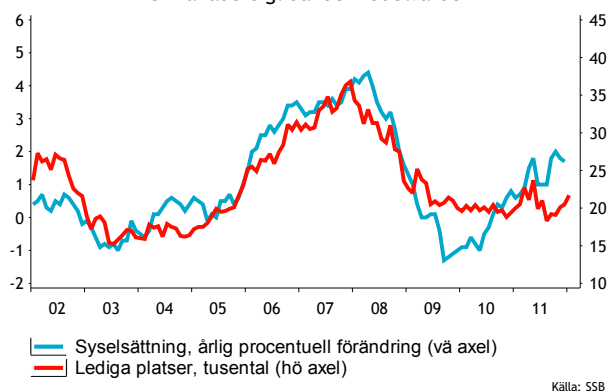
Den bleka konsumtionen var speciellt anmärkningsvärd mot bakgrund av gynnsamma fundamenta. Hushållens reala disponibla inkomster ökade med mer än 5 procent på årsbasis under de tre första kvartalen 2011. Sparkvoten ökade med 3 procentenheter till historiskt höga 9,1 procent. Rädslan för återverkningar av den intensifierade finanskrisen i Euro-zonen påverkade uppenbarligen hushållen. Således sjönk den kvartalsvisa förtroendeindikatorn under sitt långsiktiga genomsnitt i slutet av 2011. Detta är förenligt med en tillväxt för privat konsumtion under trend. Den månatliga förtroendeindikatorn var i december på sin lägsta nivå sedan den finansiella krisen 2008 men återhämtade sig något i januari.

Givet att situation i Europa inte förvärras ytterligare räknar vi ändå med att fortsatt solida "fundamenta" ska få genomslag. Den **privata konsumtionen väntas stiga med 2,6 procent 2012**, dock långsammare än ökningen av hushållens köpkraft.

### Fortsatt gynnsam arbetsmarknad

Arbetsmarknaden ser fortsatt stark ut. Sysselsättningstillväxten dämpades något mot slutet av 2011. Den kvartalsvisa tillväxten fjärde kvartalet var 0,3 procent jämfört med 0,8 procent det tredje kvartalet – då tillväxten var över den trendmässiga. I årstakt var ökningen 1,7 procent. Sysselsättningen ligger över sin toppnivå före recessionen, men såväl sysselsättningsgraden som förvärvsfrekvensen ligger nu lägre. Samtidigt ökade arbetskraften snabbare det fjärde kvartalet vilket bidrog till att arbetslösheten (LFS) steg från 3,2 procent tredje kvartalet till 3,4 procent fjärde kvartalet. Detta är dock fortfarande en låg siffra både i historisk och internationell jämförelse.

Efterfrågan på arbetskraft håller emot  
3-månaders glidande medelvärde



Dessutom sjönk den registrerade arbetslösheten klart under januari månad. Detta var den kraftigaste månatliga nedgången på sex år. Nivån var den lägsta sedan våren 2009. Samtidigt har antalet nya vakanser ökat de senaste månaderna, vilket signalerar matchningsproblem på delar av arbetsmarknaden. Varuproducenterna noterade under fjärde kvartalet brist på utbildad arbetskraft, vilket var en begränsande faktor för produktionen.

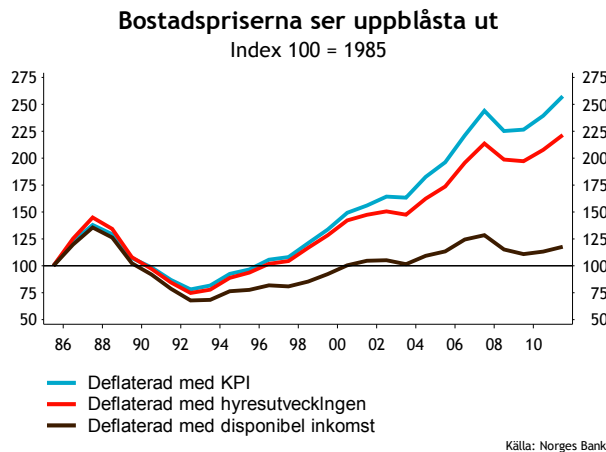
Sammantaget kontrasterar i viss mån fortsatt ökande efterfrågan på arbetskraft med andra indikatorer som antyder en något svagare tillväxt kring årsskiftet. Vi räknar dock med att **arbetslösheten (LFS) ökar marginellt från 3,3 procent 2011 till 3,4 procent 2012.**

### Fundamenta stöder bostadspriser

Den fortsatta ökningen av bostadspriserna har skapat viss oro för att en bubbla håller på att byggas upp. I synnerhet som hushållens bruttoskulder ligger kvar på hög nivå, ca 200 procent av de disponibla inkomsterna. Vi anser att huspriserna utgör ett orosmoment på medellång sikt, men priserna stöds i nuläget av starka fundamenta.



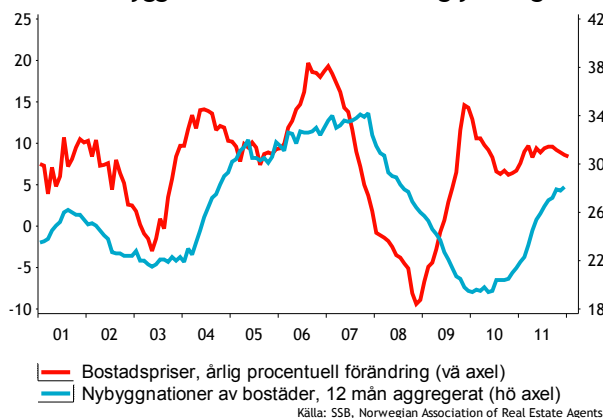
Bostadspriserna låg i januari 8,4 procent högre än motsvarande månad 2011. Det innebär en prisuppgång på drygt 30 procent i nominella termer jämfört med botten 2008. De ligger på rekordnivå också om man tar hänsyn till inflationen. Sett över en längre period ser priserna alltför höga ut satta i relation till hyresnivå, byggnadskostnader samt konsumentpriser. Avvikelsen är dock mindre i förhållande till den goda tillväxten för hushållens inkomster de senaste åren.



Startpunkten är viktig för alla jämförelser. Bostadsprisuppgången relativt inkomsterna ligger på 20 procent vare sig man använder 1985 eller 2000 som basår. Under den senaste femårsperioden har emellertid hushållens disponibla inkomster ökat med hela 38 procent, vilket är 10 procentenheter mer än motsvarande ökning för bostadspriserna.

Relationen mellan utbud och efterfrågan indikerar en fortsatt stark marknad. Antalet dagar det tar att sälja en bostad fortsätter att minska, medan det totala antalet bostäder som ligger ute till försäljning är förhållandevis begränsat. Nybyggnationen har förvisso ökat de senaste åren, men ligger ändå lägre än vad demografiska trender antyder. Till detta kommer fortsatt stor immigration av arbetskraft samt betydande intern migration. Så länge dessa obalanser kvarstår kommer de att utgöra ett stöd för bostadspriserna. Priserna stöds också av låga räntor, ökande sysselsättning och låg arbetslöshet.

#### Bostadsbyggandet kan återhämta sig ytterligare



Bankerna skärpte villkoren för utlåning till hushållen mot slutet av 2011. Skärpningen följer de riktlinjer som utformats av finansinspektionen (Finanstilsynet) mot bakgrund av höga bostadspriser och hög skuldsättning hos hushållen. Bland

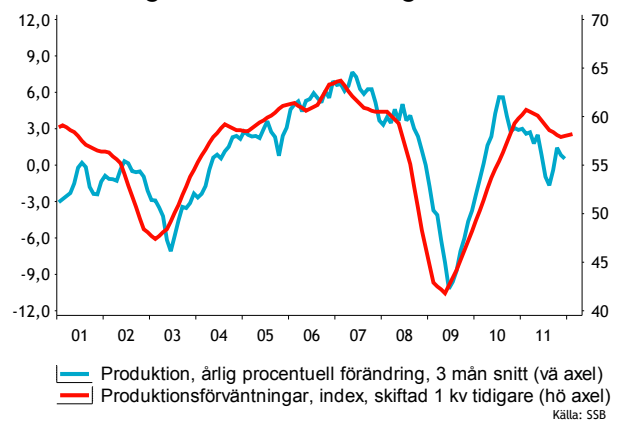
annat sänktes den rekommenderade maxutlåningen från 90 till 85 procent av marknadsvärdet. Bankerna ska också kräva att låntagarna klarar högre räntor vid kreditbedömningar.

Skärpta lånevillkor begränsar utlåningen till hushållen och därmed också prisökningarna på bostäder. Men givet att andra fundamentala faktorer förblir gynnsamma, kommer åtgärderna knappast att få någon bestående effekt på prisnivån, när väl marknaden hittat en ny jämvikt. Det skulle vara annorlunda om myndigheterna fortsatte att skärpa kraven för utlåning ytterligare.

#### Tillverkningsindustrin bättre än befarat

Industriproduktionen – exklusive energi – ökade med beskedliga 0,9 procent från tredje till fjärde kvartalet. Tillväxten för året som helhet var i samma storleksordning. Men eftersom olje- och gasutvinning föll något under fjärde kvartalet samtidigt som produktionen av elektricitet föll mer markant föll industriproduktionen i sin helhet med 4,3 procent. Det var tredje året i rad som industriproduktionen föll.

#### Tillverkningsindustrin förväntar sig fortsatt tillväxt



Läget i tillverkningsindustrin är tudelat. Vissa företag drabbas av nedgången i omvärlden medan andra gynnas av relativt god inhemsk efterfrågan. Detta gäller i synnerhet företag som gynnas av den höga investeringsaktiviteten i oljesektorn. Exporten av traditionella varor – d v s exklusive olja/gas, fartyg och plattformar – föll i volymtermer de sista två kvartalen 2011. Denna negativa bild stöds av förtroendemätningar hos exportorienterade företag, som rapporterar såväl svagare ordergång som sämre utsikter framöver. Producenter av investeringsvaror rapporterade istället en fortsatt ökad ordergång i slutet av 2011 och räknade med ännu starkare siffror i början av 2012.

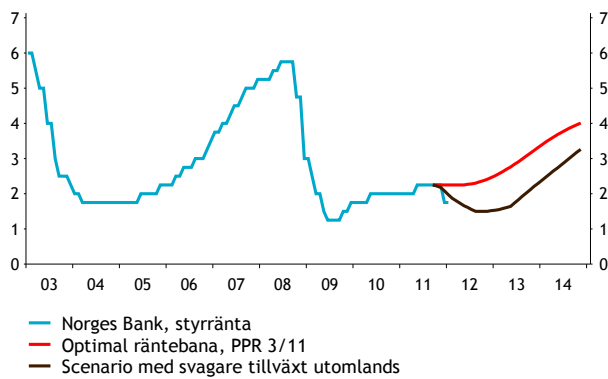
Sammantaget har "mjuka" indikatorer hållits uppe förhållandevis väl trots den starka motvinden från omvärlden. Förtroendet i tillverkningsindustrin ökade faktiskt något i slutet av förra året och låg något över det långsiktiga genomsnittet. Detta är konsistent med en tillväxt av produktionen något över trend. Inköpschefindex (PMI) var extremt volatilt kring årsskiftet. Detta låg på sin lägsta nivå på 26 månader i december, för att sedan stiga med 8 punkter till 54,9 i januari. Indexet låg på den högsta nivån sedan i juli. Om vi försöker se genom dessa fluktuationer är huvudintrycket att tillverkningsindustrin är motståndskraftig.

## Policyräntor oförändrade fram till 2013

Norges Bank sänkte sin nyckelränta med 50 punkter i december till 1,75 procent. Denna åtgärd utgjorde en kraftig förändring jämfört med bankens Penningpolitiska rapport i oktober, där man flaggade för oförändrade räntor till hösten 2012.

Sänkningen motiverades i huvudsak av den globala nedgången och den finansiella krisen i Euro-zonen. Bankens styrelse ville således "vidta särskilda åtgärder för att mildra effekterna av särskilt ogynnsamma faktorer för ekonomin". Banken pekade också på de höga riskpremierna på penningmarknaden. Dessa har också fallit påtagligt sedan räntesänkningen.

**Norges Bank: Oförändrad ränta 2012**  
Procent



Utvecklingen utomlands kommer att vara av särskild betydelse för penningpolitiken i Norge på kort sikt. Vi räknar med att ECB håller räntorna oförändrade. Om så blir fallet skulle det krävas en anmärkningsvärd nedgång i inhemska ekonomiska förhållanden för att förmå Norges Bank att sänka räntan ytterligare. Visserligen har aktiviteten i fastlandsekonomin dämpats och kärninflationen ligger väl under det medelfristiga målet på 2,5 procent utan tecken på att vända uppåt. Men samtidigt ligger ekonomin nära normalt kapacitetsutnyttjande med låg arbetslöshet och en sysselsättningstillväxt som ligger något över trend.

Även om ökande riskpremier innebär en ökad skillnad mellan låneräntor och Norges Banks styrränta är det svårt att hävda att nivån lägger hämsko på utlåningen. Utlåningen till hushållen växte i december med en årstakt på hela 7,3 procent, väl högt för att kännas komfortabelt. Utlåningen till icke-finansiella företag ökade med en årstakt på 5,3 procent.

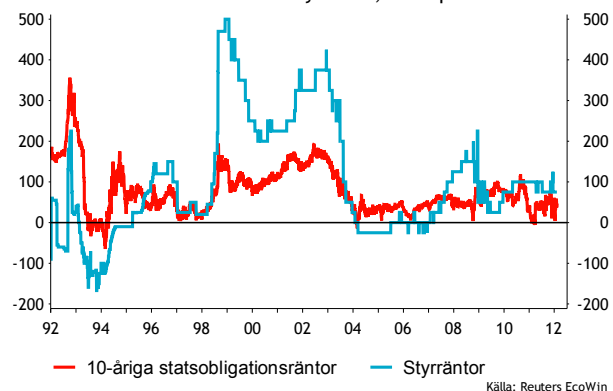
Det är mer osäkert vad Norges Bank skulle göra om ECB skulle välja att sänka räntan på kort sikt. Motiveringen i samband med den kraftiga räntesänkningen i december antyder att Norges Bank skulle följa med ned om utsikterna för Euro-zonen försämrades. Vår bedömning är dock att inhemska förhållanden inte talar för lägre räntor och att ännu lägre räntor skulle spå på riskerna för en husbubbla. Vårt huvudscenario är att **Norges Bank håller räntan oförändrad på 1,75 procent hela 2012 och sedan höjer den gradvis till 2,50 procent till slutet av 2013.**

## Inflöde av utländska investeringar

Norska statsobligationer har åkt berg-och-dalbana hittills i år. Efterfrågan från utländska investerare har varit solid då internationella reservförvaltare fortsätter att diversifiera till förmån för länder med låg kreditrisk. Utländska investerare håller nu 70 procent av utestående norska statspapper; för tre år sedan låg andelen precis över 50 procent. Som en konsekvens av det stora intresset handlades tioåriga norska statsobligationer på samma nivå som jämförbara tyska i början av året. Sedan dess har dock en markant ökning av utbudet av statspapper medfört en svag utveckling för norska obligationer, med en vidgad spread mot Tyskland som följd.

Om vi blickar framåt bör norska obligationer återigen handlas till historiskt dyra nivåer jämfört med Tyskland. Detta givet att spreaden mot ECB förblir oförändrad under större delen av 2012 och att utbudet av obligationer blir mer jämnt utspritt över året. Vi prognostiserar en spread på tioåriga statsobligationer på 55 punkter i slutet av 2012. Under 2013 bedöms de väntade räntehöjningarna från Norges Bank medföra en svagare utveckling för norska statspapper jämfört med tyska. Räntan på tioåriga obligationer väntas stiga något till 3,10 procent i slutet av 2013.

**Högt pris för hög kreditkvalitet**  
Räntedifferens mot Tyskland, räntepunkter



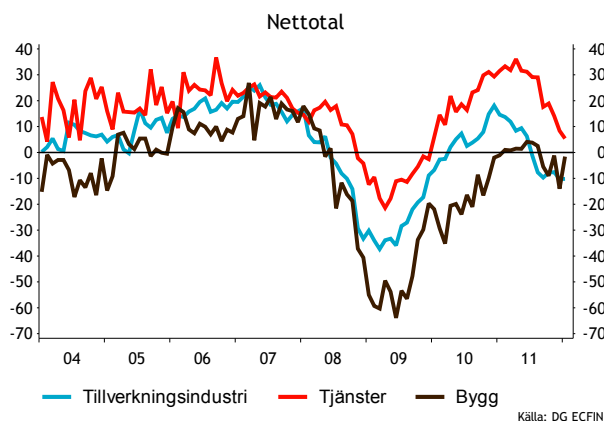
Den norska kronan har trots goda fundamenta och relativt goda utsikter för den ekonomiska tillväxten utvecklats svagare än många "sunda" ekonomiers valutor. Detta beror på att Norges Bank inte vill tillåta någon ytterligare appreciering. Men med en neutral penningpolitik och med flöden som gynnar norska tillgångar väntas kronan ändå gradvis stärkas i handelsvägda termer. **Vi väntar oss att EUR/NOK står i 7,40 vid slutet av 2012.** Med svag euro mot bakgrund av skuldskrisen kommer dollarn att gynnas vilket ger en högre USD/NOK det kommande året. Vi räknar med en kurs på 5,92 i slutet av 2012.

## Svag cyklisk export drar ner tillväxten

- Arbetsmarknaden på väg att försvagas
- Inflationen faller tillbaka
- Inga åtstrammingsbehov de närmaste åren

Den finska ekonomin överraskade positivt tredje kvartalet 2011. Ledande indikatorer tyder dock på en tydlig försvagning fjärde kvartalet. Ljuspunkter som fortsatt stabil arbetsmarknad och stigande realinkomster för hushållen förmår inte hålla emot effekterna av krisen i Euro-zonen. Exporten försvagas och krisen spiller också över i försämrade framtidstro bland hushåll och inhemskt orienterade företag. Sammantaget reviderar vi ner vår tillväxtprognos och räknar nu med att **BNP växer med 0,5 procent 2012 och med 1,7 procent 2013**. Givet denna prognos når BNP först i slutet av prognosperioden tillbaka till nivån före krisen.

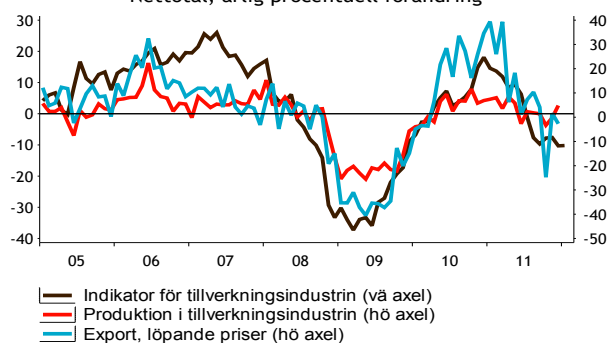
### Fortsatt fall i ledande indikatorer



**Ledande indikatorer föll på bred front förra året.** Nedgången började i den internationellt exponerade tillverkningsindustrin medan inhemska sektorer höll emot inledningsvis. Statistics Finlands BNP-indikator försämrades under 2011 och signalerar tillsammans med andra indikatorer en svag BNP-utveckling framöver.

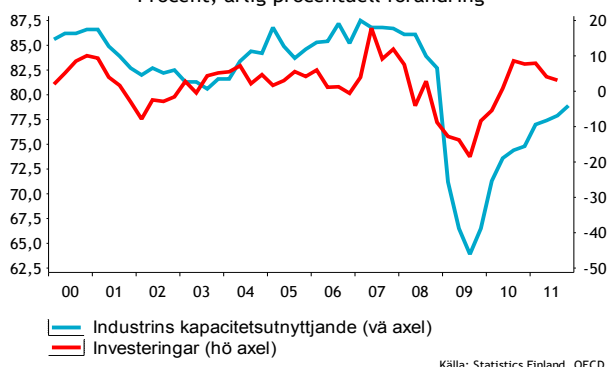
Exporten motsvarar ca 40 procent av BNP, vilket i och för sig inte är speciellt mycket för en liten öppen ekonomi. Exportstrukturen, med stor andel maskiner, elektronik och skogsprodukter, gör dock ekonomin känslig för internationella konjunktursvängningar. Tredje kvartalet föll exporten i löpande priser med 3 procent på kvartalsbasis och vi räknar med en lika stor nedgång under fjärde kvartalet. En faktor som håller emot är att finsk export, i högre grad än i övriga Norden, går till relativt snabbväxande Ryssland (9 procent av exporten) och Kina (5 procent). Att euron försvagats mot den svenska kronan har också gjort att finsk skogsindustri stärkt sin position gentemot svenska konkurrenter.

### Svag industriproduktion och export framöver



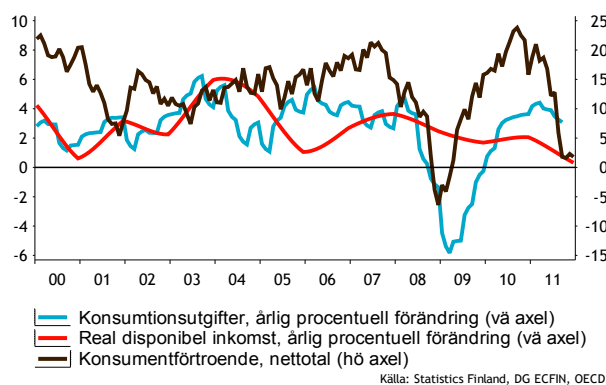
Fasta investeringar steg 2011 och gav tillsammans med hushållens konsumtion de klart största bidragen till BNP-tillväxten. Bygginvesteringar steg relativt kraftigt, framför allt genom att bostadsbyggandet återtog förlorad mark. Även inom industrin ökade investeringarna, trots att kapacitetsutnyttjandet fortfarande inte återhämtat sig efter finanskrisen. Försämrade framtidsutsikter gör dock att industrin senarelägger investeringar samtidigt som hushållens försämrade framtidstro minskar efterfrågan på nya bostäder. Sammantaget stannar därför **investeringstillväxten vid 2 procent i år och 4 procent 2013**.

### Kapacitetsutnyttjande och investeringar



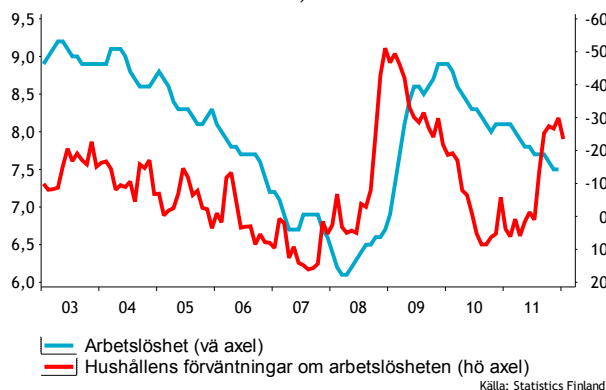
De försämrade utsikterna påverkar även konsumtionen. Detaljhandeln mattades av efter hand i fjol och konsumentförtroendet föll rejält. Hög inflation har hållit tillbaka realinkomstutvecklingen som dock gynnats av fallande arbetslöshet. Framöver verkar dessa krafter i omvänd riktning. **Hushållens konsumtionsutgifter stiger med 1,6 procent 2012 och med 2,0 procent 2013**.

### Hushållens konsumtion, inkomst och förtroendeindikator



De försämrade utsikterna börjar så smått även påverka arbetsmarknaden. Hushållens oro för arbetsmarknadsläget har ökat tydligt trots den gynnsamma utvecklingen under större delen av 2011 och trots att antalet lediga platser fortfarande ligger på en hyfsad nivå. Den allra senaste tiden har också sysselsättningsökningen mattats av och arbetslösheten har visat tecken på att plana ut efter att ha fallit från 8,1 procent i början av 2011 till 7,5 procent i december. Sysselsättningsutvecklingen i industrin har varit svag under 2011 och exportavmattningen kommer att slå ytterligare mot jobben i sektorn. Sammantaget räknar vi med att arbetslösheten kommer att vända uppåt under första halvåret 2012. Som årsgenomsnitt **ökar arbetslösheten marginellt till 8,0 procent 2012 och ligger därefter kvar kring den nivån även 2013.**

### Hushållen väntar sig stigande arbetslöshet

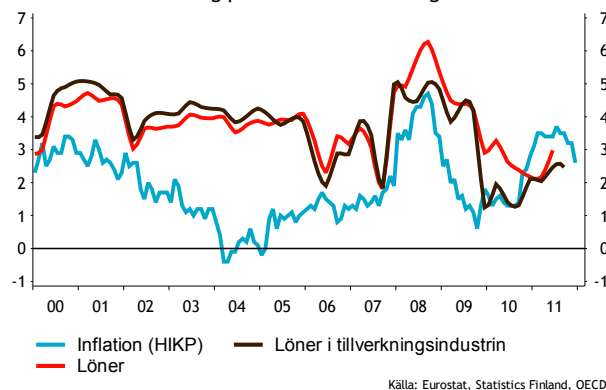


Krisen har gradvis pressat ner löneökningstakten. År 2011 steg lönerna med lite över 2 procent, vilket kan jämföras med en genomsnittlig ökning med ca 4 procent under perioden 1998-2007. Tillverkningsindustrin, som drabbats särskilt hårt de senaste åren, har haft en något större lönepress än övriga ekonomin. Hög inflation 2011 gör att **reallöneutvecklingen varit mycket svag** och för vissa grupper till och med negativ. **Lönetillväxten stiger till ca 3 procent per år 2012 och 2013**, vilket tillsammans med fallande inflation ger hyfsade reallöneökningar.

Inflationen toppade i mitten av 2011 och faller nu tydligt tillbaka. Höga råvarupriser och höjda indirekta skatter drev upp HIKP-inflationen till som mest 3,7 procent i juli 2011, men föll tillbaka mot slutet av året till 2,6 procent. Höjda punktskatter

och moms ger visst uppåtryck på inflationen även i år. Avmattningen på arbetsmarknaden, i ett läge med betydande lediga resurser i utgångsläget, talar för ett lågt underliggande inflationstryck. Mätt som **årsgenomsnitt faller HIKP-inflationen från 3,3 procent 2011 till 2,2 respektive 2,0 procent 2012 och 2013.**

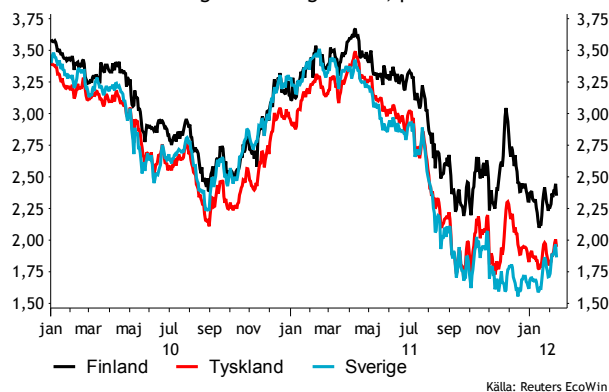
### Lägre inflation ger hyfsade reallöneökningar



Liksom de andra nordiska länderna har Finlands **goda offentliga finanser bidragit till stabilitet och förtroende** för ekonomin. Större besparingsprogram har därmed undvikits. Med ett offentligt budgetunderskott på 2,5 procent av BNP 2010 och en skuldkvot som ökat från 34 procent av BNP 2008 till 48 procent av BNP 2010 är läget stabilt. Kvartalsdata pekar därtill på att underskottet är på väg ner mot drygt 1 procent av BNP 2011 och den offentliga skuldkvoten steg endast svagt. **Försämrade konjunktutsikter kommer att sätta press på inkomster och utgifter** men inte mer än att det finansiella sparandet håller sig kring 1,5 procent av BNP 2012. Det offentliga saldot förbättras därefter något till 0,5 procent av BNP 2013. Den offentliga skulden ligger runt 50 procent av BNP hela prognosperioden.

Minskad tolerans bland investerare för höga statskulder, framför allt i länder som saknar egen centralbank, har inte drabbat lågt skuldsatta Finland. Finska långräntor är nere på historiskt låga nivåer även om räntespreaden mot Tyskland det senaste året har ökat från ca 15 till ca 40 punkter.

### Låga räntor men spreaden mot Tyskland ökar





## DANMARK

Årlig procentuell förändring

|                                       | <b>Nivå 2010</b> |             |             |             |             |
|---------------------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                       | <b>Mdr DKK</b>   | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| BNP                                   | 1.754            | 1,3         | 1,1         | 0,5         | 1,4         |
| Privat konsumtion                     | 850              | 1,9         | -0,5        | 0,5         | 1,5         |
| Offentlig konsumtion                  | 510              | 0,3         | -0,5        | 0,5         | 0,0         |
| Bruttoinvesteringar                   | 305              | -3,7        | -0,5        | 2,0         | 3,0         |
| Lagerinvesteringar                    |                  | 0,8         | 0,3         | 0,0         | 0,0         |
| (förändring i % av BNP föregående år) |                  |             |             |             |             |
| Export                                | 883              | 3,2         | 7,0         | 0,5         | 3,0         |
| Import                                | 791              | 3,5         | 5,0         | 1,0         | 3,0         |
| Arbetslöshet (%)                      |                  | 4,2         | 4,0         | 4,3         | 4,2         |
| KPI, harmoniserat                     |                  | 2,2         | 2,6         | 1,7         | 1,8         |
| Timplöneökningar                      |                  | 2,3         | 1,7         | 1,5         | 1,5         |
| Bytesbalans, % av BNP                 |                  | 5,5         | 7,0         | 7,0         | 7,0         |
| Saldo, offentlig sektor, % av BNP     |                  | -2,7        | -3,0        | -4,5        | -2,5        |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP     |                  | 43,6        | 44,0        | 47,0        | 47,0        |

### FINANSIELLA PROGNOSE

|                                    | <b>9 feb</b> | <b>jun-12</b> | <b>sep-12</b> | <b>dec-12</b> | <b>jun-13</b> | <b>dec-13</b> |
|------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Utlåningsränta                     | 0,70         | 0,60          | 0,60          | 0,60          | 0,60          | 0,60          |
| 10-års ränta                       | 1,96         | 1,90          | 2,03          | 2,15          | 2,25          | 2,45          |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | -5           | -10           | -7            | -5            | -5            | -5            |
| USD/DKK                            | 5,59         | 6,09          | 5,94          | 5,94          | 6,10          | 6,20          |
| EUR/DKK                            | 7,43         | 7,43          | 7,43          | 7,43          | 7,44          | 7,44          |

## NORGE

Årlig procentuell förändring

|                                       | <b>Nivå 2010</b> |             |             |             |             |
|---------------------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                       | <b>Mdr NOK</b>   | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| BNP                                   | 2.373            | 0,7         | 1,3         | 2,1         | 2,4         |
| BNP (Fastlandet)                      | 1.911            | 1,9         | 2,5         | 2,3         | 2,9         |
| Privat konsumtion                     | 1.065            | 3,7         | 2,2         | 2,6         | 3,3         |
| Offentlig konsumtion                  | 540              | 1,7         | 0,8         | 2,3         | 2,3         |
| Bruttoinvesteringar                   | 489              | -5,2        | 7,5         | 5,2         | 5,1         |
| Lagerinvesteringar                    |                  | 1,9         | -0,4        | -0,6        | 0,0         |
| (förändring i % av BNP föregående år) |                  |             |             |             |             |
| Export                                | 946              | 1,8         | -1,4        | 1,4         | 2,1         |
| Import                                | 726              | 9,9         | 1,3         | 2,4         | 4,9         |
| Arbetslöshet (%)                      |                  | 3,6         | 3,3         | 3,4         | 3,3         |
| KPI                                   |                  | 2,5         | 1,2         | 1,5         | 2,0         |
| KPI-JAE                               |                  | 1,4         | 0,9         | 1,6         | 1,9         |
| Årslöneökningar                       |                  | 3,7         | 4,2         | 3,9         | 4,2         |

### FINANSIELLA PROGNOSE

|                                    | <b>9 feb</b> | <b>jun-12</b> | <b>sep-12</b> | <b>dec-12</b> | <b>jun-13</b> | <b>dec-13</b> |
|------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Folioränta                         | 1,75         | 1,75          | 1,75          | 1,75          | 2,00          | 2,50          |
| 10-års ränta                       | 2,40         | 2,40          | 2,55          | 2,75          | 2,85          | 3,10          |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 39           | 40            | 45            | 55            | 55            | 60            |
| USD/NOK                            | 5,75         | 6,15          | 6,12          | 5,92          | 6,02          | 6,13          |
| EUR/NOK                            | 7,63         | 7,50          | 7,65          | 7,40          | 7,35          | 7,35          |

**SVERIGE**

Årlig procentuell förändring

|  | <b>Nivå 2010</b> |             |             |             |             |
|--|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|  | <b>Mdr SEK</b>   | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| BNP  | 3.305            | 5,6         | 4,3         | 0,5         | 1,7         |
| BNP, dagkorrigerat                               |                  | 5,3         | 4,3         | 0,9         | 1,7         |
| Privat konsumtion                                | 1.604            | 3,7         | 2,2         | 0,8         | 1,5         |
| Offentlig konsumtion                             | 890              | 2,1         | 1,5         | 0,9         | 0,8         |
| Bruttoinvesteringar                              | 589              | 6,6         | 8,0         | 0,0         | 3,0         |
| Lagerinvesteringar                               | 20               | 2,0         | 0,7         | -0,7        | 0,0         |
| (förändring i % av BNP föregående år)            |                  |             |             |             |             |
| Export   | 1.652            | 11,1        | 8,2         | 0,2         | 3,3         |
| Import   | 1.452            | 12,7        | 7,7         | -1,0        | 3,3         |
| Arbetslöshet, (%)                                |                  | 8,4         | 7,5         | 7,6         | 8,0         |
| Sysselsättning                                   |                  | 1,0         | 2,1         | 0,3         | -0,2        |
| Industriproduktion                               |                  | 9,6         | 9,1         | 0,0         | 2,5         |
| KPI  |                  | 1,2         | 3,0         | 1,3         | 1,2         |
| KPIF   |                  | 2,0         | 1,4         | 1,2         | 1,4         |
| Timlöneökningar                                  |                  | 2,6         | 2,5         | 3,5         | 3,3         |
| Hushållens sparkvot (%)                          |                  | 10,6        | 11,5        | 12,5        | 13,0        |
| Real disponibel inkomst                          |                  | 1,6         | 3,0         | 2,2         | 2,1         |
| Handelsbalans, % av BNP                          |                  | 2,5         | 2,6         | 2,7         | 2,9         |
| Bytesbalans, % av BNP                            |                  | 6,3         | 7,5         | 7,1         | 6,8         |
| Statligt lånebehov, mdr SEK                      |                  | 1           | -68         | -5          | -2          |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |                  | 0,0         | 0,3         | -0,4        | -0,3        |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP                |                  | 39,0        | 36,4        | 35,6        | 34,4        |

**FINANSIELLA PROGNOSE**

|                                    | <b>9 feb</b> | <b>jun-12</b> | <b>sep-12</b> | <b>dec-12</b> | <b>jun-13</b> | <b>dec-13</b> |
|------------------------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Reporänta                          | 1,75         | 1,25          | 1,00          | 1,00          | 1,00          | 1,00          |
| 3-månaders ränta, STIBOR           | 2,52         | 2,20          | 2,05          | 1,90          | 1,80          | 1,70          |
| 10-års ränta                       | 1,97         | 1,85          | 1,95          | 2,10          | 2,20          | 2,45          |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | -5           | -15           | -15           | -10           | -10           | -5            |
| USD/SEK                            | 6,63         | 6,97          | 6,92          | 6,80          | 6,93          | 7,00          |
| EUR/SEK                            | 8,80         | 8,50          | 8,65          | 8,50          | 8,45          | 8,40          |
| TCW                                | 121,1        | 119,0         | 120,7         | 118,3         | 117,8         | 117,1         |

**FINLAND**

Årlig procentuell förändring

|                                       | <b>Nivå 2010</b> |             |             |             |             |
|---------------------------------------|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                       | <b>Mdr EUR</b>   | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| BNP                                   | 180              | 3,6         | 2,7         | 0,5         | 1,7         |
| Privat konsumtion                     | 98               | 2,7         | 2,6         | 1,6         | 2,0         |
| Offentlig konsumtion                  | 44               | 0,6         | 0,5         | 0,3         | 0,3         |
| Bruttoinvesteringar                   | 34               | 2,8         | 6,5         | 2,0         | 4,0         |
| Lagerinvesteringar                    |                  | 0,6         | 0,1         | 0,0         | 0,0         |
| (förändring i % av BNP föregående år) |                  |             |             |             |             |
| Export                                | 73               | 8,6         | 0,0         | 4,0         | 5,1         |
| Import                                | 70               | 7,4         | 0,2         | 6,6         | 6,2         |
| Arbetslöshet (%)                      |                  | 8,4         | 7,8         | 8,0         | 8,0         |
| KPI, harmoniserat                     |                  | 1,7         | 3,3         | 1,8         | 1,9         |
| Timlöneökningar                       |                  | 2,6         | 2,4         | 2,9         | 3,0         |
| Bytesbalans, % av BNP                 |                  | 1,8         | 2,5         | 2,0         | 2,0         |
| Saldo, offentlig sektor, % av BNP     |                  | -2,5        | -1,5        | -1,7        | -0,5        |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP     |                  | 48,3        | 50,0        | 50,5        | 49,0        |

**EURO-ZONEN**

Årlig procentuell förändring

|   | <b>Nivå 2010</b> |             |             |             |             |
|---|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | <b>Mdr EUR</b>   | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| BNP   | 9.189            | 1,8         | 1,5         | -0,8        | 0,7         |
| Privat konsumtion   | 5.301            | 0,8         | 0,1         | -1,1        | -0,1        |
| Offentlig konsumtion  | 2.014            | 0,6         | 0,1         | -0,4        | 0,0         |
| Bruttoinvesteringar   | 1.764            | -0,8        | 1,9         | -1,1        | 1,7         |
| Lagerinvesteringar<br>(förändring i % av BNP föregående år) |                  | 0,5         | 0,1         | -0,1        | 0,0         |
| Export  | 3.734            | 11,3        | 6,9         | 3,4         | 3,9         |
| Import  | 3.613            | 9,5         | 4,9         | 3,0         | 3,1         |
| Arbetslöshet (%)  |                  | 10,1        | 10,1        | 10,6        | 11,1        |
| KPI   |                  | 1,6         | 2,7         | 1,9         | 1,4         |
| Hushållens sparkvot (%)                                     |                  | 9,6         | 9,3         | 9,1         | 9,2         |

**USA**

Årlig procentuell förändring

|   | <b>Nivå 2010</b> |             |             |             |             |
|---|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|   | <b>Mdr USD</b>   | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
| BNP   | 14.755           | 3,0         | 1,7         | 2,5         | 2,5         |
| Privat konsumtion   | 10.417           | 2,0         | 2,2         | 2,2         | 2,1         |
| Offentlig konsumtion  | 3.020            | 0,7         | -2,1        | -1,5        | -1,0        |
| Bruttoinvesteringar   | 1.818            | 2,6         | 6,6         | 8,1         | 8,9         |
| Lagerinvesteringar<br>(förändring i % av BNP föregående år) |                  | 1,6         | -0,2        | 0,1         | 0,0         |
| Export  | 1.935            | 11,3        | 6,8         | 4,5         | 5,9         |
| Import  | 2.436            | 12,5        | 5,0         | 3,1         | 5,0         |
| Arbetslöshet (%)  |                  | 9,6         | 9,0         | 8,1         | 7,7         |
| KPI   |                  | 1,7         | 3,1         | 1,6         | 1,3         |
| Hushållens sparkvot (%)                                     |                  | 5,3         | 4,4         | 4,4         | 5,1         |

**STORA INDUSTRILÄNDER**

Årlig procentuell förändring

|                          |  | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>2012</b> | <b>2013</b> |
|--------------------------|--|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>BNP</b>               |  |             |             |             |             |
| Storbritannien           |  | 2,1         | 0,9         | 0,3         | 1,4         |
| Japan                    |  | 4,5         | -0,6        | 1,7         | 1,2         |
| Tyskland                 |  | 3,7         | 3,0         | 0,4         | 1,3         |
| Frankrike                |  | 1,4         | 1,6         | -0,4        | 0,6         |
| Italien                  |  | 1,4         | 0,4         | -2,3        | 0,2         |
| <b>Inflation</b>         |  |             |             |             |             |
| Storbritannien           |  | 3,3         | 4,5         | 2,5         | 1,7         |
| Japan                    |  | -0,7        | -0,3        | -0,1        | 0,1         |
| Tyskland                 |  | 1,2         | 2,5         | 1,8         | 1,7         |
| Frankrike                |  | 1,7         | 2,3         | 1,7         | 1,5         |
| Italien                  |  | 1,6         | 2,9         | 2,4         | 1,8         |
| <b>Arbetslöshet, (%)</b> |  |             |             |             |             |
| Storbritannien           |  | 7,9         | 8,0         | 8,8         | 9,0         |
| Japan                    |  | 5,1         | 4,5         | 4,4         | 4,2         |
| Tyskland                 |  | 7,1         | 5,9         | 5,7         | 6,4         |
| Frankrike                |  | 9,8         | 9,7         | 10,3        | 11,1        |
| Italien                  |  | 8,4         | 8,3         | 9,3         | 10,2        |

**ÖSTEUROPA**

|  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|--|------|------|------|------|
| <b>BNP, årlig procentuell förändring</b>       |      |      |      |      |
| Estland  | 2,3  | 7,5  | 1,5  | 2,5  |
| Lettland                                       | -0,3 | 5,0  | 2,5  | 4,0  |
| Litauen  | 1,4  | 5,8  | 2,0  | 3,0  |
| Polen  | 3,9  | 4,3  | 2,9  | 3,6  |
| Ryssland                                       | 4,0  | 4,3  | 3,8  | 4,1  |
| Ukraina  | 4,2  | 4,7  | 3,2  | 4,2  |
| <b>Inflation, årlig procentuell förändring</b> |      |      |      |      |
| Estland  | 2,7  | 5,1  | 4,0  | 5,0  |
| Lettland                                       | -1,2 | 4,2  | 2,4  | 2,0  |
| Litauen  | 1,2  | 4,1  | 2,5  | 3,0  |
| Polen  | 2,7  | 3,9  | 3,2  | 2,8  |
| Ryssland                                       | 6,9  | 8,5  | 5,5  | 6,0  |
| Ukraina  | 9,4  | 8,0  | 8,0  | 7,5  |

**FINANSIELLA PROGNOSE**

|                          |                 | 9 feb | jun-12 | sep-12 | dec-12 | jun-13 | dec-13 |
|--------------------------|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Officiella räntor</b> |                 |       |        |        |        |        |        |
| USA                      | Fed funds       | 0,25  | 0,25   | 0,25   | 0,25   | 0,25   | 0,25   |
| Japan                    | Call money rate | 0,10  | 0,10   | 0,10   | 0,10   | 0,10   | 0,10   |
| Euro-zonen               | Refiränta       | 1,00  | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   | 1,00   |
| Storbritannien           | Reporänta       | 0,50  | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0,50   |
| <b>Obligationsräntor</b> |                 |       |        |        |        |        |        |
| USA                      | 10 år           | 2,04  | 2,00   | 2,10   | 2,20   | 2,35   | 2,60   |
| Japan                    | 10 år           | 0,99  | 1,00   | 1,10   | 1,20   | 1,20   | 1,20   |
| Tyskland                 | 10 år           | 2,02  | 2,00   | 2,10   | 2,20   | 2,30   | 2,50   |
| Storbritannien           | 10 år           | 2,23  | 2,20   | 2,40   | 2,60   | 2,70   | 2,90   |
| <b>Växelkurser</b>       |                 |       |        |        |        |        |        |
| USD/JPY                  |                 | 78    | 79     | 80     | 85     | 90     | 90     |
| EUR/USD                  |                 | 1,33  | 1,22   | 1,25   | 1,25   | 1,22   | 1,20   |
| EUR/JPY                  |                 | 103   | 96     | 100    | 106    | 110    | 108    |
| GBP/USD                  |                 | 1,58  | 1,47   | 1,54   | 1,52   | 1,49   | 1,43   |
| EUR/GBP                  |                 | 0,84  | 0,83   | 0,81   | 0,82   | 0,82   | 0,84   |

**GLOBALA NYCKELTAL**

Årlig procentuell förändring

|                          | 2010 | 2011  | 2012  | 2013  |
|--------------------------|------|-------|-------|-------|
| BNP OECD                 | 3,1  | 1,7   | 1,4   | 1,9   |
| BNP världen              | 5,2  | 3,9   | 3,5   | 4,0   |
| KPI OECD                 | 1,5  | 2,5   | 1,6   | 1,2   |
| Exportmarknad OECD       | 12,0 | 5,8   | 3,7   | 5,4   |
| Oljepris Brent (USD/fat) | 79,9 | 111,0 | 114,0 | 120,0 |



## **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.

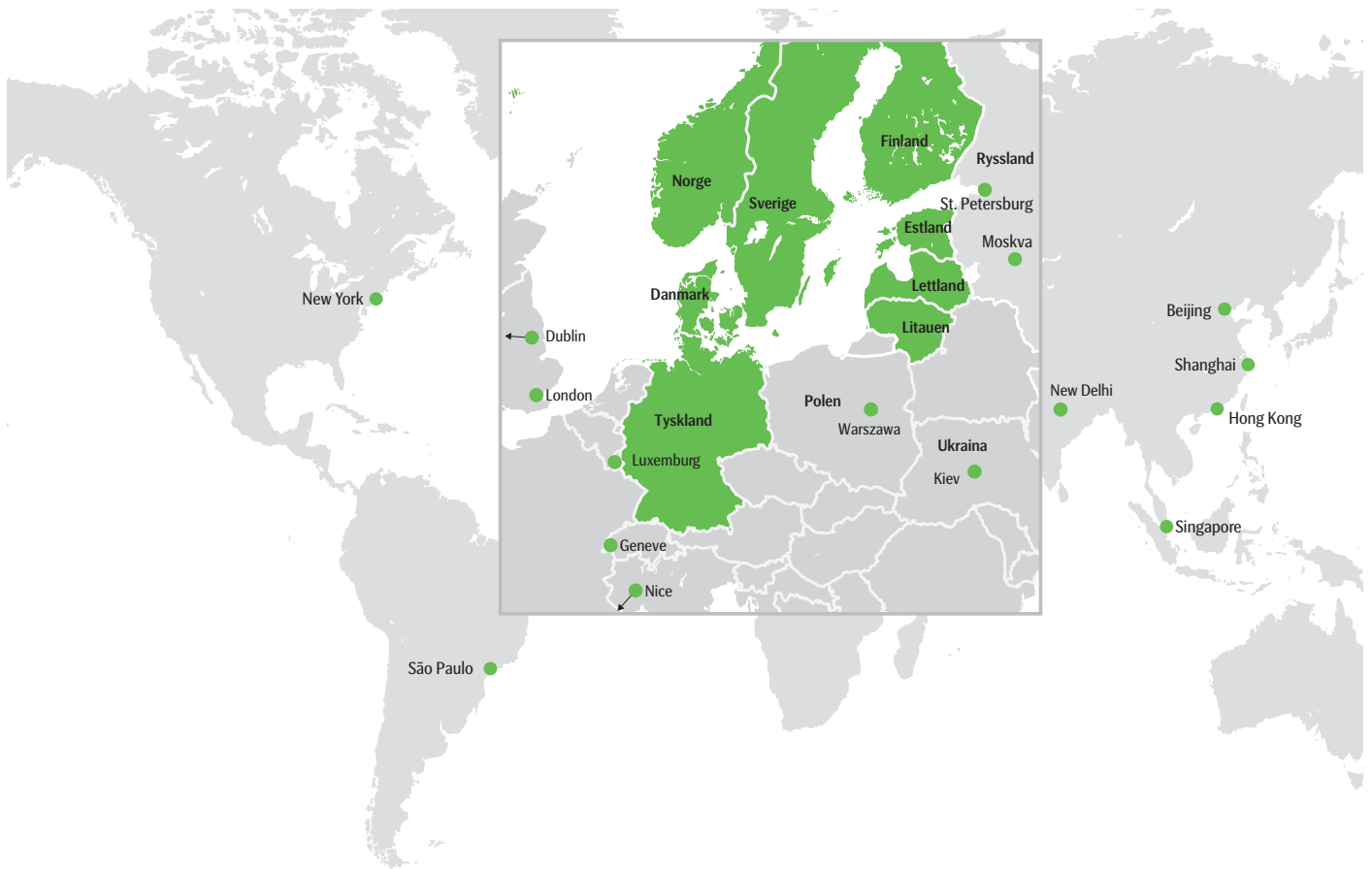
För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder gå in på [www.seb.se/research](http://www.seb.se/research). Här krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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

---

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.





SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av andra finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge, och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 31 december 2011 uppgick koncernens balansomslutning till 2 363 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 261 miljarder kronor. Koncernen har cirka 17 000 anställda. Läs mer om SEB på [www.sebgroup.se](http://www.sebgroup.se).

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

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten Ekonomisk Analys. Utifrån konjunkturläget, 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 Baltikum, Polen, Ryssland och Ukraina. Den utkommer en gång i halvåret.