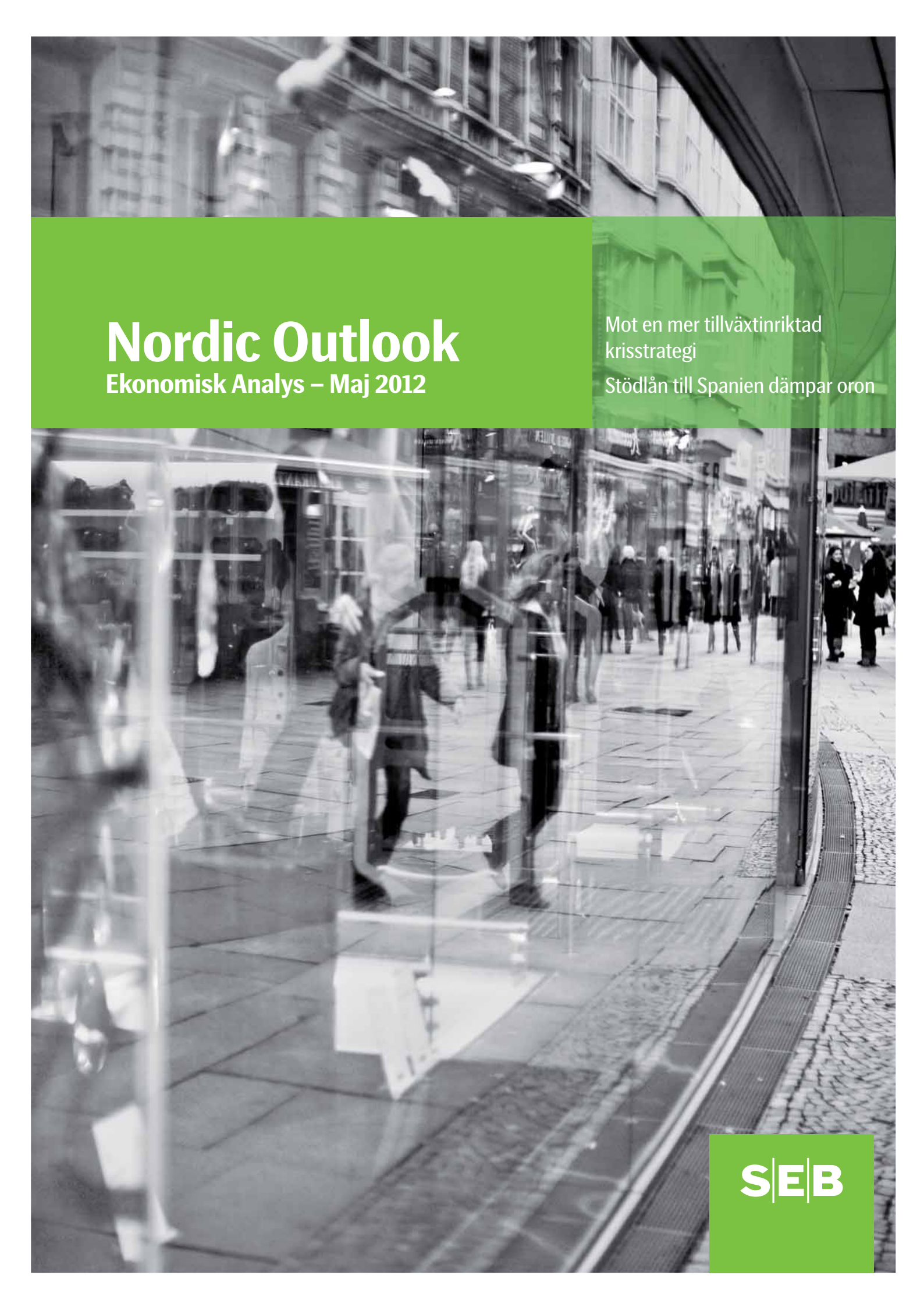




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Maj 2012

Mot en mer tillväxtinriktad
krisstrategi

Stödlån till Spanien dämpar oron

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Eurokrisen - en del av det globala maktspelet	12
USA	14
Japan	18
Asien	19
Euro-zonen	22
Storbritannien	26
Östeuropa	27
Baltikum	28
Sverige	30
Tema: Hög arbetslöshet ger ekonomisk-politiska spänningar	35
Danmark	36
Norge	38
Finland	41
Nyckeldata	43

Fördjupningsrutor

Nedåtriskerna dominerar åter	7
Stabilare råvarupriser men oljan en riskfaktor	8
Principerna kring ett IMF-lån	12
Den globala "brandväggen"	13
Inkomsterna fördelas skevt	15
Divergerande inköpschefsindex bidrar till osäkerhet	20

Denna rapport publicerades den 8 maj 2012.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 3 maj 2012.

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

Håkan Frisén
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.

Nya stödinsatser för att upprätthålla måttlig tillväxt

- **Spanskt räddningspaket på väg**
- **USA-ekonomin håller styrfart**
- **Asien ökar åter takten andra halvåret**
- **Snäv sparpolitik har nått vägs ände**
- **Låg inflation, men ECB-mål under press**
- **Tillväxtskillnader pressar EUR/USD till 1,20**

Världsekonomin har den senaste tiden saknat tydlig färdriktning. Den Europeiska centralbankens (ECB) erbjudande om 3-årslån (LTRO) till banksektorn i slutet av förra året utgjorde startpunkten för en väg av lättnad. Stigande riskapitet och förbättrad framtidstro för hushåll och företag dominerade därefter under stora delar av första kvartalet 2012. De senaste månaderna har dock präglats av förnyad oro. Den fördjupade oron kring Spanien har på nytt accentuerat de allvarliga risker och utmaningar som euro-samarbetet måste hantera. Därtill har konjunktursignalerna i USA blivit mer blandade, med en övervikt av negativa nyheter. Samtidigt har marknadens oro för en kinesisk hårdlandning minskat. Tillväxtekonomin genomför nu en mjuklandning med bibehållen ganska hög tillväxt. Detta stöttar den globala ekonomin, men är inte tillräckligt för att lyfta världsekonomin.

I flera viktiga avseenden följer utvecklingen våra senaste prognoser. Vår huvudbild har en längre tid varit att **återhämtningen blir syrefattig; tillväxten är inte självgående utan behöver fortsatt stöd.** I många länder hålls ekonomin tillbaka av fortsatta behov av skuldkonsolidering och en hållbar lösning av den djupa krisen i Euro-zonen är fortfarande svår att skönja. LTRO-lånen i december och februari gav andrum och bidrog till att undvika en djupfrysning av kreditmarknaden, men de underliggande problemen finns fortfarande kvar. Skillnader i konkurrenskraft är fortfarande mycket stora och utmaningen att genomföra nödvändiga åtstramningar i krisländer utan att strypa den ekonomiska aktiviteten återstår att hantera.

Att Spanien förr eller senare skulle behöva stöd från omvärlden har varit en del av vårt huvudscenario en längre tid. **Nästa steg i eurokrisen blir att Spanien i närtid får stöd** för att lätta på trycket i banksektorn. Vi tror att stödet till Spanien, från EMU-ländernas stödfonder och IMF, kommer att uppgå till EUR 150 miljarder. Stödet kommer att vara fokuserat på banksektorn och mer likt delar av det irländska stödpaketet till skillnad från de mer generella stöd som Grekland och Portugal fått för att hantera sina stora statsskulder. Vidare bedömer vi att lånevillkoren till Portugal kommer att mjukas upp.

Samtidigt bekräftas det **policyskift** vi diskuterade i *Nordic Outlook* februari. Det finns en gräns för hur stora besparingar länder klarar av. **Fokus kommer allt mer att flyttas från besparingar till strukturella reformer som stärker den långsiktiga tillväxten.** I detta sammanhang kommer ECB att på olika sätt pressas till större aktivitet, bl a noterar vi nu att IMF rekommenderar en höjning av ECB:s inflationsmål för att underlätta rebalanseringen av Euro-zonens ekonomier. Vi räknar också med att bl a Europeiska investeringsbanken (EIB) får ökad utlåningskapacitet för att underlätta återhämtningen och undvika en alltför stor nedgång i investeringarna. Det är dock osäkert hur Tyskland, Bundesbank och ECB till slut kommer att reagera på denna typ av omsvängning i politiken, men vår bild är att effektiva struktureller reformer i enskilda länder kommer att möjliggöra eftergifter från ECB/Bundesbank.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Trots den dramatik som i många stycken präglar världsekonomin är vår **konjunkturbild i stort sett oförändrad jämfört med *Nordic Outlook* februari.** Då uppgraderades de globala tillväxtutsikterna. I USA räknar vi med en tillväxt runt trend på 2,5 procent 2012 och 2,7 procent 2013. Skuldanpassningen förhindrar en historiskt mer normal återhämtning de närmaste åren, men den underliggande tillväxtkraften är tillräcklig för att hålla en ny recession på behörigt avstånd. Tillväxtekonomierna har tappat fart den senaste tiden, men motståndskraften har ändå bekräftats och vi ser en viss acceleration i tillväxten redan under andra halvåret 2012.

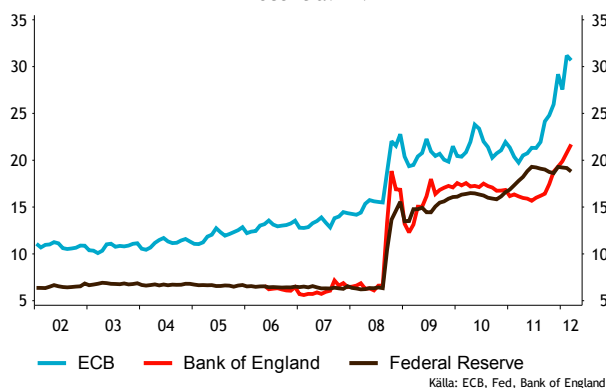
Euro-zonen gick in i en recession fjärde kvartalet 2011 och vi räknar med att tillväxten förblir negativ under första halvåret 2012. BNP för helåret minskar med 0,6 procent. Tysk ekonomi håller emot något bättre än väntat, men recessionen i Sydeuropa blir djup. Vi kan se en del positiva signaler i Storbritannien och Norden de senaste månaderna, vilket förstärkt bilden av

att recessionen kan isoleras till krisdrabbade länder inom Euro-zonen. Tillväxten i Östeuropa mattas även om de större ekonomierna Ryssland och Polen visar motståndskraft. Sammantaget räknar vi med att den **globala BNP-tillväxten** i köpkraftskorrigerade (PPP) termer hamnar på **3,6 procent 2012 och 4,1 procent år 2013**.

Policyskift generar svängningar

De senaste årens syn på konjunkturbilden samt riskapitet har i hög grad styrts av ekonomiska aktörers reaktion på förändringar i den ekonomiska politiken. Bakgrunden är de **dubbla ambitioner som präglat den ekonomiska politiken** sedan 2008. Å ena sidan har man velat åtgärda orsakerna 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 m m). 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.

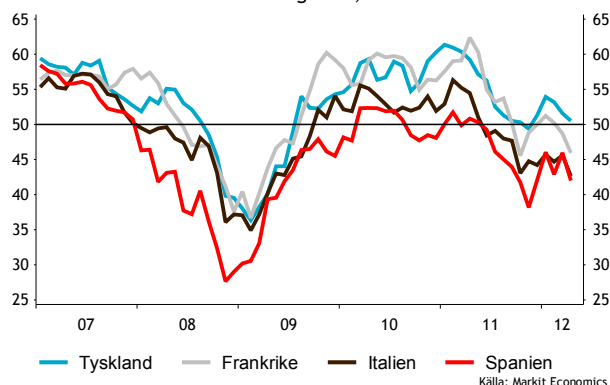
Centralbankernas balansräkningar
Procent av BNP



Parallellt med denna **"uppföringspolitik"** har det funnits ett stort behov av en **stimulanspolitik** 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 skuldeddragningen går alltför fort. I lite starkare konjunkturläge har centralbankerna gjort försök att diskutera exitstrategier, d v s börja avisera avvecklingen av de extraordinära stimulansåtgärderna. Detta har i sin tur vid flera tillfällen skapat oro på de finansiella marknaderna och bristande framtidstro i den reala ekonomin. Denna reaktion har sedan lett till nya åtgärdsprogram med syfte att återskapa förtroendet för att klara balansgången och hantera alla obalanser utan att skapa en djup recession.

I Euro-zonen kompliceras bilden av att så många aktörer med olika uppdrag och intressen är inblandade i krishantering. ECB och Tyskland vill upprätthålla pressen på regeringar i skuldyngda länder att genomföra besparingsprogram som säkerställer utlovade budgetförbättringar (se temaartikel). Samtidigt kämpar dessa regeringar med vikande demokratisk legitimitet och ökade protester på hemmaplan.

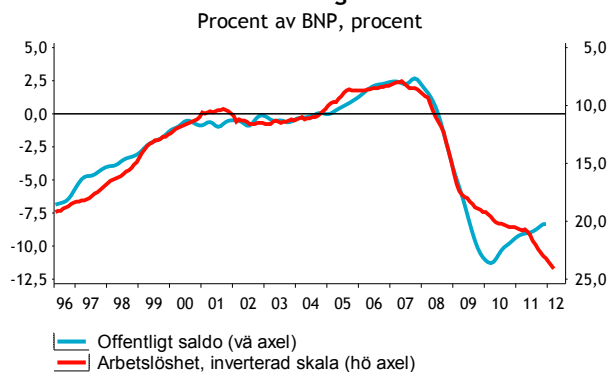
Stabilisering i inköpschefsindex
Sammanvägt PMI, index



Akut spanienkris kan ge spridningseffekter

I nuläget är vi inne i en ny fas av avvaktande ställningskrig i Euro-zonen. Efter leveranser av bl a LTRO tycker ECB sig ha spelat över bollen på den politiska planhalvan och intagit en mer avvaktande hållning. Men konjunkturen i Sydeuropa håller nu på att tappa fart igen när de positiva förtroendeeffekterna efter LTRO ebbar ut. **Problemen i Spanien har på kort tid förvärrats** med uppreviderade budgetunderskott, ny fas av snabbt stigande arbetslöshet och ytterligare fall för huspriser. I denna situation är det spanska banksystemet snabbt på väg in i en kris som inte går att hantera på nationell nivå, utan stöd från EMU och IMF. Grafen nedan visar det **starka sambandet mellan budgetsaldo och arbetslöshet**. Under en tid med tendenser till utplaning av arbetslösheten har under skottet kunnat minskas med 2-3 procentenheter. Med en förnyad acceleration i arbetslösheten är det svårt att tro att ytterligare besparingar ska vara lösningen.

Spanien: Starkt samband mellan arbetsmarknad och budget



Kraven på att ECB måste göra mer (med räntan och balansräkningen) ökar, såväl internt i Europa som från omvärlden. Vi räknar med att ECB kommer att gå i denna riktning men samtidigt vara försiktig när det gäller expansion av t ex SMP-programmet eller utvidgning av LTRO. Synen på den nationella finanspolitiken håller också på att förändras i riktning mot större betoning på tillväxt. Gradvis leder det till tidsmässigt mer utsträckta sparprogram och mer fokus på långsiktiga strukturåtgärder på utbudssidan.

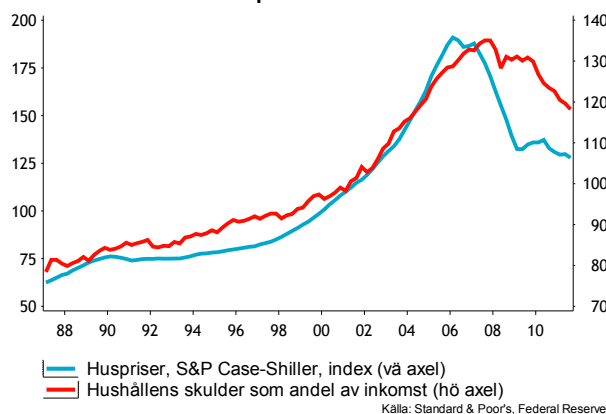
En viktig fråga är hur Europa-samarbetet kommer att reagera inför den rörelse mot en mer tillväxtorienterad politik som nu är på väg. En rad viktiga val i Frankrike, Tyskland, Grekland och

Irland innebär tydliga risker för att stasningen på en ny budet-disciplinpakt vattnas ur. Hur ECB och Tyskland/Bundesbank kommer att agera i denna situation är svårt att avgöra.

USA-ekonomin går sidledes

USA-ekonomin har fortsatt att ta sig upp på lite fastare mark. Smittoeffekterna från eurokrisen på det amerikanska banksystemet har varit ganska små, vilket bidragit till att läkningsprocesserna i ekonomin fortskridit. Vi räknar med att **USA:s BNP växer med 2,5 procent 2012 och med 2,7 procent 2013**; en tillväxt nära den trendmässiga. Arbetsmarknadsläget har långsamt förbättrats, men vi förutser en del besvikelser det närmaste halvåret givet den måttliga BNP-tillväxten. Förnyade svaghetstecken på arbetsmarknaden gör att vi räknar med att **Fed utökar sina kvantitativa lätttnadsprogram (QE)** när Operation Twist löper ut i sommar. Prognosen är osäker, inte minst mot bakgrund av det stundande presidentvalet i november. Ett sätt att ta udden av den kritiken är att sterilisera obligationsköpen eftersom inflationsriskerna på sikt anses mindre. Vi räknar också med att Fed kommer att koncentrera köpen mot bostadsobligationer mot bakgrund av de förnyade tendenserna till boprisfall.

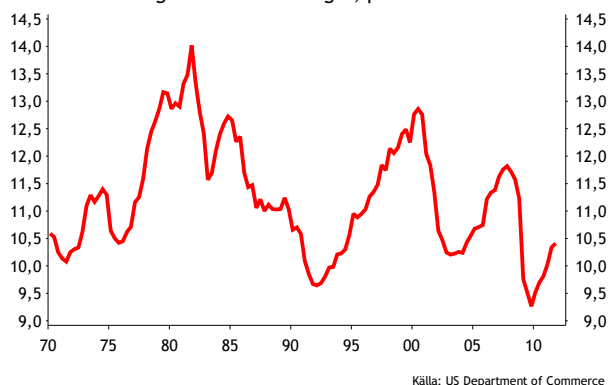
USA: Huspriser och skulder



Även om USA-tillväxten ligger på behörigt avstånd från en ny recession finns fortfarande bromskrafter som förhindrar ett

normalt återhämtningsförlopp. Grafen ovan visar sambandet mellan husprisinivå och skulder som andel av disponibel inkomst. Efter det dramatiska huspriset 2007-2009 verkar skuldanpassningen ha kommit ungefär halvvägs mot att återställa förmögenhetsställningen. Fortsatta behov av anpassning håller tillbaka privata konsumtionen de närmaste åren, inte minst mot bakgrund av förnyade prisfall på bostäder. Om processen fortskrider i nuvarande takt skulle dock ett rejält lyft i amerikansk konsumtion vara tänkbart någon gång i mitten på decenniet.

USA: Fortsatt låg investeringsnivå
Näringslivets investeringar, procent av BNP



Även investeringarna kommer att avgöra vid vilken tidpunkt en självgående återhämtning tar fart på allvar. I nuläget finns flera underliggande positiva faktorer, såväl i USA som i andra industriländer. Många företag har en mycket stark balansräkning; kombinationen av fulla kassakistor och en låg investeringsnivå i utgångsläget innebär en potential för en snabb vändning uppåt i investeringskonjunkturen. Fortfarande utgör ett relativt lågt kapacitetsutnyttjande en restriktion. Osäkerhet om den ekonomisk-politiska stabiliteten på kortare och längre sikt är dock sannolikt en minst lika viktig bromsfaktor. Fortsatt restriktiva kreditförhållanden och ett sargat banksystem hämmar också, speciellt i Europa. Även om många storföretag har finansiella möjligheter att självfinansiera sina investeringar kvarstår osäkerheten i kund- och underleverantörsled vilket hämmar

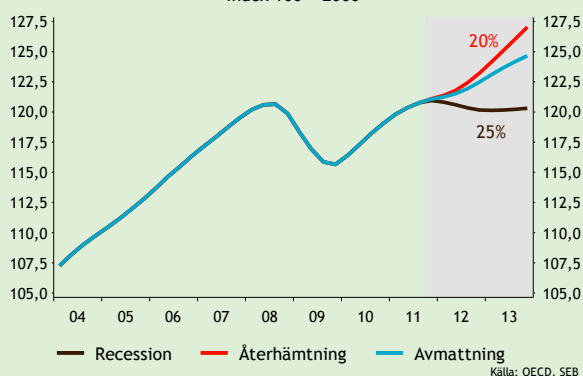
Nedåtriskerna dominerar åter

Riskbilden har i viss mån förskjutits åt det negativa hållet sedan *Nordic Outlook* i februari. Huvudscenariot är fortfarande att Euro-zonen är i recession under första halvåret 2012, men att OECD-området som helhet uppvisar en låg men positiv BNP-tillväxt. Spanienkrisen och det stora dilemma som Euro-zonen står inför när det gäller att hitta en trovärdig ekonomisk-politisk strategi gör att vi nu ser något ökade risker för att BNP i OECD-området kommer att falla 2012.

Liksom tidigare är en fördjupad eurokris det mest troliga drivkraften till en recession i hela OECD-området. Riskerna för en eskalerande kris i Mellanöstern med stigande oljepris som följd 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. Sammantaget är dock uppsidesriskerna begränsade. Om de underliggande tillväxtkrafterna skulle förstärkas i klart högre grad än väntat kommer centralbankernas stimulanser att dras tillbaka och

tempot i den offentliga konsolideringen att öka. Den senaste tiden har förstärkt bilden av att OECD-länderna sitter fast i en period med syrefattig tillväxt så länge läkningsprocessen efter finanskrisen och tidigare skulduppbyggnad pågår.

BNP OECD
Index 100 = 2000



framtidssatsningar. Så länge dessa osäkerhetsfaktorer finns kvar i OECD-området tenderar företagen att lägga en stor del av nysatsningarna i tillväxtekonomier.

Ny uppgång på väg på tillväxtmarknader

Tillväxtmarknaderna fortsätter att ge viktigt stöd till världsekonomin i en situation med mycket svag utveckling i OECD-området. Starka statsfinanser och god sysselsättningstillväxt har bidragit till att hålla uppe den inhemska efterfrågan i en situation med vikande omvärldsefterfrågan. **Mjuklandningen i främst Asien** har därmed kunnat ske med bibehållen hög tillväxtnivå.

Dämpningen i **Kina** har fortsatt men vi räknar med att BNP-tillväxten stabiliserar sig strax över 8 procent i årstakt under andra kvartalet. Därefter ser vi förutsättningar för att takten återigen kan vända upp. Sjunkande inflation har bidragit till att ekonomiska politiken åter fått ökat fokus på tillväxtfrämjande åtgärder. Vi räknar med att **BNP som årsgenomsnitt ökar med 8,5 procent 2012 och med 8,7 procent 2013**.

I de flesta andra asiatiska ekonomier räknar vi med att BNP-tillväxten redan börjat accelerera. I t ex Indien har ledande indikatorer vänt uppåt, bl a har inköpschefsindex återhämtat sig från bottenivåerna i höstas. Även här har fallande inflation bidragit till en omsvängning av penningpolitiken i expansiv riktning. Vi förutspår en BNP-tillväxt i Indien på 7,0 procent i år och 7,3 procent nästa år. Bristen på strukturella reformer i Indien gör dock att ekonomin får svårt att nå tillbaka till de höga tillväxttal som uppnåddes för några år sedan.

Lågkonjunktur i Norden

Svagare internationell efterfrågan pressar ner tillväxten i de små exportberoende **nordiska ekonomierna**. I år hamnar BNP-tillväxte runt ½ procent i Danmark, Finland och Sverige.

Den direkta exponeringen mot Sydeuropa är liten, men i och med att tillväxten sjunker kraftigt också i Tyskland påverkas exporten på bred front. **Norge avviker från mönstret** och en stark inhemska efterfrågan gör att BNP-tillväxten till och med blir starkare än 2011. I takt med en förbättrad omvärldsefterfrågan återhämtar sig länderna mot slutet av 2012 men tillväxten 2013 är fortfarande under trend, runt 2 procent.

BNP-tillväxt, Norden och Baltikum

Årlig procentuell förändring

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

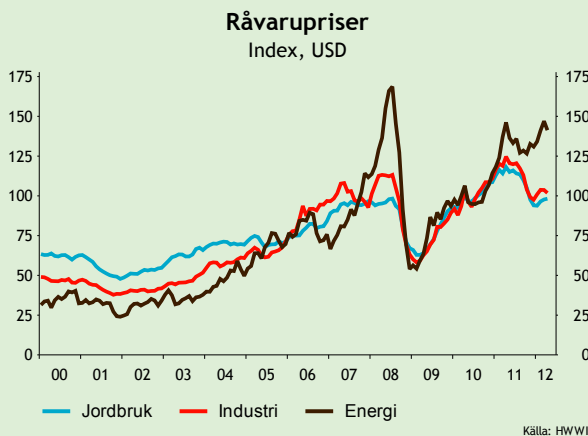
Källa: OECD, SEB

Relativt goda statsfinanser och överskott i bytesbalansen har gett de nordiska länderna manöverutrymme under krisen. Trots svag BNP-utveckling 2012 har den finansiella utvecklingen varit stabilare jämfört med tidigare internationella kriser. Norden tycks således ha stärkt sin position som **attraktivt placeringsalternativ**. **Långräntorna i Sverige och Danmark** ligger nära de tyska och Finland är det euroland som kunnat behålla lägst ränteskillnad till Tyskland.

Den ökade stabiliteten ställer centralbankerna i Sverige och Norge inför nya utmaningar när valutförsvagningar inte på samma sätt som tidigare stöttar exportindustrin i en interna-

Stabilare råvarupriser men oljan en riskfaktor

Råvarupriserna har stabiliserats i början av 2012, efter nedgången förra hösten. Stabiliseringen återspeglar i stort mönstret i globala konjunkturindikatorer. Oljepriserna har därtill stigit p g a geopolitisk oro, främst knuten till Irans nukleära program och situationen i Syrien.



Oljepriset (Brent) har under den senaste månaden legat i intervallet 115-120 USD/fat efter en temporär topp vid 130 i

början av mars. Priset har bl a dämpats av säsongsmässigt svag efterfrågan samt en hög produktionsnivå bland Opec-länderna. Under ledning av Saudiarabien höjdes produktionen under första kvartalet i ett försök att pressa ned priset mot Opecs långsiktiga mål på 100 USD/fat. Framöver räknar vi med att oljepriset fortsätter att pressas nedåt av en hög produktionsnivå i **Saudiarabien** samtidigt som vissa OECD-länder väntas frigöra en del strategiska reserver. Å andra sidan lär osäkerheten kring Iranfrågan kvarstå samtidigt som den globala efterfrågan förstärks något på sikt. Vår prognos är därför att **oljepriset ligger kvar på 115-120 USD/fat**. Skulle oljepriset stiga upp mot 140-150 USD/fat, t ex drivet av ytterligare geopolitisk oro, skulle den bräckliga återhämtningen i världsekonomin hotas.

Industrimetaller har i stor sett bottnat för den här gången och priserna väntas **stiga svagt** det närmaste året. För **jordbruksråvaror** räknar vi generellt med fallande priser det närmaste året. Orsakerna är förväntningar om mer normala skördar samt växande incitament att öka produktionen.

tionell lågkonjunktur. Samtidigt innebär också högt värderade bostadsmarknader en extra komplikation för penningpolitiken i båda länderna. I Sverige räknar vi med att låg inflation och hög arbetslöshet bidrar till att **Riksbanken sänker räntan** en gång i september till 1,25 procent. I Norge medför god tillväxt och högt resursutnyttjande till att **Norges Bank påbörjar en höjningsscykel 2013**. Vi räknar med att styrräntan höjs från dagen 1,50 procent till 2,50 procent i slutet av 2013.

Konsumtion håller uppe baltisk tillväxt

Under 2011 växte de baltiska ekonomierna snabbast i EU, med Estland i topp på 7,6 procent. Den senaste tiden har den internationella avmattningen lett till en skarp exportledd inbromsning av BNP-tillväxten i mycket högt exportberoende Estland, medan dämpningen i Lettland och Litauen varit mildare. Under det närmaste året förblir exporten relativt svag samtidigt som investeringarna sviktar. Konsumtionstillväxten hålls dock uppe av bl a stärkta reallöner. Generellt finns också uppdämda köpbehov efter att tidigare kris- och stålbadspolitik pressat ned konsumtionsnivån. Vi räknar med **svaga BNP-ökningar i Baltikum på 1,5-3,0 procent 2012** (högst i Litauen), följt av en försiktig acceleration 2013 men tillväxten fortsätter att ligga något under potentiell takt (4,0-4,5 procent). Litauen-prognosen är uppreviderad efter oväntat stark tillväxt första kvartalet. **Överraskande stark konsumtionsutveckling** medför att vi ser **vissa upptrisker för BNP-prognoserna i Estland och Lettland**.

Den underliggande balansen i de baltiska ekonomierna har förbättrats efter korrigeringarna av exceptionella underskott i bytesbalansen och en urholkad konkurrenskraft. Estland har dock fortsatta inflationsproblem och samtliga länder präglas av förvärrade strukturproblem på arbetsmarknaderna. Inte minst utgör emigration ett långsiktigt problem.

Trots rådande kris i eurosamarbetet är vår prognos att **Lettland inför euron enligt plan 2014**, medan Litauens anslutning dröjer ytterligare ett år på grund av något för stort budgetunderskott 2012.

Blandade inflationssignaler

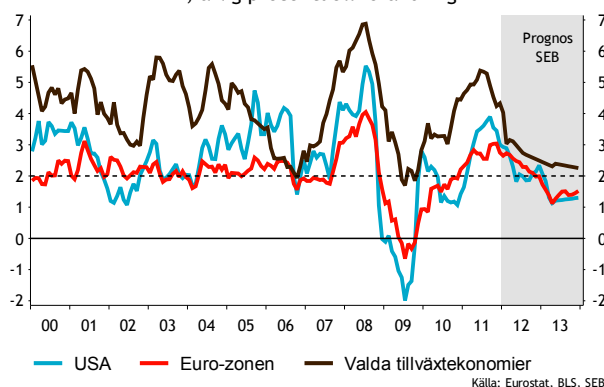
Inflationstakten i världsekonomin är nu **på väg ned** när tidigare uppgångar för råvarupriserna faller ur 12-månaderstalen. Den senaste tiden har nedgången i tillväxtekonomierna varit kraftigare än vi räknat med. I OECD-området har däremot inflationen bitit sig fast på högre nivåer än vi förutspått, delvis beroende på den senaste tidens höga noteringar för råoljepriset. Även **kärninflationen har dock överraskat på uppsidan**. Vår huvudprognos innebär dock liksom tidigare att inflationen fortsätter att sjunka tillbaka och nästa år ligga runt 1½ procent i OECD-området. En sådan inflationsdämpning utgör ett välkommet stöd för konjunkturen genom att skapa ökad köpkraft för hushållen och manöverutrymme för centralbanker.

Att inflationsresponsen på den svaga tillväxten hittills varit mindre än väntat utgör dock ett orosmoment. Inte minst komplicerar det inflationsdynamiken i Euro-zonen. I länder som Grekland och Spanien kan vi nu se tecken på att konkurrenskraften i viss mån börjar återställas genom sjunkande reallöner. Å andra sidan hålls inflationen uppe av att höjda indirekta skat-

terna ingår i flera länders åtstramningsprogram. Sammantaget ligger inflationstakten i Sydeuropa ungefär på samma nivå som i Euro-zonen som helhet. De tecken på **accelererande löneökningar som nu kan skönjas i Tyskland är välkomna** såväl ur ett internt konkurrensperspektiv som ur ett tillväxtperspektiv. Vägen att mildra de europeiska obalanserna genom lite högre inflationstakt i Tyskland ter sig dock problematisk så länge som ECB inte ruckar på sin dogmatiska tolkning av inflationsmålet. Detta dilemma är nu på väg att bli alltmer akut och omdiskuterat. IMF tycks t ex åter aktualisera sin rekommendation till ECB att höja inflationsmålet till 4 procent för att underlätta nödvändiga anpassningsprocesser.

Inflationen faller tillbaka

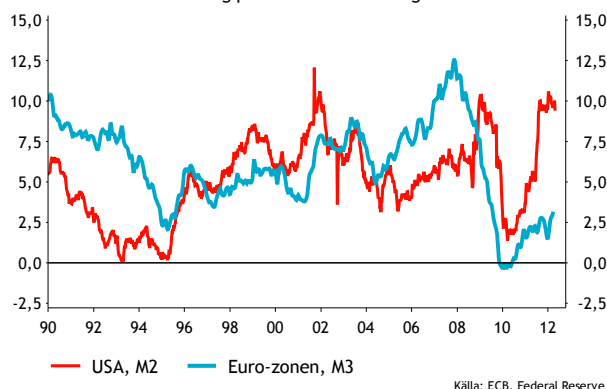
KPI, årlig procentuell förändring



Vi ser inga stora risker för att den exceptionellt låga penningpolitiken ska skapa inflation på kort och medellång sikt. Speciellt gäller detta i Euro-zonen där penningmängden fortfarande ökar i långsam takt. Såväl problemen i det finansiella systemet som bristande kreditefterfrågan bland hushåll och företag bidrar till detta. I USA ligger nu penningmängdstillväxten runt 10 procent, vilket speglar ett bättre fungerande finansiellt system. På sikt kan detta ge inflationspulser, men det låga resursutnyttjandet gör att Fed har gott om tid att agera innan dessa realiserar.

Penningmängd

Årlig procentuell förändring



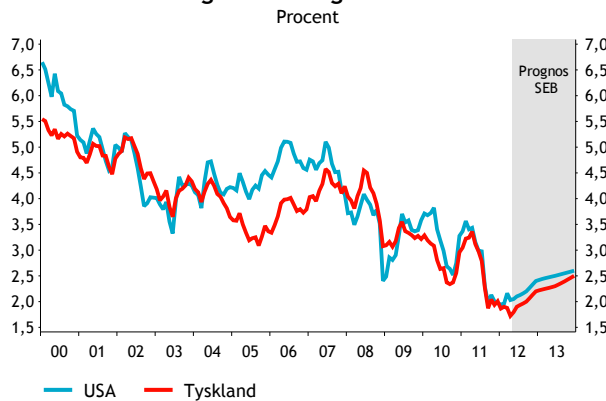
Långräntor förblir starkt nedpressade

Medan aktiemarknaderna har återhämtat sig under början på året har statsobligationsräntorna i de tongivande ekonomierna fastnat på historiskt låga nivåer. Amerikanska och tyska 10-årsräntor har sedan september 2011 handlats i ett tämligen snävt intervall om 1,75-2,25 procent. Efter en uppstuds i början på mars har trenden åter varit nästan oavbrutet fallande och räntan ligger idag åter på rekordlåga nivåer.

Flera faktorer förklarar den bestående låga räntenivån.

Inflationen har varit tämligen stabil och inflationsförväntningar har legat kvar på låga eller måttliga nivåer som varit bekväma för centralbankerna. Marknadens övertygelse om fortsatt ultralätt penningpolitik har befasts. Till detta skall läggas en bräcklig riskapitet som gjort att många investerare sökt sig till trygga hamnar som t ex amerikanska, tyska och nordiska statspapper i en värld med fortgående skuldskris i många länder.

10-åriga statsobligationsräntor



Källa: Reuters EcoWin, SEB

Vi upprepar att dessa återhållande räntekrafter i huvudsak kvarstår. ECB låter visserligen styrräntan ligga orörd men är vid behov beredd att vidta balansräkningspolitik. Fed ligger också still med räntan och lanserar efter sommaren troligen ett QE3-program riktat mot bostadspapper och som bidrar till att hålla ned främst amerikanska bostadsräntor. En förväntad stabilisering och svag återhämtning i världsekonomin resulterar därför bara i en **måttlig långränteuppgång**; i USA stiger 10-årsräntan med ca 65 räntepunkter till 2,60 procent i slutet av 2013, medan tyska 10-åringen under motsvarande period går upp till 2,50 procent (upp ca 90 punkter jämfört med dagsläget).

Långräntespreaden mellan USA och Tyskland har varit mycket låg och stabil, ofta nära noll, sedan förra våren. Under de senaste månaderna har dock ett betydande räntegap på 20-30 punkter uppstått. Att tyska räntor rört sig djupare ned sammanhänger i hög grad med den förvärrade eurokrisen kopplad till främst Spanien; tyska obligationer har setts som en säker placering. Vår prognos är att **differensen mellan USA och Tyskland på långa sidan åter minskar något i närtid** och därefter under ett års tid parkerar på cirka 20 punkter. I slutet av 2013 är denna spread nere på 10 punkter.

Vårens nedåttrend gör att den svenska 10-årsräntan nu ligger nära januaris rekordlåga nivå på 1,59 procent. Lågt utbud av statspapper och stort utländskt intresse för ett stabilt AAA-land talar för att **svenska långräntespreaden mot Tyskland pressas nedåt framöver**. Även Riksbankens räntesänkning i höst verkar i den riktningen. Spreaden går från dagens svagt positiva nivå ned till noll i höst och är i slutet av 2013 minus 5 punkter. Det innebär att räntenivån gradvis stiger till 2,45 procent i december 2013.

Även norska statspapper är fortsatt attraktiva för internationella kapitalförvaltare. 10-årsspreaden mot Tyskland pressas tillbaka något till 35-40 punkter de närmaste månaderna och ligger kvar där året ut. Under 2013 vänder spreaden gradvis när Norges Bank i början av 2013 påbörjar sin höjningscykel. I slutet

av 2013 är långräntedifferensen mot Tyskland på 10-åriga statspapper 70 punkter och nivån på 10-årsräntan 3,20 procent.

Börsåterhämtningen kom av sig

Den starka börsåterhämtning som tog sin början i slutet av november har kommit av sig de senaste månaderna. Vinsthemtagningar har bidragit till utvecklingen; från slutet av november till början av mars steg många börser med 20-25 procent. En korrektion av den kraftiga uppgången var därför inte oväntad.

Det finns dock även fundamentala förklaringar till att börs klimatet försämrats. Den finansiella oron i Euro-zonen har återkommit. Valen i Frankrike och Grekland har bidragit till att spä på oron. Oro för en hårdlandning i Kina har bitit sig fast på de finansiella marknaderna. Under våren har dessutom rykten om ett förestående amerikanskt/israeliskt anfall mot Iran pressat riskapiten.

USA-börserna leder uppgången

Index 100 = juli 2011



Källa: Reuters EcoWin, SEB

De senaste månaderna har USA-börserna hållit emot de nedgångar som övriga världen upplevt och därmed utvecklats klart bättre än börserna i omvärlden. De relativt sett bättre tillväxtförväntningarna jämfört med andra marknader har bidragit till den goda utvecklingen. Dessutom talar mycket för att sammanslagningar och bolagsuppköp kan få ett uppsving och att trenden med stigande företagsutdelningar och aktieåterköp håller i sig. Stockholmsbörsen har under våren utvecklats svagt i linje med tillväxtmarknader och Europa i övrigt.

I nuläget är **börserna i hög grad prissatta med befintliga risker och osäkerhetsfaktorer**; en recession i Euro-zonen i år bedöms redan vara inprisad. Bedömningen är även fortsättningsvis att de nordiska börserna har förutsättningar att utvecklas starkare än resten av Europa framöver. Större BNP-fall kan undvikas och vid en stabilisering av konjunkturen blir Stockholms- och Helsingforsbörsernas cykliska exponering en fördel. Baserat på att en eskalering av eurokrisen kan undvikas, att recessionen i Euro-zonen blir måttlig samt med relativt låga värderingar och fortsatt extremt lätt penningpolitik finns **förutsättningar för en börsuppgång på i storleksordningen 10 procent till årsskiftet** jämfört med nuvarande nivå.

Euron försvagas framöver

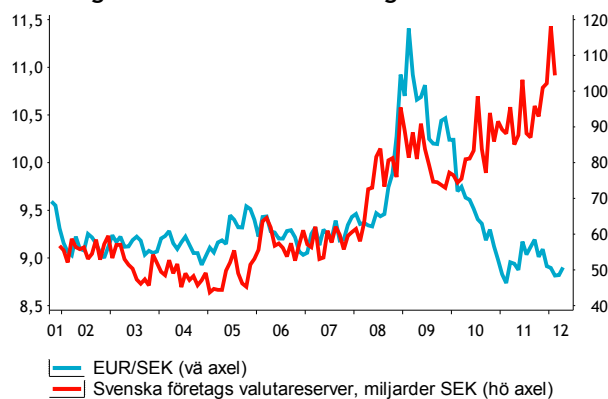
Det långsiktiga temat på valutamarknaden är fortsatt försvagning av de större etablerade reservvalutorna till förmån för mindre perifera länder. Framför allt fortsätter asiatiska portföljförvaltare att minska andelen G3-valutor i portföljerna. Euro och dollar står dock fortfarande för nära 90 procent av de

globala FX-reserverna. Finanskrisen har fört med sig nya regler för bl a hedgefonder, vilket begränsat betydelsen av spekulativt orienterade aktörer. Detta stärker bilden av att långsiktiga reservförvaltare och centralbanker får större betydelse för valutarörelserna framöver. Sedan i höstas har EUR/USD, världens i särklass mest handlade valutapar, handlats i ett allt snävare intervall mellan 1,26 och 1,35. Bland G10-valutorna har dessa tillsammans med yen också haft den svagaste utvecklingen sedan börsbotten i höstas.

Framöver tror vi på en **trendmässig nedgång av EUR/USD**. Riskerna för en allvarlig kris är påtagligt större i Euro-zonen än i USA. De närmaste månaderna lär turerna runt bl a stödprogram till Spanien tynga euron. Även på längre sikt ser vi utsikter för en starkare USD driven av tillväxtskillnader samt fortsatt tröghet i den europeiska reformprocessen. Vi räknar därför med att **EUR/USD ligger på 1,28 vid slutet av 2012 och på 1,20 vid slutet av 2013**. Om något är risken att euroförsvagningen blir mer påtaglig den närmaste tiden.

De stora underskotten i amerikansk ekonomi i kombination med osäkerhet kring den finanspolitiska processen det närmaste året innebär dock problem även för USD. Dollarns roll som global reservvaluta är dock ännu ohotad och därför tycks USA kunna fortsätta bedriva en expansiv finans- och penningpolitik utan dramatiska följder för valutan. Vi räknar dock med att globala reservförvaltare kommer minska andelen USD i sina portföljer från dagens dryga 60 procent till 40-50 procent de närmaste tio åren. Detta kommer att göra USD mer känslig för inhemska obalanser.

Sverige: Icke-finansiella företags valutareserver



Japans ekonomiska problem kommer troligen att påverka valutamarknaden framöver i ökad utsträckning. Ratinginstituten kommer sannolikt att öka fokus på Japans svaga statsfinanser. Det höga inhemska sparandet har hittills räddat landet, men Japans sparöverskott kommer att minska i takt med en åldrande befolkning. Därmed kommer troligen investerare att bli mer skeptiska till en ekonomi med en statsskuld på runt 250 procent av BNP och långräntenivåer runt 1 procent. Centralbanken är dessutom fast besluten att hindra ytterligare ytenstyrka. Sammantaget tror vi att **yen är förbi sin topp** och att den successivt om än i **långsam takt kommer att försvagas**. Valutan är också enligt våra jämviktsmodeller en av de mest övervärderade G10-valutorna och det har börjat synas allt tydligare i handelsbalanssiffrorna. I slutet av 2013 står USD/JPY i 94.

De skandinaviska valutorna fortsätter att förstärkas jämfört med de etablerade G3-valutorna. Vi behåller vår prognos att **EUR/SEK försiktigt glider ned mot 8,70/50** under kommande tolv månader. Svenska exportföretag har minskat sin aktivitet när det gäller valutasäkring och behåller dessutom stora reserver i utländsk valuta. Vi tror att båda dessa faktorer på sikt kommer att bidra till ökade flöden till kronan. I slutet av 2013 räknar vi med att EUR/SEK står i 8,40.

Den norska valutan har stärkts i början på 2012, trots en duvaktig penningpolitik från Norges bank. Under andra halvåret 2012 räknar vi med att Norges Bank kommer att öka valutaköpen för Oljefondens räkning relativt påtagligt. Det bidrar till att EUR/NOK försvagas mot 7,60/70 under hösten. Därefter tror vi NOK åter kommer att stärkas i takt med ganska kraftfulla räntehöjningar från Norges Bank. Vid årsskiftet 2012/2013 kommer EUR/NOK att åter testa nya rekordnivåer. **På längre sikt är argumenten för en appreciering av NOK starka**. I slutet av 2013 räknar vi med att EUR/NOK står i 7,35.

Eurokrisen – en del av det globala maktspelet

- **Spanien får stödlån på 150 miljarder euro**
- **Nytt andrum men eurofrågetecken kvarstår**
- **Internationellt samarbete i uppförsbacke**
- **Maktkamp inom IMF och G20**

Eurokrisen är nu på väg in i ett nytt kritiskt skede genom den allt mer akuta situationen i Spanien. Vi räknar med att **Spanien får finansiellt stöd** den närmaste tiden och att euroländerna och IMF delar på bördan enligt gängse fördelningsprincip 2/3 respektive 1/3. Portugals lånevillkor mjukas även upp inom kort. Krisen i eurosamarbetet pågår **parallellt med en kamp om den framtida ekonomiska och politiska maktbalansen i IMF och G20**. Därmed blir processen mer komplex genom att flera frågor dras in i förhandlingarna. Detta skapar i sin tur risker i en situation då utökat internationellt samarbete är särskilt angeläget.

Den fördjupade krisen i Spanien har flera orsaker. Landets nettoskuld (utlandsställning) till omvärlden är nära 1 000 miljarder euro (100 procent av BNP 2011). Det är en av västvärldens största skulder och resultatet av stora underskott i bytesbalansen under en 50-års period. Underskotten har accelererat sedan 1990 som en konsekvens av allt svagare konkurrenskraft.

Spaniens utlandsställning

Miljarder euro, december 2011

Direktinvesteringar	16,3
Portföljinvestering	-616,0
Övriga investeringar	-314,4
Finansiella derivat	6,0
Banco de España	-81,0
Totalt	-989,1

Situationen i det spanska banksystemet försämras nu snabbt. IMF har visserligen gjort bedömningen att de största spanska bankerna har tillräckligt med kapital och intjäningsförmåga för att klara stora påfrestningar. Sårbarheten i övriga banker är dock så betydande att hela banksektorn riskerar att ställas inför varaktiga finansieringsproblem. Andelen lån med problem stiger snabbt och uppgår till ca 10 procent (150 miljarder euro) av den totala stocken. Centralbanken Banco de España har en skuld till ECB-systemet på 170 miljarder euro. Bankernas situation blir därtill allt mer utsatt i en miljö med krympande ekonomi, stigande arbetslöshet och fallande huspriser/aktiekurser. En ekonomisk inbromsning i Sydamerika, där spanska banker har stora exponeringar, utgör ytterligare en riskfaktor för banksystemet.

Vår prognos är att Spanien i närtid får ett finansiellt stödlån från euroländerna/IMF på runt 150 miljarder euro. IMF genomför under våren 2012 sin Artikel IV-konsultation för Spanien. Ett beslut kring ett nödlån bör rimligen komma i anslutning till denna utvärdering. Vi räknar med att en stor del av lånet riktas direkt till banksektorn. Samtidigt genomförs reformer som innebär att goda livskraftiga banker skiljs från svaga statsberoende banker.

Principerna kring ett IMF-lån

IMF:s styrelse, bestående av 24 ledamöter vilka representerar alla 188 medlemsländer, tar lånebesluten med enkel majoritet, även om konsensus eftersträvas. IMF/styrelsen gör utvärderingar/utbetalningar kvartalsvis av/till det lånande landet. Medlemsländerna ställer pengar till IMF:s förfogande ("kreditlinor"), vilka mobiliseras först då behov uppstått (IMF gör kvartalsvisa prognoser för att avgöra utnyttjadegrad av kreditlinorna, oftast i US-dollar). Normalt är det centralbankernas valutaserver som används för att låna ut pengar till IMF; om dessa reserver är för små kan staten först ta lån i utländsk valuta som sedan placeras och hanteras av centralbanken. Ett medlemslands "kreditlina" bestäms utifrån en fastlagd IMF-formel som tar hänsyn till bl a ekonomins storlek. Att ett land har mer än 15 procent av röstkraften (som USA i dag) betyder stort inflytande i IMF och G20. IMF bär kreditrisken mot det lånande landet. Ett IMF-lån är en s k prioriterad fordran. De utlånande staterna får en avkastning motsvarande räntan på 3-månaders statsskuldsväxel (sammanvägt USD, GBP, EUR, JPY). Räntemarginalen som IMF tar ut gentemot det lånande landet används bl a till att bygga en buffert för eventuella kreditförluster och finansiera IMF:s löpande verksamhet.

Långsiktiga utmaningar för att rädda euron

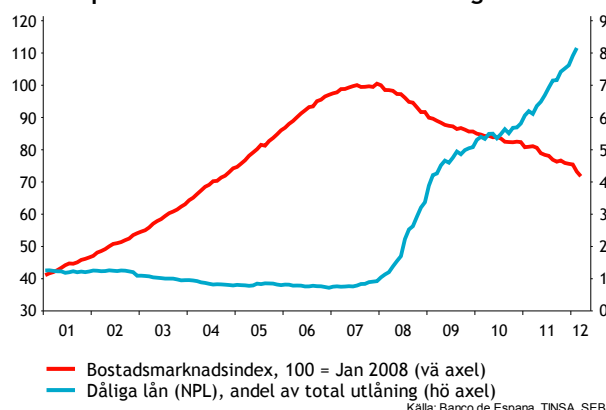
En räddningsaktion för Spanien innebär långt ifrån en definitiv lösning för eurokrisen. Räntenivån på statsskulden är ohållbart hög i flera länder och en miljö med krympande ekonomier försvårar en trovärdig och uthållig skuldsanering. Den politiska läget inger också oro att döma av tonläget i valkampanjerna i franska presidentvalet, grekiska parlamentsvalet, delstatsval i Tyskland samt folkomröstning i Irland om finanspakten.

ECB:s agerande präglas av rädsla för att det politiska systemet ska slå av på reformtaket. Misstron mellan olika parter ökar trovärdighetsproblemen för eurosamarbetet, vilket il-lustreras av att också IMF nu utvecklat ett scenario som tar sin utgångspunkt i ett sammanbrott för valutasamarbetet. Men euroländerna har många frågetecken att räta ut för att övertyga omvärlden:

- Tunga G20-länder (bl a USA, Storbritannien, Kina) bakbind-er IMF och kräver att euroländerna (med speciellt fokus på Tyskland) ska visa större effektivitet och beslutsamhet i krishanteringen för att ställa sig bakom mer stöd.
- Det egna ramverket reser frågetecken: Innebär ECB:s inflationsmål och finanspakten en tvångströja som försvårar eurokrisens lösning? Vilka eftergifter är Tyskland/Bundes-bank beredda att göra för att rädda euron?
- Osäkerheten är stor huruvida den centralisering av ekono-misk och politisk makt, som en gemensam valuta kräver, verkligen är möjlig att genomföra inom rimlig tid.

ECB:s båda treåriga LTRO-lån på runt 1 000 miljarder euro har fyllt en viktig funktion genom att minska de allvarliga refinan-sieringsproblem som det europeiska banksystemet stod inför i slutet av 2011. Men de är ett tveeggat vapen (se *Nordic Out-look*, februari 2012). Lånen tar inte bort banksystemets behov att banta balansräkningar ytterligare. Enligt IMF uppgår beho-vet till 2 000 miljarder euro. Lånen kan också skapa en falsk trygghet av att euroländernas problem är lösta. Det viktigaste potentiella problemet med ECB:s "balansräkningspolitik" är att den underminerar marknadens roll att sätta korrekta finansiella priser. Dessutom bidrar den till att öka koncentrationen av nationell statspappersrisk i nationella banksystem.

Spanien: Bostadsmarknad och dåliga lån



Ökade spänningar inom IMF och G20

Inom det internationella ekonomisk-politiska samarbetet pågår nu ett ganska komplicerat maktspel. IMF och G20-gruppen utövar påtryckningar på ECB att göra mer för att undvika en ekonomisk och finansiell kris. Som villkor för att låta ECB:s balansräkning växa ytterligare kräver dock ECB och Tyskland ytterligare finanspolitiska åtstramningar från krisländer i Euro-zonen. En möjlighet för ECB är också att i större skala återuppta sitt Securities Markets Programme (SMP) för att minska kredi-trisken för enskilda stater. Detta är dock också kontroversiellt. ECB:s penningpolitiska värdepappersportfölj uppgår i dag till 215 miljarder euro och en utökning av SMP kan paradoxalt nog ge upphov till stigande räntor. Förklaringen är att ECB:s stats-pappersinnehav tycks vara skyddat mot skuldnedskrivningar att döma av det grekiska exemplet. Därmed kan eventuella framtida skuldnedskrivningar komma att koncentreras till den privata sektorn, vilket driver upp risksättningen och därmed också räntan.

Eurokrisen har också blivit en bricka i ett bredare politiskt spel. I grunden rör det sig om spänningar kopplade till behovet av

förskjutningar i den globala maktbalansen efter perioden av kraftigt ökande globalisering. De globala obalanserna bidrar till att förstärka polariseringen mellan OECD-länder och utveck-lingsekonomier. Detta avspeglas i att G20-kretsens stats- och regeringschefer uppvisar ökande svårigheter att enas kring lösningar på globala problem. Det handlar också om hur den nya ekonomiska och finansiella världen ska styras på såväl nationell som internationell nivå.

Enligt överenskommelse från 2010 ska IMF:s skvotsystem reformeras på ett sätt som ger tillväxtekonomier större röst-kraft på bekostnad av utvecklade ekonomier. USA:s kongress har ännu inte tagit steget (USA har 17 procents röstkraft). Även om G20-mötet i Mexiko i juni kan ta ett steg framåt i maktför-delningsfrågan är det mer troligt att det sker i Tokyo (i oktober i anslutning till IMF/Världsbankens årsmöten) eller i början av 2013 när USA genomfört president- och kongressvalen.

Splittringen inom G20 tar sig också andra uttryck där skiljelin-jen inte går mellan OECD-länder och tillväxtekonomier. Den sårbarhet som världens ekonomiska- och finansiella system fortfarande präglas av kräver internationella brandväggar som generellt minskar spridningsriskerna vid internationella kriser. G20 har under våren tagit beslut om att förstärka IMF:s utlåningskapacitet med "minst 430 miljarder dollar". Detta är egentligen en ganska enkel bokföringsmässig transaktion där centralbanker öronmärker kapital som sedan utnyttjas av IMF först vid behov. Att världens stora ekonomier på detta sätt skulle förstärka den globala brandväggen och lugna kreditgi-vare borde vara okontroversiellt. I rådande samarbetsklimat blev detta beslut ändå en utdragen och svår process med USA/ Storbritannien/ BRIC-länderna på den ena sidan och eurolän-derna på den andra.

Den globala "brandväggen"

- EFSF/ESM: total utlåningskapacitet EUR 700 miljarder
- EFSM: EUR 49 miljarder (redan utnyttjat)
- IMF:s befintliga utlåningskapacitet: USD 360 miljarder
- Extra tillskott för IMF ("Washington Moment") USD 430 miljarder
- Swaplinor (likviditet) mellan centralbanker: obegränsat belopp
- Likviditetsstöd från centralbanker (t ex LTRO): obegränsat belopp
- Penningpolitisk portfölj (t ex SMP): obegränsat belopp

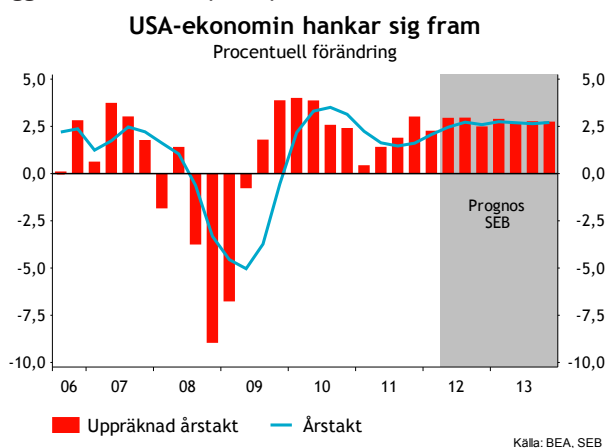
Man kan spåra olika skäl till den skeptiska hållningen att indi-rekt stötta euroländerna. USA-kongressen är i nuläget generellt motvillig till utökade internationella åtaganden. Fokus i ame-rikansk politik förskjuts därtill allt tydligare till Asien. I Stor-britannien har opinionen blivit alltmer EU-skeptisk och det är knappast möjligt för regeringen att acceptera en utveckling där EU rör sig mot ökad överstatlighet och centralisering. Samtidigt har BRIC-länderna svårt att hitta en lämplig roll i det interna-tionella samarbetet. Vi ser således en värld i förändring med aktörer i nya oprövade roller.

Långsamt upp på lite fastare mark

- Tillväxt kring trend kommande år
- Husprisstabilisering i sikte
- Inflationen faller tillbaka och Fed stimulerar

Amerikansk ekonomi har den senaste tiden utvecklats ungefär i linje med prognosen i förra *Nordic Outlook*. Sysselsättningsuppgången accelererade i början på året, men ovanligt varmt vinterväder har troligen pressat upp siffrorna. Förbättringen återspeglades inte heller i starkare efterfrågan; BNP-tillväxten bromsade in till 2,2 procent första kvartalet jämfört med 3 procent fjärde kvartalet 2011, mätt i uppräknad årstakt. Samtidigt reser den senaste tidens statistik frågetecken; omkring 70 procent av makrodata och indikatorer har kommit in sämre än förväntat under våren.

Sammantaget står vi fast vid en prognos om en BNP-tillväxt nära trend. **Ekonomi växer 2,5 procent i år respektive 2,7 procent 2013**, vilket är något över konsensus. Höga olje- och bensinpriser dominerar riskbilden på kort sikt och finanspolitisk oro inför 2013 kan dämpa förväntningsbilden senare i år. Finansiella förhållanden har neutrala tillväxteffekter och recessionen i Euro-zonen sätter inte krokben för amerikansk ekonomi. Arbetsmarknaden tappar fart det närmaste halvåret, men förbättringen fortsätter 2013. **Arbetslösheten planar ut 2012 men fortsätter falla 2013**. I slutet av prognosperioden ligger arbetslösheten på 7,5 procent.

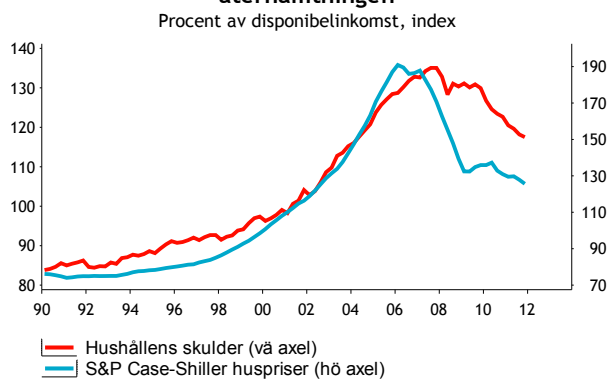


Svag inkomsttillväxt kombinerat med skuldavveckling i hushållssektorn hindrar ett normalt återhämtningsförlopp. Hushållens skuld som andel av disponibelinkomsten har fallit rejält från toppen, men **nuvarande husprinsnivåer motiverar ytterligare skuldanpassning**. Trots enorma stimulansåtgärder – sett sedan slutet av 2008 har Feds balansräkning trefaldigats, centralbanken har hållit nollränta och budgetunderskottet har överstigit USD 1 000 miljarder tre år på raken – har återhämtningen varit den svagaste som noterats. I fjol växte ekonomin

med skrala 1,7 procent vilket kan jämföras med 5 procent i snitt i motsvarande fas under efterkrigstiden.

Inflationen, som var 3,1 procent i fjol, överstiger 2 procent även i år men faller tillbaka rejält 2013. Tack vare **tam kärninflation och tyglade inflationsförväntningar** står dörren för ytterligare obligationsköpsprogram på glänt för Fed. Prognosen är osäker men vi tror att **nya stimulanser sjsätts efter sommaren**.

Fortsatt skuldavveckling håller tillbaka återhämtningen



Lediga resurser på arbetsmarknaden

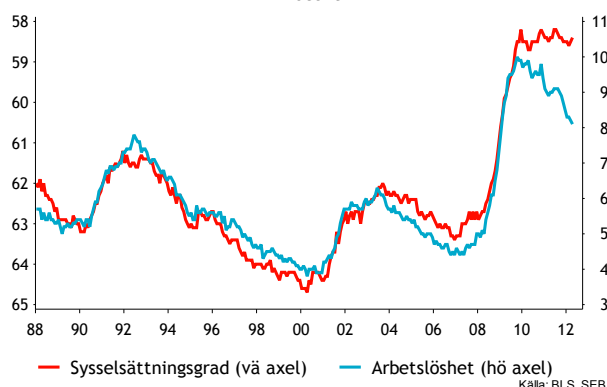
Sysselsättningen har ökat med 200 000 i snitt per månad hittills i år, att jämföra med 150 000 i fjol. Få anställda sägs upp, men samtidigt ligger företagen lågt med nyanställningarna.

Produktiviteten föll under det första kvartalet. I konjunkturuppgångar är det ovanligt att produktiviteten faller flera kvartal i rad eftersom företagen brukar försvara vinstmarginalerna med näbbar och klor. Detta brukar i sin tur leda till att sysselsättningen tappar fart under en period. Att vintern varit ovanligt mild i år – vintermånaderna var de fjärde varmaste sedan mätningarna startade 1896 – har sannolikt bidragit till ett temporärt lyft i sysselsättningen. Det talar också för att **sysselsättningen lägger i en lägre växel kommande månader**. Därmed upprepas mönstret från i fjol.

Enligt historiska samband mellan BNP-tillväxt och arbetslöshet borde arbetslösheten ha stigit 2011, men den föll i stället med besked. 2008-2009 ökade dock arbetslösheten snabbare än vad sambanden motiverar och utslaget över hela perioden kan nuvarande arbetslöshetsnivåer motiveras utifrån ett modellperspektiv. Men att gapet mellan BNP-tillväxt och arbetslöshet nu stängts talar för att det krävs snabbare BNP-tillväxt för att pressa ned arbetslösheten ytterligare. **Enligt vår prognos planar arbetslösheten ut det närmaste halvåret**, för att sedan fortsätta falla gradvis. I slutet av 2013 ligger arbetslösheten på 7,5 procent.

Lediga resurser på arbetsmarknaden

Procent

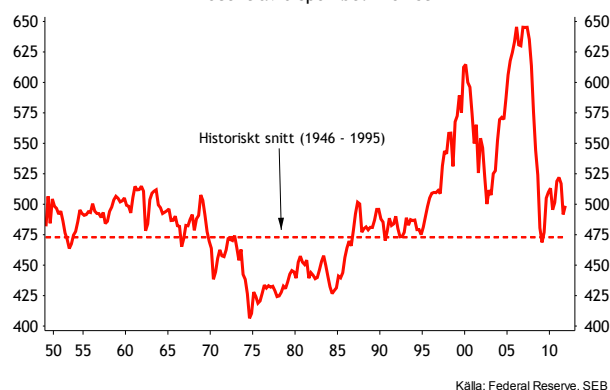


12,5 miljoner är arbetslösa, men arbetslösheten tenderar ändå att underskatta mängden lediga resurser. Enligt Fed-chefen Bernanke är sysselsättningsgraden ett bättre mått på resursutnyttjande. **Sysselsättningsgraden har inte ökat nämnvärt sedan 2009.** Samtidigt ligger sysselsättningsnivån fortfarande 5 miljoner under den tidigare toppen. Den totala siffran döljer dock att de äldsta arbetstagarna (55 år och däröver) ökat sysselsättningen med 4 miljoner samtidigt som sysselsättningen i övriga grupper fallit med 9 miljoner.

Trenden med fallande lönetillväxt bekräftar stora utbudsöverskott på arbetsmarknaden. **Ökningstakten för de genomsnittliga timlönerna ligger nära rekordlåga nivåer** och understiger inflationen. Rensat för inflationen är hushållens medianinkomst på den lägsta nivån sedan 1996. En effekt av att köpkraften urholkats är att många hushåll söker ekonomiskt stöd; antalet som får matkuponger ökar med 400 000 i månaden. 47 miljoner eller 15 procent av befolkningen omfattas numera av stödprogrammet.

Nettoförmögenheten motiverar högre sparkvot

Procent av disponibelinkomst



Mer konsumtion och mindre sparande

Hushållens förtroendeindikatorer har återhämtat sig sedan i höstas men ligger fortfarande långt under historiska genomsnitt. Något gladare konsumenter speglar positiva arbetsmarknadssignaler men också det senaste halvårets 20-procentiga börsuppgång som ökat nettoförmögenheten med omkring USD 2 300 miljarder. Enligt tumregler motsvarar **en dollar i varaktigt högre börsförmögenhet en konsumtionsökning med 3-4 cent** under en treårsperiod. Detta motsvarar en konsumtionsökning med upp till USD 90 miljarder (0,8 procentenheter) utspritt över kommande år. Att hushållens skuldtjänstkvot fallit till rekordlåga nivåer frigör också konsumtionsutrymme.

Vi tror dock fortfarande på en återhållsam konsumtionstillväxt; **hushållens konsumtion växer med drygt 2 procent i snitt 2012-2013.** Börsuppgången har motverkats av envisa husprisfall och endast en mindre del av förmögenhetstappet under krisåren har återhämtats. Samtidigt har starkare sysselsättningstillväxt inte lett till ett uppsving i reala disponibla inkomster; drivkraften i de flesta konsumtionsmodeller. Tvärtom visar reala disponibla inkomster en vikande trend. I stället

Inkomsterna fördelas skevt

Under lång tid var andelarna av bruttonationalinkomsten som tillfaller löntagare respektive kapitalägare ungefär konstanta över tiden (Kaldors stiliserade fakta). Men de senaste 20 åren har andelen av inkomsten som gått till löner och andra kompensationsformer (löneandelen) fallit kraftigt, inte bara i USA utan också i resten av världen. 1990 uppgick löneandelen till 63 procent i USA, vilket också motsvarar det historiska genomsnittet. I föl låg andelen på knappt 58 procent. Omräknat till dollar blir summorna enorma: 5 procentenheter lägre andel motsvarar ett inkomstbortfall på mer än USD 500 miljarder per år.

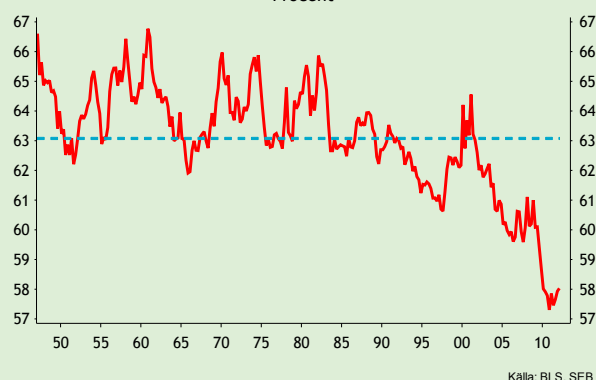
Globalisering och tekniska framsteg är vanliga förklaringar. I takt med att Kina integrerats på världsmarknaden har arbetskraftsutbudet ökat kraftigt, med global lönepress i kölvattnet. Därtill leder en allt mer automatiserad produktionsapparat till lägre arbetskraftsefterfrågan inom industrin. I stället får tjänstesektorn, med en generellt lägre lönenivå, allt större betydelse.

Därtill växer inkomstskillnaderna. Av den totala inkomstökningen i USA 2010 tillföll 93 procent eller USD 288 miljarder den procent av befolkningen som har högst inkomster.

Resterande 99 procent fick alltså dela på 7 procent av inkomstökningen eller motsvarande USD 80 per person.

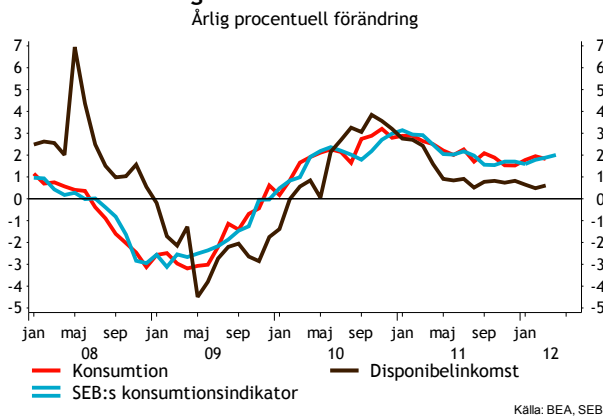
Löntagares andel av inkomsten faller

Procent



har **sparkvoten fallit till den lägsta nivån sedan 2008**, vilket hållit uppe konsumtionen hyggligt. Ytterligare sparandefall är svårmotiverade ur ett förmögenhetsperspektiv. Men i takt med att sysselsättningen fortsätter upp bör inkomsten ge konsumtionen en hjälpande hand.

Inkomsterna ger ännu inte konsumtionen stöd

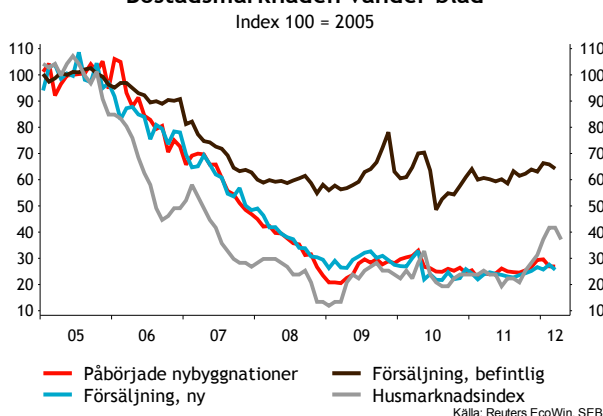


Ökad tillförsikt på bostadsmarknaden

Efter de senaste årens kräftgång har tillförsikten i bostadssektorn stigit markant och bostadsinvesteringarna har ökat fyra kvartal på raken. Men bostadsutbudet överstiger fortfarande efterfrågan vilket talar för en **trevande återhämtning i byggnadsvärdet**. Försäljningen fortsätter upp, men nivåerna förblir nedpressade sett i ett historiskt perspektiv. För första gången sedan 2005 växer bygginvesteringarna i år och 2013. Eftersom bygginvesteringarnas andel av BNP är låga 2 procent blir bidragen till BNP-tillväxten förhållandevis små.

Huspriserna faller fortfarande på bred front och priserna är tillbaka på 2002 års nivå enligt Case-Shiller. Vi håller fast vid prognosen att **huspriserna bottnar i år och blir oförändrade 2013**.

Bostadsmarknaden vänder blad

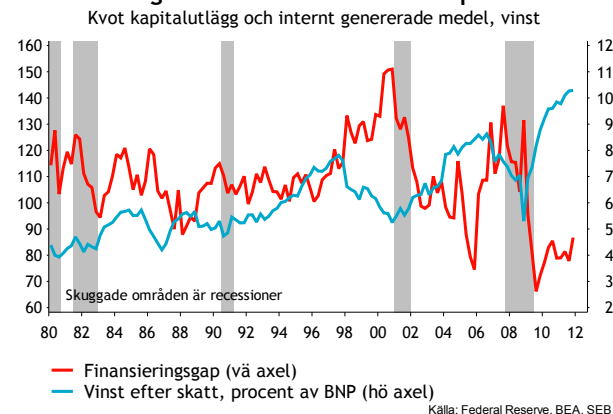


Starka balansräkningar ger motståndskraft

Företagens investeringar har bromsat in rejält de senaste kvartalen. En förklaring kan vara att investeringsbeslut tidigare lades i fjol p g a skatteskäl, vilket i sin tur talar för ett uppsving senare i år. Å andra sidan ligger småföretagens investeringsplaner lågt och svag orderingång tyder inte på någon scenförändring den närmaste tiden. De större företagsenkäterna (ISM) pekar dock på fortsatt expansion och prognosen är att **företagens investeringar växer med 6 procent i år respektive 8 procent 2013**.

Recessionen i Euro-zonen och att dollarn stärkts i handelsviktade termer sedan botten i fjol talar för att **nettoexporten bidrar negativt till tillväxten i år**. Underskottet i handeln med utlandet förutses öka också 2013. **Industriproduktionen växer med 3-4 procent kommande år**; en nedväxling jämfört med 2010-2011.

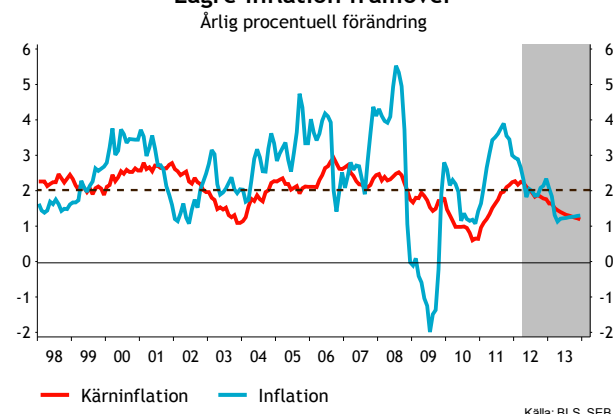
Företagssektorn i stark finansiell position



Företagssektorn har mycket starka finanser; på aggregerad nivå sitter företagen på över USD 2 000 miljarder i likvida medel och kvoten mellan investeringskostnader och internt genererade medel ("financing gap") ligger på låga 87 procent. Strax före recessionen 2008 låg kvoten på 130 procent, och före recessionen 2001 översteg den 150 procent. Att kvoten aldrig understigit 100 procent då USA gått in i recession ger motståndskraft. Dessutom är en historiskt hög andel (77 procent) av företagssektorns skulder bundna med långa löptider, vilket ger låg refinansieringsrisk. **Som andel av BNP ligger företagsvinsterna på rekordnivåer**.

Därmed talar mycket för att sammanslagningar och bolagsuppköp kan få ett uppsving, och att trenden med stigande företagsutdelningar och aktieåterköp håller i sig. I fjol ökade utdelningarna med drygt 10 procent bland storföretagen i S&P, och 2010 med närmare 20 procent. Aktieåterköp är ett sätt att hålla uppe företagsvärderingarna.

Lägre inflation framöver



Inflationen faller tillbaka under 2 procent

Efter toppen i höstas på strax under 4 procent har inflationen fallit tillbaka rejält. I mars uppgick inflationen till 2,7 procent och den kommer att fortsätta ned enligt våra prognoser. USA är mer känsligt för oljepriset jämfört med t ex Euro-zonen och oljeprisuppgången sedan i höstas dämpar fallet. Avseende

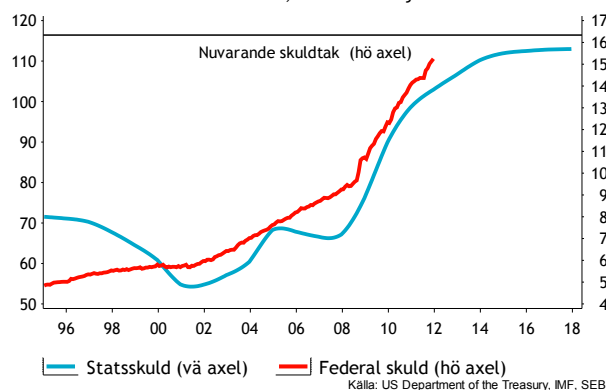
2012 revideras därmed inflationsprognosen upp jämfört med förra *Nordic Outlook*. **Inflationen hamnar på 2,2 procent i år och 1,4 procent 2013.**

Det stora produktionsgapet är huvudskälet till att vi förutser lågt inflationstryck kommande år. Gapet är för närvarande 5,5 procent av BNP vilket motsvarar USD 850 miljarder. Mängden lediga resurser i ekonomin bidrar till historiskt låga löneökningar. För kärninflationen, där mat- och energipriser exkluderas, bidrar även gynnsamma baseffekter till att vi förutser låga ökningstal framför allt 2013. **Som årsgenomsnitt blir kärninflationen 2,0 procent i år och 1,4 procent nästa år.**

Finanspolitiska orosmoln växer till

Utan nya beslut blir det en rekordstark finanspolitisk motvind 2013. Bush-administrationens skattesänkningar löper ut, liksom de skattesänkningar som Obama-administrationen klubbade igenom för några år sedan. Dessutom träder automatiska nedskärningar, motsvarande USD 1 200 miljarder över tio år, i kraft vid årsskiftet. Den sammanlagda åtstramningen uppgår till USD 600 miljarder (4 procent av BNP). En sådan finanspolitik vore katastrofal för den ekonomiska aktiviteten och är politiskt orealistisk. Vi räknar i vårt huvudscenario med att skattesänkningarna från Bushtiden förlängs och att de automatiska nedskärningarna skjuts upp ett år. **Den finanspolitiska åtstramningen blir 1,5 procent av BNP 2013, vilket återhämtningen tål.** Men pusselbitarna kommer inte att falla på plats förrän efter presidentvalet i november. Därmed riskerar finanspolitiken att hamna i större fokus och **utgöra ett riskmoment för finansiella marknader, hushåll och företag under hösten.**

Skuldtaket nås snart igen
Procent av BNP, USD 1000 miljarder



Förhandlingarna kring **skuldtaket**, som ställde till stora bekymmer i fjol, hamnar **åter i strålkastarljuset efter sommaren**. I den takt skulderna växer slår staten i taket på USD 16 340 miljarder före valet enligt våra beräkningar.

Enligt opinionsmätningarna inför höstens presidentval har Barack Obama ett rejält övertag på republikanen Mitt Romney, och är därmed favorit att bli omvald. Jämfört med 2008 ser årets valkampanj ut att bli en smutsig affär. **Kongressen anses redan vara den mest polariserade i USA:s historia** och saknar nästan helt politiskt mittfält som möjliggör blocköverskridande överenskommelser. Med tanke på de betydande långsiktiga utmaningarna är detta en olycklig situation.

Sammantaget innebär vår prognos att budgetunderskottet faller tillbaka i långsam takt. **Budgetunderskottet** toppade på 10,1 procent av BNP år 2009 och **väntas år 2013 ha kommit ned till 6 procent**. Det innebär att statsskulden fortsätter att växa. Enligt IMF:s senaste prognoser planar statsskulden ut på 113 procent av BNP 2017.

Knepiga penningpolitiska överväganden

Marknadens förväntningar på nya stimulanser från Fed har svängt fram och tillbaka de senaste månaderna. Protokollet från Feds marsmöte dämpade åter sannolikheten för nya stimulanser, åtminstone i närtid. Endast ett fåtal ledamöter ansåg att nya stimulanser kunde bli nödvändiga om ekonomin tappar fart eller om inflationen biter sig fast under 2 procent. Detta innebar en förändring jämfört med efter januarimötet då ett flertal trodde på ytterligare obligationsköp inom en inte alltför avlägsen framtid. Därmed har **sannolikheten för ytterligare penningpolitiska lättnader minskat**.

Samtidigt kan svagare arbetsmarknadsutveckling parallellt med fortsatt låga inflationsförväntningar leda till att stimulansfrågan aktualiseras igen. Lägg därtill den höga långtidsarbetslösheten som oroar Fed. Enligt centralbanken förklaras merparten av långtidsarbetslösheten av cykliska faktorer. Därmed kan efterfrågestimulerande policyåtgärder som expansiv penningpolitik förbättra situationen. Inför hotet om finanspolitisk snålblåst 2013 kan också nya lättnader behövas. Bedömningen är osäker men **vi står fast vid prognosen om mer QE under andra halvåret 2012**. Programmet inriktas troligen mot bostadsobligationer och köpen steriliseras. Det är en kompromiss mellan att inte göra någonting alls och att lansera ett nytt, fullfjädrat kvantitativt lättnadsprogram. Därmed kan den implicita åtstramning som kommer när Operation Twist upphör i sommar neutraliseras. Steriliserade obligationsköp kan också vara mer aptitliga eftersom inflationsriskerna är mindre.

Feds viktigaste styrränta sänktes till nuvarande 0-0,25 procent i slutet av 2008. Enligt Feds prognoser, där BNP-tillväxten ligger ett par snäpp över konsensus, kommer styrräntan att hållas oförändrad till slutet av 2014. Bernanke har vid otaliga tillfällen poängterat att alltför snabba räntehöjningar var ett avgörande policymisstag på 1930-talet, och att det inte kommer att upprepas. Flera andra Fed-ledamöter har också stämt in i kören att nollräntepolitiken ligger fast kommande år. **Först 2015 höjer Fed styrräntan enligt våra prognoser.**

Återhämtning på rätt spår

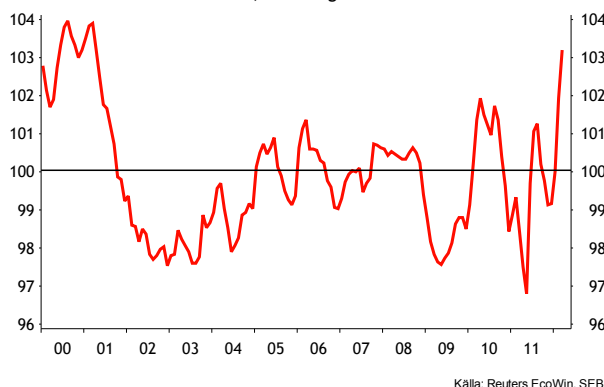
- Tillväxt över trend och fallande arbetslöshet
- Deflation gör att BoJ fortsätter stimulera
- Övervärderad yen faller tillbaka ytterligare

Den senaste tidens statistik bekräftar att återhämtningen i Japans ekonomi fortsätter. Återuppbyggnadsarbetet efter naturkatastroferna i mars 2011 och en expansiv finanspolitik håller uppe efterfrågan. Vår prognos är därför att **BNP växer med 2,2 procent 2012 och med 1,7 procent 2013**; något över konsensus båda åren. Störningar i energiförsörjningen, frågetecken kring Kina-konjunkturen och höga oljepriser utgör nedåtrisker för prognosen. Prisnivån ser ut att fortsätta falla också 2012, vilket innebär att Japan får fyra år i rad med deflation. Vi räknar därför med att Bank of Japan fortsätter att utöka sina obligationsköpsprogram.

Hushållens förtroendeindikatorer har stigit den senaste tiden även om nivån ännu är lägre än före naturkatastroferna. Att återhämtningen börjar få fäste i konsumentledet speglas i att detaljhandeln studsar uppåt. Dessutom har regeringens subventioner av energivänliga bilar lyft bilförsäljningen och i mars noterades de starkaste siffrorna sedan 2007. Arbetslösheten föll tillbaka i februari och förutses fortsätta ned mot 4 procent i slutet av prognosperioden, vilket också stöttar konsumtionen. Vi spår att **privata konsumtionen växer med 1,5 procent i år och med 0,8 procent 2013**. Speciellt i år bidrar finanspolitisk stimulans till att hålla uppe inkomsterna.

Stark detaljhandel ger återhämtningssjutt

Index 100 = 2005, 3 mån. glidande medelvärde



Företagsenkäter som Economic Watcher Sentiment och indikatorer som maskinorderingen ger en **optimistisk bild av investeringskonjunkturen**, också utanför jordbävningssdrabbade Tohoku-regionen. PMI för tjänstesektorn i mars steg till en ny rekordnotering (53,7) sett över seriens femåriga historia, men föll tillbaka i april. Även för PMI avseende tillverkningsindustrin har trenden pekats uppåt sedan i fjol. Ett varningstecken

är samtidigt att företagen flaggar för fortsatt ledig kapacitet enligt Bank of Japans senaste Tankanrapport. Vår sammanlagda bedömning är att **företagens investeringar växer med 8 procent i år respektive 4 procent 2013**. Bostadsinvesteringarna, som föll fyra år på raken mellan 2007 och 2010, växte med 5 procent i fjol. Återuppbyggnadsarbetet talar för fortsatt hyggliga ökningstal och vi spår att **bostadsinvesteringarna ökar 3,8 procent i snitt 2012-2013**.

Energiförsörjningen från Japans många kärnkraftsanläggningar ligger nu på is och energiförsörjningen är en nedåtrisk i BNP-prognosen. Energibristen pressar också upp inflationen. Bortsett från toppen 2009 är nuvarande ökningstal i energiprierna de högsta sedan tidigt 1980-tal. Det japanska måttet på kärninflationen innehåller energi vilket bidragit till att kärninflationen segat sig upp över nollstrecket. Det underliggande inflationstrycket är dock fortfarande obefintligt; deflationen har fast grepp när såväl mat som energi exkluderas. Givet mängden lediga resurser i ekonomin förutses vi fortsatt mycket låg inflation kommande år. **Inflationen uppgår till -0,1 procent i år respektive 0,2 procent 2013**.

Myndigheterna har ökat fokus på prisstabiliteten. Centralbanken introducerade ett inflationsmål på 1 procent i vintras. Det nya målet är en förklaring till att obligationsköpsprogrammet har utökats ytterligare i april, trots tecken på att ekonomin är på bättringsvägen. Alltför låg inflation kommande år talar för att **nya obligationsköpsprogram lanseras**. Styrräntan förutses ligga kvar på 0,1 procent hela prognosperioden. Bank of Japan måste navigera klokt eftersom det talas om en ändring av centralbankslagen och **centralbankens oberoende står på spel**.

Finanspolitiken blir expansiv i år och neutral nästa år.

Liksom i fjol uppgår budgetunderskottet till 10 procent av BNP i år. 2013 blir underskottet 8,5 procent av BNP. Statsskulden fortsätter upp till höga 242 procent av BNP 2013. Statsskulden indikerar de enorma problem Japan står inför på längre sikt, inte minst mot bakgrund av den ogynnsamma befolkningsutvecklingen.

Yenen har försvagats rejält mot både euron och dollarn jämfört med högstanivåerna i vintras även om den återtagit viss mark de senaste veckorna. Enligt våra jämviktssamband är yenen fortfarande kraftigt övervärderad och valutaprognosen är att yenen åter rör sig i en svagare riktning. **I december 2013 ligger USD/JPY på 94.**

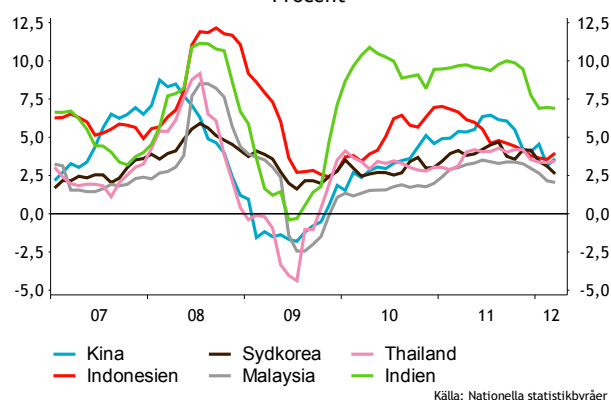
Global tillväxtmotor trots BNP-tillväxt under trend

- **Kina: svag start på 2012 men ingen hårdlandning**
- **Indisk räntesänkning för att stödja tillväxten**
- **Inflationen fortsätter något ned**

Asien blir den region i världen som växer snabbast 2012, trots att BNP-tillväxten hamnar under trend. **Regionen kommer därmed att fortsätta ge viktigt stöd till världsekonomin i en situation med mycket svag utveckling i OECD-området.** I Kina fortsatte BNP-tillväxten att dämpas under första kvartalet men i de flesta andra ekonomier ökade tillväxten något. Under andra halvåret räknar vi med en viss acceleration av BNP-tillväxten i regionen. **Starka statsfinanser och god inhemsk efterfrågan drivet av stigande sysselsättning ger motståndskraft mot svag extern efterfrågan.**

Inflationen har sjunkit tillbaka drivet av fallande tillväxttakt och lägre råvarupriser. En stabilisering av inflationen väntas under 2012. Nedgången väntas fortsätta i många länder. En förnyad oljeprisuppgång skulle inte utgöra något större inflationshot mot regionen eftersom starka fundamenta ger motståndskraft mot prisökningar. I ekonomier med statliga bränslesubventioner, exempelvis Indien och Thailand, riskerar dock statsfinanserna att bli lidande av de höga energipriserna.

Inflationstrycket har mattats av i Asien
Procent



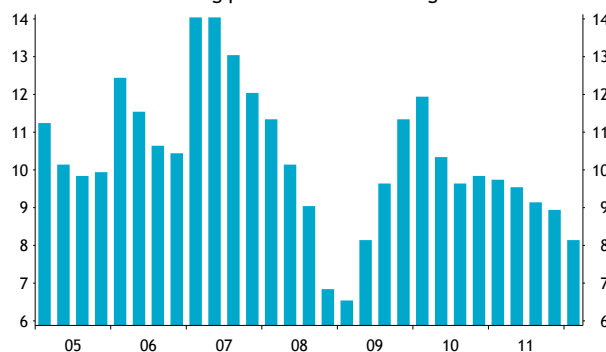
En inflationsnedgång bidrog till att Indien sänkte styrräntan i april men de flesta andra centralbanker har lämnat styrräntorna oförändrade. Många centralbanker har utrymme att sänka räntorna vid en försämring av den globala konjunkturen.

Kina: Tillväxten på väg att vända uppåt

Den ekonomiska utvecklingen i Kina präglas i nuläget av **osäkerhet** och oron för en hårdlandning kvarstår på de finansiella

marknaderna. Tidpunkten för det kinesiska nyåret försvårar tolkningen av statistikutfallen för både januari och februari vilket bidrar till osäkerheten. Det är dock tydligt att aktiviteten i ekonomin nu mattats av. **BNP-tillväxten hamnade på 8,1 procent under första kvartalet** mätt i årstakt; en rejäl inbromsning jämfört med föregående kvartals 8,9 procent. Tillväxttakten sjönk därmed för femte kvartalet i rad. Även mätt som kvartalsförändring dämpades tillväxten och hamnade på 7,4 procent i uppräknad årstakt; den lägsta ökningstakten sedan siffror för kvartalsförändringen av BNP började publiceras.

Den kinesiska BNP-tillväxten har bromsat in
Årtlig procentuell förändring



Det finns dock tecken på att tillväxtbotten nåddes under första kvartalet. Inköpschefsindex ger visserligen en splittrad bild men officiella PMI pekar på en stabilisering och OECD:s ledande indikator för Kina vände uppåt i februari. Både industriproduktion och detaljhandel accelererade i mars efter en tids inbromsning. Samtidigt finns också tecken på en stabilisering för exporten. Sammantaget bedöms BNP-tillväxten för andra kvartalet hamna strax över 8 procent för att sedan accelerera något under andra halvåret 2012. Mätt som årsgenomsnitt räknar vi med att **BNP stiger med 8,5 procent 2012 och med 8,7 procent 2013.**

I början av mars sänktes tillväxtmålet för 2012 till 7,5 procent vilket ledde till negativa reaktioner på de finansiella marknaderna. Detta har dock i praktiken begränsad betydelse; målet bör snarast ses som ett golv som tillväxten inte ska understiga.

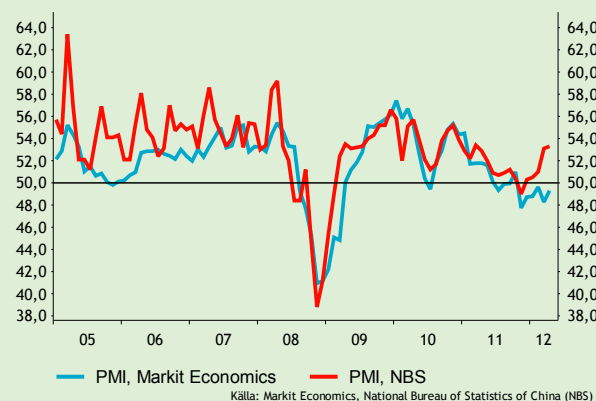
Investeringarna under första kvartalet ökade med 21 procent i årstakt; en måttlig dämpning jämfört med en uppgång på 24 procent samma kvartal föregående år. Trots störningarna i samband med nyåret är det **tydligt att både export- och importtillväxten har fortsatt att mattas av.**

Exporten ökade med 8,9 procent i årstakt i mars; en historiskt sett svag ökning. Exporten till EU var till och med lägre än för ett år sedan, medan exporten till USA går starkt. Sammantaget räknar vi med att **exporttillväxten hamnar runt 10 procent**

Divergerande inköpschefsindex bidrar till osäkerhet.

Att olika inköpschefsindex gett skilda signaler har bidragit till osäkerheten kring den kinesiska ekonomin. Den divergerande utvecklingen gäller det officiella inköpschefsindexet och det index som sammanställs av Markit Economics och HSBC. Det **officiella PMI steg rejält i mars till 53,1** och hade därmed stigit fyra månader i rad. **Markits index föll däremot till 48,3.**

Divergerande utveckling för inköpschefsindex

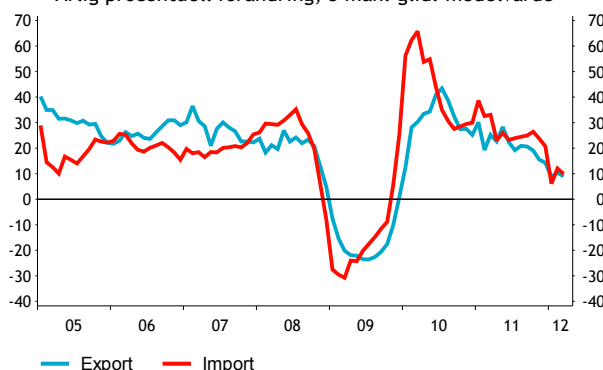


Svårigheter med säsongrensning kan förklara en del av skillnaden; officiella PMI stiger vanligtvis rejält i mars. En viktigare förklaring är troligen skillnader i storleksurval. Markits undersökning innehåller en större andel små- och medelstora företag. Mindre företag har den senaste tiden haft en betydligt kärvare tillvaro än de stora företagen, bl a när det gäller tillgång till krediter. Detta bekräftas av den nationella statistikbyråns kvartalsvisa undersökning som visar en svagare utveckling för små privata bolag jämfört med stora statliga företag. Dämpningen av BNP-tillväxten under första kvartalet innebär att Markits inköpschefsindex varit en bättre indikator för den totala utvecklingen i ekonomin på senare tid. **I ett längre tidsperspektiv har dock båda inköpschefsindex uppvisat begränsad förklaringsförmåga för BNP-tillväxten.** Mot denna bakgrund ter sig de finansiella marknadernas reaktion på utfallen i inköpschefsindex som överdrivna.

2012. Även importtillväxten har mattats av som en följd av dämpad inhemsk efterfrågan och fallande råvarupriser.

Export- och importtillväxten har dämpats tydligt

Årlig procentuell förändring, 3 mån. glid. medelvärde



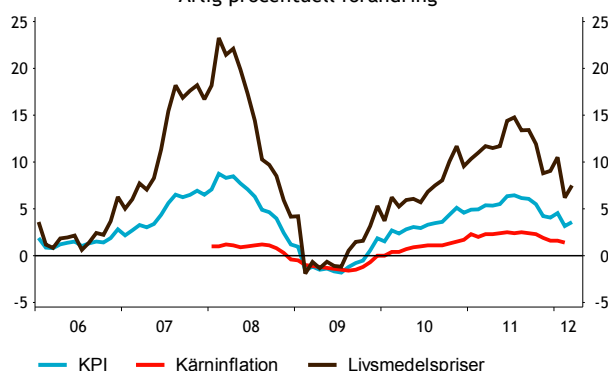
Inflationstakten har dämpats betydligt sedan toppen i juli 2011. Inflationen sköt dock ny fart i mars och hamnade på 3,6 procent. Uppgången bedöms dock vara tillfällig. Kärninflationen är fortsatt låg. Livsmedelsinflationen har åter dämpats efter en topp i samband med det kinesiska nyåret och producentpriserna ligger på samma nivå som för ett år sedan. I mars höjde myndigheterna priset på bensin och diesel mer än väntat. Beslutet kan tolkas som ytterligare ett tecken på avtagande inflationsoro och en indikation på att politikens fokus framöver kommer att förflyttas mot tillväxstöd. Centralbankens kvartalsvisa undersökning tyder också på att inflationsförväntningarna fallit tillbaka under första kvartalet. **Vår prognos är att inflationen som årsgenomsnitt hamnar på 3,5 procent 2012 och på 3,8 procent 2013.**

Inga stora förändringar av penningpolitiken förväntas så länge tillväxten inte bromsar in alltför kraftigt. Reservkraven sänktes i februari med 50 punkter till 20,5 procent för stora banker. Under resten av 2012 kommer ytterligare sänkning med 150

punkter. Sänkningarna fortsätter under 2013 och reservkraven ligger på 17,5 procent vid årets slut. **Styrräntan väntas sänkas med 25 punkter under tredje kvartalet.**

Inflationstakten har fallit

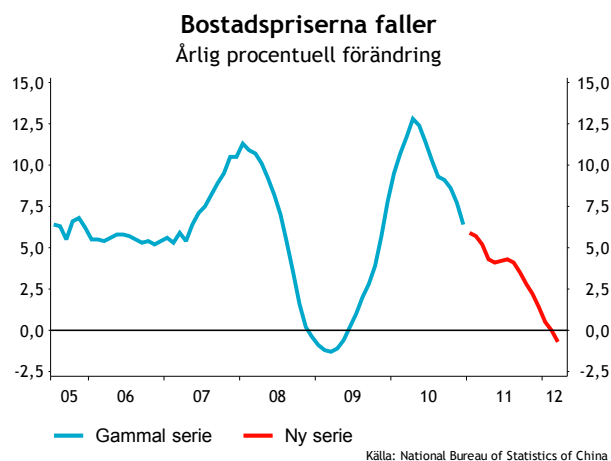
Årlig procentuell förändring



Bostadsmarknaden fortsätter bromsa in. **Bostadspriserna mätt i 70 större städer föll i februari för femte månaden i rad** i månadsförändring och prisnivån ligger nu något under nivån för ett år sedan. Inbromsningen går långsamt; i mars föll priserna med 0,1 procent jämfört med föregående månad. Antalet fastighetsförsäljningar är lägre än för ett år sedan.

Trots inbromsningen har myndigheterna tydligt signalerat att man betraktar prisnivån som alltför hög. Myndigheterna är bekymrade över att höga bostadspriser gör det svårt för hushåll med låga och genomsnittliga inkomster att köpa en bostad. Existerande regleringar av bostadsmarknaden kommer därför sannolikt inte att lättas upp den närmaste tiden. Samtidigt ser vi att den underliggande balansen på bostadsmarknaden håller på att förbättras. Lönerna fortsätter stiga med god fart, vilket gör att hushållens betalningsförmåga vid bostadsköp förstärks i en miljö med stabila eller svagt fallande priser. **Vår bedömning är att bostadspriserna fortsätter falla i långsam takt**

och att den totala prisnedgången under 2012 inte överstiger 5 procent. Uppstår tendenser till kraftigare fall kan detta motverkas genom att regleringarna på bostadsmarknaden lättas upp. Den dämpade aktiviteten i byggsektorn bidrar till att hålla ned BNP-tillväxten framöver även om det finns tecken på stabilisering.



Yuanapprecieringen gentemot dollarn har avstannat under 2012; i nuläget ligger växelkursen nära nivån vid årsskiftet. I mitten av april dubblade centralbanken det högsta tillåtna dagliga handelsintervallet för yuanens växelkurs mot dollarn till 1 procent. Åtgärden väntas dock få små effekter och ska i första hand ses som ett steg mot en långsiktig liberalisering av valutans snarare än en penningpolitisk åtgärd.

Kinesiska myndigheter har de senaste månaderna argumenterat för att yuanen nu befinner sig nära sitt jämviktsvärde. Det finns därför skäl att anta att apprecieringen mot dollarn framöver kommer att gå långsammare än under 2011, då förstärkningen hamnade kring 5 procent. Att valutareserven ökade igen under första kvartalet tyder dock på fortsatt behov av valutajusterings. **Vår bedömning är att USD/CNY står i 6,15 vid slutet av 2012 och i 6,00 vid slutet av 2013.**

Under våren har den politiska spänningen i Kina ökat inför höstens ledarskifte då en stor del av ledarskapet i Kommunistpartiet ersätts. Fokus har legat på **Bo Xilai**. Bo såg länge ut som en kandidat i den stående politbyrå, Kinas högsta beslutande organ med nio medlemmar. Efter diverse turer och anklagelser om oegentligheter har dock Bo avpolletterats. Händelsen är uppseendeväckande och illustrerar den maktkamp som pågår inför ledarskapsskiftet. Den visar också att det blir allt svårare för Kommunistpartiet att hemlighålla spelet bakom kulisserna i en miljö där de digitala medierna får allt större spridning och genomslag. Mycket är fortfarande osäkert inför höstens ledarskifte men **Xi Jinping och Li Keqiang väntas besätta de mest inflytelserika positionerna som president och generalsekreterare för Kommunistpartiet respektive premiärminister**. Det kommande ledarskiftet minskar viljan att lansera nya reformer och ingen större kursändring väntas därför för den ekonomiska politiken på kort sikt.

Indien: Tillväxten har bottnat

BNP-tillväxten hamnade under sista kvartalet 2011 på 6,1 procent i årstakt, den lägsta tillväxten sedan våren 2009. **Tillväxten bedöms nu ha bottnat.** Ledande indikatorer har vänt

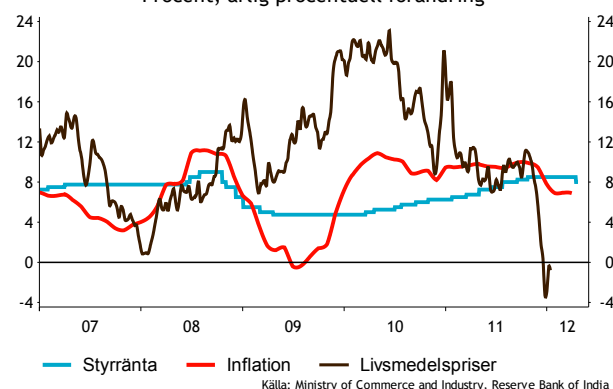
uppåt och inköpschefsindex har återhämtat sig från botten-nivåerna i höstas. Industriproduktionen har bromsat in senaste månaderna men accelererade i februari. Exporten ser ut att ha stabiliserat sig, om än på låga tillväxttal. **BNP väntas växa med 7,0 procent 2012 och med 7,3 procent 2013.**

Regeringen presenterade i mars budgeten för räkenskapsåret 2012/2013. **Budgeten** innefattar en del rejäla skattehöjningar och kan ses som **ett första steg mot att få ordning på Indiens stora budgetunderskott**. Budgeten gör dock inga större framsteg i att tackla de stora subventionsutgifterna; Indien använder sig av ett omfattande system av energisubventioner och statsbudgeten är känslig för förändringar i energipriser.

Inflationstakten föll tillbaka något i mars till 6,9 procent. Livsmedelsinflationen har dämpats rejält. **Inflationen bedöms hamna på 7,0 procent 2012 och 7,5 procent 2013.** Fallande inflationstryck kombinerat med svag tillväxt och en mer återhållsam statsbudget fick i mitten av april centralbanken att sänka styrräntan med 50 punkter till 8,0 procent. Reservkraven hade dessförinnan sänkts till 4,75 procent i början av mars. Sänkningarna ska dock inte tolkas som början på en omfattande uppmjukning av penningpolitiken; centralbanken är fortfarande orolig för inflationen. **Vår bedömning är dock att det kommer ytterligare en 25-punkters sänkning andra kvartalet och ytterligare en under tredje kvartalet.**

Lägre inflationstryck möjliggjorde räntesänkning

Procent, årlig procentuell förändring



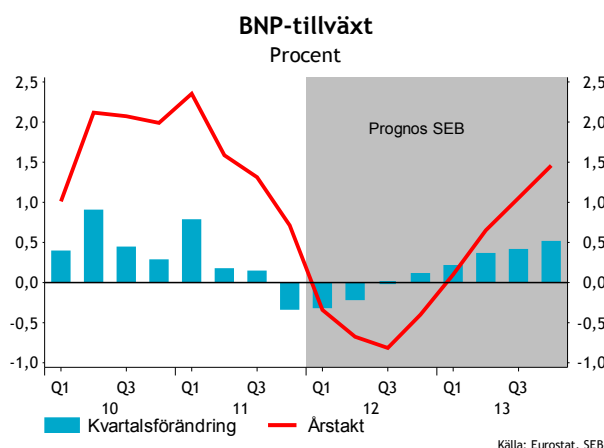
En svaghet med den nya budgeten är att den saknar strukturella reformer som kan höja tillväxten på lite längre sikt. **Utan sådana reformer kan inte den indiska ekonomin nå tillbaka till den tillväxttakt på mellan 9 och 10 procent** som uppnåddes för några år sedan. Det är svårt att se någon betydande ekonomisk-politisk kursändring de närmaste åren. Kongresspartiet, som leder den sittande koalitionsregeringen, lyckades dåligt i lokalvalen i februari och mars och kunde därmed inte stärka sin svaga ställning centralt. **Någon förbättring av reformklimatet är inte att vänta förrän efter nästa parlamentsval i maj 2014.** Ju närmare valet kommer desto sämre blir förutsättningarna för reformer då Kongresspartiets stödpartier kraftigt motsätter sig tillväxtfrämjande förslag. Exempelvis har stödpartierna tills vidare lyckats skjuta upp avregleringen av utländska investeringar i detaljhandeln och höjningar av bränslepriserna för att minska statsutgifterna.

Underskottet i bytesbalansen väntas under 2012 nå tioårshögsta och fortsätter att tynga rupien. **Rupien väntas ligga på 50,0 mot USD vid slutet av 2012 och på 48,0 vid slutet av 2013.**

Allt djupare divergens mellan nord och syd

- Stödpaket till Spanien på väg
- Tyskland håller uppe tillväxten i Euro-zonen
- Arbetsmarknaden försvagas ytterligare
- ECB tvingas ut på banan igen

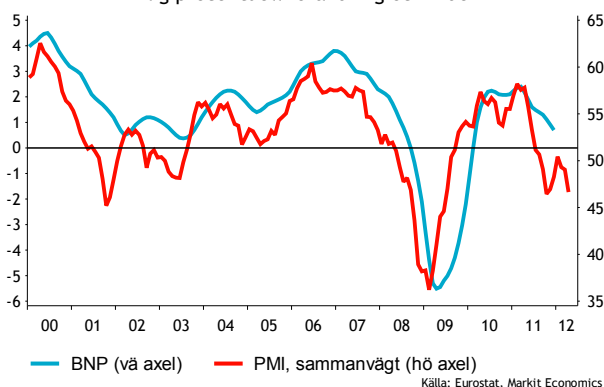
BNP föll i Euro-zonen under fjärde kvartalet 2011 och nedgången bedöms ha fortsatt under första kvartalet i år. Som årsgenomsnitt väntas **BNP minska med 0,6 procent 2012**, en upprevidering med två tiondelar jämfört med *Nordic Outlook* februari. **2013 väntas en svag återhämtning då BNP stiger med 0,8 procent.**



Efter en stabilisering under början av året har oron kring den statsfinansiella krisen i Euro-zonen tagit ny fart. Greklands skuldnedskrivning och ECB:s 3-årslån har inte varit tillräckligt för att lösa upp problemen. **Fokus ligger nu på Spaniens banksektor och den svåra makrosituationen men oron har även spridit sig till Italien.** Ländernas upplåningskostnader har återigen stigit till nivåer som inte är hållbara på sikt. Både Spaniens och Italiens nytillträdde regeringar är dock tydligt inriktade på reformer och att få ordning på statsfinanserna. **Huvudscenariot är att Spanien får ett nödlån men att Euro-zonen hålls samman.** Det kan dock inte uteslutas att Grekland och Portugal lämnar valutasamarbetet på sikt.

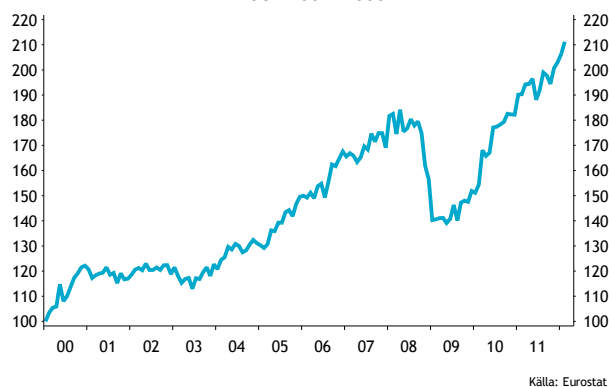
Den senaste vågen av finansiell oro har fått **flera konjunkturindikatorer att falla tillbaka efter tecken på stabilisering tidigare under året.** Det sammanvägda inköpschefsindexet hamnade på 46,7 i april. Nivån indikerar inte en kraftig recession utan snarare ett begränsat BNP-fall i linje med vår prognos. Därmed talar det mesta för att läget på arbetsmarknaden fortsätter att försämrast.

Inköpschefsindex (PMI) indikerar BNP-fall
Årlig procentuell förändring och index



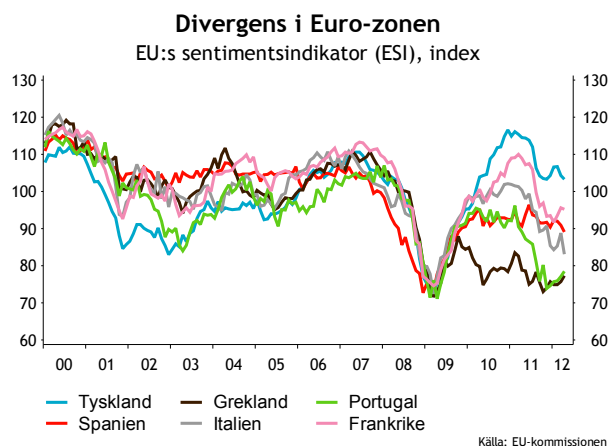
Situationen i Euro-zonen får draghjälp från en mer stabil omvärldsefterfrågan. Återhämtningen i USA fortsätter om än i blygsam takt och tillväxten i Asien ser ut att bottna under första halvåret. Industriproduktionen har börjat krypa uppåt och exporten har ökat med omkring 10 procent i årstakt de senaste månaderna.

Exporten har skjutit fart
Index 100 = 2000



Tyskland håller uppe tillväxten

Divergens mellan Euro-zonens länder är fortsatt stor. Samtliga krisdrabbade länder i Sydeuropa kommer i år att drabbas av rejäla BNP-fall. I Italien och Spanien räknar vi med att BNP sjunker med strax under 2 procent i år medan nedgången i Grekland och Portugal hamnar runt 5 respektive 4 procent. Frankrike hamnar nära nolltillväxt i år.



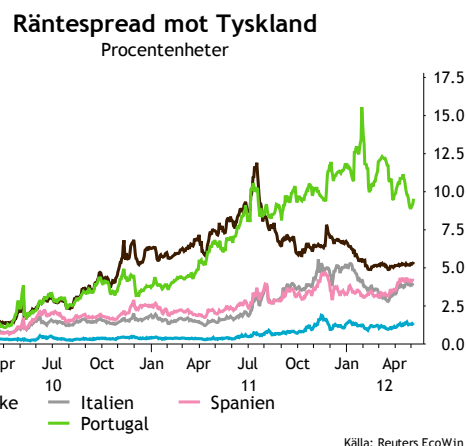
Tyskland, med relativt ordnade statsfinanser, god konkurrenskraft och stora bytesbalansöverskott, har förutsättningar att hålla uppe den genomsnittliga BNP-tillväxten i Euro-zonen. Flera krafter bidrar också till att stimulera den inhemska tyska efterfrågan. Löneökningarna visar tecken på att ta fart och de trögrörliga tyska bostadspriserna har börjat stiga under det senaste året. Statistikutfallen har under våren på flera områden överraskat positivt. Ifo-index har fortsatt att förbättras och arbetslösheten har fallit tillbaka ytterligare. Ett tydligt fall för inköpschefsindex och en svag industriproduktion i mars understryker dock att även tysk ekonomi mattas av efter den 3-procentiga BNP-tillväxten förra året. Vår sammantagna bedömning är även fortsättningsvis att **Tyskland undviker recession vilket minskar risken för en djupare nedgång för Euro-zonen som helhet. Tysk BNP väntas växa med 0,8 procent i år och med 1,6 procent 2013.**

BNP Årlig procentuell förändring				
	2010	2011	2012	2013
Tyskland	3,7	3,0	0,8	1,6
Frankrike	1,4	1,7	-0,1	0,8
Italien	1,8	0,5	-1,9	0,2
Spanien	-0,1	0,7	-1,9	0,3
Grekland	-3,5	-6,8	-5,5	-1,3
Portugal	1,4	-1,6	-3,8	-0,9
Irland	-0,4	0,7	-0,4	1,3
GIPS	-0,5	-0,7	-2,5	0,0
Euro-zonen	1,9	1,5	-0,6	0,8

Källa: Eurostat, SEB

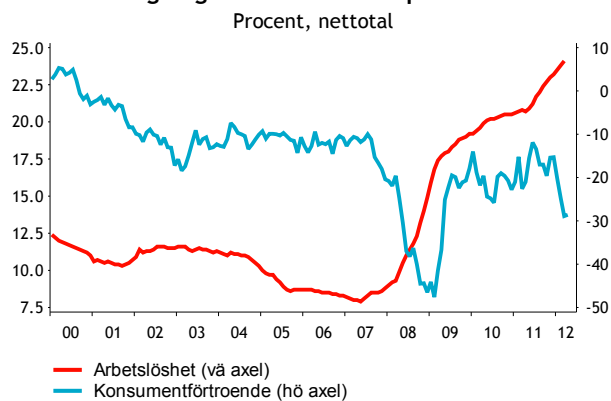
Spanien i rävsaxen

Den statsfinansiella oron har skjutit ny fart under våren och obligationsräntorna för i första hand Spanien och Italien har stigit. Fokus ligger främst på Spanien och den akuta **oron utlöstes då det stod klart att Spaniens budgetunderskott för 2011 blev betydligt större än väntat.** Spaniens budgetunderskott för 2011 blev 8,5 procent, jämfört med en tidigare prognos på 6 procent. Minskningen av budgetunderskottet under 2011 hamnade därmed på blygsamma 0,8 procentenheter av BNP. Det sämre utfallet förklaras till största delen av stora underskott i Spaniens regioner. Underskottsmålet för 2012 har höjts från 4,4 procent av BNP till 5,8 procent. Målet på 3 procent för 2013 ligger dock fast.



En mycket svag makroekonomisk utveckling bidrar till att försvåra läget för Spanien. Arbetslösheten fortsätter stiga i snabb takt samtidigt som konsumentförtroendet har försämrats kraftigt under 2012 och närmar sig nu de nivåer som rådde under 2008-2009. BNP föll under första kvartalet 2012 och bostadsmarknaden fortsätter att försvagas. Prisfallet har accelererat och bostadspriserna har i nuläget tappat omkring 20 procent sedan toppen våren 2008. Bostadspriserna väntas fortsätta falla i år och pressar både hårt provade hushåll och den bräckliga banksektorn. Andelen dåliga lån stiger. Centralbanken har genom stödåtgärder och framtvingade sammanslagningar av privata banker försökt stabilisera banksektorn. Många problem återstår dock och det mesta pekar på att de spanska bankerna, trots åtgärderna, inte har tillräckligt med kapital för kommande utmaningar.

Utvecklingen går åt fel håll för spansk ekonomi



Rajoy's nya regering är inriktad på att genomföra såväl struktur-reformer som statsfinansiella besparingar. Ett sämre utgångsläge för statsfinanserna kombinerat med en betydligt svagare ekonomisk utveckling än väntat har tvingat Spanien att dra ned ambitionsnivån på budgetsidan; underskottet kommer därför i år att bli högre än väntat. Den spanska regeringens dilemma är nu ytterst svårhanterligt. **Utökade besparingsåtgärder skulle medföra att recessionen blir än djupare.**

Även **Italien** har dragits med i oron och obligationsräntorna har stigit den senaste tiden. I likhet med Spanien är den makroekonomiska situationen mycket svag. BNP föll även under fjärde kvartalet 2011 samtidigt som arbetslösheten fortsätter stiga i snabb takt. På grund av en kraftigare recession än väntat **har regeringen tvingats skjuta upp balanseringen av budgeten med ett år till 2014.** Målet för budgetunderskottet

2013 har höjts från 0,1 procent till 0,5 procent av BNP. Liksom för Spanien finns frågetecken om Monti-regeringens ambitiösa reformer kommer att kunna drivas igenom i praktiken. **Trots den sänkta ambitionsnivån bedömer vi att både Spanien och Italien kommer att ha svårt att nå sina mål** då våra prognoser för den ekonomiska tillväxten är dylstrare än regeringarnas prognoser.

Marknadens oro för utvecklingen i **Grekland** har efter skuldnedskrivningen i slutet av februari blivit mindre akut även om landets ekonomiska problem är långtifrån lösta. I och med att det andra stödpaketet finns på plats har Grekland i princip finansiering fram till slutet av 2014. Fortsatta stödutbetalningar bygger dock på att Grekland sköter sina åtaganden vilket inte kan tas för givet med tanke på hur trögt mycket av det tidigare reformarbetet gått. Parlamentsvalet den 6 maj tycks inte resultera i en stabil regering. Därmed ökar riskerna för att åstramningsåtgärderna inte kommer att genomföras fullt ut.

Portugal lyckades nå budgetmålet för 2011 (om än med hjälp av engångseffekter) och utvärderingarna av landets insatser kopplade till stödpaketet har på det stora hela varit positiva. 2012 ser dock ut att bli ett tufft år med ett kraftigt BNP-fall som gör att det kommer att bli mycket svårt att nå underskottsmålet på 4,5 procent. Vi räknar med en uppmjukning av villkoren i låneprogrammet i närtid.

Även andra länder kommer att få det tufft; **Frankrike** kommer sannolikt tvingas besluta om ytterligare åstramningar under 2012. François Hollande vann som väntat presidentvalet. Hollande har skapat oro på de finansiella marknaderna då han anses mindre angelägen att få ordning på Frankrikes statsfinanser än Sarkozy. I praktiken är dock skillnaderna gentemot Sarkozy begränsade och Hollande kommer sannolikt att tvingas vattna ur eller helt slopa en del av sina förslag.

Tyskland har dock fortsatt ljusa budgetutsikter med ett underskott på under 1 procent både 2012 och 2013. Budgeten balanseras 2014; två år tidigare än planerat. För Euro-zonen som helhet väntas budgetunderskottet bli något lägre än bedömningen i *Nordic Outlook* februari. **Budgetunderskottet bedöms hamna på 3,6 procent 2012 och minska till 3,1 procent 2013. Statsskuden stiger från 87,2 procent 2011 till 93,5 2013.**

Offentligt budgetsaldo

Procent av BNP

	2010	2011	2012	2013
Tyskland	-4,3	-1,0	-0,9	-0,6
Frankrike	-7,1	-5,2	-5,1	-4,4
Italien	-4,6	-3,9	-2,7	-2,3
Spanien	-9,3	-8,5	-7,0	-6,3
Grekland	-10,3	-9,1	-6,6	-5,8
Portugal	-9,8	-4,2	-4,8	-3,3
Irland	-31,2	-13,1	-9,0	-7,1
Euro-zonen	-6,2	-4,1	-3,6	-3,1

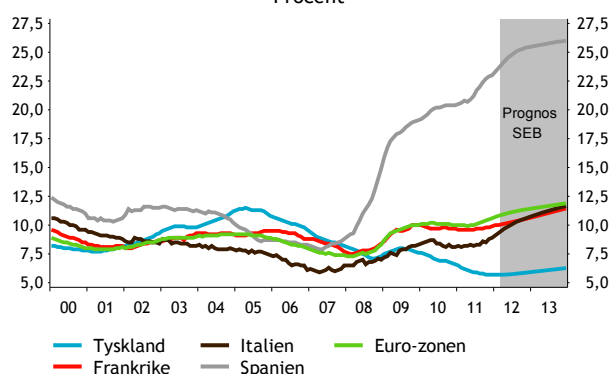
Källa: EU-kommissionen, SEB

Fortsatt försämring på arbetsmarknaden

Arbetslösheten fortsätter öka och nådde 10,9 procent i mars; den högsta nivån sedan Euro-zonen bildades. Även ungdomsarbetslösheten stiger och var 21,6 procent i mars. Antalet arbetslösa steg till över 17 miljoner, en ökning med omkring 1,7 miljoner på ett år. Samtidigt ökar divergensen mellan de enskilda ländernas utveckling. I krisländerna fortsätter arbetslösheten att stiga snabbt. Försämringen av arbetsmarknaden har gått speciellt snabbt i Grekland den senaste tiden. Eurostats harmoniserade mått för arbetslösheten har på tre månader stigit med två procentenheter och nådde 21 procent i januari. Även i Italien, Spanien och Portugal ökar arbetslösheten medan det finns vissa tecken på en stabilisering i Frankrike och Irland.

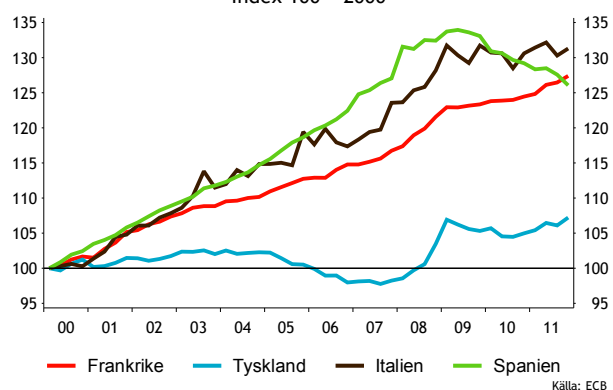
Tysk arbetsmarknad håller däremot fortfarande emot bra och arbetslösheten föll i mars enligt det nationella måttet. **En stark tysk arbetsmarknad är dock inte tillräckligt för att hålla ned arbetslösheten i Euro-zonen som helhet.** Arbetslöshetsprognosen har därför reviderats upp jämfört med *Nordic Outlook* februari. Mätt som årsgenomsnitt väntas arbetslösheten i Euro-zonen hamna på 11,1 procent i år och 11,7 procent 2013.

Arbetslösheten fortsätter upp
Procent



Den svaga arbetsmarknaden har i olika grad påverkat löneläget i krisländerna. Lönerna i Grekland faller nu mycket kraftigt. Även i Spanien tycks en anpassning av enhetsarbetskostnaden ha skett, även om olika statistikällor ger skilda signaler. I Italien och Frankrike syns däremot ingen förbättring när det gäller konkurrenskraftsläget gentemot t ex Tyskland.

Enhetsarbetskostnader
Index 100 = 2000



En effekt av den svaga arbetsmarknaden och fallande löner i krisländerna är ökad **emigration**. I exempelvis Irland och Grekland har vi redan sett tydliga tecken på att unga människor är

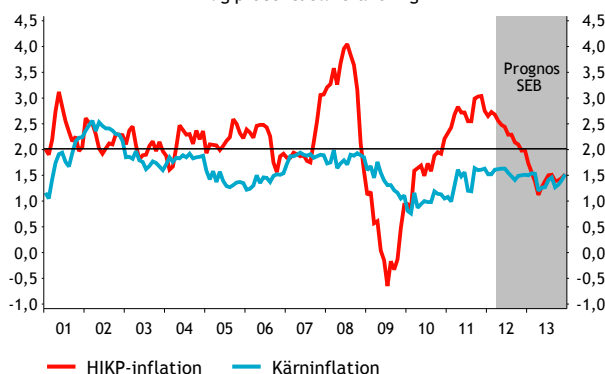
benägna att flytta till andra länder då hemlandets arbetsmarknad försvagas. Exempel från Östeuropa visar att migration kan bli omfattande. Lettlands befolkning har minskat med drygt en tiondel det senaste decenniet och migrationen från Estland och Litauen har också varit betydande.

Inflationen biter sig fast

Inflationen i Euro-zonen har varit relativt hög hittills under 2012 trots nedgången i ekonomisk aktivitet. Detta beror i stor utsträckning på kvardröjande effekter av tidigare energiprisuppgångar och höjningar av indirekta skatter. Den envist höga inflationen bidrar tillsammans med hög arbetslöshet och finanspolitiska åtstramningsåtgärder till att dämpa hushållens köpkraft. I mars låg inflationstakten kvar på 2,7 procent för fjärde månaden i rad och dämpningen sedan den senaste toppen på 3,0 procent i november är blygsam. Vår prognos är dock liksom tidigare att inflationen kommer att dämpas under 2012. Prognosen har dock reviderats upp något jämfört med *Nordic Outlook* februari; **2012 väntas inflationstakten hamna på 2,4 procent för att falla till 1,4 procent 2013.** Kärninflationen dämpas ytterligare drivet av lågt kapacitetsutnyttjande och den ligger på 1,5 procent vid slutet av prognosperioden.

Inflationen överstiger ECB:s mål

Årtlig procentuell förändring

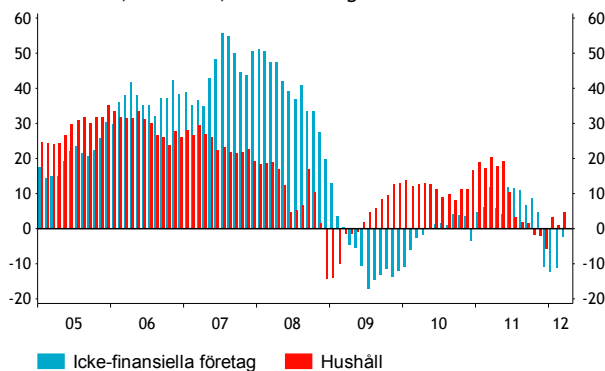


Svag bankutlåning hämmar tillväxten

Strama kreditförhållanden är en viktig orsak till recessionen i Euro-zonen. Även om ECB:s 3-årslån gjort att en allvarlig kreditkontraktion kunnat undvikas är bankutlåningen fortfarande mycket återhållsam. I mars ökade den totala utlåningen i Euro-zonen endast med låga 0,6 procent i årstakt.

Fortsatt svag bankutlåning

Netto, mdr euro, 3-månaders glidande medelvärde



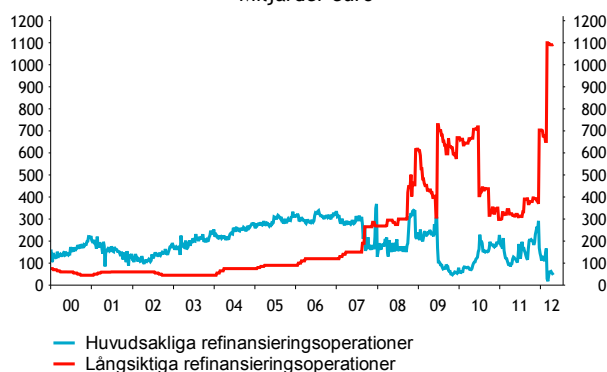
Men ECB:s *Bank lending survey* för första kvartalet visar att bankerna stramade åt kreditvillkoren i mindre utsträckning jämfört med fjärde kvartalet. Trenden mot en utplaning väntas fortsätta under andra kvartalet. Företagens nettoefterfrågan på lån föll kraftigt och även hushållens efterfrågan på bostadslån och konsumtionskrediter minskade. Efterfrågefallet väntas dock bromsa in under andra kvartalet. Undersökningen indikerar dock att **utlåningen till både företag och hushåll blir fortsatt svag under 2012.** Situationen är fortsatt problematisk för bankerna i många länder, inte minst i Spanien, men undersökningen visar att tillgången till finansiering förbättrades under första kvartalet tack vare ECB:s 3-årslån.

Hur länge kan ECB stanna i vänteläge?

ECB har under våren legat i vänteläge och mötena i mars, april och maj innebar inga förändringar av penningpolitiken. **Den senaste tidens ökade oro kring Spaniens statsfinanser verkar ännu inte ha gjort ECB mer villig att lätta ytterligare på penningpolitiken.** Det andra treårslån som erbjöds den 29 februari har inte återupprepats och ser inte heller ut att göra det i närtid. Likviditetssituationen har förbättrats sedan årsskiftet och ECB har meddelat att man behöver tid på sig för att studera de mer långsiktiga effekterna av treårslånen. En återstart av ECB:s köp av statsobligationer (SMP) verkar inte heller aktuellt i nuläget; ordförande Draghi har varit tydlig med att det nu är upp till krisländerna att lösa sina statsfinansiella problem. Refiräntan har legat kvar på 1 procent sedan den senaste sänkningen i december 2011. **Bedömningen är även fortsättningsvis att ECB låter 1 procent utgöra golvet för refiräntan,** i likhet med den förra botten under 2009/2010.

ECB:s utlåning till bankerna

Miljarder euro



Frågan är dock hur länge till ECB kan fortsätta med sin avvaktande hållning. ECB:s strategi att vänta ut statsfinansiella åtstramningar och strukturella reformer från det politiska systemet ser inte ut att hålla speciellt länge till. De positiva effekterna av treårslånen är på väg att avta och risken är att bankutlåningen börjar försvagas igen. Problemen i Spanien, men även i Italien, riskerar att bli ohanterliga om inte ECB vidtar nya åtgärder. En möjlighet är att ECB ändå kommer att tvingas återuppta obligationsköp (SMP) i större skala, men det är ett verktyg som är politiskt kontroversiellt och som kan leda till stigande räntor (se temaartikel).

Tillväxten blir svag trots ljuspunkter

- **Inflationen fortsätter falla**
- **Bank of England vilar på hanen**
- **Sommarspelen ger stimulans**

På tvärs med tidigare konjunktursignaler föll brittisk BNP också under det första kvartalet i år. Recessionen blir kortvarig enligt våra prognoser. Åtstramningsprogram och svag arbetsmarknad talar för ihållande låg tillväxt men ledande indikatorer som inköpschefsindex har stigit sedan i höstas. **Vi spår att BNP växer 0,5 procent i år och 1,7 procent 2013.** Arbetslösheten toppar på 8,8 procent i år och planar ut 2013. **Inflationen överstiger målet i år men fortsätter ned 2013.** Just nu överstiger inflationen Bank of Englands prognoser, och enligt såväl vår egen bedömning som det senaste penningpolitiska protokollet ligger **ytterligare penningpolitiska stimulansplaner på is.** Den viktigaste styrräntan ligger kvar på 0,50 procent hela prognosperioden.

Efter fallet med 1,2 procent i fjol **stabiliseras privata konsumtionen** i år. Konsumentförtroendet har återhämtat en del av fjolårsfallet, men ger knappast uttryck för någon spirande optimism. Nästa år, när lönetillväxten åter överstiger inflationen, växer konsumtionen med hyfsade 1,8 procent. Industriindikatorerna pekar uppåt men det återspeglas ännu inte i hårddata; sedan i december har produktionsindex i PMI stigit med sju indexenheter samtidigt som den faktiska produktionen minskat något. Efter att ha fallit 1,2 procent i fjol **växer industriproduktionen 0,5 procent i år och 2,5 procent 2013.** De olympiska sommarspelen i London stimulerar tillväxten i flera sektorer.

Arbetsmarknadsstatistiken har överraskat positivt på sistone efter en tid med negativ trend. För första gången på ett år föll arbetslösheten tillbaka ett snäpp till 8,3 procent i mars. Svag BNP-tillväxt talar för att förbättringen är tillfällig och **arbetslösheten uppgår till 8,6 procent i snitt 2012-2013.** Låg lönetillväxt tyder på att arbetslösheten ligger en bra bit över jämviktsarbetslösheten (6,8 procent enligt OECD).

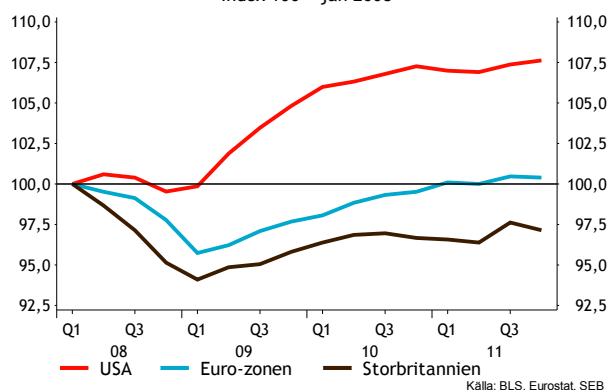
Trots likartade kriser i banksystem och bostadsmarknad har återhämtningen i Storbritannien varit trögare och inflationen högre än i USA. I fjol toppade inflationen på 5,2 procent. Utvecklingen reser frågetecken kring mängden lediga resurser i ekonomin. Enligt OBR (Office for Budget Responsibility) är **produktionsgapet låga 2,5 procent** trots att BNP-nivån ligger hela 14 procent under den långsiktiga trenden. I USA är motsvarande siffror 5,5 respektive 12 procent enligt IMF:s kalkyler. **Krisåren kan således ha lett till ett större permanent produktionsbortfall i Storbritannien.** Banksystemets stora andel

av BNP och tuffare besparingsåtgärder är tänkbara förklaringar. Lägg därtill svag produktivitetstillväxt; produktiviteten har utvecklats klart sämre än i andra jämförbara ekonomier.

En omläggning i KPI-beräkningarna är på gång; kostnader för egna hem kommer sannolikt att inkluderas i KPI-beräkningarna efter årsskiftet. Eftersom huspriserna påverkar egna hemkostnaderna blir kopplingen mellan huspriser och inflation tydligare. Det är sannolikt att detta bidrar till en genomsnittligt något högre inflation över tiden. Eftersom inflationsmålet knappast justeras kan effekten bli något stramare penningpolitik. På kort sikt räknar vi med små effekter av reformen; **huspriserna rör sig sidledes** enligt våra prognoser.

Svag produktivitetstillväxt i Storbritannien

Index 100 = jan 2008



De närmaste åren fortsätter inflationen falla enligt såväl våra som Bank of Englands prognoser. **Inflationen hamnar på 2,7 procent i år respektive 1,6 procent 2013,** mätt som årsgenomsnitt. Pundet är en faktor som driver utvecklingen. Effekten av den kraftiga valutaförsvagningen 2007-2009 har klingat av och på sistone har **pundet apprecierat rejält** mot euron. Det speglar uppblåssande skuldproblem i bl a Spanien samtidigt som Storbritannien ses som en säkrare hamn. Relativt sett bättre tillväxtutsikter talar för att trenden fortsätter. I slutet av 2013 räknar vi med att **EUR/GBP står i 0,77** vilket är den starkaste nivån sedan 2008.

Åtstramningspolitiken ligger fast. **Budgetunderskottet**, som uppgick till 8 procent i fjol, **minskar till 7,3 procent respektive 6 procent 2012-13.** Den strama budgetpolitiken gynnar Storbritanniens kreditrating. Enligt en rapport nyligen bekräftade Standard & Poor's att **Storbritannien behåller högsta kreditbetyg.** Också hos Moody's och Fitch har Storbritannien toppbetyg, men med negativa utsikter.

Ryssland och Polen står emot eurokrisen

- **Viss ljusning i indikatorbilden**
- **Minskad risk för allvarlig kreditåtstramning**
- **Skakiga valutor, viss appreciering på sikt**

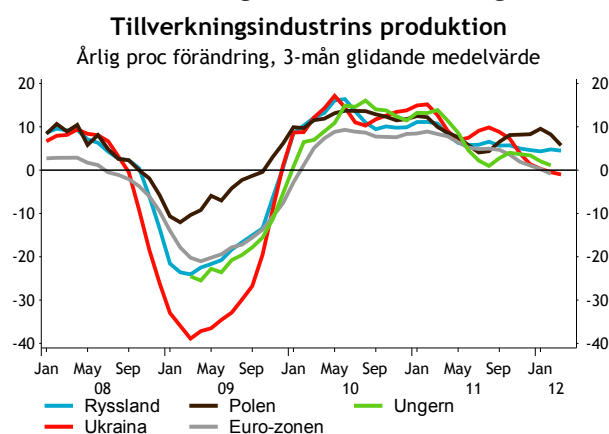
Konjunkturen i Östeuropa håller på att stabiliseras efter det senaste årets beskedliga dämpning i de stora ryska och polska ekonomierna och en skarpare nedgång i flera mindre länder som Tjeckien, Estland och Litauen. De senaste månaderna har **framåtblickande industriindikatorer planat ut** efter djupa nedgångar i slutet av 2011. I flera länder som t ex Polen, Tjeckien och Ungern, ligger dock industrins inköpschefsindex något under expansionsgränsen 50. Rysslands PMI har stärkts och ligger nära 53. Samtidigt har **hushållens framtidsstro** i Östeuropa **återhämtat sig**, särskilt i Polen.

Detta förändrar inte vår tidigare syn att den ekonomiska **återhämtningen mot slutet av 2012 och under 2013 blir trög**. Svag efterfrågan i Västeuropa och relativt strama kreditförhållanden håller tillbaka export och investeringar. ECB:s treårslån till Euro-zonens banker har tinat upp interbankmarknader i både Väst- och Östeuropa, vilket klart minskat riskerna för en mer allvarlig kredittorka (se även SEB:s *Eastern European Outlook*, mars 2012). I slutet av 2011 påbörjades en kreditåtstramning även i många östländer, men denna mildrades tydligt under första kvartalet 2012, enligt IIF:s (Institute of International Finance) senaste låneundersökning bland banker i Emerging Markets. Kreditförhållandena kommer dock sannolikt att bara gradvis återgå till normala nivåer.

I positiva vågskålen ligger **relativt god reallönetillväxt** och att **arbetsmarknaderna håller emot** tillväxtdämpningen bra, även om Polens arbetslöshet ökar ytterligare något. Inflationen sjunker i år i de flesta östländer, men kärninflationen förblir relativt hög i Estland och Polen. I Ryssland slår också finanspolitiken om och blir expansiv i år, medan åtstramningarna förblir moderata på andra håll. Detta bäddar för fortsatt hygglig privat konsumtionstillväxt.

Vi fortsätter att räkna med en **mild avmattning i Ryssland och Polen i år**. Skälen är mindre export som andel av BNP jämfört med andra östländer, litet eller måttligt beroende av bankfinansiering via Euro-zonen samt liten eller måttlig offentlig skuldsättning. Polens tillväxt dämpas från 4,3 procent i fjol till 3,3 respektive 3,6 procent 2012-2013. Investeringar blir viktig drivkraft. Rysslands BNP, som också växte med 4,3 procent förra året, ökar med 3,8 procent 2012 och 4,1 procent 2013. Ekonomin får fortsatt stöd av högt oljepris som i år hamnar i linje med de ca 115 USD/fat (Ural) som regeringen antar ger budgetbalans. **Längsiktiga frågetecken kring rysk tillväxt**

kvarstår dock via högt råvaruberoende och trög reformtakt. Därtill har den politiska osäkerheten ökat, manifesterat av stora protestaktioner vid vinterns parlaments- och presidentval. Det stundande WTO-inträdet kan på sikt något stärka tillväxten via utrikeshandel, investeringar och strukturomvandling.



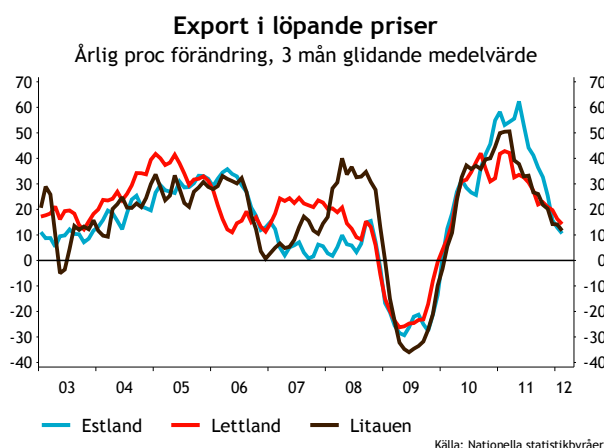
Östeuropas utveckling förblir polariserad beroende på olika grad av finansiella och handelsmässiga bindningar till Euro-zonen samt exportens betydelse allmänt i ekonomierna. De norra delarna med Ryssland och Polen står emot eurokrisen relativt väl medan delar av den centrala och främst södra regionen drabbas hårdare. Baltikum och Tjeckien hör till de "medeldrabbade" medan Bulgarien, Kroatien, Rumänien, Ungern och Ukraina är de "mest drabbade" som en följd av relativt starka banklänkar med Euro-zonen. Ukraina hankar sig dock fram med hyfsad tillväxt delvis med stöd av gynnsamma priser på stål.

Många östvalutor har försvagats något de senaste två månaderna. Vinterns kraftiga återhämtning efter höstens ras har kommit av sig. Det finns ett **visst apprecieringsutrymme kvar på sikt**; tillväxtfördelar mot västländer talar bl a för det. Den **närmaste tiden väntas dock global osäkerhet påverka östvalutorna negativt**. Polska zlotyn utvecklas slagigt också beroende på osäkerhet om penningpolitiken. De senaste månaderna har centralbanken gjort hökaktiga uttalanden. Detta som följd av att den trögörliga inflationen legat kvar klart över målet (2,5 procent +/- 1 procentenhet) och att tillväxten varit robust. Prognosen är osäker, men vi tror att centralbanken mjuknar i takt med att inflationen klingar av och kommer ned inom målzonen i slutet av året. Vi spår att styrräntan sänks en gång, till 4,25 procent, fjärde kvartalet 2012.

Svag tillväxt – inhemsk efterfrågan stöttar

- **Exportsvackan består i år**
- **Minskade obalanser**
- **Lettland klarar euro-målet 2014**

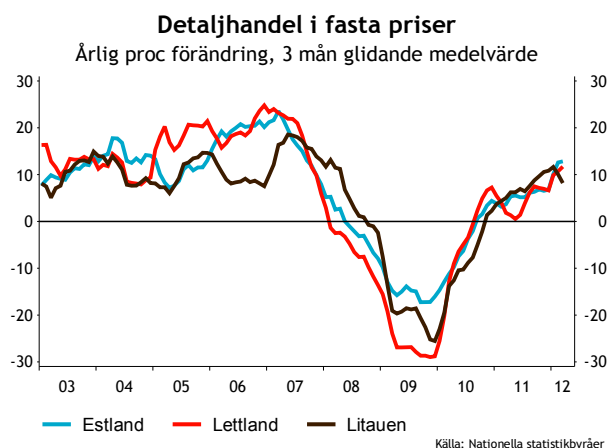
Baltikums ekonomier har återhämtat sig väl efter den depressionsartade nedgången 2009. Detta är i hög grad en effekt av dynamisk och konkurrenskraftig export samt hård budgettätstramning. **För helåret 2011 uppvisade Baltikum den högsta tillväxten i EU:** Estland 7,6 procent, Litauen 5,9 procent och Lettland 5,5 procent. Men i slutet av året påbörjades en nedväxling som helt och hållet är knuten till konjunkturedgången i omvärlden, främst Västeuropa. För Estlands del har avmattningen i Sverige och Finland, som tillsammans väger runt 30 procent av exporten, haft särskilt stor betydelse. **Snabbt avklingande exportboom har resulterat i en skarp inbromsning** av tillväxten i det mycket exportberoende Estland, medan **dämpningen varit mjukare i Litauen och Lettland.** Privat konsumtion och investeringar har fortsatt att stärkas, om än från låga nivåer. Samtidigt har sentimentsindikatorer stabiliserats, i linje med mönstret i omvärlden.



Vi räknar med att exporten förblir relativt svag under de kommande tolv månaderna. Investeringarna sviktar, medan konsumtionen växer i hygglig om än i något avsaktande takt. **Flera faktorer talar för att den inhemska efterfrågan inte viker ner sig:** Cykliskt känsliga bygg- och bemarknader samt investeringar är redan starkt nedpressade och har det senaste året påbörjat svaga återhämtningar. Stålbadspolitiken är över även om Lettland och Litauen i år fortsätter att strama åt de offentliga budgetarna. Lönerna ökar i måttlig takt efter de kraftiga sänkningarna under 2009-2010. Dessutom finns uppdämda konsumtionsbehov efter den djupa krisen.

Sammanvägt räknar vi fortfarande med **svaga BNP-ökningar på 1,5-3,0 procent i år, följt av en viss acceleration 2013.**

Tillväxten fortsätter att understiga den potentiella takten som bedöms vara 4,0-4,5 procent. Litauenprognosen är uppreviderad på en övrigt god tillväxt första kvartalet driven av inhemsk efterfrågan och vi ser **vissa uppåtrisker i BNP-prognoserna för Estland och Lettland** beroende på en potential för snabbare ökning i den inhemska efterfrågan även där.



Fundamenta har förbättrats påtagligt de senaste åren. Länderna har fått bukt med tidigare obalanser i form av främst hög lönedriven inflation och extrema bytesbalansunderskott. Kvarstående relativt stora budgetunderskott i Lettland och Litauen krymper ytterligare i år och når mer hållbara nivåer. Avvikande i bilden är att **Estland uppvisar fortsatta inflationsproblem.** Dessutom präglas samtliga länder av allt allvarligare **strukturproblem på arbetsmarknaderna**, bl a orsakade av de senaste årens förnyade emigrationsvåg som förstärkt den negativa demografiska utvecklingen i regionen.

Estland: Fortsatta stagflationstendenser

Estlands ekonomi har snabbt tappat fart. Under de första tre kvartalen i fjol ökade BNP stabilt med i genomsnitt 8,8 procent mått i årstakt. Under fjärde kvartalet halverades takten till 4,5 procent. I konsekutiv kvartalsförändring påbörjades dock inbromsningen redan våren 2011 och under sista kvartalet föll BNP med 0,2 procent. Försämrad export sätter avtryck och har lett till att industriproduktionen utvecklats mycket svagt även i inledningen av 2012. Ljussglimtar är fortsatt positiva trender i konsumtion och turism; ökningen av nybilsförsäljningen i februari på 30 procent i årstakt var t ex den högsta i EU och för samma månad sattes turismrekord.

Skuldavvecklingen i privat sektor har kommit en bra bit på väg; räknat netto är skuldnivån nu tillbaka på samma nivå som före överhettningssåren 2006-2008. Nedgången i bruttotermerna är dock mer modest. Skuldavvecklingen fortsätter i år i samtliga baltiska länder, vilket verkar något återhållande på den ekonomiska tillväxten.

BNP ökar med 1,5 procent 2012 och 2,5 procent 2013.

Detta ger i sin tur en viss rekyl uppåt i arbetslöshet. Inflationen biter sig trots det fast på relativt hög nivå. Den relativt bredbaserade inflationen hamnar i genomsnitt på 4,0 procent i år. Nästa år stiger inflationen till 5,0 procent bl a driven av snabba penningmängdstillväxt. I den lilla estniska ekonomin har inflationen historiskt visat sig ha en betydande koppling till penningmängdens förändring.

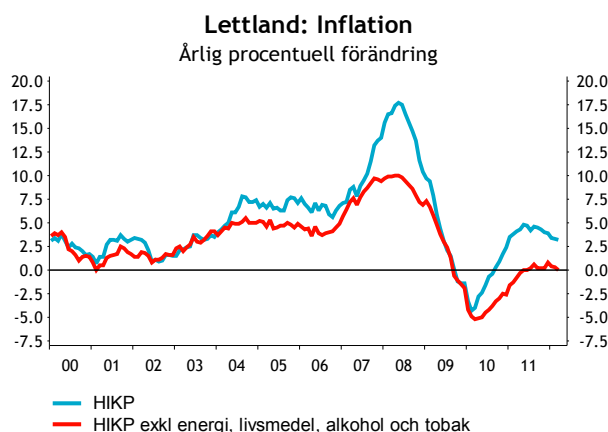
Lettland: Mild dämpning inför eurointräde

Med en exportandel av BNP på moderata 45 procent blir Lettlands inbromsning mindre dramatisk än i Estland och Litauen som har exportvikter på 70 respektive 60 procent. Även i Lettland tuffar detaljhandeln på i god takt, med ökningstal i fasta priser på 15 respektive 10 procent i årstakt i januari och februari i år. En mer dämpad utveckling är dock att vänta i år p g a häftiga uppvärmningskostnader som tär på konsumtionsutrymmet.

BNP-tillväxten blir 2,5 procent i år och 4,0 procent nästa år.

Uppstudsens beror delvis på att förväntningar om ett kommande euro-medlemskap drar upp investeringar. Arbetslösheten fortsätter gradvis nedåt, men i trögare takt än under de senaste åren, till i snitt 12 procent 2013. Inflationen sjunker från drygt 4 procent i fjol till 2,5 procent 2012 och 2,1 procent 2013.

Vår bedömning är sedan länge att **Lettland konverterar till euro 2014 enligt regeringens plan**. Under våren 2013 väntas EU och ECB utvärdera om Lettland klarar de sex Maastrichtkraven, varav de centrala är låg inflation och tak för budgetunderskott. Enligt inflationskriteriet får det senaste tillgängliga genomsnittet för tolv månadersperioden inte vara högre än 1,5 procentenheter över de tre EU-länder som har lägst inflation. Gränsen för budgetunderskott är 3 procent av BNP.



Inflationskravet kan bli svårast att nå av de två. Men med en underliggande inflation på noll, stabilt måttliga löneökningar sedan ett år tillbaka samt avtagande aktivitet i ekonomin ser det inte ut att bli någon bred prisuppgång det närmaste året. Ett hot skulle kunna vara extremt låg kvalgräns till följd av interndevalveringar och mycket låg inflation i krisländerna i Sydeuropa. Men skatthöjningar i åtstramningspolitiken gör att inflationsnedgången inte blir så djup trots stark lönepress. Vad gäller budgetkriteriet så bedriver regeringen sedan länge en enveten åtstramningspolitik för att få ned underskottet; detta har också varit ett huvudkrav i det EU/IMF-ledda stödlåsprogram-

met som löpte från december 2008 till inledningen av 2012. Vi tror att budgetunderskottet i relation till BNP minskar från 3,5 procent i fjol till 2,4 procent och 1,6 procent 2012-2013, och hamnar således på betryggande marginal från kvalgränsen.

Litauen: Stort tillväxttapp och politisk oro

Sjunkande internationell efterfrågan har resulterat i en gradvis avmattning, även om inhemsk efterfrågan stått emot väl. EU:s bredbaserade sentimentindikator, som bygger på både hushålls- och företagsundersökningar, har under vintern stabiliserats men tendensen har varit något mer sviktande än i övriga Baltikum och i Euro-zonen. Exportsvaghet fortsätter att hålla nere tillväxten i år, medan dämpningen i konsumtion och investeringar blir måttlig. Årets BNP-tillväxt bromsas också något av effekter från Bankas Snoras konkurs i slutet av 2011; enligt centralbanken med så mycket som upp till 0,5 procentenheter.

BNP växer med 3,0 respektive 3,5 procent 2012-2013.

Prognosen är uppreviderad med 1,0 respektive 0,5 procentenheter efter första kvartalets oväntat starka BNP-tillväxt (3,9 procent i årstakt). Arbetslösheten krymper ytterligare något, till i genomsnitt 12 procent nästa år. Inflationen, som främst varit råvarudriven, dämpas och blir 2,5 respektive 3,0 procent. Den underliggande inflationen förblir lugn och låg.

Politiken präglas av osäkerhet inför höstens parlamentsval.

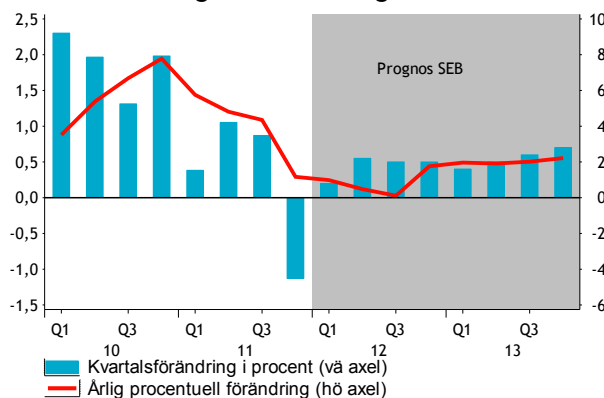
Den regerande center-högerkoalitionen bestående av tre partier har tappat i popularitet. Flera oppositionspartier utmanar nu regeringen och dess största parti Homeland Union. Socialdemokraterna är i ledning enligt opinionsmätningar. Vår bedömning är att det blir en förändring av regeringskoalitionen efter valet. Detta gör den framtida finanspolitiken osäker. Den sittande regeringen lyckades i slutet av förra året enas om en oväntat stram budget för 2012; detta efter att tillväxtutsikterna justerats ned. Målet är att klara 3 procents budgetunderskott som andel av BNP i år (från 5,5 procent i fjol) och att därmed också sträva mot euro-medlemskap 2014. Vi tror dock att årets underskott hamnar på 3,5 procent och att det sjunker under 3 procent först 2013. **Vårt huvudscenario är att Litauen ansluter till Euro-zonen 2015, men osäkerheten om den framtida politiska färdriktningen och de ekonomisk-politiska prioriteringarna är stora och kan komma att klarna mer först efter parlamentsvalet i oktober.**

Onödigt stram finanspolitik håller tillbaka tillväxt

- **Stigande konsumtion stöttar BNP**
- **Ökad sannolikhet för mjuklandning på bostadsmarknaden**
- **Arbetsmarknaden försvagas gradvis**
- **Låg inflation möjliggör ny räntesänkning**
- **Kronan får allt tydligare drag av hårdvaluta**

Svensk ekonomi står emot krisen i Euro-zonen ungefär i linje med våra prognoser från tidigare i år. Vi räknar med att **BNP växer med 0,7 procent i år och med 1,9 procent 2013**. BNP under fjärde kvartalet antyder visserligen en ännu svagare utveckling, men inkommande data har indikerat en ganska tydlig stabilisering i början på året. Tillväxten 2012 drivs framför allt av hushållens konsumtion medan svag omvärldsefterfrågan gör att export och investeringar planar ut. Under 2013 stiger investeringar och export igen i linje med den måttliga återhämtningen i omvärlden.

Svag BNP-utveckling 2012



Riksbanken valde som väntat att hålla styrräntan oförändrad vid sitt aprilmöte, trots att både inflations- och arbetslöshetsutveckling enligt vår mening ger visst utrymme för ytterligare stimulans. Fortsatt stigande hushållsskulder (om än i långsammare takt än tidigare) och signaler om en stabilisering och återhämtning på bostadsmarknaden bidrog troligen till att majoriteten i direktionen avstod från en sänkning. Vi räknar med att Riksbanken avvaktar även vid julimötet men att **direktionen sedan sänker reporäntan till 1,25 procent i september** i en miljö med stigande arbetslöshet och kvardröjande oroshärdar i Euro-zonen. Därefter räknar vi med att Riksbanken ligger still till utgången av 2013.

Regeringen fortsätter sin försiktiga finanspolitiska linje. Vårbudgeten var mager och innehöll inga nya stimulansåtgärder. Vi räknar som tidigare med att höstens budgetproposition

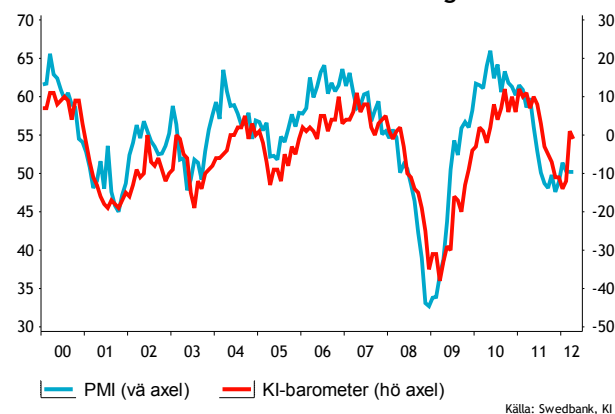
innehåller ytterligare stimulanser på 15 miljarder kronor, vilket sammantaget gör att finanspolitiken ger en svagt expansiv effekt motsvarande 0,3 procent av BNP.

Den försiktiga linjen från både regering och Riksbank innebär en uppenbar risk för att den ekonomiska politiken blir onödigt restriktiv. En konsekvens av detta är att regeringens åtgärder inom "arbetslinjen" inte får chans att verka i en mer normal efterfrågemiljö. Arbetslösheten i Sverige ser nu ut att komma att ligga på en högre nivå i slutet av 2013 jämfört med när regeringen tillträdde hösten 2006. Att inte kunna visa upp bättre resultat av alla de ansträngningar som gjorts lär skapa svårigheter för regeringen i riksdagsvalet 2014.

Blandade exportsignaler

Varuexporten föll kraftigt under fjärde kvartalet 2011 vilket bidrog till den svaga BNP-utvecklingen. Därefter har signalerna varit blandade för exportindustrin. Varuexporten har stigit i början på året medan ordergång och produktion föll tillbaka kraftigt i februari. Produktionsfallet förklaras huvudsakligen av icke-varaktiga konsumtionsvaror som normalt är mycket okänsliga för konjunktursvängningar. Detta skapar frågetecken för tillförlitligheten i statistiken.

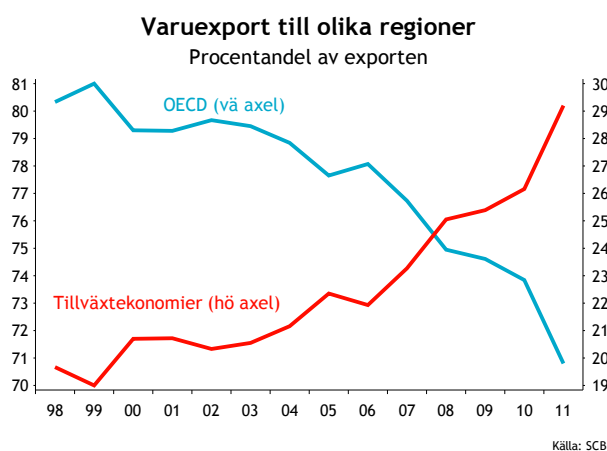
Konfidensindikator för tillverkningsindustrin



Även utvecklingen av sentimentsindikatorer har varit blandade. Konjunkturinstitutets konfidensindikator har stigit snabbt. Uppgången har främst drivits av företagens förväntningar, men även nulägesomdömet har stigit. Å andra sidan ligger inköpschefsindex (PMI) på relativt låg nivå och har dessutom fallit de senaste månaderna. Så stora skillnader mellan KI-barometern och PMI är ovanliga, men ett liknande mönster går igen också i andra europeiska länder. I Tyskland indikerar t ex Ifo-index en betydligt starkare utveckling än PMI. En delförklaring kan vara att KI-barometern och Ifo täcker ca fem gånger fler företag än PMI och därigenom innefattar fler småföretag som främst är verksamma på den inhemska marknaden. Divergensen mellan

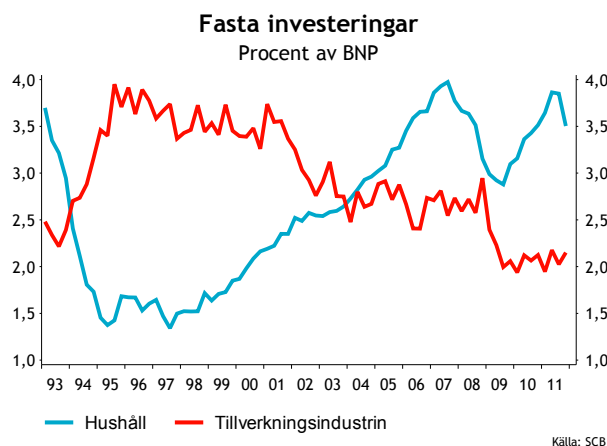
måtten återspeglar möjligen en ovanligt stor skillnad mellan inhemsk och internationell efterfrågan. Historiskt har PMI tenderat att leda KI-brometern, även om den också varit mer volatil och därmed i högre grad gett vilseledande signaler. Det är möjligt att en del företag i KI-brometern ännu inte känt av inbromsningen, vilket indikerar en risk för bakslag de närmaste månaderna. Vår huvudbild är ändå att svenska företag i huvudsak klarat den senaste tidens svacka relativt bra och att de nu är på väg att skruva upp förväntningarna inför andra halvåret.

Sammantaget räknar vi med att exporten stagnerar i år för att öka med 3 procent 2013. En hög andel insats- och investeringsvaror, som ofta varierar mer under en konjunkturcykel, utgör ett riskmoment för vår prognos. Att exporten till Europa i hög utsträckning är koncentrerad till Nordeuropa är dock en gynnsam faktor liksom den stigande exportandelen till tillväxtmarknader.



Industriinvesteringarna planar ut

Enligt SCB:s enkät från februari drog industriföretagen ned sina investeringsplaner för 2012, även om de fortfarande räknar med en viss uppgång. I en miljö präglad av vikande efterfrågan och ökad osäkerhet är det troligt att ytterligare nedjusteringar sker senare under 2012. Att investeringsnivån fortfarande är nedpressad efter det stora fallet 2009 talar dock emot en förnyad nedgång. Vi räknar därför med att industriinvesteringarna planar ut nästa år.



Bostadsinvesteringarna, som stigit starkt under de senaste åren, bedöms falla med 15 procent i år. Antalet påbörjade lägenhetsbyggen har minskat betydligt och den tidigare högt

uppdrivna nivån på ombyggnadsinvesteringar bidrar till att förstärka fallet. En mycket lång period med låg bostadsproduktion talar för att nedgången i byggandet blir måttligt. **Sammantaget innebär detta att investeringarna är oförändrade 2012 och ökar med 3 procent 2013.**

Konsumtionen håller emot

Indikatorer pekar på en återhämtning för hushållens konsumtion efter ett svagt fjärde kvartal 2011. Stämningläget i detaljhandeln har återhämtat sig från mycket låga nivåer samtidigt som hushållens framtidstro har förbättrats. Att den konjunkturkänsliga nybilsregistreringen har uppvisat en stabil utveckling innan tillbakagången i april talar också för att en konsumtionsnedgång kan undvikas.

Konsumtionen fortsätter att öka
3-månaders glidande medelvärde



Sammantaget räknar vi med att **privat konsumtion ökar med 1,5 procent i år och med 2,3 procent år 2013.** Konsumtionen får stöd av stigande inkomster, främst drivet av reallöner, men även Riksbankens räntesänkningar bidrar. Hushållens skulder som andel av inkomst har stigit med mer än 50 procentenheter under de senaste tio åren, vilket gjort att internationella organisationer som t ex IMF och OECD i allt skarpare ordalag varnat för utvecklingen. Utlåningen till hushållen har dock gradvis saktat in de senaste åren. Ökningstakten ligger nu nära den nivå som är förenlig med en konstant kvot mellan skulder och inkomster.

Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell förändring

	2010	2011	2012	2013
Konsumtion	3,7	2,1	1,5	2,3
Inkomster	1,2	3,3	2,3	2,4
Sparkvot, nivå	8,5	9,7	10,2	10,3

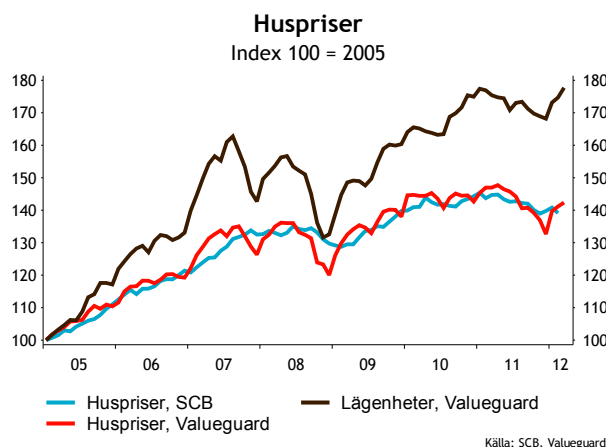
Källa: SCB, SEB

Stabilisering på bostadsmarknaden

Efter en svag avslutning på förra året har bostadsmarknaden stabiliserats i början av 2012, främst beroende på räntesänkningar och återhämtningen på börsen. Enligt vissa mått har bostadspriserna börjat stiga igen och kortsiktiga indikatorer, bl a SEB:s boprisindikator, tyder på att priserna kan fortsätta uppåt den närmaste tiden.

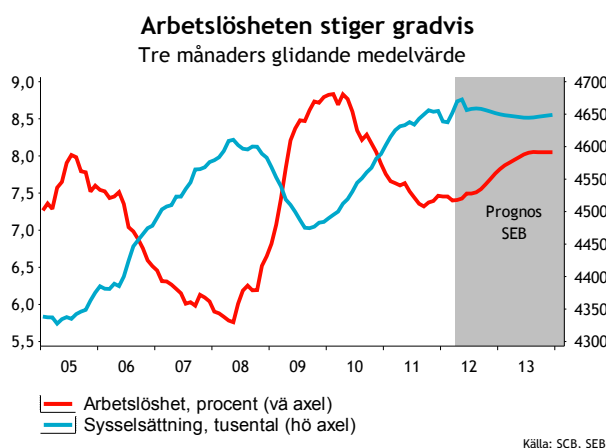
Underliggande faktorer talar dock för en svag utveckling på lite längre sikt. Förändringar i regelsystemet som syftar till att

skapa ett mer stabilt system på sikt kommer att dämpa prisutvecklingen de närmaste åren. Det gäller t ex krav på bankernas refinansieringsstruktur samt införandet av bolånetak. Utbudet av bostäder på andrahandsmarknaden är därtill klart större än normalt, vilket bidrar till att pressa priserna nedåt på medellång sikt. Vi tror att priserna åter vänder ned i takt med stigande arbetslöshet efter sommaren. Vi står därför fast vid prognosen om en **prisnedgång på 10-15 procent jämfört med toppnivåerna i början på 2011**. De senaste månadernas rekyl uppåt gör dock att riskerna för en djupare nedgång med allvarliga negativa spridningseffekter på ekonomin har minskat.



Arbetslöshet vänder uppåt efter sommaren

Arbetsmarknaden har hittills visat motståndskraft mot konjunkturavmattningen. Sysselsättningen tycks trendmässigt fortsätta att öka något, även om ovanligt stora fluktuationer försvårar tolkningen. Kortsiktiga indikatorer, såsom nyanmälda platser, antalet varsel och företagens anställningsplaner enligt KI-barometern, ligger på nivåer som antyder en fortsatt svag sysselsättningsuppgång. Vi tror därför att det dröjer ytterligare några månader innan den svaga BNP-utvecklingen slår igenom i fallande sysselsättning. Vi räknar med att **arbetslösheten börjar stiga efter sommaren och når strax över 8 procent i början av 2013**.



Arbetsmarknaden

Årlig procentuell förändring

	2010	2011	2012	2013
Sysselsättning	1,0	2,1	0,3	-0,2
Arbetsutbud	1,1	1,2	0,3	0,3
Arbetslöshet (nivå)	8,4	7,5	7,5	7,9
Medelarbetstid	1,5	0,2	0,2	0,0
Produktivitet, BNP	3,2	1,6	0,5	2,0

Källa: SCB, SEB

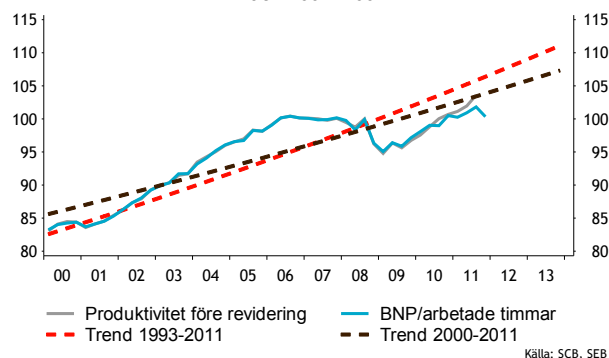
Sjunkande trendtillväxt i produktivitet

Produktivitetstillväxten har varit oväntat svag under återhämtningen de senaste åren, särskilt med tanke på den stora nedgången under finanskrisen. I de senast publicerade nationalräkenskaperna har sysselsättningen mätt i antal arbetade timmar reviderats upp 1,5 procent för perioden 2010-2011, vilket förstärker bilden av en svag produktivitet.

De nya siffrorna innebär att trendtillväxten i produktiviteten sedan 2000 varit klart lägre än på 1990-talet. Trendtillväxten i produktivitet 1993-2011 uppgick till i genomsnitt 2,2 procent men om man enbart tittar på perioden 2000-2011 stannar siffran vid 1,7 procent. En orsak till nedväxlingen kan vara produktionens sammansättning. Under en lång period ökade export och produktion i branscher med mycket snabb produktivitetstillväxt, men som också kännetecknades av fallande priser. De senaste åren har expansionen i högre grad skett i sektorer med lägre produktivitetstillväxt men med snabbare prisutveckling på världsmarknaden. Detta förhållande återspeglas t ex i att trenden med försämrat bytesförhållande (terms of trade) för svensk utrikeshandel har upphört.

Produktivitetstillväxten har växlat ner senaste decenniet

Index 100 = 2007



Löneavtalen faller på plats

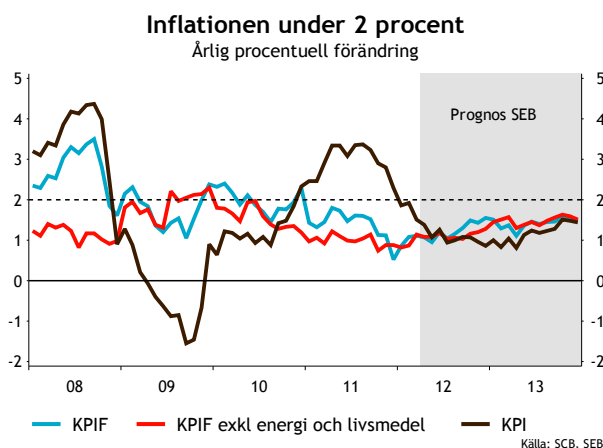
De avtal inom industrin som slöts i höstas pekade på genomsnittliga löneavtal på 2,5-3 procent. Den senaste månaden har löneavtalen inom andra sektorer börjat falla på plats, trots lite mer vapenskrammel än vanligt. Avtalen inom handeln och byggnadssektorn hamnade, liksom för industrin, på genomsnittliga löneökningar motsvarande 2,6 procent i årstakt. För många av de handelsanställda blir löneökningen högre än 2,6 procent, men en lägre ökning av ingångslönerna och en friare förläggning av arbetstiden gör att totalkostnaden för avtalet ändå bedöms hamna i linje med industrin. Kommunal lyckades få igenom ett avtal på 3,0 procent efter ett strejkhott som aldrig

utlöstes. I nuläget kärvar förhandlingarna på vissa områden. Mycket talar dock för att avtalsrörelsen kan slutföras utan stora stridigheter. **Vår prognos om genomsnittliga löneökningar på 3,5 procent under 2012 verkar fortsatt rimlig.** De avtal som nu har slutits gäller dock under kortare tidsperiod än vad som varit vanligt under de senaste 20 åren. Att arbetsmarknaden försvagas när nästa avtalsrunda ska genomföras talar för att löneökningstakten totalt faller tillbaka något 2013.

Missnöje med industriavtalets normerande roll har manifesterats på ett tydligare sätt än vanligt på övriga delar av arbetsmarknaden. Inom den fackliga sidan har t ex Handels och Byggnads med centralt stöd från LO höjt tonläget när det gäller kraven på en förändrad ordning. Detta gäller inte minst reaktionerna på Medlingsinstitutets strategi att ganska strikt utgå från de nivåer – ”märket” – som industrins parter förhandlade fram. Nästa års avtalsrörelse kan därför bli relativt besvärlig trots svagare arbetsmarknad och att den sker i en miljö där de politiska blocken förmodligen försöker positionera sig i arbetsmarknadsfrågor inför valet 2014.

Inflationen under Riksbankens mål

KPI-inflationstakten har fortsatt att falla snabbt och uppgick till 1,5 procent i mars. KPIF, som exkluderar räntekostnaderna, har dock stigit till 1,1 procent under de senaste månaderna efter att ha legat så lågt som 0,5 procent i december. De senaste månadernas uppgång i KPIF har främst drivits av energipriser, men även kärninflationen, som exkluderar volatila komponenter såsom energi och livsmedel, har ökat något. Bakom vändningen för kärninflationen ligger främst minskad prispress från tidigare kronförstärkning, något som troligen pressar upp inflationen ytterligare något de närmaste månaderna. Dessutom bidrar högre löneökningar till en viss uppåtpress. Den sänkta restaurangmomsen vid årsskiftet gav ett marginellt genomslag; priserna på restaurangtjänster föll med endast 1 procent jämfört med ett teoretiskt bidrag på mer än 10 procent.



Sammantaget bedöms KPIF-inflationen stiga till ungefär 1,5 procent och ligga kvar på denna nivå under 2013. Riksbankens räntesänkningar gör att boräntekomponenten under 2012 övergår till att sänka KPI-inflationen till under 1 procent i mitten av 2012.

Riksbanken sänker igen trots allt

Riksbanken lämnade både repo-räntan och räntebanan oförändrad i april. Man fortsätter därmed att signalera att februa-

risänkningen till 1,5 procent var den sista under den senaste sänkningscykeln.

Trots att våra prognoser för tillväxt och inflation inte skiljer sig särskilt mycket från Riksbankens tror vi att räntan kommer att sänkas ytterligare en gång. Hög arbetslöshet och låg inflation innebär att det finns utrymme för ytterligare lättnader. En ekonomisk politik där varken Riksbanken eller regeringen vill använda detta utrymme kommer onekligen att skapa en intensiv debatt som sätter stor press på en redan splittrad direction. Nya europeiska orosvågor väntas det närmaste halvåret vilket ytterligare ökar motiven för Riksbanken att överväga ytterligare stimulans. Tidpunkten för ytterligare sänkningar kommer att bero på inkommande data. Vi räknar med att hyggliga sentimentsindikatorer och fortsatt motståndskraft på bomarknaden de närmaste månaderna gör att Riksbanken avvaktar även vid julimötet. I stället ser vi **septembermötet som den mest sannolika tidpunkten för en räntesänkning till 1,25 procent.** Därefter räknar vi med oförändrad reporänta till slutet av 2013.

Fortsatt låga obligationsräntor

Svenska 10-åriga statsobligationsräntan ligger i nuläget ca 10 räntepunkter över den tyska. Att Riksbanken håller en högre styrränta än ECB skapar ett visst tryck uppåt även för långa svenska obligationer. Det låga utbudet och fortsatt stort internationellt intresse för att placera i obligationer med säker AAA-status talar dock för fortsatt press nedåt på långräntorna. Vi räknar därför med att den svenska 10-åriga obligationsräntan åter faller under den tyska under 2012 och att spreaden mot slutet av året ligger på -10 punkter. Även under 2013 räknar vi med att svenska långräntor fortsätter att ligga lägre än de tyska. Den måttliga uppgång av det internationella ränteläget som vi prognostiserar innebär dock att de långa svenska räntorna stiger något från dagens rekordlåga nivåer. I slutet av 2013 ligger räntan på 10-åriga svenska statsobligationer på 2,45 procent.

Snäv räntemarginal mot Tyskland

Statsobligationer 10 år, räntepunkter



Fortsatt kronförstärkning

Kronan har det senaste kvartalet förblivit stark trots dyster konjunktur och förnyad internationell oro. Sveriges AAA-status gör att globala reservförvaltare fortsätter att söka sig till kronplaceringar som alternativ till de mer etablerade reservvalutorna. Kronan tenderar dock fortfarande att försvagas något i de mest akuta finansiella orosfaserna; det är således ytterligare en bra bit kvar innan kronan uppför sig som en renodlad "safe-haven-valuta" som stärks kraftigt i samband med tilltagande

omvärldsoro. Skiftet i kronans beteende är dock tydligt och vi tror att kronan kan fortsätta att stärkas under det närmaste halvåret även i en situation med svag riskaptit och vacklande konjunktur. Sammantaget räknar vi med att **kronan stärks till EUR/SEK 8,70 i mitten av 2012 och vidare till 8,40 under 2013**. En svagare EUR/USD gör att kronan inledningsvis försvagas mot dollarn till USD/SEK 6,80. I slutet av 2013 står USD/SEK i 7,00.

Ännu starkare krona på sikt?

I förra *Nordic Outlook* diskuterade vi förutsättningarna för att Sverige med tiden kan drabbas av samma typ av problem som hårdvalutaländerna Japan och Schweiz brottas med. En sådan utveckling skulle drivas av att den långa perioden med stora överskott i bytesbalansen så småningom börjar generera kapitalinkomster som är tillräckligt stora för att skapa en varaktig trend mot starkare krona. Skulle t ex EUR/SEK röra sig en bit under 8,00 uppstår ett deflationistiskt tryck som Riksbanken skulle få svårt att hantera med konventionell penningpolitik. Starkare växelkurs sätter också press på företagens vinster vilket i sin tur leder till lägre löneökningar. Centralbankerna i Japan och Schweiz har vid upprepade gånger tvingats internera för att försvaga sina valutor och förhindra att exportföretagen hamnar under orimlig press. Resultatet i både Japan och Schweiz har blivit ett mycket lågt ränteläge med 10-åriga obligationsräntor under 1 procent. En sådan utveckling i Sverige skulle innebära stora påfrestningar på försäkringsbolagen.

Små offentliga underskott framöver

Under 2010 och 2011 har den offentliga sektorns finanser i stort varit i balans trots det låga resursutnyttjandet. Detta speglar ett överskott i det strukturella saldot runt 1 procent av BNP. Konjunkturavmattningen för med sig en viss försvagning av finanserna och vi räknar med ett **offentligt underskott på 0,5 respektive 0,1 procent av BNP 2012 och 2013**.

Statens lånebehov har uppvisat större fluktuationer under krisen, på både konjunkturutvecklingen och kassamässiga transaktioner som t ex lån till Riksbanken och andra länder. Den osäkra finansiella miljön gör att vi antar att staten väntar med ytterligare försäljningar under mandatperioden. **Statens överskott faller från 68 miljarder kronor 2011 till balans 2012. Överskottet blir 9 miljarder 2013.**

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2010	2011	2012	2013
Finansiellt sparande	-0,1	0,1	-0,5	-0,1
Offentlig skuld	38,7	38,4	37,3	35,9
Statsskuld				
(okonsoliderad)	35,7	33,1	32,4	31,2
Statens lånebehov, mdr	1	-68	0	-9

Källa: SCB, SEB

Ett marginellt underskott i kombination med att tillväxten närmar sig trend 2013 gör att både statens och den offentliga sektorns skuld fortsätter att falla som andel av BNP, om än i långsam takt. **Den offentliga bruttoskulden når 35,9 procent av BNP och statsskulden 31,2 procent av BNP vid**

slutet av 2013, vilket är lågt både i ett historiskt och i ett globalt perspektiv.

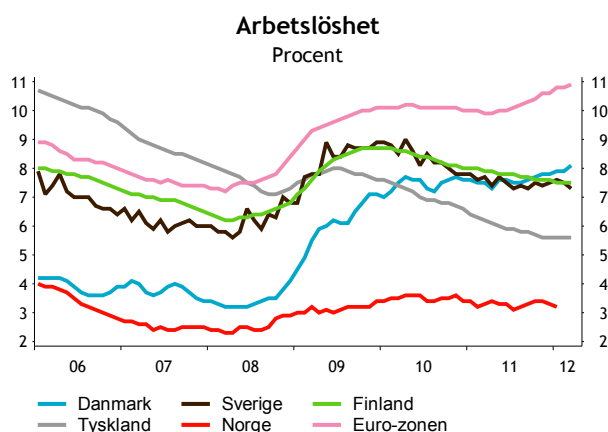
Vi väntar oss inga större förändringar av den finanspolitiska strategin i höstens budgetproposition för 2013. Finansministern lättar dock något på plånboken vilket gör att budgetpropositionen för 2013 innehåller 15 nya stimulansmiljarder. Det innebär att **finanspolitikens expansivitet ökar något från 0,1 procent av BNP 2012 till 0,3 procent av BNP 2013**. Reformerna fördelas jämnt mellan utgifts- och inkomstsidan. Konsekvenserna av en sådan försiktig politik diskuteras i Temarutan på nästa sida.

Hög arbetslöshet ger ekonomisk-politiska spänningar

- Arbetslösheten 2013 högre än vid valet 2006
- Låg efterfrågan gör att utbudsreformer inte testas i praktiken

Riksbankens beslut att lämna räntan oförändrad i april i kombination med vårbudgetens försiktiga strategi har höjt temperaturen i den ekonomisk-politiska debatten. **Regeringens ekonomiska politik har på flera sätt varit framgångsrik hittills.** Trots internationell skuldcrisis med ökad misstro mot statsupplåning har Sveriges låga skuld säkerställt exceptionellt låga statskuldräntor. Ändå lär **utvecklingen på arbetsmarknaden de närmaste åren avgöra utgången av riksdagsvalet 2014.** 'Arbetslinjens' stora ansträngningar att öka drivkrafterna för arbete har varit kärnan i regeringens ekonomiska politik sedan 2006. Om man inte kan visa upp tydliga resultat av detta lär det politiska priset bli högt. Inte minst kan en jämförelse med andra länder som i vissa avseenden valt en annan ekonomisk-politisk strategi bli viktig.

Arbetslösheten i Sverige har hittills återhämtat ungefär halva uppgången under krisen 2008-2009, men vår prognos innebär att den nu åter kommer att stiga till en nivå i slutet av **2013 som ligger något högre** än vad som gällde när regeringen tillträdde hösten 2006. Arbetslöshetsnivån är nu i paritet med Finlands och Danmarks, men ligger långt över Norges. I ett europeiskt perspektiv har Sverige klarat sig betydligt bättre än Euro-zonen i genomsnitt men kan inte matcha den tyska utvecklingen.



Jämförelsen i grafen ovan bygger på Eurostats harmoniserade definition. Det är ändå vanskligt att rakt av jämföra nivåer mellan olika länder eftersom strukturen på arbetsmarknaden skiljer sig åt. En viktig förklaring till att den svenska arbetslöshetsnivån ligger över den tyska är t ex skillnader när det gäller ungdomars arbetsmarknadssituation. Den registrerade arbetslösheten för unga under 25 år har en lång tid legat över 20 procent i Sverige, medan den tyska har sjunkit från 14 procent 2006 till 8

procent i nuläget. **Nära hälften av den svenska ungdomsarbetslösheten utgörs dock av heltidsstuderande** som oftast söker korttidsanställning eller kvälls- och helgjobb. Det relativt stora antalet studerande i Sverige överdriver i och med det arbetslösheten jämfört med andra länder. Mäter man arbetslösheten i åldersgrupperna 25-74 år (d v s exkluderar de unga) är arbetslösheten något lägre i Sverige än i Tyskland.

Det är också viktigt att vidga analysen till sysselsättningen i stort. Regeringens åtgärder har i flera fall syftat till att öka arbetskraftsutbudet, vilket åtminstone på kort sikt kan bidra till högre arbetslöshet. Sysselsättningsutvecklingen har de senaste åren varit relativt gynnsam i Sverige. Nivåmässigt ligger sysselsättningsgraden i Sverige 2-3 procentenheter högre (i åldern 16-64 år) än i jämförbara grannländer, med undantag av Norge.

Men även med hänsyn taget till dessa mer positiva omständigheter ter sig den svenska arbetslösheten som oacceptabelt hög givet de insatser som gjorts. För bara något år sedan fördes en intensiv debatt om nivån på jämviktsarbetslösheten. Finansdepartementet presenterade utredningar som pekade på 5 procent och fick stöd i den synen av t ex Riksbankens Lars E O Svensson. Andra bedömare som t ex Konjunkturinstitutet, SEB och sannolikt också majoriteten i Riksbanksdirektionen gjorde mer försiktiga uppskattningar runt 6,5 procent eller högre.

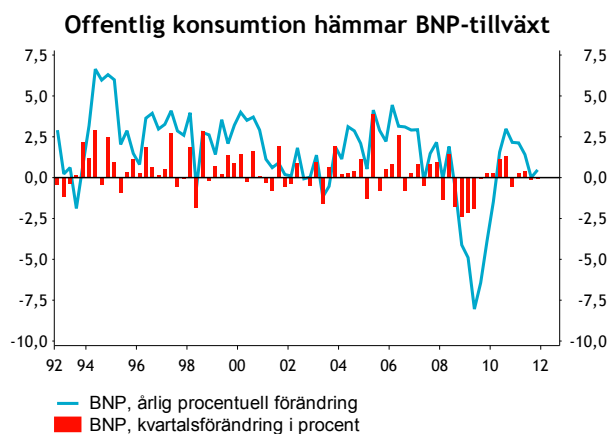
Med nuvarande situation med en arbetslöshet på väg upp mot 8 procent är det tydligt att det finns behov av både strukturella och konjunkturella åtgärder. Stora insatser har redan gjorts för att underlätta för t ex utlandsfödda att komma in på arbetsmarknaden. Mer kan göras på detta område, men också för att underlätta ungdomars etablering på arbetsmarknaden. Ändå verkar bristen på efterfrågeåtgärder vara den mest uppenbara orsaken till att arbetslösheten biter sig fast.

Riksbanken har normalt huvudansvaret för att hålla den generella efterfrågan på lagom nivå. I nuvarande situation med låg styrränta och risker för att ytterligare räntesänkningar ska blåsa upp en ohållbar bobubbla faller ändå ansvaret ganska tungt på regeringen. Med de goda förutsättningar som det offentligfinansiella läget ger borde det finnas utrymme för finanspolitiska åtgärder som både ökar efterfrågan i ekonomin på relativt kort sikt och som samtidigt stärker Sveriges konkurrenskraft på längre sikt. Genomförs inte mer kraftfulla efterfrågestimulanser lär vi hamna i den **paradoxala situationen att regeringen genomfört en rad ibland smärtsamma och kontroversiella utbudsåtgärder vars effektivitet inte ens får möjlighet att testas ordentligt.** I viss mån liknar det situationen från de borgerliga regeringsåren 1991-94 då strukturförändringar inte kunde göra sig gällande i en miljö med fritt efterfrågefall. Om det var något man trodde att regeringen ville undvika så var det en upprepning av den erfarenheten.

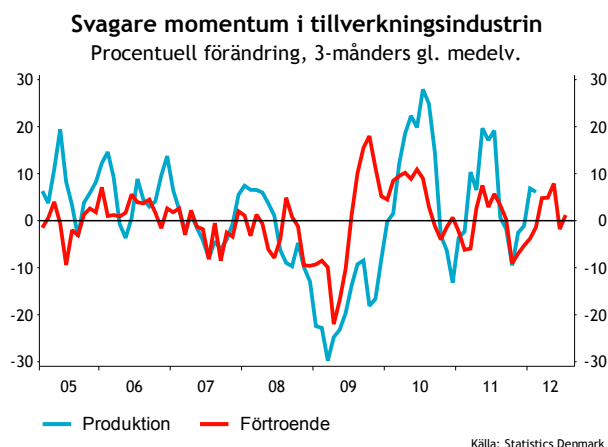
Låg men positiv tillväxt 2012

- **Finanspolitisk stimulans viktigaste drivkraften för tillväxten**
- **Bostadsmarknaden under förnyad press när privat skuldavveckling fortsätter**
- **Offentliga underskott lägre än väntat**

Den danska ekonomin uppvisade en svag tillväxt 2011, huvudsakligen driven av export. Den internationella oron medförde dock att BNP föll under tredje och fjärde kvartalet. Den offentliga konsumtionen utgjorde den mest negativa faktorn.



Sentimentet i tillverkningsindustrins stärktes något mot slutet av 2011. Den senaste statistiken pekar dock återigen på försvagat momentum vilket gör utsikterna framöver osäkra. Sammantaget förutses en **BNP-tillväxt på 0,5 procent 2012**, då finanspolitiken tar över som viktigaste drivkraft. **För 2013 räknar vi med en viss förbättring av tillväxten till 1,4 procent.** Jämfört med prognosen i *Nordic Outlook* i februari är revideringarna små.



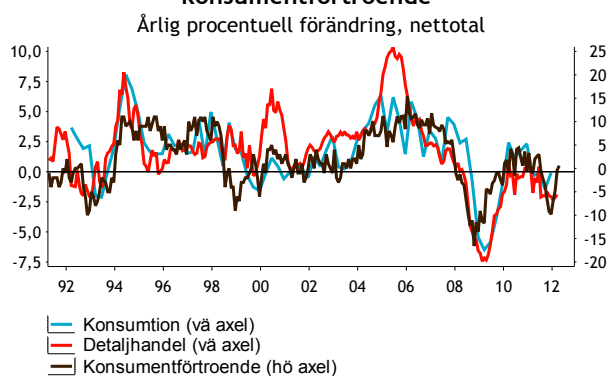
Anställningar och investeringar stannar av

Efter att ha visat motståndskraft under större delen av förra året började arbetslösheten stiga mot slutet av året och nådde 4,3 procent i mars. Tillväxtutsikterna på kort sikt antyder att arbetslösheten kommer att krypa upp ytterligare. Företagen skar ned investeringarna sista kvartalet 2011 och intar sannolikt en avvaktande attityd innan de ekonomiska utsikterna klarnar. Minskande omsättning på bostadsmarknaden har lett till att byggnadsinvesteringarna stoppat upp efter en kortvarig återhämtning under 2011. Kapacitetsutnyttjandet ligger på en nivå som talar för en god investeringsuppgång när väl tillväxtutsikterna förbättras. Offentliga investeringar bidrar positivt under 2012.

Konsumenterna mindre pessimistiska

Det fjärde kvartalet 2011 tog den privata konsumtionen ett kliv uppåt. I början av 2012 har konsumentförtroendet återhämtat sig från en mycket låg nivå och detaljhandeln har också stärkts något. **Konsumenterna möter dock motvind** som förhindrar en starkare återhämtning. Arbetslösheten kommer sannolikt att krypa uppåt och de centraliserade löneförhandlingarna kommer att befästa den negativa reallönetillväxten. Bostadsmarknaden är under förnyat tryck tyngd av osäkerhet kring framtida beskattning och av att bostadsfinansieringsinstitut höjer avgifter och inför fler lånerestriktioner. Den förnyade nedgången i bostadspriser och omsättning sammanfaller med en ökning av tvångsförsäljningar.

Stigande men fortfarande lågt konsumentförtroende

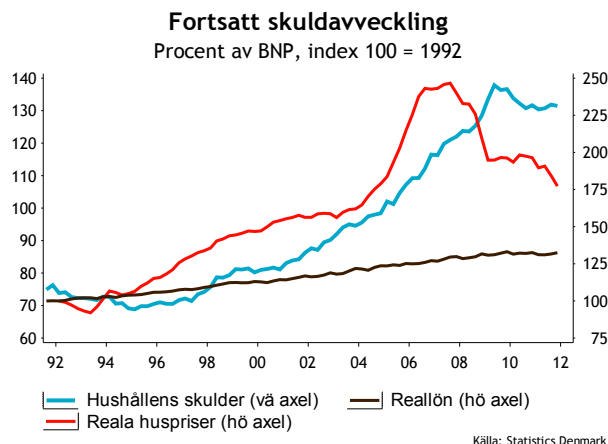


Mycket låga bostadsräntor och en engångstransferering till hushållen kopplad till en reformering av pensionssystemet bidrar ändå till en mindre uppgång i privat konsumtion 2012.

Privat skuldavveckling fortsätter

Hushållens höga skuldsättning och fallande bostadspriser fortsätter således att hämma ekonomin. Förluster relaterade till den brustna bubblan för bostäder och jordbruksmark utgör

fortsatt utmaning för bankerna. Nivån på den privata skuldsättningen är fortsatt hög och pekar på ett fortsatt stort behov för skuldkonsolidering, särskilt som bostadspriserna fortsätter att sjunka.

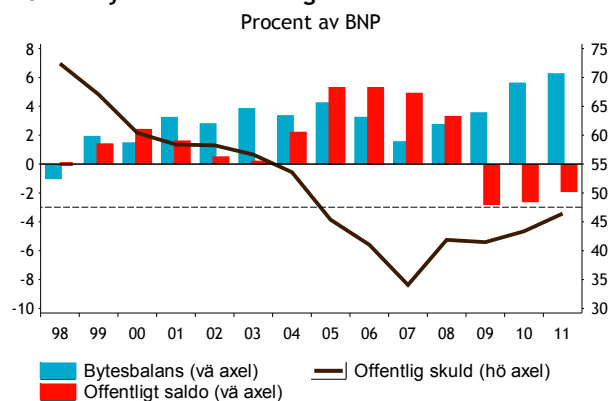


Ett femte bankpaket har nu lanserats som lyfter bort dåliga lån från balansomslutningen. Dessutom skapas faciliteter för att förlänga krediter till väl fungerade lantbruk och företag. Konsolideringen i banksektorn har fortsatt och incitamenten i det fjärde bankpaketet har bidragit till sammanslagningar av "dåliga" banker för att undvika konkurser. **En fortsatt konsolidering i banksektorn är trolig** med tanke på att bostadsmarknaden förblir under press. Dessutom fortsätter skuldkonsolideringen och de nya redovisningsregler som finansinspektionen har infört tvingar troligen vissa banker att skriva ned sina tillgångar.

Stor nedrevidering av offentliga underskott

Budgetunderskottet för 2011 visade sig bara vara hälften så stort som regeringens prognos i december antydde. Främst berodde detta på att skatter på kapitalvinster på pensioner blev större än väntat. Underskottet på 1,9 procent av BNP hamnade således klart under EU:s tak på 3 procent. Regeringens bedömning är att den expansiva finanspolitiken bidrar till att underskottet växer till 4,1 procent av BNP 2012, vilket ändå är en nedrevidering jämfört med tidigare prognos på 5,5 procent. Vi bedömer att underskottet blir ännu mindre, bl a mot bakgrund av en regelmässig överskattning av underskotten i officiella prognoser på senare år.

Stark bytesbalans och lägre underskott än väntat



Underskottet revideras ned också för 2010. I efterhand visade det sig således att den granskning EU-kommissionen startade och som initierade besparingsprogrammen för 2011, tillkom på felaktiga grunder. Revideringarna av budgetsiffrorna försvagar

också den kritik som framförts mot den milda stimulanspolitik som den nytilträdde regeringen lanserat.

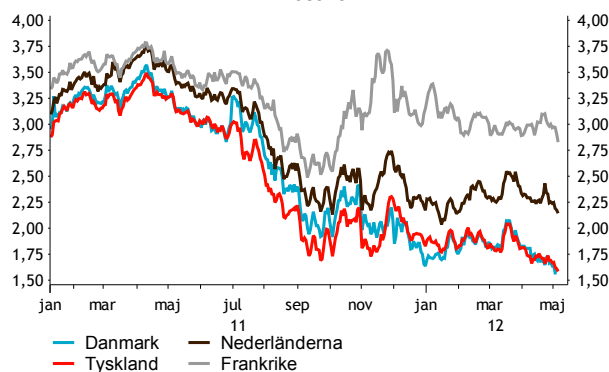
Regeringen har redan klarat av det mesta av finansieringsbehovet för nästa år och har likviditet som motsvarar 12 procent av BNP. Detta motsvarar omkring en fjärdedel av den officiella bruttoskulden på 47 procent av BNP. Detta motiveras med att osäkerheten på de finansiella marknaderna kräver extra försiktighet. Av samma skäl är statens upplåning långfristig med en genomsnittlig duration på ca 10 år. Den starka likviditeten innebär att det finns en stor potential om det skulle krävas nya insatser för att bevara stabiliteten i banksektorn.

Danska statsobligationer har också haft en gynnsam utveckling under det senaste årets turbulens. Räntan har följt den tyska och ligger klart under nivåerna för övriga euroländer. Centralbanken har behållit sin negativa spread på ca 30 punkter jämfört med ECB:s refinänta.

Stark extern balans, svag inhemsk efterfrågan

Nettoförmögenheten gentemot utlandet fortsätter att stiga som följd av det stora överskottet i bytesbalansen. Den privata sektorns förmögenhet är positiv på grund av stora tillgångar i pensionssystemet. Den offentliga sektorn har finansiella tillgångar som mer eller mindre matchar skulderna, ett förhållande som skiljer de nordiska länderna från de flesta andra EU-länder. **Danmark är således väl positionerat för att handskas med den pågående skuldkonsolideringen** då problemen huvudsakligen handlar om intern omfördelning.

Tioåriga obligationsräntor i linje med tyska



Vi är fortfarande av den uppfattningen att **kroniska och stora externa obalanser skapar spänningar i systemet med fast växelkurs**. Låg offentlig skuld, fallande bostadspriser, privat skuldneddragning och fortsatta bankproblem antyder att överskottet i bytesbalansen blåses upp av allt för svag inhemsk efterfrågan. En expansiv finanspolitik är det lämpliga sättet att möta pressen uppåt på kronan när räntesänkningar inte står till buds. Regeringen har nu möjlighet att utnyttja läget med billig finansiering och investera i infrastruktur och utbildning. På så sätt skulle man ta itu med ett långsiktigt problem med svag produktivitet utveckling samtidigt som man motverkar den svaga inhemska efterfrågan under en period av skuldkonsolidering. Med den svagt expansiva finanspolitik som nu planeras räknar vi med att den ekonomiska tillväxten förblir positiv men under trend 2012.

Starka fundamenta betalar sig

- **Högre tillväxt 2012**
- **Lönetillväxten bromsar inte in**
- **Ingen kursändring från Norges Bank**

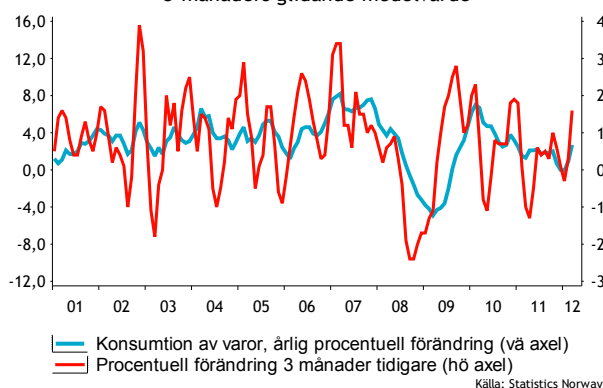
Den norska ekonomin är hittills så gott som opåverkad av den globala avmattningen. Tillväxten sjönk något mot slutet av 2011 men ser ut att ha accelererat under inledningen av 2012. Stark inhemsk efterfrågan har mer än väl kompenserat för kyliga omvärldsvindar. Med en fortsatt stark arbetsmarknad och god inkomstillväxt utvecklades privat konsumtion väl i början av året. Därtill stimulerar investeringar i oljesektorn delar av tillverkningsindustrin, medan andra delar kämpar med svagare exportefterfrågan.

Jämfört med *Nordic Outlook* februari har **BNP-tillväxten reviderats upp till 2,3 procent** (från 2,1 procent) och vi ser en ökning till 2,6 procent 2013. Exklusive olja/gas och sjöfart **växer fastlands-BNP med 2,7 procent** (reviderad från 2,3 procent) och än starkare **2013 med 3,1, procent**.

Konsumtionen inledde 2012 starkt

I fjol utvecklades privat konsumtion svagare än vad sysselsättning och reallöner motiverade. Under tre av de senaste fyra åren har konsumtionstillväxten understigit tillväxten i reala disponibla inkomster. Därmed ökade hushållens sparkvot till över 9 procent i slutet av i fjol, långt över långsiktig trend.

Konsumtionen speglar starka fundamenta
3-månaders glidande medelvärde



Under inledningen av 2012 har dock konsumtionen utvecklats mer i linje med vad konsumentförtroende och starka fundamenta motiverar. Varukonsumtionen – som motsvarar ungefär hälften av total konsumtion – steg med hela 1,6 procent det första kvartalet jämfört med sista kvartalet 2011. Exklusive bilar var tillväxten den starkaste på fem år. Även om en inbromsning väntas går det inte att ta miste på den starkare underliggande

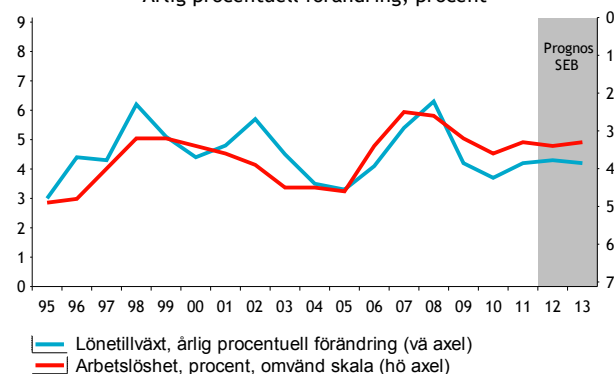
trenden. **Vi har höjt prognosen för tillväxten i privat konsumtion till 3,1 procent 2012** (1/2 procentenhet högre än prognosen i *Nordic Outlook* februari) och till **3,4 procent 2013**.

Risken ligger i huvudsak på uppsidan eftersom tillväxten i hushållens disponibla inkomster sannolikt tangerar fjolårets starka tillväxt på 4 procent. Sysselsättningstillväxten lär dämpas efter exceptionella 2,3 procent första kvartalet jämfört med motsvarande kvartal i fjol. Lönetillväxten hålls uppe och inflationen blir endast något högre 2012 jämfört med 2011, mätt som årsgenomsnitt.

Lönetillväxten förblir stark

Efter avslutade löneförhandlingar i privat sektor är det tveksamt om en dämpning kommer att inträffa 2012, vilket tidigare väntades, om den dämpas över huvud taget.

Stram arbetsmarknad håller uppe löneökningarna
Årlig procentuell förändring, procent



För det trendsättande LO-kollektivet blir lönehöjningen 2,15 procent i genomsnitt 2012, inklusive eftersläpande effekter från 2011. Lägg därtill överhäng och löneglidning som uppgick till 2,2 procent per år i genomsnitt 2007-2011. Löneglidningen kan möjligtvis dämpas i år med tanke på att exportrelaterade industrier har det kämpigt. De industrier som levererar till offshore verksamheten möter dock riktigt positiva förhållanden. Bedömningen är att löneökningarna för LO-kollektivet hamnar kring 4 procent, något lägre än de 4,4 procenten för 2011 (de centrala förhandlingarna antog en total ökningstakt på 3,6 till 3,7 procent). Löneökningarna för tjänstemännen (40 procent av de anställda) förblir sannolikt något högre än så.

Löneökningstakten för LO-anställda i privat sektor utanför industrin blir något lägre än för industrin. Men så blir sannolikt inte fallet i den dominerande offentliga sektorn där lönerna släpat efter de inom industrin. I industrin har de faktiska löneökningar slutligen hamnat över nivåerna i de centrala förhandlingarna vilket var det som varit utgångspunkt i de offentliganställdas förhandlingar. Fackföreningarna på den offentliga

sidan är angelägna om att sluta detta gap. Sammantaget är bedömningen att **lönertillväxten hamnar nära fjolårsnivån på 4,2 procent** och långt över Norges Banks prognos om en dämpning till 3 ¼ procent.

Tillverkningsindustrin återfår styrka

Utsikterna för tillverkningsindustrin ger en blandad bild. Exportföretagen fortsätter förlora konkurrenskraft p g a alltför stark lönertillväxt och svag efterfrågan från Europa. Samtidigt gynnas andra delar av industrin av stark inhemsk efterfrågan samt av investeringsboomen i oljesektorn.

Konkurrenskraften fortsätter att urholkas

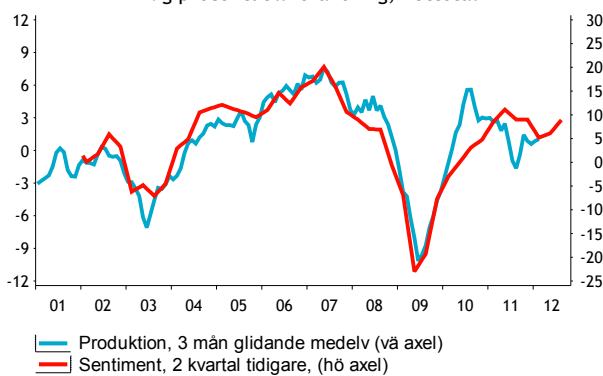
Index 100 = 2001



Enligt Norges Statistiska centralbyrås senaste barometer räknade företagen som verkar på den norska kontinentalsockeln med att investeringarna för olje- och gasutvinning samt transport i pipelines ska bli 27,2 procent högre 2012 än 2011. I fjol var ökningen 16,6 procent. Ökande kostnadsinflation gör att tillväxten blir något lägre i volymtermer men icke desto mindre stark. Kapacitetsbrist i byggsektorn gör det osannolikt att alla planerade investeringar faktiskt genomförs, vilket torde innebära god tillväxt också 2013.

Tillverkningsindustrin ser starkare aktivitet framöver

Årlig procentuell förändring, netttotal



Stark efterfrågan från off-shore sektorn är en viktig faktor bakom förbättrat förtroende inom industrin. Efter en spurt i början av 2012 till sin högsta nivå på 53 månader sjönk inköpschefsindex i april men nivån på 53,7 är fortfarande förenlig med starkare aktivitet. Konjunkturbarometern sänder samma budskap med ökning från 6,1 till 8,9 procent, en bra bit över långsiktigt genomsnitt vilket pekar på att tillväxten växlar upp.

Orderingången till hela industrin ökade i början av 2012 och tillverkningsindustrin generellt har blivit mer optimistisk över utvecklingen i närtid. Optimismen följer dock skillnader mellan olika sektorer. Exportorderingången fortsatte att minska under första kvartalet och slog särskilt hårt mot producenter av kemiska produkter, metallindustrin samt papper och pappersprodukter (tre sektorer där produktionsnivån understiger den för ett år sedan).

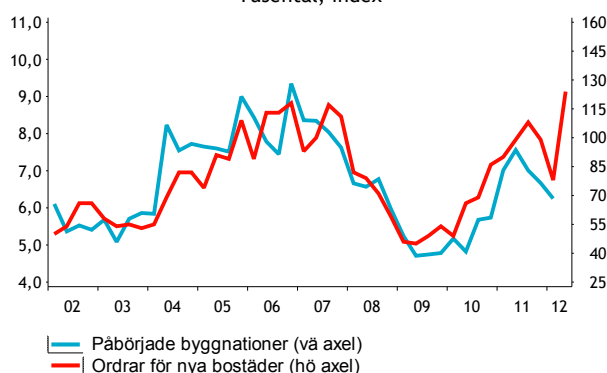
Producenter av konsumentvaror klarar sig bättre och de som producerar kapitalvaror har haft allra starkast utveckling. Här drivs produktionen av att den inhemska marknaden utvecklas gynnsamt, vilket i sin tur delvis reflekterar en stark oljesektor. Utöver detta ser tillverkarna av kapitalvaror ökande investeringar framöver. Utvecklingen är så spänstig att brist på skolad arbetskraft rapporteras, vilket bromsar aktiviteten.

Bostadsmarknaden förblir stark

Ökande bostadsinvesteringar bidrog med en hel procentenhet till BNP-tillväxten 2011. Antalet byggstartar dämpades under andra halvåret och i början av 2012 och var den lägre än vad den demografiska utvecklingen motiverar. Befolkningstillväxten var rekordstark 2011 och borde bli ännu starkare 2012 delvis p g a att nettoimmigrationen förblir kraftig.

Stark orderingång lyfter bygandet

Tusental, index



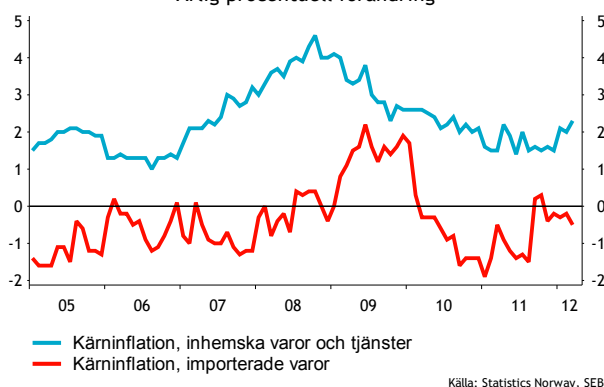
Därmed ligger en ökning av påbörjade bostadsbyggen i korten, vilket också orderingången i slutet av i fjol indikerar. På sikt finns skäl att oroas över alltför höga bostadspriser. Men enligt vår bedömning lägger obalansen mellan utbud och efterfrågan ett golv för priserna på medellång sikt. Antalet färdigställda bostäder släpar efter antalet nya hushåll.

Inhemskt inflationstryck byggs upp

KPI-inflationen förblev låg under det första kvartalet vilket reflekterar betydligt lägre elpriser än ett år tidigare. Men kärninflationen – d v s KPI exklusive skatter och energi – har trendmässigt rört sig uppåt även om den förblir en bra bit under Norges Banks medelfristiga mål på 2,5 procent, notera att en baseffekt från en kraftig höjning av priset på flygbiljetter ett år tidigare sannolikt höll nere kärninflationen i april.

Den inhemska inflationen har dämpats

Årlig procentuell förändring



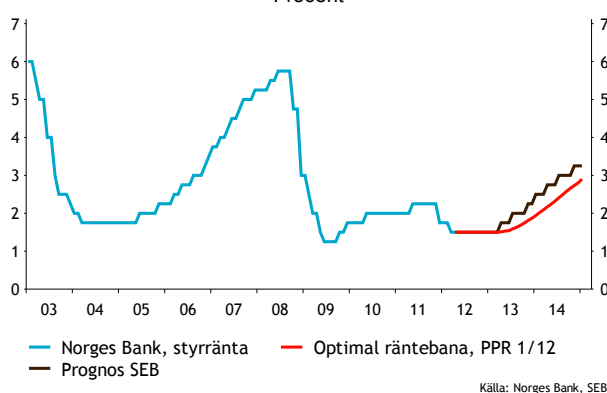
Den tidigare apprecieringen av kronen fortsätter att dämpa importpriserna och kärninflationen (importerade varor står för 28 procent av KPI-korgen). Förutom stigande matpriser indikerar även brister på bostadsmarknaden ett behov av högre hyror. Mer generellt pekar en produktionsgapanalys tydligt på ett stigande inflationstryck. Uppgången väntas dock bli beskedlig och stannar på en ökning med en halv procentenhet till 1,5 procent 2012 och 1,9 procent 2013.

Ingen kursändring från Norges Bank

Stabil inhemsk tillväxt, strama arbetsmarknader, högre än väntad lönetillväxt och höga bostadspriser talar för att Norges Bank bör börja lyfta foten från gaspedalen. Istället överraskade centralbanken med att sänka inlåningsräntan med 25 punkter till 1,5 procent i mars. Detta följde på en kraftigare sänkning än väntat på 50 punkter i december då Norges Bank tog fasta på "svaga utsikter för tillväxten utomlands" och alltför låg inflation vilket den starka kronan bidragit till. Utöver detta sänktes den optimala räntebanan med 127 punkter i den penningpolitiska rapporten i mars. Den nya räntebanan implicerar oförändrade policyräntor till slutet av sommaren 2013 och en inlåningsränta på 2,00 procent i slutet av 2013. Vid slutet av 2014 väntas inlåningsräntan ligga mellan 2,75 och 3,00 procent.

Norges Bank inleder styrräntehöjningar tidigt 2013

Procent



Norges Bank ger ett intryck av att nästan uteslutande fokusera på att hålla ned växelkursen. I det avseendet har dock centralbankens agerande misslyckats då kronen är starkare gentemot euron och gentemot ett handelsvägt index än den var innan räntesänkningen i december vilket inte förvånar. Med tanke på att man befinner sig längre fram i den ekonomiska cykeln

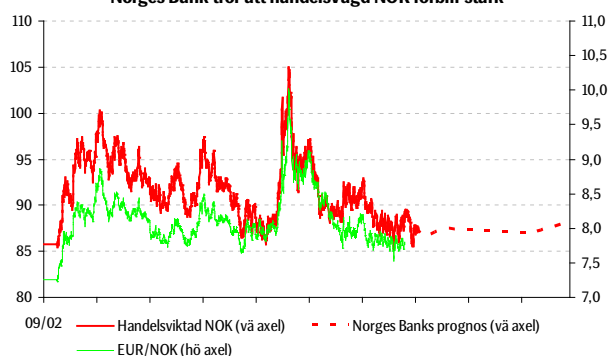
än andra länder, har god tillväxt och ett slutet produktionsgap kvarstår marknadens förväntningar att Norges Bank ska börja höja långt före andra. I den utsträckning policyräntor kan anses vara för låga i förhållande till vad fundamenta indikerar leder ytterligare räntesänkningar endast till förväntningar om att centralbanken ska börja tvingas höja räntorna snart igen och eventuellt mer aggressivt.

Det är förmodligen för tidigt för Norges Bank att signalera en kursändring vid det penningpolitiska mötet den 10 maj. Fokus kommer sannolikt att ligga kvar på norska kronen tills tecknen på en global återhämtning blir mer tydliga. Centralbanken väntas dock ompröva sin strategi till mötet den 20 juni. För närvarande räknar vi inte med en U-sväng vid det tillfället genom att flagga för högre policyräntor. Om utsikterna inte förändras drastiskt bedöms dock en räntehöjning komma senast i början av våren 2013. Även om Norges Bank kommer att begränsas av att andra länder inte agerar på räntefronten väntar vi oss att inlåningsräntan ligger på 2,50 procent i slutet av 2013 vilket är 50 punkter högre än vad nuvarande räntebana pekar på. Inlåningsräntan stiger därefter till 3,25 procent i slutet av 2014.

Norska tillgångar förblir attraktiva

Starkare fundamenta än i andra länder och relativa ränteförväntningar bedöms fortsätta gynna norska kronen. Spekulationer om att Norges Bank skulle intervensera på valutamarknaden är överdrivna då kronen i förhållande till det handelsväga indexet ligger i linje med centralbankens prognos. Dessutom kommer markant större köp av utländsk valuta under andra halvan av 2012 för Statens pensionsfond - global att bromsa kronsturken. Utsikterna för flöden väntas förbättras 2013. Kombinerat med förväntningar om högre räntor bedöms den handelsvägda kronen fortsätta appreciera. **Bedömningen är att EUR/NOK ligger på 7,35 och USD/NOK på 6,13 i slutet av 2013.**

Norges Bank tror att handelsvägd NOK förblir stark



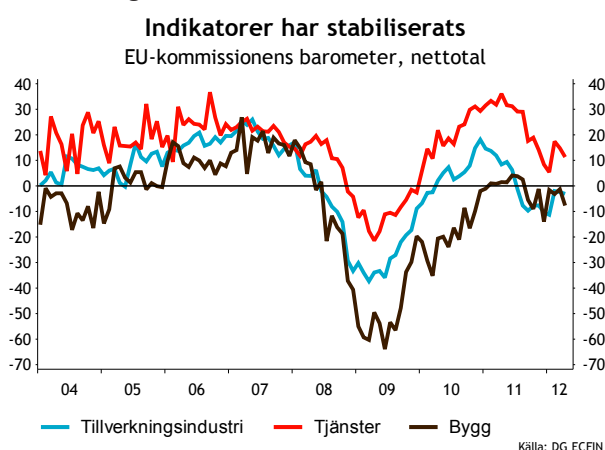
Norska statsobligationer förblir attraktiva ur ett kapitalbevarande perspektiv. Med nästan halva utbudet för 2012 bakom oss ser vi utrymme för lägre långgräntedifferens mot Tyskland från nära årshögsta. Längre fram kan en ökad differens för policyräntan jämfört med ECB ge något högre norska obligationsräntor. Även om globala förvaltare väntas fortsätta diversifiera sina portföljer till norska tillgångar så kan en betydlig meravkastning på andra AAA-ratade obligationer bidra till att skapa uppåtttryck på norska obligationsräntor. Bedömningen är att spreaden på tioåriga obligationer faller till 40 punkter i slutet av 2012 innan den åter stiger till 70 punkter i slutet av 2013. Det innebär en ränta på en tioårig statsobligation på 2,60 procent respektive 3,20 procent i slutet av 2012 och 2013.

Avmattning trots inhemsk motståndskraft

- **Kraftig dämpning av cykliskt känslig export**
- **Konsumtionen håller uppe BNP-tillväxten**
- **Låg statsskuld håller ned ränteskillnaden mot Tyskland**

De senaste kvartalen har utvecklingen i finsk ekonomi varit fortsatt skakig. Den internationella inbromsningen har hämmat den cykliskt känsliga ekonomin. Exporten försvagades i slutet av förra året och BNP-utvecklingen på kvartalsbasis var svag i stort sett hela året. Företagsbarometrar har hittills i år signalerat bestående svaghet i tillverkningsindustrin. Arbetsmarknaden har dock fortsatt att utvecklas väl samtidigt som relativt hög inflation håller tillbaka reallöneökningarna. Privata konsumtionen håller dock emot och sammantaget räknar vi med att **BNP växer med 0,7 procent 2012 och med 1,7 procent 2013**. Detta innebär en liten upprevidering jämfört med *Nordic Outlook* i februari.

Försämrade globala utsikter har påverkat stämningläget i företagen det senaste halvåret, även om utsikterna stabiliserats något de allra senaste månaderna enligt bl a EU-kommissionens barometer. Den exporttunga tillverkningsindustrin är fortfarande mer pessimistisk än tjänstesektorn. Enligt den nationella statistikbyråns enkät har pessimismen ökat när det gäller såväl investeringar som orderläge; även här är försämringen tydligast för tillverkningsindustrin.



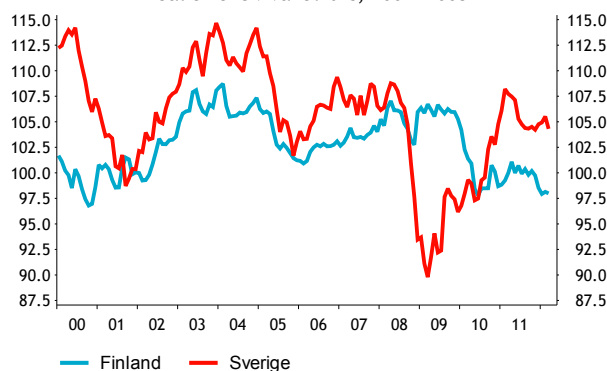
Jämfört med t ex Sverige, Danmark och Tyskland är den finska varuexporten mindre differentierad och har tydligt fokus på insatsvaror. Detta bidrar till att Finland drabbas extra hårt vid internationella konjunktursvängningar. Mönstret var tydligt 2009 och har i viss mån upprepats de senaste kvartalen. Exportdämpningen de senaste månaderna har varit mest påtaglig för varugrupper som papper, maskiner och elektronik. IKT-sektorns (informations- och kommunikationsteknologi) utveckling har

kraftigt påverkat den finska BNP-utvecklingen. Enligt OECD:s beräkningar gav denna del av ekonomin ett positivt tillväxtbidrag på 1,3 procentenheter per år mellan 2000 och början av 2008; därefter har bidraget i snitt varit -1,0 procentenhet. Även om sektorn återhämtat sig något så har inte mycket av det nära 50-procentiga fallet i förädlingsvärde under 2008 återtagits. Den negativa trenden för Nokia har fortsatt. Sysselsättningen har dragits ned i omgångar de senaste åren och drabbat finska enheter särskilt hårt; andelen anställda i Finland har minskat från drygt en tredjedel 2005 till under 15 procent 2011.

Kostnadsläget jämfört med Sverige är av stor betydelse eftersom länderna konkurrerar på världsmarknaden inom flera viktiga områden. Valutarörelser spelar extra stor roll när det gäller skogsprodukter. Den reala effektiva växelkursen indikerar att Sveriges konkurrenskraft stärktes direkt efter Lehmankraschen, vilket delvis förklarar Finlands kraftiga exportfall. Därefter har den finska industrin åter förbättrat sin konkurrenskraft, bl a beroende på att eurokrisen bidragit till en trendmässig försvagning av euron mot den svenska kronan. Nivåmässigt har nu Finland ett bättre konkurrensförhållande jämfört med situationen före krisen.

Förbättrad konkurrenskraft

Real effektiv växelkurs, 100 = 2005

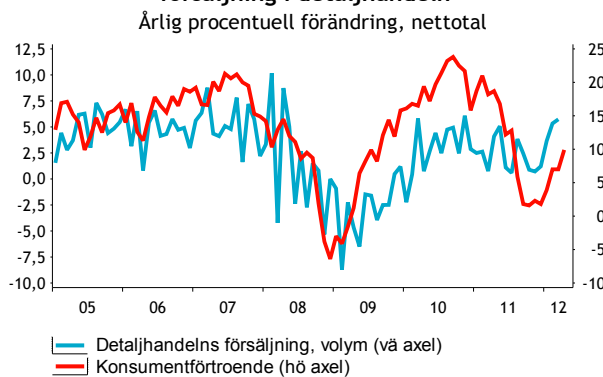


Ökat bostadsbyggande bidrog till en investeringsuppgång förra året. Investeringsaktiviteten är nu på väg att mattas av enligt framåtblickande enkäter, framför allt i företagssektorn. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin har stigit men ligger fortfarande en bit under den nivå som gällde före krisen vilket dämpar investeringsbehovet i närtid. **Sammantaget räknar vi med att investeringarna är oförändrade i volym 2012 och ökar med 4 procent 2013.**

Avmattningen i ekonomin har hittills inte påverkat hushållens framtidstro. Förväntningarna på arbetsmarknaden har i stället gradvis förbättrats under första kvartalet 2012. Konsumentförtroendet har samtidigt återhämtat sig efter ett kraftigt fall under 2011, troligen stärkt av minskad oro för en djup recession likt den 2008-2009. Den stabila förväntningsbilden speglas

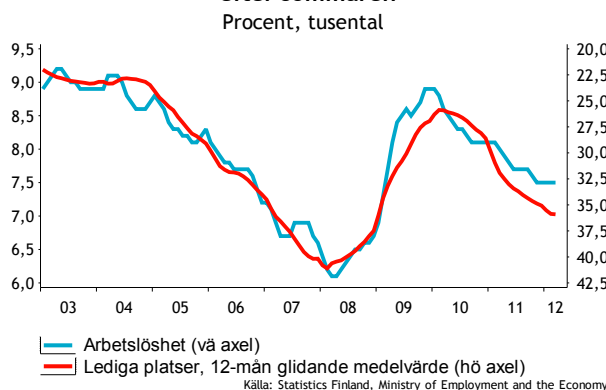
också i det faktiska konsumtionsbeteendet. Detaljhandeln uppvisar en volymmässig ökningstakt på ca 5 procent i årstakt samtidigt som nybilsförsäljningen ökar kraftigt. Ett relativt högt sparande i utgångsläget i kombination med vissa realinkomstökningar framöver gör att vi räknar med att hushållens konsumtion bidrar till att stabilisera ekonomin när efterfrågan från omvärlden är svag. Sammantaget räknar vi med att **hushållens konsumtionsutgifter ökar med 2 procent per år 2012 och 2013.**

Förbättrat konsumentförtroende och ökad försäljning i detaljhandeln



Den svaga tillväxten har ännu inte påverkat arbetsmarknaden. I februari föll arbetslösheten marginellt till 7,4 procent efter att ha legat still tre månader i rad. Även sysselsättningen har visat motståndskraft och ett stigande antal lediga platser tyder på en stabil utveckling den allra närmaste tiden. Sysselsättningen i industrin har dock visat vacklande tendens och framöver räknar vi med att lågkonjunkturen kommer att sätta större avtryck på arbetsmarknaden. Arbetslösheten beräknas vända upp först efter sommaren, men **mätt som årsgenomsnitt faller arbetslösheten marginellt till 7,7 procent 2012.**

Ökat antal lediga platser - arbetslösheten ökar först efter sommaren

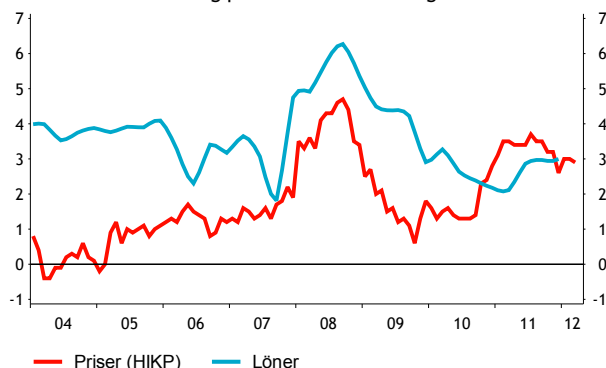


Efter att ha toppat i juli 2011 föll inflationen tillbaka under andra halvåret. En viss rekyl uppåt i januari tog HIKP-inflationen till 3 procent vilket är den nivå den legat på de senaste månaderna. Höjda punktskatter och moms drar upp inflationen i år samtidigt som dämpade råvarupriser verkar i motsatt riktning. **HIKP-inflationen, mätt som årsgenomsnitt, faller från 3,3 procent 2011 till 2,3 respektive 1,9 procent 2012 och 2013.**

Löneökningstakten har växlat upp något efter en kraftig dämpning under åren 2008 till 2010. Givet utvecklingen på arbetsmarknaden med sjunkande resursutnyttjande räknar vi med att löneökningarna nu stabiliseras runt 3 procent.

Svaga reallöneökningar

Årlig procentuell förändring



En cyklisk känslig ekonomi i kombination med en hög skattekvot gör de offentliga finanserna sårbara. Saneringspolitiken under tidigare kriser har dock bidragit till att större besparingsprogram kunnat undvikas de senaste åren. De offentliga underskottet minskade trots detta från 2,5 procent av BNP 2010 till 0,5 procent 2011. Den svaga tillväxten i år sätter ånyo press på de offentliga finanserna och vi räknar med att underskottet stiger till 1 procent av BNP. Statsskuden planar ut på 50 procent av BNP efter att gradvis ha stigit från ca 35 procent av BNP 2008.

Låg statsskuld ränta men skillnaden mot Tyskland har ökat

Procent, procentenheter



Den relativt låga statsskuden har bidragit till att Finland i hög grad lyckats undvika smittoeffekter från eurokrisen. Ränteskillnaden mot tyska 10-årsräntan, som innan krisen var försumbar, har dock ökat. Under 2010 fluktuerade ränteskillnaden mellan 15 och 30 punkter men steg under 2011 till mellan 40 och 50 punkter. Framöver väntar vi oss att ränteskillnaden ligger kvar på denna nivå och om något faller marginellt.

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr DKK	2010	2011	2012	2013
BNP	1.786	1,3	1,0	0,5	1,4
Privat konsumtion	868	1,9	-0,5	0,5	1,5
Offentlig konsumtion	511	0,3	-1,0	0,5	0,0
Bruttoinvesteringar	310	-3,7	0,4	2,0	3,0
Lagerinvesteringar		0,8	0,4	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	957	3,2	6,8	0,5	3,0
Import	863	3,5	5,2	1,0	3,0
Arbetslöshet (%)		4,2	4,1	4,5	4,2
KPI, harmoniserat		2,2	2,5	2,1	1,5
Timlöneökningar		2,3	1,7	1,5	1,5
Bytesbalans, % av BNP		5,5	6,5	7,0	7,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,7	-1,9	-3,0	-1,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		43,6	47,0	48,0	47,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	3 maj	sep-12	dec-12	jun-13	dec-13
Utlåningsränta	0,70	0,60	0,60	0,60	0,60
10-års ränta	1,70	2,05	2,20	2,30	2,50
10-års räntedifferens mot Tyskland	9	5	0	0	0
USD/DKK	5,65	5,72	5,80	6,00	6,20
EUR/DKK	7,44	7,43	7,43	7,44	7,44

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr NOK	2010	2011	2012	2013
BNP	2.410	0,7	1,6	2,3	2,6
BNP (Fastlandet)	1.960	1,9	2,6	2,7	3,1
Privat konsumtion	1.089	3,7	2,2	3,1	3,4
Offentlig konsumtion	548	1,7	1,5	2,3	2,4
Bruttoinvesteringar	523	-5,2	6,9	6,7	5,7
Lagerinvesteringar		1,9	0,0	-0,9	-0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	935	1,8	-1,1	0,5	1,8
Import	744	9,9	2,5	1,4	4,7
Arbetslöshet (%)		3,6	3,3	3,4	3,3
KPI		2,5	1,2	1,4	2,0
KPI-JAE		1,4	0,9	1,5	1,9
Årslöneökningar		3,7	4,2	4,3	4,2

FINANSIELLA PROGNOSE

	3 maj	sep-12	dec-12	jun-13	dec-13
Folioränta	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50
10-års ränta	2,09	2,35	2,60	2,90	3,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	48	35	40	60	70
USD/NOK	5,74	5,88	5,82	5,93	6,13
EUR/NOK	7,56	7,65	7,45	7,35	7,35

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr SEK	2010	2011	2012	2013
BNP	3.495	6,1	3,9	0,7	1,9
BNP, dagkorrigerat		5,9	4,0	1,0	1,9
Privat konsumtion	1.666	3,7	2,1	1,5	2,3
Offentlig konsumtion	928	1,9	1,8	0,9	0,8
Bruttoinvesteringar	640	7,7	5,8	0,0	3,0
Lagerinvesteringar	44	2,1	0,7	-0,7	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.748	11,7	6,8	0,2	3,3
Import	1.530	12,7	6,1	-0,7	3,7
Arbetslöshet, (%)		8,4	7,5	7,5	7,9
Sysselsättning		1,0	2,1	0,3	-0,2
Industriproduktion		9,6	6,8	-0,5	2,5
KPI		1,2	3,0	1,2	1,2
KPIF		2,0	1,4	1,2	1,4
Timlöneökningar		2,6	2,5	3,5	3,3
Hushållens sparkvot (%)		8,5	9,7	10,2	10,3
Real disponibel inkomst		1,2	3,3	2,3	2,4
Handelsbalans, % av BNP		2,5	2,6	2,7	2,9
Bytesbalans, % av BNP		6,8	7,2	6,8	6,3
Statligt lånebehov, mdr SEK		1	-68	0	-9
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,1	0,1	-0,5	-0,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38,7	38,4	37,3	35,9

FINANSIELLA PROGNOSE

	3 maj	sep-12	dec-12	jun-13	dec-13
Reporänta	1,50	1,25	1,25	1,25	1,25
3-månaders ränta, STIBOR	2,16	2,05	1,90	1,85	1,85
10-års ränta	1,71	2,00	2,20	2,30	2,45
10-års räntedifferens mot Tyskland	10	0	0	0	-5
USD/SEK	6,75	6,65	6,64	6,81	7,00
EUR/SEK	8,88	8,65	8,50	8,45	8,40
TCW	122,7	119,7	118,0	118,1	118,0

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr EUR	2010	2011	2012	2013
BNP	188	3,7	2,9	0,7	1,7
Privat konsumtion	105	3,0	3,3	2,0	2,0
Offentlig konsumtion	46	0,2	0,8	0,3	0,3
Bruttoinvesteringar	37	2,6	4,6	0,0	4,0
Lagerinvesteringar		1,1	0,4	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	75	7,8	-0,8	2,0	5,1
Import	76	7,7	0,1	3,5	6,2
Arbetslöshet (%)		8,4	7,8	7,7	8,0
KPI, harmoniserat		1,7	3,3	2,3	1,9
Timlöneökningar		2,6	2,4	2,9	3,0
Bytesbalans, % av BNP		1,4	-0,7	2,0	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,5	-0,5	-1,0	-0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		48,4	48,6	49,0	49,0

EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr EUR	2010	2011	2012	2013
BNP	9.414	1,9	1,5	-0,6	0,8
Privat konsumtion	5.403	0,9	0,2	-1,1	-0,1
Offentlig konsumtion	2.031	0,5	0,0	-0,6	0,0
Bruttoinvesteringar	1.807	-0,7	1,5	-1,3	1,7
Lagerinvesteringar		0,6	0,1	-0,2	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	4.121	11,1	6,3	2,7	3,9
Import	3.989	9,4	3,9	1,4	3,1
Arbetslöshet (%)		10,1	10,1	11,1	11,7
KPI		1,6	2,7	2,4	1,4
Hushållens sparkvot (%)		9,6	9,3	9,1	9,2

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr USD	2010	2011	2012	2013
BNP	15.319	3,0	1,7	2,5	2,7
Privat konsumtion	10.872	2,0	2,2	2,2	2,3
Offentlig konsumtion	3.022	0,7	-2,1	-1,7	-0,8
Bruttoinvesteringar	2.010	2,6	6,8	7,4	8,6
Lagerinvesteringar		1,6	-0,2	0,3	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	2.113	11,3	6,7	4,4	5,4
Import	2.697	12,5	4,9	3,6	5,0
Arbetslöshet (%)		9,6	9,0	8,2	7,9
KPI		1,6	3,1	2,2	1,4
Hushållens sparkvot (%)		5,3	4,7	4,2	5,1

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

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

ÖSTEUROPA

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

FINANSIELLA PROGNOSE

		3 maj	sep-12	dec-12	jun-13	dec-13
Officiella räntor						
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Euro-zonen	Refiränta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Obligationsräntor						
USA	10 år	1,93	2,20	2,40	2,50	2,60
Japan	10 år	0,90	1,00	1,10	1,20	1,20
Tyskland	10 år	1,61	2,00	2,20	2,30	2,50
Storbritannien	10 år	2,04	2,40	2,60	2,70	2,90
Växelkurser						
USD/JPY		80	83	85	90	94
EUR/USD		1,32	1,30	1,28	1,24	1,20
EUR/JPY		105	108	109	112	113
GBP/USD		1,62	1,63	1,60	1,59	1,56
EUR/GBP		0,81	0,80	0,80	0,78	0,77

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring				
	2010	2011	2012	2013
BNP OECD	3,1	1,7	1,6	2,1
BNP världen	5,3	3,9	3,6	4,1
KPI OECD	1,5	2,5	2,1	1,3
Exportmarknad OECD	12,0	5,8	4,6	6,3
Oljepris Brent (USD/fat)	79,9	112,3	119,0	120,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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

För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder gå in på 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 mars 2012 uppgick koncernens balansomslutning till 2 331 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 317 miljarder kronor. Koncernen har cirka 17 000 anställda. Läs mer om SEB på www.sebgroup.com.

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.