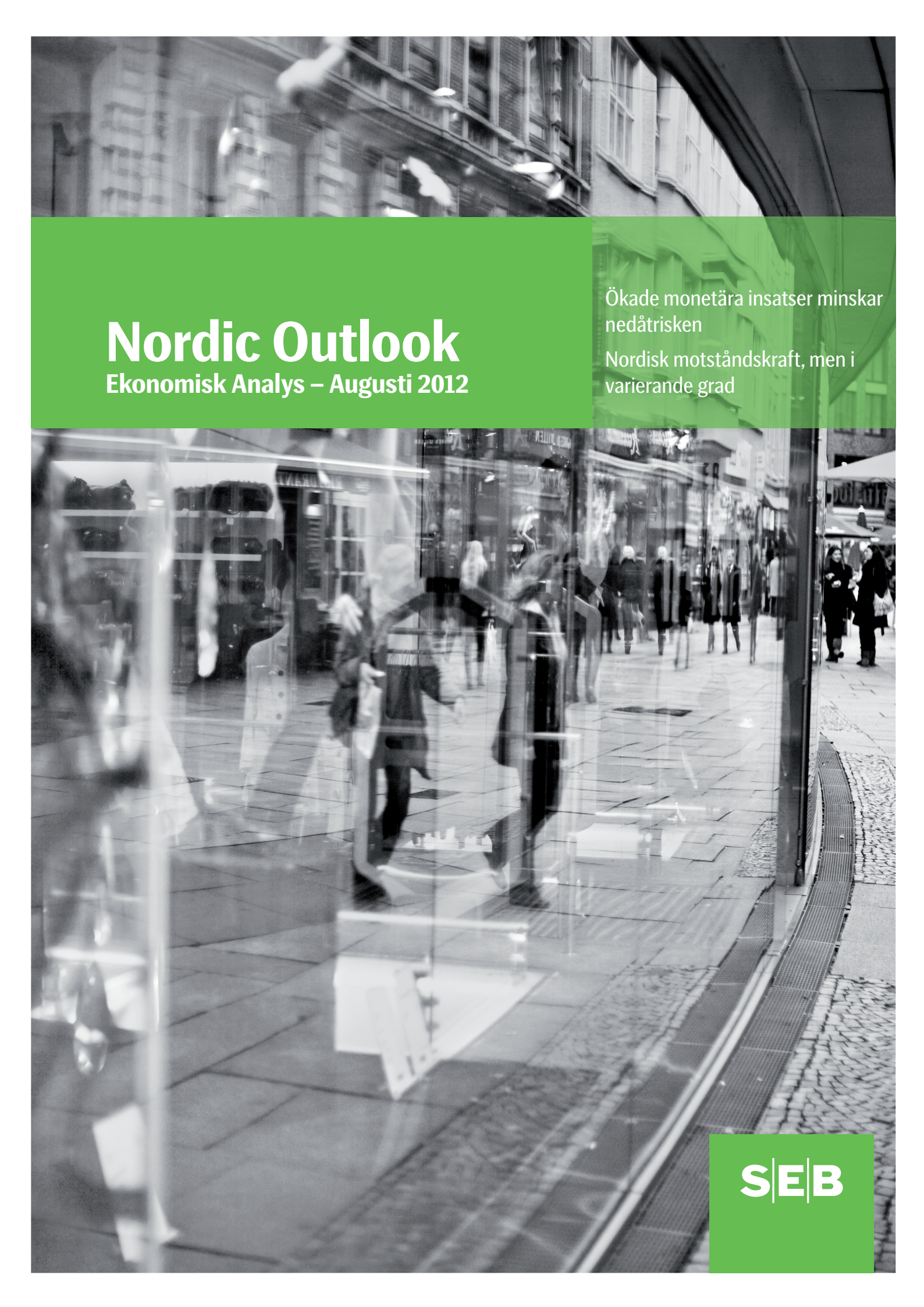




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Augusti 2012

Ökade monetära insatser minskar
nedåtrisen

Nordisk motståndskraft, men i
varierande grad

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Centralbankernas verktygslåda	14
USA	16
Japan	20
Asien	21
Euro-zonen	24
Storbritannien	29
Östeuropa	30
Baltikum	31
Sverige	33
Danmark	39
Norge	41
Finland	44
Nyckeldata	46
Fördjupningsrutor	
Färdplanen för Euroländernas Politiska Union (EPU)	7
Mer symmetriska risker för världsekonomin	9
Negativa räntor i praktiken	11
Arbetskraftsdeltagande viktigt för Fed	18
Kinas framväxt leder till ökade spänningar i Sydostasien	22
Allt starkare beroendeförhållanden	26
Kreditsituationen tinar sakta upp	30
Överskattning av BNP andra kvartalet	34
Växelkursen och inflationen	36
Valutainterventioner – möjligt verktyg för Riksbanken om kronan fortsätter stärkas	36
Kronan ännu rimligt värderad	37

Denna rapport publicerades den 28 augusti 2012.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 23 augusti 2012.

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

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

Daniel Bergvall
Ekonom
+46 8 763 85 94

Mattias Bruér
Ekonom
+ 46 8 763 85 06

Ann Enshagen Lavebrink
Redaktionsassistent
+ 46 8 763 80 77

Mikael Johansson
Ekonom
+ 46 8 763 80 93

Andreas Johnson
Ekonom
+46 8 763 80 32

Tomas Lindström
Ekonom
+ 46 8 763 80 28

Gunilla Nyström
Privatekonom
+ 46 8 763 65 81

Ingela Hemming
Företagarekonom
+ 46 8 763 82 97

Susanne Eliasson
Analytiker privatekonomi
+ 46 8 763 65 88

Johanna Wahlsten
Analytiker företagarekonom
+ 46 8 763 80 72

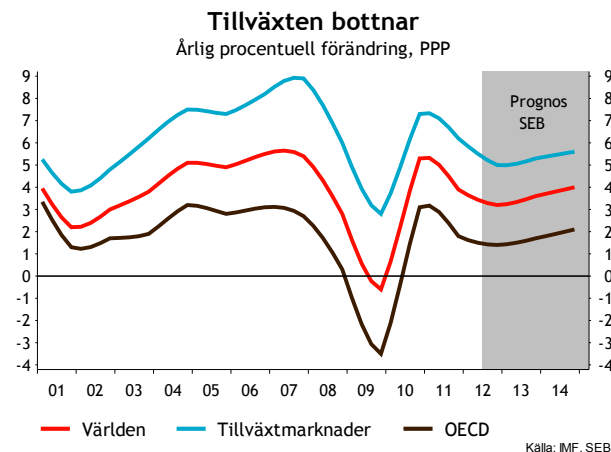
SEB Ekonomisk Analys, K-A3, SE-106 40 Stockholm

Bidrag till texten har lämnats av Thomas Köbel (Euro-zonen), SEB Frankfurt/M och Olle Holmgren (Sverige), Trading Strategy. Den norska analysen är gjord av Stein Bruun och Erica Blomgren, SEB Oslo. Den danska analysen är gjord av Thomas Thygesen och Jakob Lage Hansen, SEB Köpenhamn. Johan Javeus och Rickard Falkenhäll (båda Trading Strategy) har bidragit med tema-artikel om Centralbankernas verktygslåda respektive valuta-analys.

Ökade monetära insatser minskar nedåtriskerna

- **USA segar sig långsamt uppåt**
- **Euro-zonen: Extrema utmaningar med små ljusglimtar**
- **Asien ökar åter takten andra halvåret**
- **De globala riskerna mer symmetriska**
- **Låga räntor med negativa inslag**
- **EUR/USD fortsätter ned till 1,15**

Världsekonomin tappade ytterligare fart under andra kvartalet. Avmattningstendenserna har varit mer synkroniserade än tidigare. BNP-tillväxten i USA mätt i uppräknad årstakt stannade vid 1,5 procent under andra kvartalet (även om signalerna därefter varit mer hoppingivande). Efter tre kvartal i rad med negativ tillväxt är den brittiska ekonomin i recession. Den djupa nedgången i Sydeuropa har förvärrats samtidigt som smittoeffekterna på den tyska ekonomin blivit tydligare. Också tillväxtekonomierna har växlat ned på bred front i Asien, Sydamerika och Östeuropa. Däremot har Norden fortsatt att visa god motståndskraft med starka BNP-siffror i Norge och Sverige.



De finansiella marknaderna uppvisade negativa trender under våren med fallande börser och stigande räntor för krisländerna i Europa. Börserna vände dock uppåt i början på juni och har framför allt gått starkt sedan slutet av juli. Signaler från Fed och framför allt från ECB har bidragit till förbättrat stämningsläge. I flera viktiga avseenden ligger utvecklingen i linje med vår huvudbild sedan en längre tid. **Tillväxten är inte självgående utan pågående anpassning av balansräkningarna gör att ekonomierna är i ständigt behov av stöd från centralbanker.** Detta innebär också att små skift i centralbankernas signalering ger svängningar i såväl i den reala ekonomin som på finansiella marknader.

Sammantaget har den senaste tidens avmattning bidragit till att **den globala tillväxtprognosen justerats ned avseende 2013.** Vi räknar nu med att Euro-zonens ekonomi fortsätter att krympa under hösten och att BNP-tillväxten nästa år hamnar nära noll. Läkningskrafterna i den amerikanska ekonomin fortskrider, men skuldanpassning och finanspolitisk åtstramning gör att återhämtningen inte heller tar fart nästa år. Sammantaget **väntas BNP i OECD-området stiga med 1,7 procent 2013**, en nedjustering från 2,1 procent i *Nordic Outlook* maj. Tillväxtekonomierna går också in i en lugnare fas med en tillväxt något under genomsnittet det senaste decenniet. Fallande inflation skapar utrymme för en ekonomisk-politisk stimulans som bidrar till att tillväxten åter accelererar något 2013.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2011	2012	2013	2014
USA	1,8	2,2	2,2	2,6
Japan	-0,7	2,6	1,5	1,5
Tyskland	3,1	0,8	1,0	1,5
Euro-zonen	1,5	-0,4	0,2	0,9
Kina	9,3	7,8	8,0	8,2
Storbritannien	0,8	-0,4	1,4	1,6
Norden	2,4	1,7	1,9	2,2
Baltikum	6,2	3,1	3,8	4,4
OECD	1,8	1,4	1,7	2,2
EM-ekonomier	6,2	5,0	5,3	5,8
Världen, PPP	3,9	3,3	3,6	4,1
Världen, nom.	3,2	2,5	2,9	3,3

Källa: OECD, SEB

De exceptionellt svåra ekonomisk-politiska vägvalen som världsekonomin, och framför allt Europa, står inför kommer att avgöra utvecklingen på lite längre sikt. I följande avsnitt (t ex fördjupningsbox "Färdplan för Euroländernas Politiska Union" och temaartikel "Centralbankernas verktygslåda") diskuteras dessa frågor mer utförligt. En slutsats är att viktiga gemensamma steg tas för att försöka möta de allvarliga hoten med fördjupad recession åtföljd av politisk oro och splittring i Europa. Dessa bidrar troligen till att stabilisera läget på medellång sikt. Situationen är dock fortfarande bräcklig och de långsiktiga frågetecknen stora. Samtidigt har riskerna för en ny recession i USA minskat. Fed står beredd att genomföra ytterligare stimulanser samtidigt som hussektorn och andra cykliska känsliga branscher är på väg upp från exceptionellt nedpressade nivåer. Slutsatsen är därför att BNP-tillväxten tar sig under 2014 och att **riskbilden är mer symmetrisk än tidigare.**

Policyutmaningar i flera dimensioner

Den ekonomisk-politiska huvuduppgiften på global nivå består i att åtgärda orsakerna till de excesser som drev fram krisen och

samtidigt säkerställa att **anpassningen inte helt stryper den ekonomiska tillväxten**. Att pressa ned de offentliga underskotten för att stärka trovärdigheten i de statliga åtagandena utgör en central del av **"uppfostringspolitiken"**. En annan viktig del består i att stärka det finansiella systemets motståndskraft, t ex genom ökade kapitaltäckningskrav för banker. Centralbankernas uppgift blir däremot att mildra effekterna av privat och offentlig skuldeddragning med hjälp av exceptionellt låga räntor och i allt högre grad med icke-konventionella åtgärder.

Krislösningsstrategin innebär således att **expansiv penningpolitik och kontraktiv finanspolitik drar åt olika håll**. Det är ett ofrånkomligt pris för att skapa en mer balanserad situation i världsekonomin. För att mildra dragkampen har t ex OECD och IMF rekommenderat länder med frihetsgrader att senarelägga besparingar eller om möjligt föra en expansiv finanspolitik. Globalt sett är bedömningen att balansgången kommer att gå hyfsat under kommande år. **Finanspolitiken i OECD-länderna är kontraktiv motsvarande 1 procent av BNP**. Detta leder till att budgetunderskotten sjunker gradvis och att statsskulderna stabiliseras i de flesta länder. Japan utgör dock ett undantag med fortsatt galopperande statsskuld.

Utvecklingen av krisen i Euro-zonen blir avgörande för tillväxt och riskaptit i världsekonomin de närmaste åren.

Länge har konstruktiva sätt att hantera krisen blockerats av grundläggande misstro mellan aktörer med olika problem-beskrivning och intressen. Den förskjutning i synsätt som vi började skönja i vårens upplagor av *Nordic Outlook* har bekräftats. Enigheten har ökat om att det finns en gräns för hur stora besparingar Sydeuropas länder klarar av. Ytterligare besparingskrav som en konsekvens av fördjupad ekonomisk nedgång lär inte bli aktuella. I stället kan länderna **få mer tid på sig att genomföra redan ålagda besparingar**.

Att länderna i Sydeuropa verkligen visar genuin vilja att hantera statsfinansiella obalanser och allvarliga strukturella problem är dock en förutsättning för att övriga delar av krishanteringen ska fungera. Den **Färdplan för Euroländernas Politiska Union** som lanserades i juni speglar stora ambitioner att förstärka det ekonomiska, finansiella och politiska samarbetet. Även om planen troligen blir föremål för uppsplitande diskussioner inom och mellan länder utgör den ett ramverk för utveckling av eurosamarbetet. Detta underlättar i sin tur ett mer kraftfullt agerande från ECB för att stabilisera läget.

Trots tendenser till en mer konstruktiv och samordnad hantering av eurokrisen förblir situationen bräcklig. Fortsatt djup recession i Sydeuropa innebär stigande arbetslöshet med risker för allt bredare folkliga och parlamentariska missnöjesyttringar. Också stödet i Nordeuropa för fördjupat samarbete sätts på prov. Nu närmast ligger fokus på utslag i den tyska författningstolsten samt på parlamentsvalet i Nederländerna. På längre sikt kommer medborgarnas stöd för fördjupat samarbete att bli avgörande. Liksom tidigare blir vår slutsats att **framtiden för euron i dess nuvarande form är omgärdad av osäkerhet**.

Ökad dos av okonventionell penningpolitik

Den konventionella penningpolitiken har nått vägs ände i många länder. Det mesta talar för att det är verkningslöst att

sänka räntan under 0,50 procent. Konsensusbilden bland centralbankerna är att det i dagsläget är förenat med onödiga risker (systemproblem och osäkerhet) att lägga inlåningsrätterna vid eller under noll procent.

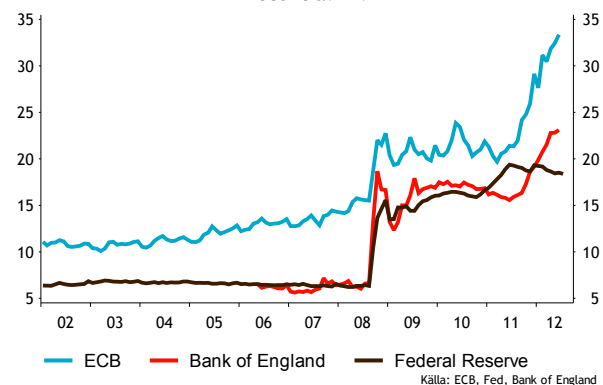
Den okonventionella penningpolitiken fortsätter däremot att sätta nya historiska rekord. De senaste fem åren har de stora centralbankernas balansräkningar mer än fördubblats. Politiken har i princip inga volymmässiga begränsningar (se temaartikel sid 13). De effekter man eftersträvar är:

- Försäkra god tillgång på likviditet till låg finansieringskostnad för banker som därigenom kan stötta hushåll och företag;
- Motverka fallande tillgångspriser;
- Upprätta en slags lender-of-last-resort-funktion för stater som möter orimligt höga räntekostnader;

Risken för nya finansiella obalanser eller okontrollerad inflation på medellång sikt är ganska liten enligt vår bedömning. Faran är istället kopplad till att enorma centralbanksinjektioner, med bl a köp av värdepapper, sätter prismekanismerna på finansmarknaden ur spel. Detta kan ge upphov till ineffektiv allokering av finansiella resurser som i sin tur hämmar långsiktig ekonomisk tillväxt.

Även om det råder oenighet inom och mellan centralbanker kring effekterna av nya okonventionella åtgärder finns beredskap för mer stimulans hos de ledande centralbankerna.

Centralbankernas balansräkningar
Procent av BNP



ECB väntas inom kort formellt besluta om att **utöka sin penningpolitiska värdepappersportfölj** (SMP-programmet). Spanien och Italien väntas ansöka om och få stöd genom att de europeiska stödmekanismerna börjar köpa ländernas statspapper vilket ger klartecken även för ECB att inleda stödköp redan i september. Bedömningen är dessutom att Spanien försöker få ett mer traditionellt stödlån utöver bankstödet på 100 miljarder euro. **ECB väntas därtill sänka räntan ytterligare en gång** i oktober till 0,5 procent. Fler **LTRO-program är inte prioriterade i nuläget** men kan bli aktuella i ett senare skede. Vi är dock tveksamma till att ESM får en fullskalig banklicens som utökar lånekapaciteten. Införande av räntetak för krisländernas statsskyltationer (alternativt en maximal spread gentemot Tyskland) verkar i dagsläget vara ett alltför stort steg för ECB att ta. Det ligger långt bort från det penningpolitiska uppdraget. Ännu ett par pusselbitar i hanteringen av eurokrisen är en ytterligare

skuldnedskrivning med minst 30 procent för Grekland och att Portugal troligen behöver mer stöd från krisfonderna.

Dessutom spås **nya kvantitativa lättnader (QE3) från Fed** troligen redan i september. "Löftet" att hålla styrräntan på nuvarande nivåer förlängs till mitten av 2015. **Bank of Japan genomför ytterligare minst ett QE-program under hösten**, där köp av företagsaktier och obligationer kan bli aktuella. **Bank of England har under sommaren utökat sin okonventionella politik** och tillgångsköpen väntas komma att utökas med motsvarande 50 miljarder i november till totalt 425 miljarder pind.

Centralbankerna i Norge och Sverige avviker från mönstret i och med att traditionell räntepolitik är huvudvapnet. Prognosen är att Riksbanken sänker reporäntan i september som en följd av låg inflation och svaga tillväxtutsikter. En stark krona pressar fram ännu en räntesänkning till 1,0 procent i slutet av 2012. Norges Bank påbörjar däremot räntehöjningar i början på 2013 som ett svar på stigande inflation och resursutnyttjande. Räntan höjs sedan gradvis till 3,25 procent i slutet på 2014.

Färdplanen för Euroländernas Politiska Union (EPU)

Åtgärder för att rädda eurosamarbetet lanseras på löpande band. ECB:s möjligheter att agera är beroende av att institutionella framsteg görs i samarbetet mellan euroländerna. Länderna står inför många kontroversiella frågor de närmaste åren som rör ekonomiska, finansiella och politiska strukturer. På sikt är eurons överlevnad i hög grad beroende av de politiska systemens förmåga att vinna medborgarnas stöd för ett sådant fördjupat samarbete.

Till grund för de politiska besluten ligger den färdplan för "den verkliga ekonomiska och monetära unionen" som euroländerna enades om vid toppmötet 28-29 juni. Färdplanen kallas också "De fyra ordförandenas rapport" efter Van Rompuy, Barroso, Juncker och Draghi som leder arbetet. En interimrapport ska vara klar i mitten av oktober. Underlag för beslut ska ligga på bordet vid EU-toppmötet den 13-14 december. Planen består av fyra byggstenar som tillsammans syftar till att ge stadga till den monetära unionen.

- **Finansiella (bank)unionen** förväntas inbegripa gemensam tillsynsmechanism och insättningsgaranti samt ett system för rekonstruktion och avveckling av banker.
- **Finanspolitiska unionen** ska vila på utökat kollektivt beslutsfattande, central budget med gemensamma statsfinansiella resurser (utjämnings/solidaritetsunion) och skatte- och statsskuldmyndigheter (inklusive gemensamma skuldebrev).
- **Ekonomisk-politiska unionens** bidrag blir ett finanspolitiskt ramverk och drivkrafter för ökad harmonisering av bland annat skatteskalor (inkomst/kapital/företag), pensionssystem och arbetsmarknadspolitik.
- **Demokratiunionen** är tänkt att innehålla mekanismer som säkerställer de demokratiska värdena och systemen, ger

Avtagande finanspolitisk åtstramningsdos

Den omsvängning i synen på finanspolitiken som förutspåddes i förra *Nordic Outlook* har bekräftats de senaste månaderna. Krav på mer besparingar i Sydeuropa, till följd av att fördjupad recession försvagar budgetläget, framstår alltmer som kontraproduktiva. Spanien fick under våren ytterligare ett år på sig att få ner underskottet till 3 procent av BNP. Också Grekland möts nog av förståelse när det gäller de nyligen framförda önskemålen om att få ytterligare två år för att nå målen i stödprogrammet. Den åtstramande effekten på BNP i krisländerna (GIIPS) är som störst 2011 och 2012 och mildras gradvis 2013 och 2014 enligt vår bedömning.

Åtstramningsdosen i OECD-området ligger nära 1 procent av BNP åren 2011-2013 och faller därefter något 2014.

Prognosen baseras på att amerikanska kongressen når överenskomelser i slutet av året som förlänger gällande skattesänkningar och begränsar automatiska nedskärningar vid årsskiftet. I Japan innebär stimulanspaketen efter jordbävningen i fjol att åtstramningarna påbörjas först 2013, trots en skyhögt skuldnivå på idag ca 230 procent av BNP. De närmaste åren blir

legitimitet för fattade beslut och skapar en tydlig ansvarsfördelning för implementering av tagna beslut.

Planen pekar i riktning mot **ökad överstatlighet och minskad nationell suveränitet**. Strategin innebär att olika utjämnings/buffertsystem kollektivt fördelar risker och finansiella resurser mellan euroländerna. Redan i höst väntas diskussionerna komma igång men förändringarna kräver justeringar i EU-fördragen. Sannolikt krävs också en konstitutionell översyn i ett stort antal euroländer med vidhängande folkomröstningar och/eller grundlagsbekräftande parlamentsval.

Att förankra den politiska integrationen hos befolkningen blir inte lätt i en miljö där ekonomin krymper och arbetslösheten stiger. Detta riskerar att skapa grogrund för politisk och social oro. En känslig fråga rör EU-institutioners roller i förhållande till nationella parlament och regeringar. Den förskjutning mot ökad makt för EU-institutionerna som många av förslagen innebär går på tvärs med de senaste årens utveckling där nationella parlament sökt begränsa de överstatliga organens befogenheter. Den ekonomiska krisen har också lett till nationella åtgärder som påverkar konkurrensneutraliteten inom EU. Den franska hanteringen av problemen inom bilindustrin är ett exempel.

Färdplanen kommer också att förändra framtida relationer och samarbetsformer mellan euroländer och övriga EU-länder, inte minst Storbritannien, Sverige och Danmark. Hittills har EU-samarbetet hållits ihop genom strategin "Europa i olika takt". Men om euroländerna verkligen tar nya stora steg mot integration finns risk för att det övriga EU-samarbetet får perifer betydelse och att övriga länder stängs ute från viktiga beslut på ett sätt som blir ohållbart i längden. I Storbritannien har premiärminister Cameron redan öppnat dörren för en folkomröstning i "relationsfrågan". Även Sverige och Danmark kommer att ställas inför svåra vägval de närmaste åren när det gäller relationerna till euroländerna.

Åtstramningen i USA, Japan och Storbritannien betydligt kraftigare än i Euro-zonen som helhet.

Finanspolitisk åtstramning

Förändring av strukturellt saldo i procent av BNP

	2011	2012	2013	2014
USA	0,6	1,3	1,2	1,0
Japan	-0,3	-0,5	0,7	0,5
Storbritannien	1,5	1,2	1,4	1,1
Euro-zonen	1,0	0,4	0,2	0,2
varav GIIPS	2,2	2,5	1,2	0,0
Norden	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2
OECD	1,0	1,0	1,1	0,7

Källa: IMF, OECD, SEB

Åtstramningarna bidrar till att budgetunderskotten minskar de närmaste åren. Underskottet i Euro-zonen understiger nästa år 3 procent av BNP. Förbättringen går snabbast i USA och Storbritannien. År 2014 räknar vi med underskott i båda länderna på 5 procent av BNP, vilket innebär en halvering jämfört med 2009 då underskotten var som störst. Statsskulden beräknas nå sin topp 2014 eller 2015. I Japan sker nedgången betydligt långsammare och någon utplaning för den enorma statsskulden är ännu inte i sikte.

Offentligt budgetsaldo

Procent av BNP

	2012	2013	2014	Skuld*
USA	-8,1	-6,3	-4,9	114,0
Japan	-10,0	-8,7	-7,9	245,6
Storbritannien	-8,0	-6,6	-5,0	92,8
Euro-zonen	-3,2	-2,7	-2,2	90,8
OECD	-5,3	-4,2	-3,4	110,0

* Bruttoskuld år 2014

Källa: IMF, OECD, SEB

Sammantaget ligger underskotten och statsskulden i de utvecklade länderna ändå på oroväckande höga nivåer också i slutet av prognosperioden. Åtstramningsprocessen kommer att fortgå under en ganska lång tid framöver, vilket **hämmar tillväxten också på medellång sikt.**

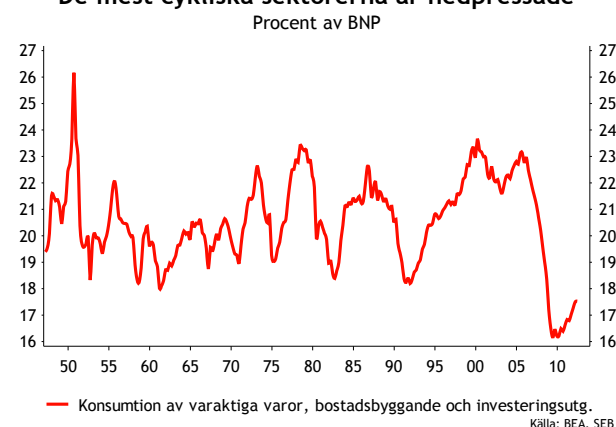
USA: trögt också 2013 men ljusare på sikt

Mönstret i amerikansk ekonomi från 2010 och 2011 med avmattningstendenser i mitten på året har upprepats även i år. BNP växte med endast 1,5 procent under andra kvartalet, mätt i uppräknad årstakt. En så svag tillväxt har medfört att förbättringen på arbetsmarknaden kommit av sig i linje med prognosen i våras. Tillväxten för 2013 har justerats ned av flera skäl. Ekonomin är ännu inte mogen för en tydlig återhämtning samtidigt som en svagare omvärldskonjunktur i kombination med starkare dollar innebär motvind för exportindustrin. Samtidigt hämmas konsumtionen av fortsatt konsolideringsbehov för hushållen. Finanspolitiken kommer också att vara tydligt åtstramande även om kongressen under hösten kan enas på viktiga områden.

Trots nedjusteringen har amerikansk ekonomi kommit upp på fastare mark med minskande recessionsrisker. Cykliskt känsliga delar av ekonomin som konsumtion av varaktiga

varor, bostadsbyggande och investeringsutgifter har börjat vända uppåt. Den nedpressade nivån innebär därtill stor potential för ytterligare återhämtning. Tidpunkten för en tydlig konsumtionsuppgång rycker också närmare. Efter dramatiska husprisfall 2007-2009 har skuldanpassningen kommit en bra bit på väg. Låkeprocessen i hushållens balansräkning kan skyndas på av viss återhämtning i huspriser. Bostadsräntorna har kontinuerligt pressats nedåt. Värderingsmått som huspriser i förhållande till hyreskostnaden visar därtill att huspriserna är undervärderade. Kombinationen av måttlig tillväxt, låg inflation och varaktigt nedpressat resursutnyttjande ger Fed utrymme att stötta ekonomin. Sammantaget blir BNP-tillväxten mellan 2½ och 3 procent år 2014.

De mest cykliska sektorerna är nedpressade



Euro-zonen: Recessionen biter sig fast i höst

Tendenser till något mer konstruktiv hantering av eurokrisen har ännu inte satt avtryck i den reala ekonomin. Euro-zonens ekonomi krympte under andra kvartalet med 0,2 procent jämfört med första kvartalet. Ledande indikatorer tyder på fortsatt nedgång under tredje kvartalet. Vi har därför senarelagt tidpunkten då ekonomin slutar krympa vilket främst påverkar helårsprognosen för 2013. **Nästa år stiger BNP med 0,2 procent** vilket är en nedrevidering med 0,6 procentenheter jämfört med *Nordic Outlook* maj. **2014 ökar tillväxten något till 0,9 procent**, dock under långsiktig trendtillväxt.

BNP i Euro-zonen

Årlig procentuell förändring

	2011	2012	2013	2014
Tyskland	3,1	0,8	1,0	1,5
Frankrike	1,7	0,3	0,3	0,5
Italien	0,5	-2,0	-0,6	0,3
Spanien	0,7	-1,7	-0,8	0,1
Grekland	-6,9	-6,4	-2,9	-1,1
Portugal	-1,6	-2,8	-2,4	-0,5
Irland	0,7	0,1	1,1	1,6
Euro-zonen	1,5	-0,4	0,2	0,9

Källa: Eurostat, SEB

Den divergerande utvecklingen mellan Nord- och Sydeuropa utgör ett tydligt drag i utvecklingen. Ekonomierna i Sydeuropa krymper i år med över 2 procent och för andra året i rad noterar Grekland ett BNP-fall på över 6 procent. Nästa år halveras produktionsfallet och 2014 stabiliseras BNP i Sydeuropa.

Tyskland håller Euro-zonens tillväxt uppe men även här ses tecken på inbromsning efter den exportledda uppgången 2011. Tydligare påverkan av omvärldskrisen gör att BNP-prognosen för 2013 reviderats ned med sex tiondelar. God konkurrenskraft, starka statsfinanser och något mer expansiv finanspolitik inför förbundsdagsvalet hösten 2013 gör dock att recession kan undvikas. **Tysk BNP växer med 0,8 procent i år och med 1,0 procent 2013. 2014 ökar tillväxten till 1,5 procent.**

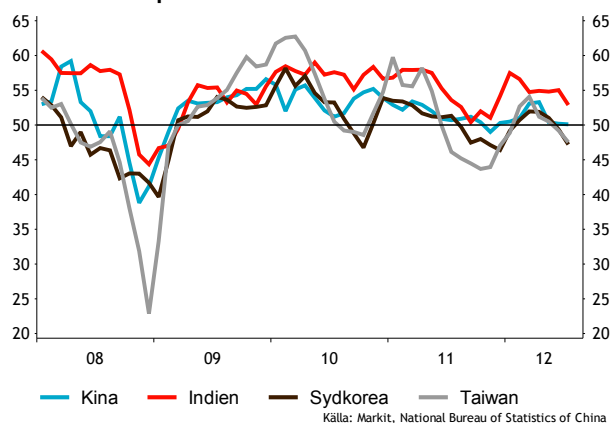
EM: Policystimulans efter avmattning

De asiatiska tillväxtekonomierna pressas av svag omvärldsefterfrågan och tidigare ekonomisk-politiska åtstramningar. Den senaste tiden har inköpschefsindex fallit tillbaka för många länder och BNP-tillväxten bromsade in ytterligare under andra kvartalet. I länder med stort exportberoende som Singapore och Taiwan är dämpningen mest markant. Bedömningen är ändå att stark inhemsk efterfrågan driven av lättare ekonomisk politik, låg skuldsättning för hushållen och en god löneutveckling gör att **tillväxten hålls uppe hyggligt de närmaste åren i Asien**. Visserligen hamnar BNP-tillväxten under trend men regionen står emot svaghet i Europa och USA och ger därmed **stöd till resten av världsekonomin**.

Även för **Latinamerika** pekar den generella bilden på att tillväxten **lägger i en lägre växel**. För de flesta ekonomier har dock dämpningen hittills varit begränsad och det finns inga tecken på att krisen i Euro-zonen slagit igenom i någon större omfattning. Inhemsk efterfrågan väntas hålla uppe tillväxten framöver i många länder. BNP-tillväxten dämpas under 2012 men skjuter fart till omkring 4 procent under 2013. Det finns

dock tydliga skillnader inom regionen. I Brasilien drivs avmattningen av svag utveckling i tillverkningsindustrin som hämmas av konkurrenskraftsproblem trots det senaste årets valutaförsvagning. I Mexiko hålls tillväxten uppe av god export till USA, medan stark inhemsk efterfrågan ger stöd i Chile och Peru. På risksidan finns främst högre livsmedelspriser som väger tungt i KPI. Fallande råvarupriser riskerar att slå mot länder som Argentina och Venezuela där exportinkomster är viktiga för att upprätthålla tillväxten.

Inköpschefsindex har fallit tillbaka



Blandad nordisk motståndskraft

De exportberoende nordiska ekonomierna pressas av svag internationell utveckling men en relativt stabil arbetsmarknad håller uppe inhemsk efterfrågan. Trots stöd från en svagare euro är nedgången tydligast i Finland och Danmark där BNP-

Mer symmetriska risker för världsekonomin

Nedjusteringen av tillväxten i grundprognosen i kombination med något ljusare utsikter när det gäller den ekonomiska politiken gör riskbilden mer symmetrisk jämfört med *Nordic Outlook* i maj, då nedåtriskerna dominerade.

Alternativscenarier

Årlig procentuell BNP-förändring

	2012	2013	2014
Recession (20%)			
USA	2,0	-0,5	-0,5
Euro-zonen	-0,6	-2,0	-2,0
OECD	1,1	-1,5	-1,5
EM-ekonomier	4,7	3,3	3,5

Återhämtning (20%)

	2012	2013	2014
USA	2,4	3,5	4,0
Euro-zonen	-0,2	1,0	1,5
OECD	1,7	2,5	2,5
EM-ekonomier	5,3	6,3	6,5

Källa: OECD, SEB

En allvarigare kris i Euro-zonen är liksom tidigare den viktigaste riskfaktorn för världsekonomin. En situation med fördjupade spänningar mellan stater och EU-institutioner med förstärkta tendenser till upplösning av eurosamarbetet kan leda till kraftiga BNP-fall. Vårt recessionsscenario innebär ett sammantaget BNP-fall på ca 5 procent i Euro-zonen

under perioden 2012-2014. I ett sådant scenario hamnar också amerikansk ekonomi i recession, om än en betydligt mildare sådan. Effekterna på övriga delar av världsekonomin blir märkbara även om de största tillväxtekonomierna visar motståndskraft på samma sätt som 2008-2009.

Andra nedåtrisker i världsekonomin än de som ligger till grund för vårt recessionsscenario kan också lyftas fram. En eskalerande kris i Mellanöstern med stigande oljepris eller en svagare utveckling i viktiga tillväxtekonomier driven av stigande matpriser kan inte uteslutas. Blockeringar i den amerikanska kongressen som utlöser en kraftig finanspolitisk åtstramning (fiscal cliff-risken) kan också generera en svagare utveckling.

Potentialen på uppsidan ligger i att amerikansk ekonomi kommer in i en återhämtningsdynamik som ger spridningseffekter på hela världsekonomin. Förutsättningarna för detta blir bättre med tiden i takt med att skuldanpassningen för hushållen kommer längre och bostadsmarknaden ger positiva bidrag till BNP-tillväxten. När väl hushållens situation förbättrats finns utsikter för en snabb investeringsexpansion mot bakgrund av nedpressade nivåer och starka balansräkningar i företagssektorn. En starkare amerikansk uppgång får betydande spridningseffekter på global nivå, inte minst via finansiella kanaler. Även om problemen i Europa är av långsiktig karaktär underlättas krishanteringen av amerikansk draghjälp.

tillväxten i år stannar vid ca 0,5. Tack vare ett oväntat starkt första halvår växer svensk BNP med 1,3 procent 2012. Den starka valutan bidrar till att tillväxten dämpas nästa år. **Norge fortsätter att avvika från mönstret.** Ett högt oljepris och stark inhemsk efterfrågan kompenserar mer än väl för avmattningen i omvärlden och den starka valutan. Norsk BNP växer med 3,7 procent 2012 och med 2,7 procent 2013. Först 2014 väntas samtliga nordiska länder nå trendtillväxt.

Inhemsk efterfrågan stabiliserar Baltikum

Baltikums tillväxt repar sig successivt 2013-2014 efter det senaste årets exportdrivna inbromsning. **Gradvis växande inhemsk efterfrågan** utgör stötdämpare när exportmotorn hackar även 2013. Hittills i år har konsumtion och investeringar utvecklats något starkare än väntat. Vi höjer generellt BNP-prognoserna något för 2012 och för Estland och Litauen även för 2013. Sammanvägt **ökar BNP i regionen med 3,1 procent i år och 3,8 procent 2013. Först 2014 når tillväxten upp till potentiell takt på 4,0-4,5 procent.** Den höga arbetslösheten fortsätter att minska långsamt i Lettland och Litauen. Estlands snabbare nedgång bromsas upp tvärt. Länderna fortsätter att brottas med betydande strukturella arbetsmarknadsproblem delvis orsakade av de senaste årens nya emigrationsvåg.

Lettland väntas klara gränsvärdena inför planerat **euro-inträde 2014.** EU-institutionerna kan dock komma att sätta käppar i hjulet vid utvärderingen nästa år genom att ifrågasätta hållbarheten i nedväxlingen av inflation och budgetunderskott. Även Litauen siktar på euro-anslutning 2014 men ligger något sämre till när det gäller att uppfylla kriterierna. Vi fortsätter att tro att **Litauens euro-anslutning dröjer till 2015.**

BNP-tillväxt, Norden och Baltikum

Årlig procentuell förändring

	2011	2012	2013	2014
Sverige	3,9	1,3	1,5	2,5
Norge	1,4	3,7	2,7	2,3
Danmark	0,8	0,5	1,4	1,7
Finland	2,7	0,6	1,6	2,0
Norden	2,4	1,7	1,9	2,2
Estland	7,6	2,0	3,0	4,9
Lettland	5,5	3,5	4,0	4,5
Litauen	5,9	3,5	4,0	4,0
Baltikum	6,2	3,1	3,8	4,4

Källa: OECD, SEB

Utbudsfaktorer pressar upp råvarupriser

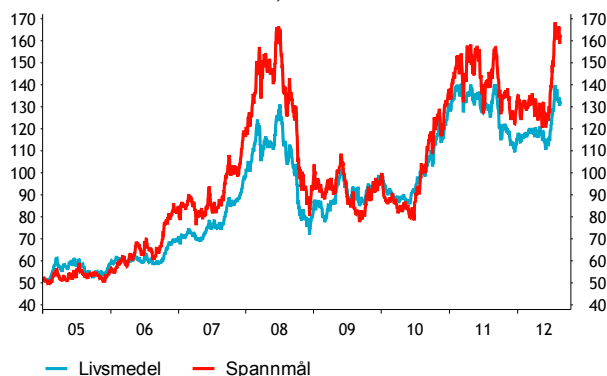
Råvaruprisernas utveckling har varit blandad de senaste månaderna. **Utbudsfaktorer har i hög grad stöttat priserna** och väntas fortsätta att göra så när efterfrågan i världsekonomin förblir svag under 2013.

Oljepriset har åter vänt uppåt till ca 115 USD/fat (Brent) efter det skarpa fallet från nära 130 i mars i år till ca 90 i juni, då stort utbud och svagare konjunkturdata pressade priset. I närtid väntas priserna svikta marginellt till följd av avklarade arbeten i Nordsjön och att Sydsudan börjar exportera. **Över tiden spås stabila oljepriser:** årets snitt väntas bli 112 USD/fat och för 2013-2014 spås 110 respektive 115 USD/fat.

Spannmålspriserna har rakat i höjden på ett sätt som påminner

om rörelserna 2008 och 2010. Däremot har prisutvecklingen på t ex kaffe, ris och socker varit mera dämpad vilket totalt begränsat uppgången i livsmedelspriser. Prisökningarna på spannmål på ca 30 procent under juni och juli var i mycket hög grad orsakad av extrem värme i USA och delvis även i Östeuropa. Nu är prisnivåerna så högt uppdrivna att de långt ifrån speglar underliggande utbuds- och efterfrågeförhållanden. Förutsatt att det sker en återgång till mer normala väderförhållanden dämpas spannmålspriserna det närmaste året. Så skedde t ex under 2011 efter det att väderfenomenet El Nino tidigare pressat upp priserna.

Kraftig uppgång för spannmålspriser
Index, mätt i USD

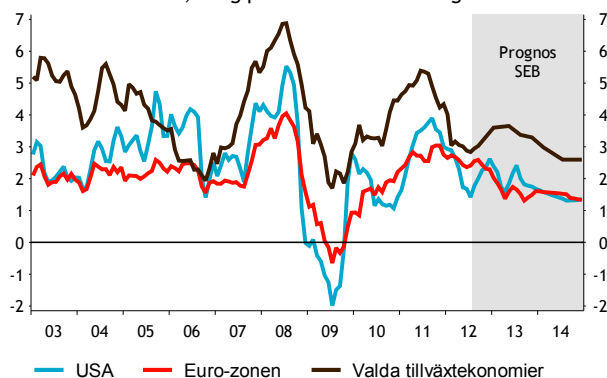


Källa: HWWI

Bestående låg inflation

Inflationstakten i världsekonomin har sjunkit den senaste tiden då tidigare uppgångar för råvarupriserna fallit ur 12-månaderstalen. Utvecklingen ligger väl i linje med tidigare prognoser även om nedgången varit lite snabbare än väntat i tillväxtekonomierna. Kärninflationen i OECD-länderna (där volatila mat- och energipriser exkluderas) har dock överraskat lite på uppsidan, framförallt i USA.

KPI-inflationen faller tillbaka
KPI, årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Prognosen innebär fortsatt dämpning av inflationstakten. Lågt resursutnyttjande håller tillbaka löneökningarna vilket ger svagt underliggande inflationstryck. Stigande världsmarknadspriser på livsmedel pressar upp inflationen något den närmaste tiden. I OECD-länderna blir effekten dock ganska liten medan tillväxtekonomierna påverkas i högre grad. Vissa skattechöjningar inom ramen för åtstramningspolitiken i Sydeuropa bidrar också till att höja inflationstakten. Sammantaget bedöms inflationen komma att ligga runt 1½ procent de närmaste åren. Lägre inflation ger ett välkommet tillskott till hushållens köp-

kraft samtidigt som centralbankerna får manöverutrymme att utöka stimulanserna.

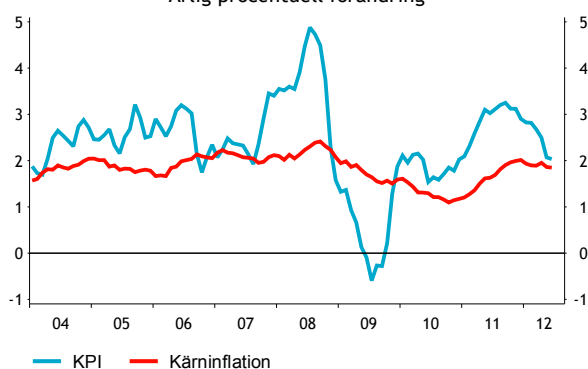
Trovärdiga inflationsmål på gott och ont

Även sett över en längre period har inflationen varit anmärkningsvärt stabil. Under perioden av finansiella excesser på global nivå 2004-2007 som föregick krisen låg underliggande inflation lågt och stabilt. Sedan krisen bröt ut har diametralt olika inflationsscenarier diskuterats; såväl risker för deflation drivet av bristande framtidstro och lågt resursutnyttjande som galopperande inflation drivet av monetär expansion. Ytterligheterna har dock inte alls realiserats utan kärninflationen har fortsatt att uppvisa ett stabilt mönster.

Även framöver finns en bred tilltro till stabil inflation. I såväl enkäter som i prissättningen på realobligationsmarknaden ligger förväntningar om inflation runt 2 procent på medellång sikt. Dagens **exceptionellt låga nominella räntor** i många länder tycks således **inte återspegla deflationsoro utan snarare en tro på varaktig ekonomisk stagnation**. Man bör visserligen vara försiktig med tolkningen eftersom räntenivåerna är extra nedpressade av investerares jakt på "säkra hamnar" under rådande ekonomiska oro.

Att underliggande pris- och lönebeteende varit relativt okänsligt för förändringar i den ekonomiska aktivitetsnivån har såväl positiva som negativa sidor. Trögheten har bidragit till att en generell deflationsprocess kunnat undvikas trots lågt resursutnyttjande och fallande tillgångspriser. Löneökningarna har visserligen dämpats, men ändå bidragit till att hushållens köpkraft hållits uppe hyggligt. Detta har mildrat såväl nedgången i den allmänna efterfrågan som prisfallen på husmarknaden. Stabil inflation gör också att långsiktiga framtidskalkyler fortfarande med ganska stor trovärdighet kan baseras på att BNP i löpande priser växer, om än i långsam takt. Detta har stor betydelse för exempelvis värderingen på aktiemarknaden.

Stabil kärninflation i OECD
Årtlig procentuell förändring



Trögheterna på inflationssidan bidrar dock också till att olika anpassningsprocesser fördröjs. Att reallönerna i olika sektorer och regioner hålls uppe bidrar till att arbetslösheten förblir hög längre. Trots djup recession i Sydeuropa ligger t ex inflationen i krisländerna på ungefär samma nivå som i Eurozonen som helhet. Att mildra konkurrenskraftsskillnader mellan Sydeuropa och Tyskland med interndevalvering-revalvering tar lång tid även om den mentala inställningen håller på att förändras på båda sidor.

Att inflationsförväntningarna, med undantag av vissa korta perioder, uppvisat stabilitet har varit avgörande för att centralbankerna kunnat genomföras exceptionell stimulanspolitik utan större trovärdighetsproblem. Samtidigt har trovärdigheten en baksida. Att den underliggande inflationen är så stabil gör att den fungerar dåligt som det signalsystem inflationsmålspolitiken behöver. Under den finansiella bubblan invaggades centralbankerna i falsk trygghet av låg inflation. Ränthöjningarna kom i sent skede, och då som en reaktion på stigande råvarupriser som därtill redan orsakat rejäl ekonomisk uppbromsning. Även i nuläget tycks vissa centralbanker ha svårt att tolka situationen. När inflations- och löneökningstakt ligger relativt nära långsiktiga trendnivåer signalerar vissa modeller att också resursutnyttjande ligger nära jämvikt. **Ekonomiska aktörers tilltro till inflationsmålen kan därigenom paradoxalt nog lura centralbankerna till penningpolitiska misstag.**

Negativa räntor i praktiken

En lågräntemiljö med japanska drag har blivit en realitet för flera länder 2012. Såväl korta som långa räntor har noterat rekordlåga nivåer. Läget i världsekonomi gör att negativa nominella styrräntor (som i Danmark idag) och för kortare obligationsräntor (Schweiz, Danmark och Tyskland) kan bli allt vanligare framöver. Investerare har accepterat negativ avkastning på statsobligationer med löptider upp till två år. De är alltså beredda att betala en "avgift" till skuldmyndigheter i en rad länder för att få "förvara" pengar på en säker plats trots att värdet på investeringen samtidigt urholkas av inflationen.

Kortare perioder med negativa nominella räntor får knappast några varaktiga negativa effekter på vare sig det finansiella systemet funktionssätt eller realekonomi. Men det utgör en teknisk utmaning för olika institut i samhället att skapa system som kan hantera negativa räntor. I än högre grad innebär det en mental omställning för olika aktörer, inte minst för sparare som ska acceptera att placeringar i korta räntepapper eller i bank inte ger någon ränta utan istället "kostar pengar".

En effekt är ökad efterfrågan på fysiska sedlar. En sedelbunt är ju kostnadsfri jämfört med att ha pengar placerade i t ex en korträntefond eller på konto i bank. Detta är ett av huvudskälen till att många ekonomiska modeller utgår från att räntan inte kan vara negativ. Men sedlar och konto är inte fullgoda substitut. Att hantera större sedelbelopp under längre perioder innebär både säkerhetsrisker och praktiska utrymmesproblem. Därför finns det vilja att betala för att någon förvarar pengarna.

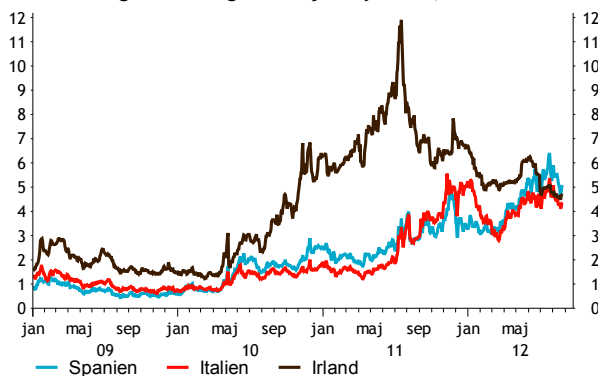
En annan tänkbar effekt av negativa räntor är att korträntemarknaden kärvar med sämre likviditet och större räntesvängningar. Därmed kan centralbankens genomslag för penningpolitiken minska. Den analys som bl a Riksbanken gjort av egna erfarenheter med negativ inlåningsränta 2009-2010 visar på små systemeffekter. En reservation är dock befogad: vi rör oss i en även för centralbanker okänd terräng.

Bestående låga obligationsräntor

Efter vårens nedgång ligger nu obligationsräntorna i världens tongivande ekonomier på historiskt mycket låga nivåer. I slutet av juli sattes nya rekordbottnar på exempelvis 10-åriga stats-

obligationer i USA och Tyskland (1,39 respektive 1,16 procent). På kortare löptider har räntorna till och med varit negativa i Tyskland, Danmark och Finland. En synkroniserad konjunkturavmattning och signaler om lättare penningpolitik från flera centralbanker bidrog till pressen nedåt. Detta förstärktes av att tilltagande oro för situationen i Spanien och Italien i början på sommaren ledde till en intensifierad jakt på säkrare placeringar.

Sjunkande räntespreadar den senaste tiden 10-åriga statsobligationer jmf Tyskland, %-enheter



Den senaste månaden har dock räntemarknaden präglats av en **viss lätttnadsrekyl** när det gäller eurokrisen. **Efter ECB-chefen Draghis uttalande** om att ECB ska göra allt för att rädda euron har såväl spanska som italienska 10-årsräntor fallit tillbaka relativt kraftigt. Den trendmässiga nedgången för obligationsräntorna i Irland och Portugal har därtill fortsatt. Vår prognos om **kommande statspappersköp från ECB och nya stödlån till Spanien** bör leda till viss ytterligare **press nedåt på räntenivåerna**. Osäkerheten om Euro-zonens framtid kommer dock att kvarstå, vilket gör att spreadarna förblir höga under hela prognosperioden.

Såväl tyska som amerikanska 10-årsräntor har gradvis klättrat med 30-40 räntepunkter sedan bottenivån. Vi räknar med att **räntorna går sidledes när centralbankernas stimulanser sjösätts. Därefter** förutspår vi **en långsam uppgång** i spåren på något starkare global tillväxt. I slutet av prognosperioden ligger tyska 10-årsräntan på 2,30 procent och den amerikanska på 2,55 procent.

Avkastningen på nordiska statspapper förblir också låg i en miljö där allt färre länder har kvar sin AAA-rating. Vi räknar med att den **svenska 10-årsräntan följer den tyska det närmaste året**. På längre sikt bör starkare konjunktur leda till förväntningar om att Riksbanken påbörjar höjningar före ECB. I slutet av 2014 ligger därför den svenska räntan 20 punkter högre än den tyska. Norges Banks gradvisa räntehöjningar från och med våren 2013 medför också en svagt stigande norsk räntedifferens gentemot Tyskland. Differensen på 10-åriga statsobligationer ökar till 80 punkter i slutet av 2014.

Prognosen innebär således att **ränteläget förblir exceptionellt lågt under en lång tid**. Styrräntor som ligger kvar nära noll under överskådlig tid i kombination med okonventionella åtgärder befäster den exceptionella lågräntemiljön. Vår syn att inflationsförväntningarna kommer att vara stabila nära centralbankernas mål framöver innebär dock en viktig skillnad jämfört med den deflationistiska miljön i Japan de senaste decen-

nierna. Detta är ett viktigt motiv till vår prognos om att långräntorna ändå rör sig uppåt och att avkastningskurvan gradvis blir något brantare när den globala tillväxten blir lite starkare.

Förbättrade börsutsikter

Även börserna har dominerats av en lätttnadsrörelse efter de lugnande beskederna från ECB-chefen. Spanska och italienska aktieindex återfinns till och med i topp med rejäla uppgångar den senaste månaden. En ny förväntad stimulansdos från Fed i kombination med signaler om ytterligare ekonomisk-politiska lättnader från Kina har också bidragit. Det senare har speciellt återspeglats i återhämtningar i råvarurelaterade börskurser. Vissa positiva konjunktursignaler den allra senaste tiden, efter genomgående besvikelser under andra kvartalet, har också varit viktiga för omsvängningen i börsklimatet. Mot bakgrund av vårt konjunkturscenario med global BNP-tillväxt som botten i höst, extremt lätt penningpolitik och en relativt försiktig värdering i utgångsläget är det troligt att **återhämtningen på börserna fortsätter det närmaste året**.

Samtidigt finns det gott om varningsflagg. Volatiliteten mätt enligt VIX-index ligger på djupt nedpressade nivåer som knappast återspeglar riskläget i världsekonomin. Sedan i somras har oljepriserna stigit med uppemot 30 procent och stigande spannmålspriser kan också sätta käppar i hjulet. Skulle spänningarna i Mellanöstern mellan Israel och Iran eskalera medför detta sannolikt att oljepriset fortsätter upp och hämmar återhämtningen på allvar. Att rapportssäsongen var den svagaste på länge innebär också att värderingarna efter den senaste tidens kursåterhämtning inte är lika nedpressade som tidigare.

USA-börserna behåller försprånget

Index 100 = jan 2011



Stockholmsbörsen har tappat en del mark relativt ledande globala börser den senaste tiden. Den starka kronan har bidragit till detta, även om många svenska storföretag trendmässigt blivit mindre valutaberoende. Framöver räknar vi med att de nordiska börserna kan följa med i den globala återhämtningen. Ur ren konjunktursynpunkt bör de nordiska börserna ha förutsättning att gå starkare än Västeuropa generellt. Men en fortsatt stark valuta kommer att tynga börserna i Sverige och Norge.

Valutor drivs av jakt på nya säkra hamnar

Obalansproblemen i västvärldens stora ekonomier fortsätter att prägla valutamarknaden när internationella kapitalförvaltare söker alternativ till de etablerade reservvalutorna EUR, USD

och GBP. Jakten på tryggare, men mindre likvida, alternativ har bidragit till ett kontinuerligt apprecieringstryck på t ex valutorna i Australien och Kanada. På senare tid har också de svenska och norska valutorna blivit mer attraktiva för reservförvaltare.

Dessa mindre, men fundamentalt starka, **"alternativa reservvalutor"** har nått historiskt starka nivåer. Vi tror dock att de **kan stärkas ytterligare en bit** den närmaste tiden i en situation med något bättre riskaptit. **EUR/SEK** bryter igenom 8,00-gränsen under hösten innan Riksbankens sänkningar ger en viss rekyl upp mot en nivå runt 8,10. Den **norska kronen** stabiliseras under hösten när centralbanken ökar valutaköpen för den norska oljefonden. Men därefter väntar räntehöjningar som driver EUR/NOK under den tidigare historiska lägsta nivån 7,22 och ner mot 7,00.

Oron har pressat ned euron
10-årig räntespread och valutaindex



Problem på båda sidor Atlanten präglar analysen av EUR/USD. På **kort sikt är det troligt att euron får stöd** av att de åtgärder som ECB och ESM/EFSF tillsammans kommer att lansera. En viss oro kring budgetpolitiken i USA och den s k "fiscal cliff" kan också tynga dollarn den närmaste tiden. På **längre sikt** tror vi dock att EUR/USD gradvis kommer att sjunka ned till **1,15**. Den djupa ekonomiska och politiska krisen kommer att pressa euron under lång tid framöver. USA har kommit betydligt längre när det gäller skuldanpassning i hushållssektorn och skillnaderna i BNP-tillväxt fortsätter att vara stora de kommande åren. Att Euro-zonen totalt sett har bättre externbalans än USA är det viktigaste argumentet mot en ännu starkare USD.

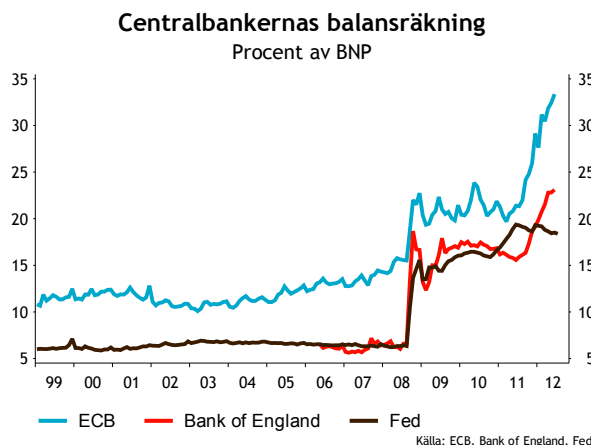
Eurokrisen har drivit EUR/GBP till nivåer som brittisk exportindustri har svårt att hantera. Vi tror att euron kan återta en del mark under hösten i samband med kvantitativa lättnader från BoE. Därefter är troligt att eurons svaghet åter tar överhanden, men att BoE kommer att agera för att dämpa rörelsen. Därmed försvagas pundet gradvis mot USD och generellt blir pundet en förlorare på valutamarknaden.

Valutainterventioner håller på att bli ett allt vanligare och mer accepterat verktyg för att dämpa valutarörelserna. Centralbanken i Schweiz fortsätter att intervensera på valutamarknaden för att stabilisera EUR/CHF över 1,20. Även Bank of Japan hotar med ytterligare interventioner om inte yenen försvagas. Bedömningen är dock att JPY på sikt kommer att försvagas mot mer fundamentalt rimliga nivåer utan stödköp från centralbanken. USD/JPY glider upp till nivån 94 i slutet av 2014.

Mycket kraft kvar trots en redan tung börda

- **Stora möjligheter för centralbanker att öka stimulansdosen**
- **Priset för mer simulans är lägre trovärdighet och ökad risk för framtida obalanser**
- **Att "trycka nya pengar" är effektivt men kontroversiellt**

Världens centralbanker har de senaste åren gjort **enorma insatser för att stötta tillväxt och säkra finansiell stabilitet**. Räntorna har körts i botten samtidigt som balansräkningarna har exploderat. I takt med att åtgärderna vuxit i omfattning har oron ökat för att centralbankernas ammunition håller på att ta slut. Som tabellen på nästa sida visar så finns det dock fortfarande ett antal nya verktyg kvar att ta i bruk och därtill kan man i de flesta fall öka omfattningen av de metoder som redan utnyttjats. En centralbank med full kontroll över sin egen sedelpress har i princip alltid möjlighet att försöka stimulera den ekonomiska aktiviteten och motverka deflationstendenser. Dilemmat är att ju extremare åtgärder som används desto större blir riskerna för försämrad trovärdighet och framtida obalanser. Nedan följer en kort beskrivning av de viktigaste verktygen i en centralbanks verktygslåda för att stimuleras och stabilisera.



Räntesänkningar. De flesta stora centralbanker har någon gång under krisåren sänkt sin styrränta till nära noll. För att förstärka effekten och påverka räntorna längre ut på räntekurvan kan man som Fed lova att räntan ska ligga kvar nära noll under lång tid. En mer extrem metod är att höja inflationsmålet för att signalera att penningpolitiken kommer att vara expansiv även på lång sikt. På kort sikt är det mest extrema att sänka inlåningsräntan till under noll. Då måste bankerna betala centralbanken för att deponera pengar. Om den "avgiften" förs vidare till vanliga bankkonton får även hushållen betala för sparande och viljan att istället spendera pengarna ökar. Negativa räntor är fortfarande ett relativt outforskat område även om det se-

dan en tid praktiserats av danska Nationalbanken (dock utan att det ännu resulterat i negativ ränta för danska hushåll).

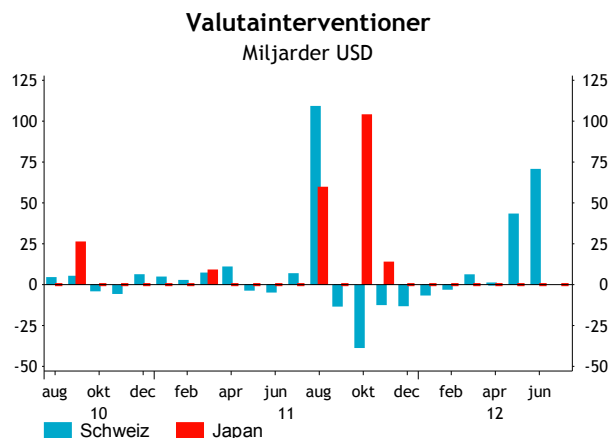
Likviditetsinjektioner. Ett klassiskt sätt att framför allt stödja finansiell stabilitet är att överskölja marknaden med "korta pengar". I och med att detta görs via repor där centralbanken lånar ut pengar och tar in säkerheter blir inflationsriskerna begränsade även vid mycket stora likviditetsinjektioner. För att öka volymerna har flertalet centralbanker därtill valt att lätta på kraven för de säkerheter man accepterar för lånen. Man kan också välja att öka löptiden på reporna för att påverka längre marknadsräntor. Två exempel på det är Riksbanken som erbjöd svenska banker totalt SEK 300 miljarder i tre ettåriga repor 2009 och ECB som erbjöd europeiska banker obegränsad tillgång till tre-åriga pengar i sina två LTRO-program 2011-2012.

Tillgångssköp. Ett sätt för en centralbank att på allvar börja attackera långa räntor är att köpa obligationer. Köpen pressar upp obligationspriserna (=sänker räntorna) till nivåer som gör att priser på andra tillgångar (bostadsobligationer, fastigheter och aktier) ser mer attraktiva ut. I extrema fall kan en centralbank till och med utöka åtgärderna till att också omfatta direkta köp av aktier eller fastigheter. BoJ har börjat göra detta i mindre omfattning. Ett sätt för en centralbank att försöka påverka tillgångspriser utan direktköp är att annonsera ett prismål för tillgången. Givet att centralbanken upplevs som trovärdig så kommer tillgångsrisken att anpassa sig relativt självständigt till målet utan att banken behöver köpa så mycket själv. Risken är att centralbanken inte upplevs som trovärdig t.ex. för att marknaden betraktar prismålet som orimligt högt. Då fortsätter marknaden att sälja och centralbanken kan tvingas göra enorma köp för att hålla sitt prismål. Diskussioner har förts inom Fed att sätta ett tak för långa räntor.

Osteriliserade tillgångssköp. Att en centralbank steriliserar sina tillgångssköp innebär att banken drar in lika mycket pengar (genom att sälja certifikat eller via omvända repor) som man tillfört marknaden som betalning för de tillgångar man köpt. På så sätt ökar inte penningmängden och inflationsriskerna begränsas. Vid osteriliserade köp drar centralbanken däremot inte in någon likviditet. Tillgångarna köps för nytryckta pengar vilket ökar den monetära basen och, givet att kreditmultiplikatorn fungerar, även bredare penningmängdsmått. Effekten ger därmed en starkare impuls till den reala ekonomin och därmed inflationen. De senaste åren har Fed och BoE gjort osteriliserade köp av obligationer medan ECB valt att sterilisera sina hittills blygsamma obligationsköp.

Riktade krediter. En centralbank kan ge mer fördelaktiga lån till banker som lånar pengarna vidare till företag och hushåll. BoE:s "Funding for lending" är ett exempel och även BoJ har använt detta sätt för att ge riktat stöd efter tsunamin 2011.

Sälja den egna valutan. Ett sätt att stimulera tillväxten och öka inflationsförväntningarna är att sälja sin egen valuta för att försvaga växelkursen. Det som gör detta så kontroversiellt är att landet då "stjäl" tillväxt från sina handelspartners som får se sina valutor stärkas och sin konkurrenskraft försämrats. Risken att ett sådant beteende kan starta "valutakrig" gör att det endast används i undantagsfall fall då ett lands växelkurs stärkts kraftigt på kort tid eller uppvisat överdrivet stor volatilitet. De enda större centralbanker (utan formella växelkursmål) som praktiserar detta idag är Schweiz och Japan.



"Helikoptersläppet". Den kanske mest extrema metoden som en centralbank kan använda är att trycka nya pengar och skicka dessa direkt till hushållen som därefter kan spendera pengarna. Detta kallade Milton Friedman för the "Helicopter drop of money", och metoden berördes även av Fed-chefen Ben Bernanke i ett berömt tal 2002.

Den känsliga sedelpressen

Sammanfattar vi diskussionen blir en känslig fråga i vilken mån en centralbank "trycker nya pengar". Traditionell penningpolitik i form av ränteförändringar påverkar vare sig balansräkningens storlek eller penningmängden. Likviditetsinjektioner via repor och steriliserade tillgångsköp ökar visserligen balansräkningen men har ingen direkt påverkan på penningmängden. Osteriliserade tillgångsköp och valutainterventioner ökar däremot den monetära basen men hur stor effekten blir på den totala penningmängden i ekonomin (vilket är avgörande för att få upp inflationen) beror på hur villiga bankerna är att låna pengarna vidare till företag och hushåll. Om bankerna inte vill låna ut kan centralbanken bara få ut de nya pengarna i ekonomin genom att börja köpa reala tillgångar som aktier eller fastigheter eller skicka pengarna som checkar direkt till hushållen ("Helikoptersläppet").

Nedan har vi summerat de viktigaste verktygen en centralbank kan utnyttja för att föra en mer expansiv penningpolitik och i vilken utsträckning de utnyttjats av olika centralbanker sedan finanskrisen startade på allvar 2008. Verktygen är rankade (enligt vår egen subjektiva bedömning) från konventionella till mer okonventionella och extrema.

Direkt påverkan av olika stimulansåtgärder på	Storlek på balansräkning	Penningmängden "trycka pengar"	
		Monetär bas	I hela ekonomin
Räntesänkningar	—	—	—
"Operation Twist"	—	—	—
Likviditetsinjektioner via repor	↑	—	—
Steriliserade tillgångsköp	↑	—	—
Osteriliserade obligationssköp	↑	↑	↑?
Mål för monetär bas	↑	↑	↑?
Valutainterventioner (osteril.)	↑	↑	↑?
Köpa reala tillgångar (osteril.)	↑	↑	↑
"Helikoptersläppet" (osteril.)	↑	↑	↑

Stimulansmetod (ranking från konventionell till okonventionell)	ECB	Fed	BOE	BOJ	SNB	RB	NB
Sänka räntan	●	●	●	●	●	●	●
Sänka räntan till nära noll procent	●	●	●	●	●	●	○
Erbjuda likviditetsinjektioner via korta repor	●	●	●	●	●	●	●
Lova att hålla räntan låg under lång tid	○	●	○	●	○	●	○
Erbjuda marknaden långa repor	●	●	●	●	●	●	●
Erbjuda långa repor av obegränsad storlek	●	○	○	○	○	○	●
Sänkta säkerhetskrav för repofinansiering	●	○	●	●	○	●	●
Sänka reservkraven	●	○	○	○	○	○	○
Förlänga durationen i obligationsportföljen (Operation Twist)	○	●	○	○	○	○	○
Köpa statsobligationer (steriliserat)	●	○	○	○	○	○	○
Köpa statsobligationer utan att sterilisera (trycka pengar)	○	●	●	●	○	○	○
Sätta ett mål för storleken på monetära basen	○	○	○	●	○	○	○
Köpa bostadsobligationer	●	●	●	●	○	○	○
Köpa seniora bankobligationer	○	○	○	●	○	○	○
Höja inflationsmålet	○	●	○	●	○	○	○
Sänka inlåningsräntan till under noll	○	○	○	○	○	●	○
Ge billigare finansiering till banker som lånar ut pengar	○	○	●	●	○	○	○
Sätta ett tak för långa räntor	○	○	○	○	○	○	○
Sälja den egna valutan för att försvaga växelkursen	○	○	○	●	●	○	○
Köpa företagsobligationer	○	○	○	●	○	○	○
Köpa reala tillgångar (aktier eller fastigheter)	○	○	○	●	○	○	○
Skicka checkar till hushållen (Helikoptersläppet)	○	○	○	○	○	○	○

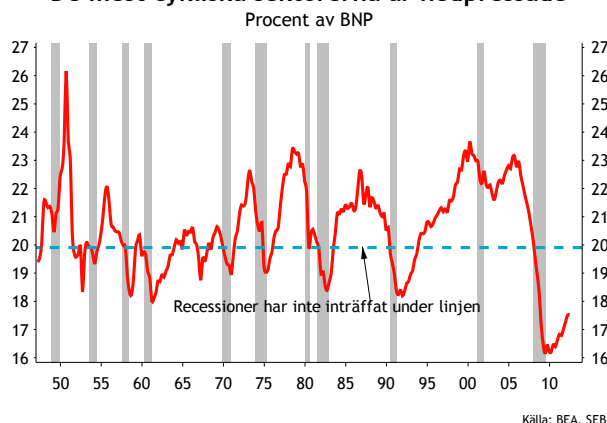
● använt i stor omfattning, ● använt i begränsad omfattning, ○ inte använt (sedan finanskrisen startade på allvar 2008)

Finanspolitisk osäkerhet smittar hushåll och företag

- **Lägre recessionsrisk än i fjol**
- **Bostadsmarknaden har vänt**
- **Exporten tappar fart**
- **Fed lanserar QE3 i september**

Amerikansk ekonomi har utvecklats snäppet svagare än vad vi förutsåg i våras. Mönstret från 2010 och 2011 med avmattningstendenser i mitten av året upprepas således. BNP växte med endast 1,5 procent under andra kvartalet, mätt i uppräknad årstakt. Så svag tillväxt innebär att **ekonomin stagnerat i per capitatermer** och att motståndskraften är nedsatt. Men trots europeiska problem och att faran för finanspolitisk snålblåst hämmar hushåll och företag **bedöms recessionsrisken vara lägre än i fjol**. En viktig skillnad är att bostadsmarknaden kommit upp på fastare mark. Att de mest cykliska sektorerna sammanvägt ligger nära botten begränsar också riskerna på nedsidan. Dessutom har den allra senaste tiden statistiken generellt stabiliserats i förhållande till marknadsförväntningarna. Å andra sidan har detaljhandeln och vissa regionala företagsindex hissat varningsflagg. En konjunkturedgång senare i höst skulle faktiskt också falla inom den historiska ramen sett i ett mycket långt tidsperspektiv; sedan 1850-talet har recessioner inträffat med 3,5 års mellanrum i USA i genomsnitt.

De mest cykliska sektorerna är nedpressade



Den senaste krisen uttraderade 20 års förmögenhetsuppbyggnad för hushållen vilket i kombination med skuldavveckling, lägre omvärldsefterfrågan, svag arbetsmarknad och finanspolitisk åtstramning hämmar tillväxten, framför allt 2012-2013. **BNP växer med 2,2 procent såväl i år som nästa år och med 2,6 procent 2014.** Först 2014 faller arbetslösheten tillbaka och ligger på 7,5 procent i slutet av prognosperioden. Tam inflationsutveckling ger Fed svängrum och **nya stimulansåtgärder lanseras i september** enligt våra prognoser.

Hushållen hankar sig fram

De amerikanska hushållen kämpar i motvind och hushållens förtroendeindikatorer ligger kvar långt under historiska snitt. Att speciellt Conference Board-mätningen tappat mark kan förklaras av att arbetsmarknaden väger tyngre där jämfört med t ex Michiganenkäten. **Arbetslösheten har vänt upp igen** och arbetade timmar ökade andra kvartalet i den svagaste takten på 2,5 år. Samtidigt fortsätter olika lönemått att försvagas. Att oljepriserna fallit tillbaka efter vårens toppar har dock bidragit till hygglig real inkomstutveckling på sistone. Men i stället för att öka konsumtionen drog hushållen under andra kvartalet upp sparandet och konsumtionen bromsade in till 1,5 procent, mätt i uppräknad årstakt. På kort sikt väntas dessutom **osäkerheten kring finanspolitiken** hålla tillbaka konsumtionen, liksom att oljepriserna vänt uppåt igen. Den **privata konsumtionen växer med 1,9 procent i snitt under prognosåren**. Hushållens inkomster växer snäppet mer och **hushållen ökar sparandet måttligt** kommande år. År 2014 räknar vi med att sparkvoten uppgår till 5,6 procent.

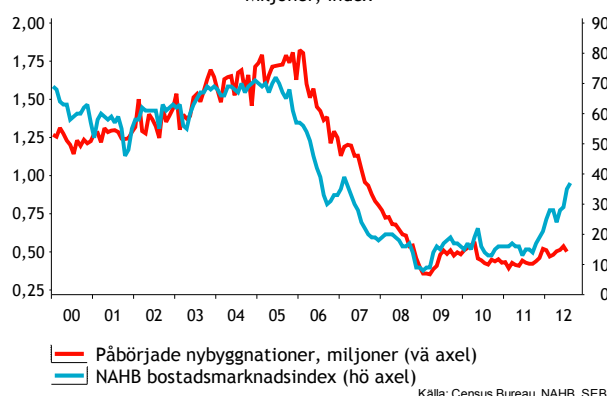
Om arbetsmarknaden läker snabbare kan konsumtionen utvecklas starkare än i huvudscenariot. Samtidigt verkar det sannolikt att tidigare förmögenhets- och inkomstfall hämmar konsumtionen ytterligare en tid. Enligt en Fed-studie nyligen föll hushållens medianinkomster med 8 procent mellan 2007 och 2010. Nettoförmögenheten föll med 30 procent. Börsuppgången sedan 2009 kommer heller inte genomsnittshushållet till godo; närmare 90 procent av aktierna och drygt 80 procent av all finansiell förmögenhet återfinns hos de rikaste 10 procenten. Huspriserförändringar tenderar dessutom ha större förmögenhetseffekt än börsförändringar eftersom bostäder ofta är kraftigt belånade. De positiva signalerna från bostadsmarknaden på sistone är därmed en ljuspunkt att ta fasta på.

Bostadsmarknaden läker såren

Efter ihållande fall 2006-2010 har bostadsinvesteringarna gett positiva BNP-bidrag under fem kvartal i rad. Vändningen är ett steg mot hållbar återhämtning. Enligt indikatorerna kommer läkningsprocessen att fortsätta; antalet byggnadstillstånd ligger 15 procent högre och påbörjade nybyggnationer 24 procent högre jämfört med situationen för ett år sedan. Samtidigt ligger NAHB:s index över byggmarknaden på den högsta nivån sedan 2007. **Bostadsinvesteringarna växer med 11 procent i år och strax över 8 procent i snitt 2013-2014.** Här ligger dessutom risken på uppsidan men eftersom bostadsinvesteringarna i nuläget endast utgör ca 2 procent av BNP får prognosfel små effekter på ekonomin som helhet.

Bostadsmarknaden studsar upp

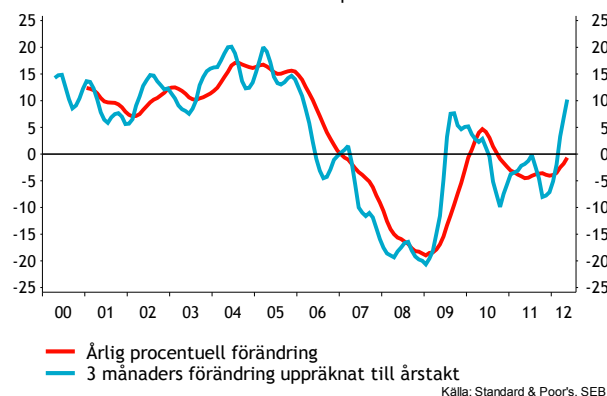
Miljoner, index



På sistone har även bostadspriserna börjat stiga enligt de flesta mått. **Case-Shillers index vädrar morgonluft** och årstakten närmar sig nollstrecket. Flera faktorer talar dock emot stora prisökningar under prognosperioden. Trots rekordlåga bostadsräntor ligger ansökningar om nya bolån nära botten. Lånen är billiga men inte lätta att få om man är ung, förstagångsköpare eller har låg inkomst. Utbudsöverskottet är fortfarande stort om skuggutbudet med kommande tvångsförsäljningar inkluderas. Däremot finns skäl till optimism på sikt. Antalet hushåll ökar i den snabbaste takten sedan 2008. Nya husbyggen växer i betydligt långsammare takt, vilket innebär att överskottsutbudet reduceras i ganska snabb takt. Värderingsmått som huspriser i förhållande till hyreskostnaden visar därtill att huspriserna är undervärderade. Att **över 80 miljoner amerikaner är under 20 år** innebär att nästa varaktiga uppgångsfas på bostadsmarknaden inte är alltför avlägsen.

Bostadspriserna ökar igen

Case-Shiller Composite-20



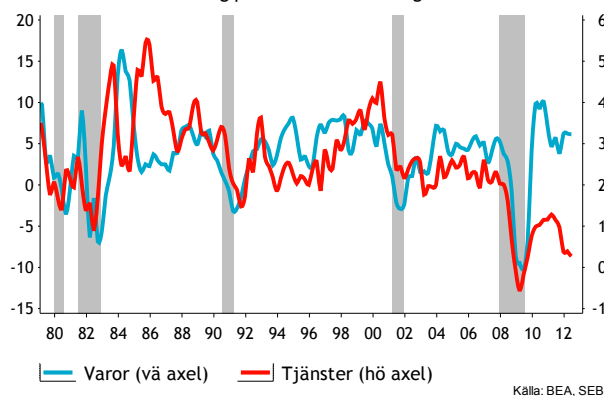
Företagen vilar på hanen

Tillverkningsindustrin, som visat styrka och motståndskraft i återhämtningen, lägger i en lägre växel enligt våra prognoser. ISM för tillverkningsindustrin, den enskilt kanske viktigaste konjunkturindikatorn, har hamnat under 50-strecket för första gången sedan 2009. Också ISM för tjänstesektorn har fallit tillbaka. Nuvarande nivåer på ISM signalerar inte recession men det gör vissa regionala enkäter. Ett tremånaderssnitt på Philadelphia Feds index ligger på -12 och en så låg indexnivå har historiskt sett varit en pålitlig recessionssignal. NFIB:s småföretagarindex ligger kvar på recessionsnivåer och har dessutom tappat mark sedan i våras.

När ekonomin delas upp i varor och tjänster står det klart att varusidan, tvärtemot mönstret de senaste decennierna, dominerat tillväxten hittills i återhämtningen. Boomen i energisektorn har bidragit och framför allt har produktionen av naturgas skjutit fart. Dessutom har den långsiktiga trenden med sjunkande inhemsk produktion av olja brutits. Givet alla stora energiprojekt är det troligt att uppgången i sektorn fortsätter.

Mycket svag återhämtning i tjänstesektorn

Årlig procentuell förändring



Å andra sidan har tjänsteproduktionen tappat mark och dess andel av BNP har minskat de senaste åren. För att återhämtningen ska få riktig fart krävs att tjänstesektorn växlar upp eftersom mycket talar för att tillverkningsindustrin, med dess koppling till exportsektorn, möts av tilltagande motvind. ISM:s exportindex har fallit som en sten i sommar och det är tydligt att Europa smittat amerikansk industri. Jämfört med ett år tillbaka har exporttillväxten till Europa bromsat från knappt 20 procent till 2 procent, mätt i årstakt. Efter att ha växt med 9 procent i snitt 2010-2011 och varit ett draglok i återhämtningen växlar exporten ned rejält. Prognosen är att exporten växer med 5 procent i snitt 2012-2014 och risken ligger på nedsidan. Bytesbalansunderskottet, som legat stabilt de senaste åren, ökar gradvis under prognosperioden.

Är en handelschock på väg?

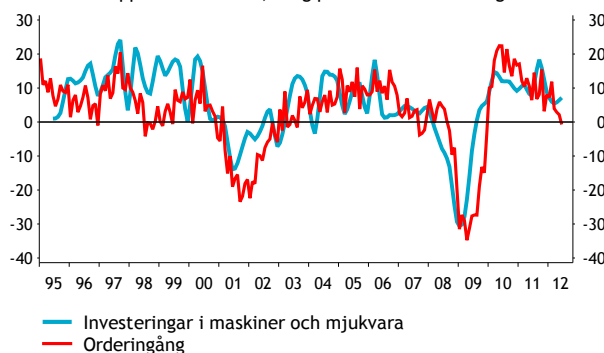
Årlig procentuell förändring, index



Dollarförstärkningen sedan augusti i fjol på 12 procent i handelsviktade termer håller också tillbaka exporten men ger sannolikt små BNP-effekter. Vi bedömer att BNP-effekten av detta motsvarar ca 0,3 procentenheter över två år.

Orderingången tyder på svag investeringsutveckling

Uppräknad årstakt, årlig procentuell förändring



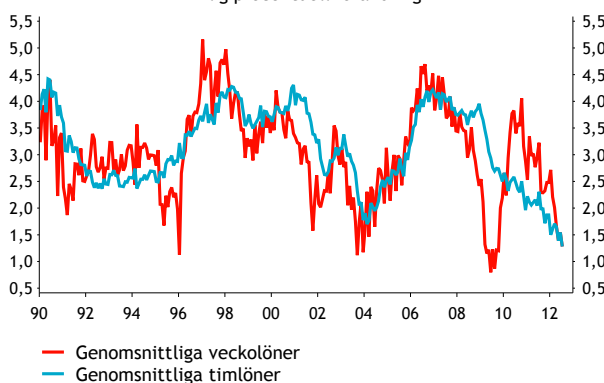
Företagens investeringar i maskiner och mjukvara, som utgör en av de mest cykliska delarna i BNP, har växt med besked de senaste åren. Mycket låga lånekostnader och starka balansräkningar utgör skäl till fortsatt optimism. Enkätundersökningar visar dock att många företag upplever att efterfrågan inte motiverar expansion för tillfället. Enligt Beige Book har dessutom osäkerheten kring den finanspolitiska spelplanen bidragit till att investerings- och anställningsbeslut lagts på hyllan. Lägg därtill att kortsiktsindikatorer som orderingång visar att en inbromsning i företagens investeringar är på väg. Totalt sett motverkas dock svagare företagsinvesteringar av robusta bostadsinvesteringar och prognosen är att näringslivets investeringar växer med 8,5 procent i snitt 2013-2014.

Arbetslösheten ligger stabilt

Sysselsättningen har bromsat in jämfört med början av året och arbetslösheten har stigit ett par snäpp. Sedan slutet av 2009 har dock arbetslösheten fallit rejält vilket till stor del förklaras av att sysselsättningsgraden minskat med 5 procentenheter från toppen vilket motsvarar 12 miljoner arbetstillfällen. Enligt vår prognos planar arbetslösheten ut det närmaste året för att sedan falla gradvis. **I slutet av 2014 ligger arbetslösheten på 7,5 procent.** Som en konsekvens av lediga arbetsmarknadsresurser fortsätter lönetillväxten att bromsa in. Sett över det senaste året har genomsnittliga timlöner ökat 1,3 procent eller motsvarande 25 cent.

Svag lönetillväxt

Årlig procentuell förändring



Prognosen är att **sysselsättningen ökar med strax över 100 000 per månad i snitt under andra halvåret**, vilket talar för stabil arbetslöshetsutveckling. Men bedömningen är osä-

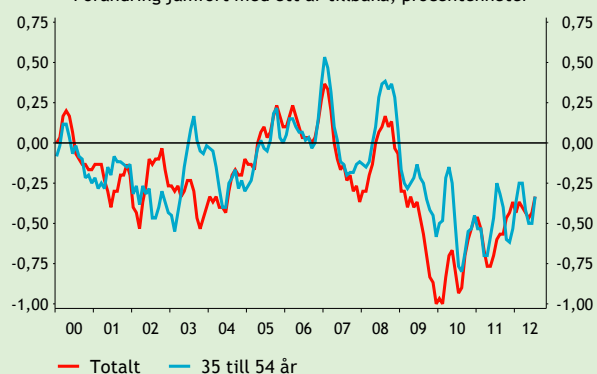
ker, arbetskraftsdeltagandet har varit en viktig förklaring till arbetslöshetsutvecklingen senaste åren (se ruta). Det oklara finanspolitiska läget kan leda till att många företag skjuter ny-anställningar på framtiden. I runda slängar anställs 4,4 miljoner varje månad i USA, samtidigt som 4,3 miljoner lämnar jobbet. Därmed kan en procentuellt sett liten dämpning i anställningar få betydande konsekvenser för sysselsättningen på kort sikt.

Arbetskraftsdeltagande viktigt för Fed

Den viktigaste förklaringen till att arbetslösheten sjunkit de senaste åren är att många lämnat arbetsmarknaden. Om arbetskraftsdeltagandet legat kvar på samma nivå som då återhämtningen inleddes för tre år sedan hade arbetslösheten varit omkring 11 procent i dag. Strukturella faktorer som pensionsavgångar och att allt fler studerar vidare lyfts ofta fram som tänkbara förklaringar. En stor del av nedgången beror också på att många gett upp jobbsökandet. Arbetskraftsdeltagandet för män ligger på den lägsta nivån sedan mätningarna startade 1948. Dessutom är nedgången i arbetskraftsdeltagandet i åldersgruppen 35 till 54 år, där pensionsavgångar och andra strukturella förklaringar väger lätt, också betydande.

Arbetskraftsdeltagandet faller på bred front

Förändring jämfört med ett år tillbaka, procentenheter



Drivkrafterna bakom lägre arbetskraftsdeltagande

är av central betydelse för penningpolitiken. Om nedgången främst beror på strukturella faktorer innebär det att arbetslösheten är ett bra mått på mängden lediga resurser på arbetsmarknaden. I så fall är utrymmet för ytterligare penningpolitiska stimulanser begränsat. Men om lägre arbetskraftsdeltagande i stället huvudsakligen beror på att många tillfälligt gett upp jobbsökandet kommer de att komma tillbaka när utsikterna ljusnar. Men ju längre tid i utanförskap, desto svårare blir det att ta sig tillbaka eftersom kunskaper och färdigheter urholkas. I så fall finns det **skäl att skynda på återhämtningen med ytterligare penningpolitiska lättnader.**

Inflationen bromsar in

Jämfört med ett år sedan har inflationen mer än halverats från närmare 4 procent till 1,4 procent i juli. Det verkar sannolikt att inflationen stiger något men förblir låg även om **stigande matpriser seglat upp som en joker i leken.** Mat och dryck har viken 14 procent i KPI-korgen och tar därmed betydande hushållsresurser i anspråk. Efter vårens fall har även oljepriset vänt uppåt igen. Den underliggande inflationen är samtidigt på

väg ned och inflationsförväntningarna förankrade. Den övergripande bilden är därmed att inflationen hålls väl i schack kommande år. **Som årsgenomsnitt hamnar inflationen på 2,2 procent i år och 2 procent nästa år** vilket därmed motsvarar en viss uppjustering jämfört med prognosen i maj.

Finanspolitisk motvind tilltar

Den hotande finanspolitiska åtstramningen vid årsskiftet är det enskilt största hotet mot återhämtningen. Kombinationen av utgiftssänkningar och skattehöjningar uppgår till 600 miljarder dollar 2013 eller omkring 4 procent av BNP och det krävs aktiva kongressbeslut för att mildra smällen. Under gällande lag blir den åtstramande effekten som störst under inledningen av 2013 för att sedan klinga av under loppet av året. Läget är osäkert men vår prognos bygger på att kongressen förlänger de mesta av Bush-administrationens skattesänkningar och accepterar vissa av de automatiska utgiftsnedsskärningarna. Liksom IMF räknar vi med att den **finanspolitiska motvinden uppgår till drygt 1 procent av BNP 2013**. Budgetunderskottet som toppade på 13 procent av BNP 2009 fortsätter minska successivt. År 2014 uppgår budgetunderskottet till drygt 5 procent av BNP. En sådan utveckling innebär att **statsskulden planar ut och toppar på 114 procent av BNP 2015**.

Hur stor åtstramningen blir och vilka områden som berörs beror på partipolitiska överväganden och förhandlingsspel. För att navigera bort från det "finanspolitiska stupet" krävs att såväl demokrater som republikaner gör eftergifter men det blir tufft eftersom **kongressen anses vara den mest polariserade i USA:s historia**. Som systemet är uppbyggt är det dessutom lättare att förhindra än att driva igenom ny lagstiftning om nu inte antingen republikaner eller demokrater får betryggande kongressmajoritet efter valet.

Presidentvalkampanjen ser ut att bli ovanligt hård och konfliktfylld. President Obama har lagt samarbetstankarna på hyllan och driver en kampanj mot de rikaste. Den retoriken är svårsmält för republikanerna med Mitt Romney i spetsen. Efter att ha gått långt ut till höger för att säkra den republikanska nomineringen får Romney svårt att hinna tillbaka mot mitten. Presidenten har dessutom fortfarande ledningen i opinionen och är favorit hos valslagningsfirmorna. Trots svag ekonomi har **Obama därmed goda chanser att bli omvald**. Det skulle vara första gången sedan Franklin D Roosevelts valseger 1936 som en sittande president får förnyat förtroende när arbetslösheten ligger över 7,2 procent.

Om den prognosen visar sig felaktig och Romney vinner valet kan åtstramningen bli större än beräknat. Parhåsten Paul Ryan har tidigare presenterat en alternativ budget där budgetunderskottet minskas i betydligt snabbare takt. De tillfälliga skattesänkningarna på arbete löper ut vid årsskiftet i såväl Ryans som Obamas budgetförslag. Men i Ryans förslag kapas utgifterna rejält 2013-2014 och budgeteffekten överstiger Obamas föreslagna skattehöjningar. I vilket fall som helst talar det mesta för att **finanspolitiska frågor får en central roll i presidentvalskampanjen**.

Penningpolitiken lättar ankar igen

Redan vid augustimötet lutade Fed mot ytterligare lättnader men beslöt att skjuta beslutet lite på framtiden. Vad Fed vill se är en löpande förbättring på arbetsmarknaden och fallande arbetslöshet. I stället har arbetslösheten stigit de senaste månaderna, vilket är det tydligaste argumentet för en lättare penningpolitik. Att inflationen fallit tillbaka snabbt i år behöver inte betyda så mycket eftersom detta legat i Feds prognoser. Därtill kan stigande matpriser ge en tillfällig rekyl uppåt. Vår bedömning är dock att tam inflationsutveckling ger centralbanken svängrum och att **nya penningpolitiska lättnader kommer efter FOMC-mötet i september**. Trots att räntorna redan är rekordlåga tror vi att Fed beslutar om ett nytt kvantitativt lättnadsprogram där också bostadsobligationer ingår. Dessutom verkar det rimligt att "löftet" att hålla styrräntan på nuvarande nivåer förlängs ytterligare ett halvår, till mitten av 2015.

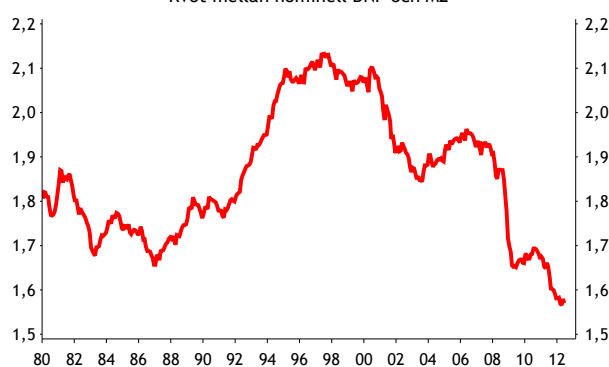
Fed-chefen Ben Bernanke tillsätts politiskt och hans förordnande går ut i januari 2014. Även om det inte är hugget i sten är prognosen att Bernanke får förnyat förtroende. Osäkerheten i frågan urholkar dock till viss del Feds "löfte" att hålla fast den viktigaste styrräntan under överskådlig tid.

Ett problem med mer QE är att effekten avtar efter hand.

Enligt Feds egna analyser bidrog QE1 till att sänka företagens kapitalkostnad med närmare 100 räntepunkter. Motsvarande effekt för QE2 uppgick till 13 räntepunkter. Ett skäl kan vara att QE1 verkligen hjälpte till att få MBS-marknaden (bostadsobligationsmarknaden) på fötter samtidigt som QE2 mer framstår som en panikåtgärd i syfte att minska rädslan för en "dubbel-dipp" i ekonomin. Kvoten mellan nominell BNP och M2 kan ses som ett mått på hur väl penningpolitiken lyckats få igång ekonomin. Att kvoten fortsätter falla mot nya bottenivåer kan tolkas som att penningpolitiken varit ganska ineffektiv. Fed har också deklarerat att det kommer an på finanspolitiken att dra sitt strå till stacken.

Pengars omloppshastighet faller fortfarande

Kvot mellan nominell BNP och M2



Källa: Federal reserve, BEA, SEB

Kampen mot deflation fortsätter

- **Japans BNP växer snabbast i G7 i år**
- **Kina-inbromsning och stark yen hämmar**
- **Nya stimulanser från Bank of Japan**

Den svängiga utvecklingen fortsätter i japansk ekonomi. Återuppbyggnadsarbetet och riktade stimulanser till hushållen bidrog till att BNP växte med 5,5 procent i uppräknad årstakt under det första kvartalet. Trots att BNP-tillväxten dämpades andra kvartalet och att avmattningen troligen fortsätter under hösten blir 2012 ett bra tillväxtår. **Ekonomi växer med 2,6 procent i år; klart starkast i G7.** Lägre asiatisk efterfrågan och ett omslag från expansiv till åtstramande finanspolitik bidrar till att BNP-tillväxten saktar in till 1,5 procent 2013 och 2014. Samtidigt fortsätter kampen för prisstabilitet. **Bank of Japan (BoJ) väntas utöka det kvantitativa lätttnadsprogrammet** minst en gång till i år.

Uppgången i hushållens förtroendeindikatorer har brutits men ligger kvar på hyfsade nivåer. Kraftiga slag i konsumtionen förutses både på kort och på lite längre sikt. Sedan årsskiftet har miljöbilssubventionerna satt tydliga avtryck men när subventionspengarna nu är slut hämmas konsumtionen. Dessutom står det klart att konsumtionsskatten höjs från 5 till 8 procent i april 2014 och sedan vidare till 10 procent i april 2015. Historiskt sett har liknande reformer fått stora effekter på konsumtionsförloppet. Konsumtionsbeslut tidigareläggs och konsumtionen ökar kvartalet före lagändringen för att sedan falla tillbaka rejält när lagen träder i kraft. Sammantaget är bedömningen att **konsumtionen växer med 2,6 procent i år och med 0,6 procent 2013.**

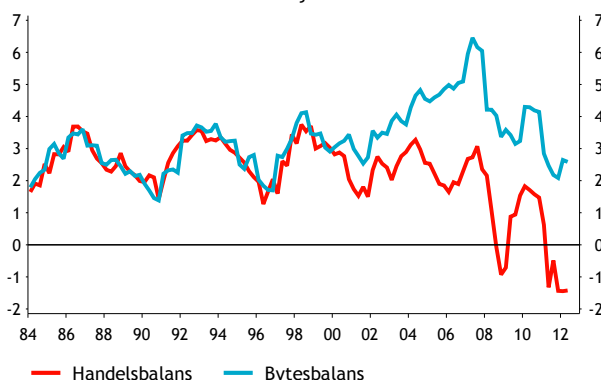
Utanför byggsektorn som gynnas av återuppbyggnadsarbetet kämpar företagen i motvind. Såväl lägre kinesisk efterfrågan som problemen i Euro-zonen hämmar industrin som dessutom brottas med en mycket stark valuta. PMI för tillverknings- och tjänstesektorn har tappat successivt sedan i våras och ligger klart under 50-nivån. METI:s enkät över produktionsplanerna tyder dock på en **stabilisering i industriproduktionen** som föll tre månader i rad mellan april och juni. Maskinorderingen, en indikator över företagets investeringar, föll brant i maj men återtog viss mark i juni. Sammantaget spås att **företagens investeringar växer med omkring 4 procent både 2012 och 2013.** Risken ligger på nedsidan. Hittills i år har exporten till Kina fallit med 7 procent i årstakt och exporten till EU med drygt 20 procent. En motvikt är dock att exporten till USA ökar med robusta 15 procent. **Exporten växer med 4 procent i år och med 3,5 procent 2013.**

Mellan 2012 och 2013 ligger ett finanspolitiskt omslag i korten och vi räknar med **något åtstramande inriktning** också 2014.

Detta är dock inte tillräckligt för att nå primärbalans (offentligt saldo exklusive räntebetalningar). Tvärtom trenden i de flesta länder har budgetunderskotten ökat de senaste åren. Budgetunderskottet blir 8 procent av BNP 2013 och 7,5 procent 2014; klart högre än andra ledande ekonomier. **Statsskulden växer därför till enorma 245 procent av BNP 2014.**

Handelsbalansen uppvisade minustal i fjol och underskotten har fortsatt hittills i år. Utvecklingen reser viktiga frågor kring rådande ekonomiska struktur med nettosparande och stora överskott i bytesbalansen. Eftersom övriga komponenter ger så kraftiga överskott verkar dock underskott i bytesbalansen osannolika de närmaste åren. Men om den bedömningen är felaktig lär konsekvenserna bli dramatiska eftersom Japan tvingas till att importera kapital för att finansiera statsskulden.

Bytesbalansen visar fortsatt överskott
1 000 miljarder JPY



Källa: Ministry of Finance, IMF, SEB

Stramare finanspolitik motverkas delvis av nya penningpolitiska lättnader. Oavsett om Noda-administrationen får förnyat förtroende eller om en ny regering tillträder kommer **prisstabilitet ligga högt på den politiska agendan.** Så länge inflationen understiger målet lär centralbanken utsättas för löpande påtryckningar. **Inflationen, som pendlat kring nollstrecket hittills i år, hamnar en bit under centralbankens inflationsmål på 1 procent också kommande år.** Därmed talar mycket för att det kvantitativa lätttnadsprogrammet utökas successivt. Programmet omfattar redan USD 875 miljarder (JPY 70 000 miljarder) varav merparten är i japanska statsobligationer. Förutom statsobligationer kan köp av företagsobligationer och aktier bli aktuella.

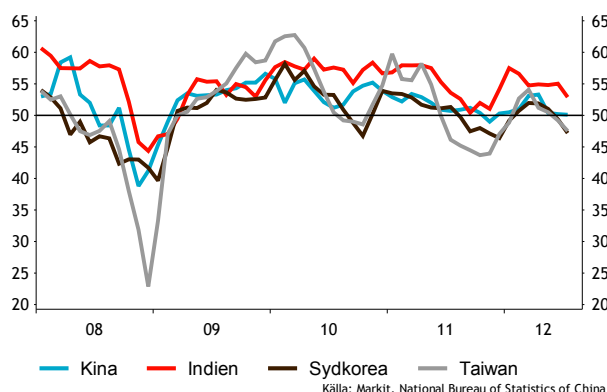
Yenen har svängt kraftigt i år. Efter att ha försvagats i början av året har valutan åter stärkts med besked och ligger **nära rekordstarka nivåer mot både dollarn och euron.** Det har fått IMF att ställa sig bakom eventuella interventioner i valutamarknaden. Prognosen är att botten är nådd för den här gången och att valutan rör sig i svagare riktning. **USD/JPY ligger på 80 i december 2012 och på 85 i december 2013.**

Motståndskraft mot nya påfrestningar

- **Inhemsk efterfrågan motverkar exportavmattning**
- **Ingen kinesisk hårdlandning**
- **Tydlig tillväxtdämpning och stort reformbehov i Indien**

De asiatiska tillväxtekonomierna pressas av svag omvärldsefterfrågan och tidigare ekonomisk-politiska åtgärder. Inköpschefsindex har fallit tillbaka tydligt för många länder den senaste tiden och BNP-tillväxten har bromsat in ytterligare något under andra kvartalet. I länder med stort exportberoende, t ex Singapore och Taiwan, är dämpningen mest markant. Bedömningen är ändå att en stark inhemsk efterfrågan driven av lättare ekonomisk politik, låg skuldsättning för hushållen och en god löneutveckling gör att **tillväxten i Asien hålls uppe hyggligt de närmaste åren**. BNP-tillväxten i regionen hamnar visserligen under trend för prognosperioden men fortsätter stå emot svaghet i Europa och USA och ger därmed viktigt **stöd till resten av världsekonomin**.

Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har fallit tillbaka



Inflationstrycket i Asien har mattats av jämfört med 2011. De senaste månadernas försiktiga återhämtning för energipriser samt den senaste tidens globala prisuppgång på jordbruksråvaror innebär dock att **inflationen väntas stiga temporärt i många länder**. Den underliggande inflationen kommer dock att vara fortsatt låg och stigande inflationstakt väntas inte få någon större effekt på penningpolitiken.

Att inflationen dämpats rejält sedan 2011 gör att de flesta centralbanker i regionen har möjlighet att sänka styrräntorna för att stimulera tillväxten. Detta har redan skett i bl a Sydkorea och Vietnam. Starka statsfinanser gör att **även finanspolitiken kan användas för att möta en försvagning av den externa efterfrågan**. Hong Kong och Singapore har de bästa förutsättningarna att föra en expansiv finanspolitik medan stora

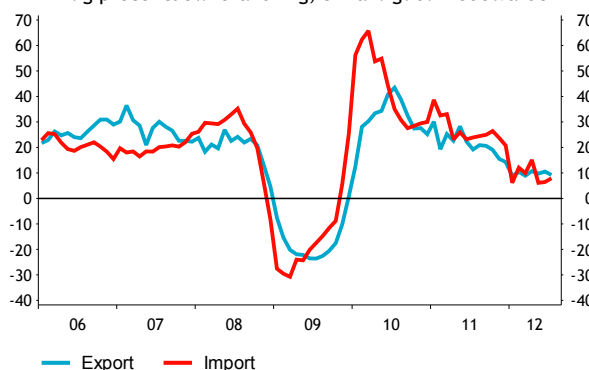
budgetunderskott i Indien och Vietnam i praktiken sätter stopp för denna möjlighet där.

Kina: Tecken på stabilisering

Statistikutfallen de senaste två månaderna har gett stöd för vår bedömning att **Kina kan undvika en hårdlandning** så länge inte ekonomin utsätts för en kraftig extern chock. Tillväxten dämpades ytterligare från 8,1 procent i årstakt första kvartalet till 7,6 procent andra kvartalet. Tillväxttakten sjönk därmed för sjätte kvartalet i rad.

Export- och importtillväxten planar ut

Årlig procentuell förändring, 3 mån. glid. medelvärde

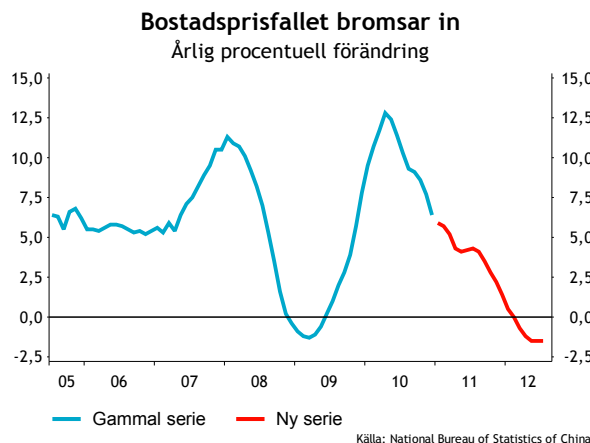


Statistiken tyder på en **stabilisering av ekonomin under slutet av andra och början av tredje kvartalet**. Inköpschefsindex och ledande indikatorer har planat ut. Arbetsmarknaden har stått emot nedväxlingen i tillväxten och fortsatt goda löneökningar ger stöd åt detaljhandeln. Försäljningen av personbilar har skjutit ny fart de senaste månaderna. Samtidigt visar den viktiga bostadsmarknaden tecken på återhämtning. Industriproduktionen fortsätter dock att utvecklas svagt. **För helåret 2012 väntas BNP-tillväxten hamna på 7,8 procent. 2013 växer BNP med 8,0 procent och 2014 med 8,2 procent.** Prognosen för både 2012 och 2013 har reviderats ned med sju tiondelar sedan *Nordic Outlook* maj. BNP-prognosen förutsätter att fortsatt uppmjukning av penningpolitiken tillsammans med en mer expansiv finanspolitik ger tillväxtestöd under andra halvåret 2012 och under 2013.

Exporten har visat tecken på att plana ut de senaste månaderna men utfallet för juli var oväntat svagt med en ökning på bara 1 procent i årstakt. Det kan bli svårt att nå regeringens mål om en exportökning på 10 procent för helåret 2012. Under 2013 och 2014 väntas exporten återvända till tillväxttakter på mellan 10 och 15 procent.

Tecknen på en stabilisering på bostadsmarknaden växer sig starkare. Antalet bostadsförsäljningar har stigit de senaste månaderna även om priserna i årstakt fortsätter att falla tillbaka något. Det har inte skett någon betydande uppluckring

av de statliga regleringarna vilket tyder på att återhämtningen drivs av en stabilisering i underliggande efterfrågan. Att priserna sjunkit samtidigt som lönenivån fortsatt stiga innebär att hushållens möjligheter att köpa bostäder förbättrats. Vår bedömning är därför att **risken för en hårdlandning på bostadsmarknaden har minskat ytterligare de senaste månaderna.**



Ansträngningarna för att få fart på bankutlåningen genom sänkningar av reservkraven och uppmaningar till bankerna att öka sin utlåning börjar bära frukt. Nyutlåningen steg i god takt under våren men föll tillbaka till 540 miljarder yuan i juli. Utlåningen väntas fortsätta stiga framöver; både banker och statliga företag har fått tydliga signaler om att skapa förutsättningar för ökade infrastruktursatsningar.

Inflationstakten har dämpats rejält de senaste månaderna; i juli låg inflationen på 1,8 procent. Kärninflationen ligger på en stabilt låg nivå och ökningstakten för livsmedelspriser ligger så lågt som på 2,4 procent i årstakt. Tillfälliga baseffekter har dock legat bakom en betydande del av de senaste månadernas KPI-dämpning, vilket bidrar till att vi räknar med att inflationstakten stiger något den närmaste tiden. Inflationen bedöms dock hålla sig under målet på 4 procent under prognosperioden. Kina har därmed lyckats få kontroll över inflationen och det finns därmed goda möjligheter att stimulera ekonomin. **Inflationen**

väntas som årsgenomsnitt hamna på 3,1 procent 2012 och 3,5 procent 2013. 2014 blir inflationen 3,8 procent. Stigande livsmedelspriser på världsmarknaden utgör en uppträsk.



Inflationsdämpningen har bidragit till att centralbanken sänkt styrräntan snabbare än vi räknat med. Sedan i maj har golvet för utlåningsräntan sänkts från 6,56 procent till 6,00 procent. Dessutom har flexibiliteten i räntesättningen ökat. Vår bedömning är att det kommer **ytterligare styrräntelättnader under tredje och fjärde kvartalet** och att räntan därefter ligger kvar på 5,50 procent under prognosperioden. Bankernas reservkrav har sänkts tre gånger sedan i november, men ligger fortfarande på en historiskt sett hög nivå. Vi räknar med ytterligare sänkningar från nuvarande nivå på 20 procent ned till 18,5 procent vid utgången av 2012.

I höst (oktober eller november) kommer en stor del av ledarskapet i Kommunistpartiet att ersättas. Ledarskiftet minskar viljan att introducera nya reformer och gör att endast en försiktig anpassning av den ekonomiska politiken väntas. **Finanspolitiken börjar dock bli mer expansiv.** Avsaknaden av automatiska stabilisatorer i form av exempelvis arbetslöshetsunderstöd gör att aktiva finanspolitiska åtgärder blir extra viktiga då tillväxten dämpas. Med ett förväntat offentligt budgetunderskott på 1,5 procent av BNP 2012 finns förutsättningar att föra en expansiv finanspolitik. Ett stimulansprogram av samma magnitud som

Kinas framväxt leder till ökade spänningar i Sydostasien

Kinas framväxt som ekonomisk och militär stormakt ökar risken för konflikter med övriga länder i Sydostasien, men också med USA som haft en central säkerhetspolitisk roll i regionen sedan andra världskrigets slut. Kontrollen över den Syd kinesiska sjön är en viktig källa till spänningar då innanhavet har omfattande gas- och oljetillgångar och samtidigt är en av världens mest trafikerade sjötransportleder där mer än hälften av de globala sjötransporterna passerar. Dispyter om territorialgränser mellan Kina och bl a Filippinerna och Vietnam har inträffat regelbundet de senaste tio åren och har blivit än mer frekventa på senare tid.

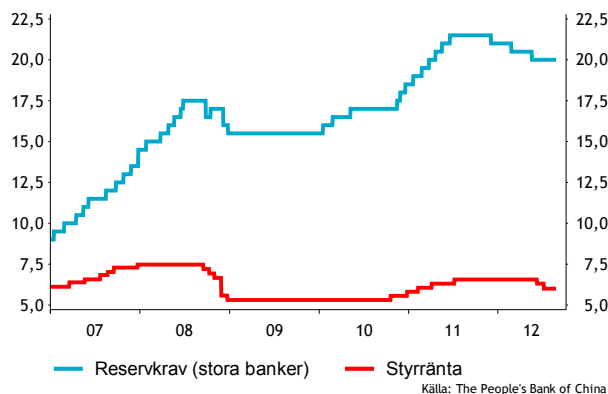
Kinas utmaning av USA som den ledande makten i regionen har redan fått USA att börja omlokalisera en betydande del av sin militära styrka från Mellanöstern till Asien. Dessutom sker en rejäl upprustning i övriga länder i Sydostasien och dessa

tvingas också närma sig USA för att skapa en motvikt mot Kinas ökande inflytande.

Risken för en allvarlig konfrontation mellan Kina och USA är i nuläget liten. Kinas försvarsutgifter är ännu relativt små jämfört med USA; uppskattningar för 2012 ligger kring 160 miljarder dollar men USA spenderar mer än fyra gånger så mycket. Den långsiktiga trenden gynnar dock Kina som även kan fokusera sina resurser på Asien medan USA har globala åtaganden. Kinas strategi verkar än så länge vara att ekonomisk utveckling går före militära ambitioner. Tonläget har dock höjts de senaste åren. Det ökande antalet incidenter under senare tid i kombination med Kinas växande styrka indikerar en betydande risk för en begränsad konflikt mellan Kina och Vietnam eller Filippinerna. En sådan bedöms inte få någon större inverkan på den stora kinesiska ekonomin men kan slå hårdare mot exempelvis Vietnam där 10 procent av exporten går till Kina och där även intäkter från kinesisk turism är viktiga.

det som sjösattes 2008-2009 (omkring 7 procent av BNP) och som ledde till obalanser och skuldsättning för lokala myndigheter lär dock inte bli aktuellt. Det handlar snarare om att **vända de senaste två årens kraftiga inbromsning för statliga infrastruktursatsningar**. Exempelvis ska järnvägsinvesteringarna fördubblas under andra halvåret och det ska bli lättare för privata företag att delta i infrastruktursatsningar.

Penningpolitiken mjukas upp
Procent



Sedan årsskiftet har yuanens appreciering gentemot dollarn avstannat och den kinesiska valutan har till och med tappat något i värde. Även om försvagningen endast ligger kring 1 procent är det den första längre perioden med depreciering sedan valutapeggen upphörde 2005. Skälen till detta är flera. På längre sikt eftersträvas en växelkurs som kan röra sig åt båda håll och centralbanken har därför ett intresse i att eliminera den gängse föreställningen att yuanen inte kan depreciera mot dollarn. En dollarförstärkning mot t ex euron har därtill pressat upp yuanens värde i handelsvägda termer. Att yuanen förstärkts mätt i handelsvikatde termer har bidragit till den svaga utvecklingen för exporten och den låga inflationen vilket i sin tur förstärkt motiven för den nya valutastrategin. Centralbanken har dock intervenerat vid nivån 6,38 yuan per dollar för att undvika ytterligare depreciering. Kursrörelserna gentemot dollarn väntas därför bli små under den resterande delen av 2012. Under 2013 och 2014 bedöms apprecieringstrenden gentemot dollarn återupptas. **USD/CNY står i 6,30 vid slutet av 2012. Vid slutet av 2013 och 2014 väntas kursen ligga på 6,20 respektive 6,00.**

Indien: Svag policyrespons på kraftig tillväxtdämpning

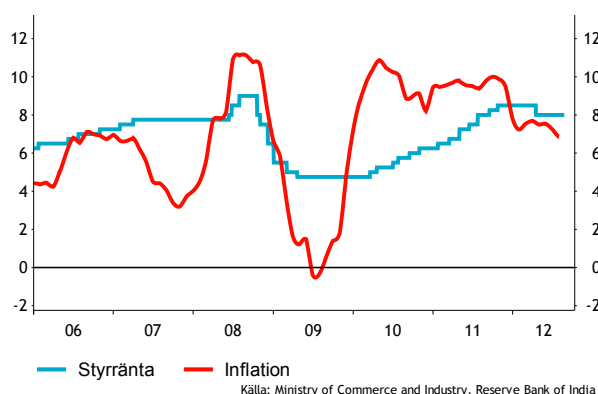
BNP-tillväxten fortsatte dämpas första kvartalet till 5,3 procent i årstakt, vilket var avsevärt sämre än väntat och den svagaste ökningen sedan 2004. Inköpschefsindex har stabiliserats efter en återhämtning från höstens bottennivåer men ligger under genomsnittet de senaste sex åren. Samtidigt har ledande indikatorer fallit tillbaka. **En svag utveckling för investeringar är huvudförklaringen till den sviktande inhemska efterfrågan.** Både industriproduktion och export har fallit tillbaka rejält under 2012. Exporten ligger nu nivåmessigt lägre än vid motsvarande tidpunkt 2011 trots att rupien deprecierat rejält. En onormalt svag monsunsäsong väntas slå mot jordbruksproduktionen. Sammantaget **väntas BNP växa med 5,8 procent 2012 och med 6,0 procent 2013. 2014 blir tillväxten 6,5**

procent. Prognosen har reviderats ned rejält jämfört med *Nordic Outlook* maj.

Det blir allt tydligare att **den ekonomiska tillväxten hämmas av en svag strukturpolitik**. Bland annat behövs en förändring av systemet med kostsamma energisubventioner. Sommarens omfattande strömavbrott är ett tydligt exempel på resultatet av eftersatta infrastrukturinvesteringar. Flera sektorer, exempelvis detaljhandeln, skulle behöva öppnas för utländsk konkurrens. Det låsta politiska läget gör dock att det lär dröja innan någon förändring sker. Före parlamentsvalet i maj 2014 väntas inga betydande beslut fattas. Utsikterna för ett bättre reformklimat på längre sikt är inte heller särskilt goda eftersom det största oppositionspartiet också är kallsinnigt till reformer.

Ett stort budgetunderskott tillsammans med envist hög inflation gör samtidigt att både **finans- och penningpolitik har litet utrymme att stimulera ekonomin på kort sikt**. Visserligen dämpades inflationstakten något i juli till 6,9 procent men ligger fortfarande långt över den nivå som centralbanken är bekväm med. Inflationen väntas inte heller falla tillbaka i någon större utsträckning framöver. Rupien har försvagats med omkring 20 procent mot dollarn de senaste tolv månaderna vilket sätter press uppåt på importpriserna. Den svaga monsunen utgör därtill en upptrisk för livsmedelspriserna. Bedömningen är att **inflationen som helårsgenomsnitt hamnar på 7,2 procent 2012 och på 7,0 procent 2013 och 2014.**

Inflationen biter sig fast kring 7 procent
Procent



Centralbanken är i en svår sits där hög inflation ska vägas mot en kraftig inbromsning för tillväxten. Efter räntesänkningen i april med 50 punkter har centralbanken låtit styrräntan ligga kvar på 8,0 procent. Kommunikationen från centralbanken har under 2012 varit en dålig guide till räntebesluten. Centralbankens syn verkar dock vara att räntesänkningar endast har små effekter på tillväxten och snarare riskerar att elda på inflationen. Potentialen för räntesänkningar är därför begränsad. **Styrräntan sänks med 25 punkter under tredje kvartalet och med ytterligare 50 punkter under fjärde kvartalet för att därefter ligga kvar på 7,25 procent.**

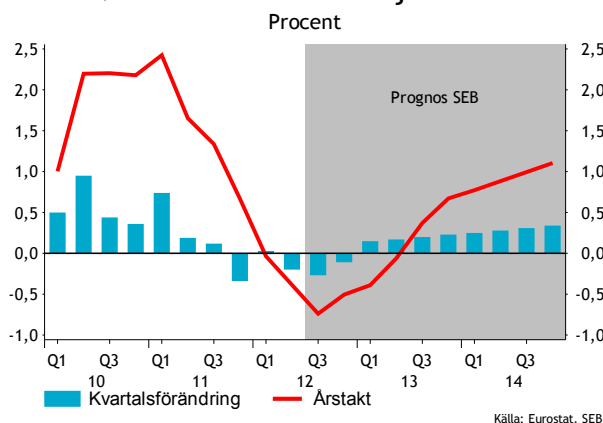
Centralbankens försök att stabilisera valutan har inte lyckats; rupien har fortsatt försvagas de senaste månaderna drivet av ett stigande underskott i bytesbalansen samt svaga utfall för den ekonomiska statistiken. **Rupien väntas ligga på 55,0 mot USD vid slutet av 2012 och på 52,5 vid slutet av 2013.**

Svag utveckling i krisländerna ger nära nolltillväxt 2013

- Tecken på tysk inbromsning
- Visst tillväxtstöd från euroförsvagning
- ECB:s stödköp provocerar Bundesbank

Kraftgången för ekonomin i Euro-zonen fortsätter. Under andra kvartalet föll BNP med 0,2 procent jämfört med föregående kvartal. Ledande indikatorer tyder på ytterligare nedgång under tredje kvartalet. Samtidigt kommer oroande tecken på att också den tyska tillväxten bromsar in. Tidpunkten när ekonomin slutar krympa har därför senarelagts vilket främst påverkar helårsprognosen för 2013. Som årsgenomsnitt väntas **BNP i Euro-zonen falla med 0,4 procent 2012. Nästa år stiger BNP svagt med 0,2 procent**, vilket är en nedrevidering med 0,6 procentenheter jämfört med *Nordic Outlook* maj. **2014 ökar tillväxten något till 0,9 procent**, dock under långsiktig trendtillväxt.

BNP-tillväxten bottnar tredje kvartalet



Fördjupade ekonomiska problem innebär samtidigt att **nya steg tas för att lösa krisen**. Trots motstånd från tyska Bundesbank är nu ECB på väg att ta ett större ansvar för att stabilisera euron och hjälpa krisländerna genom stödköp av statsskuldinstrument. **ECB:s vapenarsenal är omfattande och ska inte underskattas**. Åtgärderna från ECB skapar ökat politiskt handlingsutrymme. Risker finns dock att oenighet kring krisfonden ESM:s mandat, mål och verktyg samt strider om den lagda "Färdplanen för det verkliga EMU" återigen ökar osäkerheten kring eurokrisens hantering. De politiska systemens förmåga att vinna medborgarnas stöd för fördjupat ekonomiskt, finansiellt och politiskt samarbete blir på sikt avgörande. Liksom tidigare blir vår slutsats att **framtiden för euron i dess nuvarande form är omgärdad av osäkerhet**.

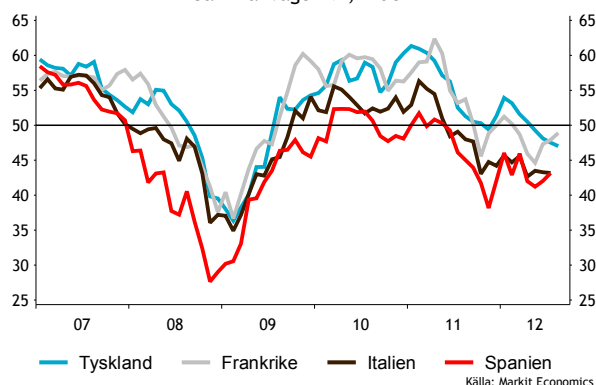
Tecken på vikande tysk konjunktur

De flesta indikatorer för Euro-zonen har fallit tillbaka sedan *Nordic Outlook* maj. Det sammanvägda inköpschefs-

indexet (PMI) för Tyskland har försämrats fyra månader i rad. Därmed har index nu hamnat under 50-strecket för alla de fyra största euroländerna. Nivåerna visar dock tecken på stabilisering och ligger klart över bottenivåerna under 2008-2009. **PMI pekar därför på ett förhållandevis begränsat fall för BNP i år i linje med liggande prognos, snarare än ett kraftigt ras.**

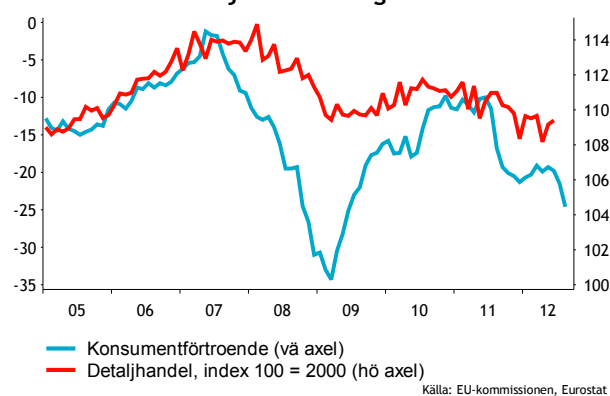
Inköpschefsindex har försvagats

Sammanvägt PMI, index



Konsumentförtroendet pressas alltjämt av hög arbetslöshet och åtstramningsåtgärder. I Italien har förtroendet till och med sjunkit under bottenivåerna från krisen 2008-2009. Nedpressad detaljhandel och privat konsumtion bidrar till att hålla ned tillväxten i Euro-zonen under prognosperioden.

Konsumentförtroendet viker nedåt och detaljhandeln stagnerar



Tyskland spelar en viktig roll för att hålla uppe tillväxten i Euro-zonen. Efter den exportledda uppgången under 2011 och ett starkt första kvartal 2012 bromsade den tyska ekonomin in under andra kvartalet då tillväxten stannade vid 0,3 procent. Ifo-index föll i juli för tredje månaden i följd. Även om nivån fortfarande ligger över det långsiktiga genomsnittet har fallet bidragit till en ökande oro för ekonomins motståndskraft mot den pågående eurokrisen. Även ZEW-index, som mäter den tyska finanssektorns syn på de ekonomiska utsikterna, har fallit

tillbaka rejält de senaste månaderna. Export, industriproduktion och detaljhandel har än så länge hållits uppe hyggligt men **ordergången börjar nu visa svaghetstecken**. Den tyska ordergången föll med närmare 8 procent i årstakt i juni och ligger klart under den senaste toppnivån från mitten av 2011.

Tydligare påverkan av omvärldskrisen gör att tyska BNP-prognosen för 2013 reviderats ned med sex tiondelar. God konkurrenskraft och starka statsfinanser gör dock att en recession kan undvikas. **Tysk BNP växer med 0,8 procent i år och med 1,0 procent 2013. 2014 ökar tillväxten till 1,5 procent.**

BNP

Årlig procentuell förändring

	2011	2012	2013	2014
Tyskland	3,1	0,8	1,0	1,5
Frankrike	1,7	0,3	0,3	0,5
Italien	0,5	-2,0	-0,6	0,3
Spanien	0,7	-1,7	-0,8	0,1
Grekland	-6,9	-6,4	-2,9	-1,1
Portugal	-1,6	-2,8	-2,4	-0,5
Irland	1,4	0,1	1,1	1,6
Euro-zonen	1,5	-0,4	0,2	0,9

Källa: Eurostat, SEB

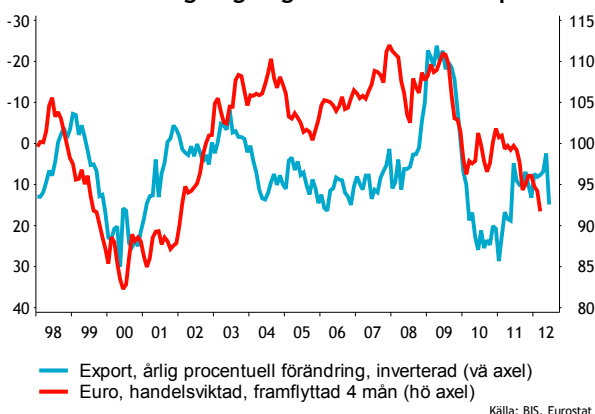
Euroförsvagning ger visst tillväxtstöd

Krisen i Euro-zonen har den senaste tiden lett till en påtaglig valutaförsvagning. Mätt i reala handelsviktade termer nådde euron i juli den lägsta nivån sedan 2002. Gentemot dollarn har euron försvagats med omkring 3 procent sedan årsskiftet.

Euroförsvagningen innebär i viss mån en krockkudde för ekonomin. Förändringar i växelkurser tenderar att påverka exporten med fyra till fem månaders fördröjning och det senaste årets försvagning av euron är tillräckligt stor för att kunna få exporten att växa framöver.

En svagare euro har dock begränsad betydelse för krisländerna eftersom den inte påverkar konkurrenskraften gentemot Eurozonens kärnländer som utgör de viktigaste exportmarknaderna. Dessutom motverkas försvagning av valutan av vikande extern efterfrågan. Indikatorer för exportorder har varit fortsatt svaga den senaste tiden och exemplet från krisen 2008-2009 visar att exporten från Euro-zonen föll kraftigt trots en rejäl depreciering av euron.

Kan euroförsvagningen ge stimulans till exporten?



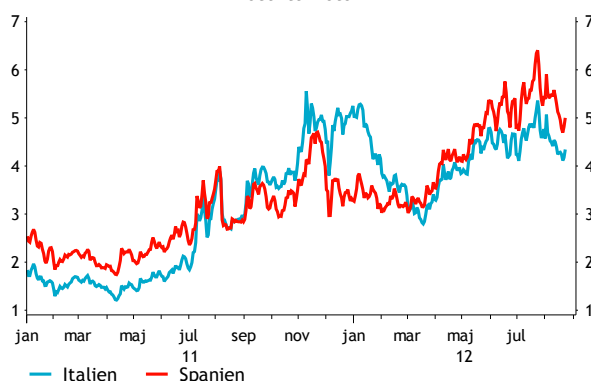
Sammantaget bedömer vi att en försvagning av euron med 10 procent ger en positiv BNP-effekt på ca 0,5 procentenheter. Effekterna skiljer sig åt mellan olika länder beroende på såväl exportens andel av ekonomin samt hur stor andel som går till länder utanför Euro-zonen. För länder som Tyskland och Irland går en betydande del av exporten, omkring 60 procent, till länder utanför Euro-zonen och exporten gynnas därför mer av en valutaförsvagning. I Spanien ligger andelen på bara 40 procent och i Grekland så lågt som 30 procent, vilket innebär att tillväxtstimulansen blir liten för dessa ekonomier.

Fortsatta utmaningar i krisländer

Situationen i Grekland har, åtminstone tillfälligt, stabiliserats något. Trepartistregeringen med Ny Demokrati, Pasok och Demokratiska Vänstern tycks vara inställd på att genomföra de åtgärder som Aten och Trojkan enats om som villkor för nya låneutbetalningar (nu närmast i september/oktober). Ändå kvarstår stora svårigheter eftersom en krympande ekonomi i kombination med låg skattemoral och bristfällig skatteuppbörd motverkar effekterna av åtstramningarna. Slutsatsen förblir att skuldsituationen är ohållbar och att det offentliga skuldmålet på 120 procent av BNP år 2020 inte är trovärdigt. **Bedömningen är att en ny skuldrekonstruktion genomförs med en nedskrivning på 30 procent av det nominella värdet på grekiska statspapper.** Det blir därmed den offentliga sektorn som får ta smällen denna gång i stället för den privata. De politiska och socioekonomiska utmaningarna är fortfarande så stora att **riskerna kvarstår att Grekland överger euron.**

Räntespread mot Tyskland, 10 år

Procentenheter



I **Spanien** är den makroekonomiska utvecklingen fortfarande mycket svag. Regeringen fortsätter att verkställa sin krispolitik men är pressad av politiska protester. Arbetslösheten som ligger nära 25 procent väntas stiga ytterligare. Bostadspriserna har fallit med 30 procent sedan toppen 2007. Vi räknar med ett fortsatt fall på åtminstone 10 procent, vilket tillsammans med risk för sämre ekonomisk utveckling i Sydamerika innebär ytterligare påfrestningar för det spanska banksystemet. Stödlånet till banksektorn på upp till 100 miljarder euro ger den offentliga sektorn en initial skuldökning på 10 procentenheter till runt 90 procent av BNP i slutet av 2012. Spaniens skuld är därmed fortfarande lägre än eurogenomsnittet. **Spanien bedöms behöva söka ett statsfinansiellt stödlån inom det närmaste året.** Källor inom EU-kommissionen har uppgivit att ett belopp så stort som 300 mdr euro kan behövas för att stabilisera de spanska statsfinanserna.

Vår bedömning är att **EU:s stödfonder förfogar över tillräckligt stora resurser för att finansiera ett Spanien-paket.**

Problemet är istället att ett stödpaket i praktiken skulle förbruka de resurser som finns tillgängliga genom EFSF och ESM. Med nuvarande dimensionering av fonderna skulle det därför bli omöjligt att finansiera eventuella nödlån till Italien eller ge ytterligare stöd till Irland och Portugal. Att utöka stödfondernas resurser har visat sig vara svårt politiskt vilket innebär ett ökat tryck på agerande från ECB.

För **Irland** och **Portugal** har läget ljusnat något. Båda länderna har implementerat de reformer som är kopplade till stödpaketet och den makroekonomiska situationen visar tecken på att stabiliseras. Irlands exportdrivna ekonomi kan dessutom dra nytta av euroförsvagningen.

Italien ser ut att kunna reducera budgetunderskottet rejält de närmaste åren. Den största risken verkar vara av politisk karaktär; risken är att förtroendet för den sittande teknokratregeringen undermineras så att ett nyval framtingas. I likhet med Spanien är den makroekonomiska utvecklingen mycket svag. BNP föll under andra kvartalet för fjärde kvartalet i rad och arbetslösheten börjar närma sig 11 procent.

Frankrike har också svaga statsfinanser, men i nuläget är inte **underskottsproblemet** så akut. Ekonomin hämmas istället av svag konkurrenskraft och **obefintlig tillväxt**. President Hollande har föreslagit åtgärder som snarast riskerar att försämra ekonomins funktionssätt, exempelvis skatthöjningar och ett partiellt återtagande av höjningen av pensionsåldern. Tonläget mot bilindustrin, som nu tvingas till stora uppsägningar på grund av överkapacitet, har bitvis varit högt och tyder på bristande probleminsikt.

Finanspolitisk åtstramning

Förändring av konjunkturjusterat sparande, procent av BNP

	2011	2012	2013	2014
Tyskland	1,2	0,4	0,1	0,2
Frankrike	1,1	0,9	0,6	0,3
Italien	0,4	2,5	1,0	-0,3
Spanien	0,8	3,1	0,3	-0,1
Grekland	3,3	2,2	1,8	1,6
Portugal	2,6	3,3	1,6	-0,2
Irland	1,9	1,9	0,8	1,7
Euro-zonen	1,0	0,4	0,2	0,2

Källa: IMF, SEB

Budgetåtstramningarna har toppat

För Euro-zonen som helhet var finanspolitiken som mest restriktiv redan 2010 med en effekt motsvarande 1,0 procent av BNP. Detta berodde dels på åtstramningar i krisländerna men även på att politiken lades om efter stimulanserna 2008-2009.

Jämfört med åtstramningarna i USA och Storbritannien framöver är effekten för Euro-zonen på mindre än 0,5 procent relativt liten. De kraftigaste besparingarna sker i relativt små länder och får därför inte så stort genomslag på regionen som helhet. Åtstramningspolitiken kommer att fortsätta även om vår bedömning är att stödländernas villkor kommer att mildras något. I år motsvarar de finanspolitiska åtstramningarna i krisländerna 2 till 3 procent av BNP, medan de dämpas till 1 till 2 procent 2013. Det ser inte ut att tillkomma ytterligare åtstramningsåtgärder i någon större omfattning. Spanien, Italien och Frankrike anser sig kunna minska sina budgetunderskott utan ytterligare åtgärder, vilket dock är beroende av att den makroekonomiska utvecklingen inte försämras ytterligare.

Allt starkare beroendeförhållanden

Sedan euron skapades har de ömsesidiga beroendeförhållandena förstärkts inom Euro-zonen. De ekonomiska obalanserna inom Euro-zonen och den pågående likviditetskrisen har starkt drivit på utvecklingen.

Jämfört med andra delar av världsekonomin har Euro-zonen som helhet relativt god balans gentemot omvärlden, vilket avspeglas i att över/underskotten i bytesbalansen varit relativt små. Bakom detta döljer sig dock stora interna obalanser. Tyskland var 2011 världens största exportör av internationellt investeringskapital medan Italien, Frankrike och Spanien var världens 3:e, 4:e och 5:e största importörer av kapital. Tysklands internationella förmögenhet har vuxit med 821 miljarder euro de senaste tio åren. Under samma period har Italiens, Frankrikes och Spaniens internationella skuld ökat med 1 208 miljarder euro (se tabell).

Så länge skillnaderna i konkurrenskraft mellan euroländerna består måste bytesbalansunderskotten att bestå och behöva finansieras. Skuld- och fodringsrelationerna är till övervägande del interna inom Euro-zonen. Att en låntagares betalningsförmåga är ifrågasatt innebär att det finns en långivare – t ex en pensionsfond, bank, industriföretag eller centralbank – som inte är säker på att få avkastning på sin investering (eller

riskerar nedskrivning). Det är svårt att se hur dessa obalanser ska kunna reverseras genom återbetalningar generade av förändringar i handelsflöden. Istället är det troligt att stora kapitalöverföringar från "Nord" till "Syd" kommer att behöva äga rum. Skulder och tillgångar behöver skrivas ned och det solidariska betalningsansvaret utökas för att rädda euron.

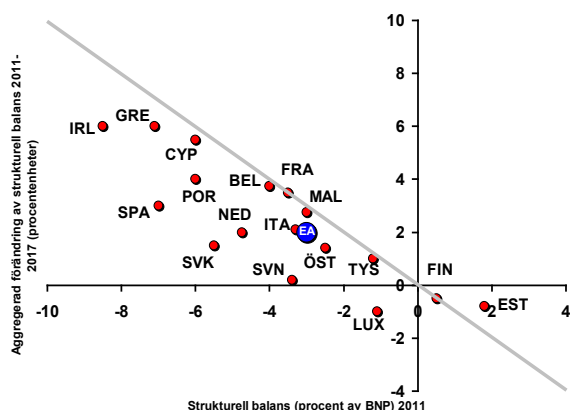
Mdr euro Urval av euroländer	Utlands- ställning 2002	Utlands- ställning 2011	Förändring 2011-2002
Tyskland	108	929	+821
Nederländerna	-112	249	+361
Belgien	98	213	+115
Luxemburg	24	36	+12
Finland	-53	31	+84
Slovakien	-6	-45	-39
Irland	-23	-153	-129
Grekland	-83	-171	-88
Portugal	-77	-176	-99
Frankrike	47	-317	-364
Italien	-161	-325	-164
Spanien	-303	-983	-680

Källa: Eurostat, SEB

Även om krisländerna gör framsteg och de faktiska och konjunktursade underskotten minskar väntas flertalet länder i Euro-zonen ändå uppvisa budgetunderskott 2014. Budgetunderskottet i Euro-zonen väntas minska från 4,1 procent av BNP 2011 till 3,3 procent 2012. **2014 bedöms budgetunderskottet ha sjunkit till 2,2 procent och statsskulden ligger då på 93,0 procent av BNP.**

Tysklands starka statsfinanser håller nere budgetunderskottet för regionen som helhet. Det tyska underskottet stabiliseras kring 0,5 procent de kommande åren trots svag tillväxt. Att Tyskland bedriver en svagt kontraktiv politik håller tillbaka återhämtningen. I diskussionen om att minska de globala obalanserna lyfts ofta de tyska bytesbalansöverskotten upp, men tittar man på den offentliga sektorn så har inte någon förmögenhet byggts upp det senaste decenniet. Tvärtom har den tyska statsskulden ökat från omkring 60 procent av BNP 2001 till över 80 procent 2011.

Euro-zonen: Planerad finanspolitisk åtstramning



Offentligt budgetsaldo

Procent av BNP

	2011	2012	2013	2014
Tyskland	-1,0	-0,6	-0,5	-0,5
Frankrike	-5,2	-5,0	-4,0	-2,9
Italien	-3,9	-2,0	-1,6	-1,4
Spanien	-8,5	-6,6	-5,0	-4,2
Grekland	-9,1	-6,5	-4,8	-3,2
Portugal	-4,2	-4,5	-3,1	-2,8
Irland	-13,1	-8,5	-7,2	-4,8
Euro-zonen	-4,1	-3,3	-2,7	-2,2

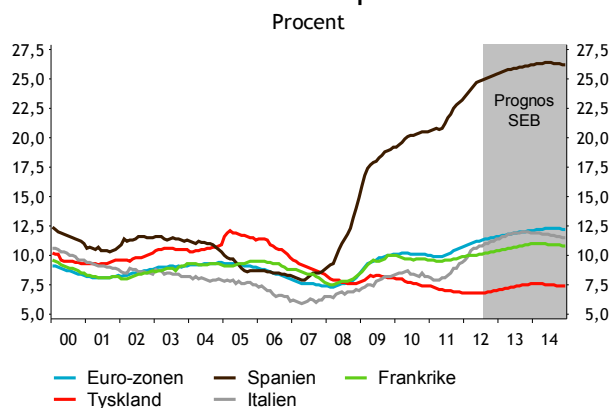
Källa: EU-kommissionen, SEB

Arbetslösheten sätter nya rekord

Arbetslösheten fortsätter att nå nya rekordnivåer; i juni var arbetslösheten 11,2 procent. Antalet arbetslösa i Euro-zonen börjar nu närma sig 18 miljoner; en ökning med strax över 2 miljoner på ett år. Ökningen drivs alltjämt av krisländerna och arbetslösheten fortsätter stiga i snabb takt i Grekland och Spanien. Även arbetsmarknaderna i Frankrike, Italien och Portugal fortsätter att försvagas om än i långsammare takt. I Irland syns dock tecken på stabilisering. Fram till i våras motverkades försvagningen av krisländernas arbetsmarknader till viss del av sjunkande arbetslöshet i Tyskland. **Den tyska arbetslösheten**

tycks nu ha bottnat ur. Antalet arbetslösa har ökat de senaste månaderna, om än marginellt. Svagare konjunktursignaler gör att vi räknar med en viss uppgång i arbetslösheten, dock från låga nivåer.

Arbetslösheten redan på rekordnivå

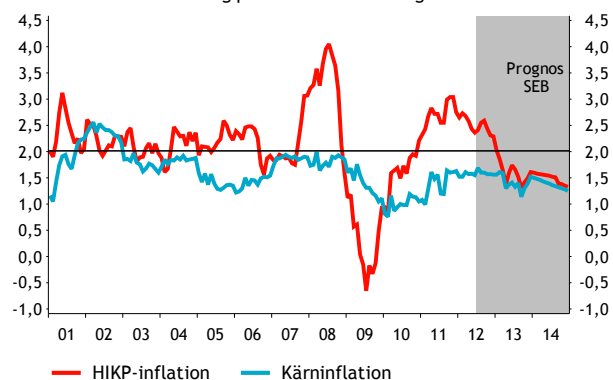


Källa: Eurostat, SEB

Sammantaget innebär den generellt svaga tillväxten i Euro-zonen i kombination med uppsägningar i den offentliga sektorn i krisländerna att arbetslösheten fortsätter stiga. Mätt som årsgenomsnitt **väntas arbetslösheten i Euro-zonen hamna på 11,2 procent i år och 11,9 procent 2013. Arbetslösheten väntas sedan plana ut under loppet av 2014 men årsgenomsnittet stiger ändå till 12,3 procent.** Arbetslöshetsprognosen har reviderats upp något jämfört med *Nordic Outlook* maj. Den svaga arbetsmarknaden hämmar konsumtionsefterfrågan och därmed tillväxten. En allvarigare aspekt är att massarbetslösheten riskerar att undergräva det folkliga stödet för åtstramningspolitiken och därmed försvaga legitimiteten för de politiska krafter som står bakom den.

Inflationen faller under ECB:s mål 2013

Årtlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, SEB

Inflationen ännu över ECB:s mål

I juli låg HIKP-inflationen kvar på 2,4 procent för tredje månaden i rad; klart över ECB:s mål strax under 2 procent. Inflationstakten har dock sjunkit från 2,7 procent vid årsskiftet. Prisuppgången fortsätter dämpas i långsam takt under resten av 2012 bl a genom att energiprisuppgångarna under 2011 faller ur tolv månaderstalen. Samtidigt pressas inflationen av svagare ekonomisk aktivitet, minskat kapacitetsutnyttjande och momshöjningar. Stigande energi- och livsmedelspriser gör dock att dämpningen går långsammare jämfört med tidigare prognos. Inflationsförväntningarna ligger alltjämt stabilt nära ECB:s mål.

Mätt som årsgenomsnitt hamnar inflationstakten på 2,5 procent 2012. 2013 faller inflationen ytterligare till 1,6 procent och till 1,5 procent 2014. Kärninflationen har legat kring 1,6 procent sedan hösten 2011 och faller ytterligare till 1,4 procent vid slutet av prognosperioden drivet av lågt kapacitets-utnyttjande.

Utvidgade insatser av ECB

ECB sänkte vid julmötet refinräntan med 25 punkter till 0,75 procent, under bottennivån 1,0 procent från krisen 2008-2009, efter att ha legat i vänteläge sedan i våras. Sänkningen väntas få ganska små stimulanseffekter. Ytterligare sänkningar är tveeggade bl a för att bankernas incitament för utlåning försvagas. Av marknadsvårdande skäl verkar ECB inte heller vilja sänka inlåningsräntan under dagens nivå på 0 procent.

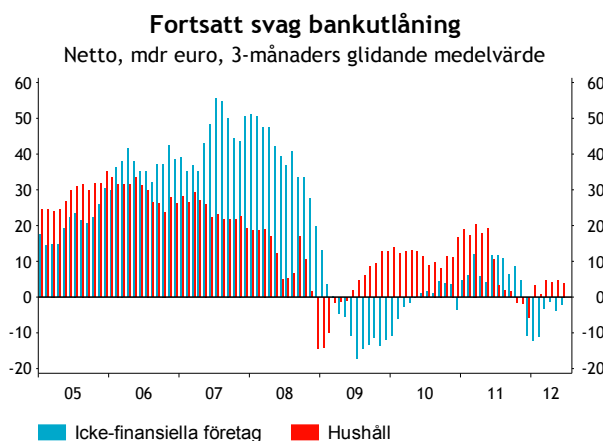
Bedömningen är att ECB sänker refinräntan ytterligare en gång i oktober men sedan stannar vid 0,5 procent.

Refinräntan ligger sedan kvar på den nivån under hela prognosperioden. **Nya treårslån (LTRO)** av den typ som ECB tidigare erbjudit **verkar inte vara aktuella för tillfället.** Ett skäl till detta är att ECB:s senaste *Bank lending survey* snarast pekar på att låg efterfrågan från företagen, och inte strama kreditförhållanden, är huvudförklaringen till den låga utlåningen. Vi räknar dock med att ECB är beredda att ge nya LTRO-stimulanser i ett senare skede.

I början av september ska ECB presentera detaljerna kring de nya stödköpsprogrammen av statspapper. Utgångspunkten blir att de inte ska ersätta hjälp via krisfonden ESM utan i stället utgöra en "lender-of-last-resort" för stater som inte kan erhålla kortfristig finansiering (upp till ett år) till rimlig ränta. Beslutet innebär att tyska Bundesbank måste köras över, men det sker sannolikt med den tyska regeringens implicita acceptans. Att ECB kan hävda att åtgärden fungerar som smörjmedel för den traditionella penningpolitiska transmissionsmekanismen kan också bidra till att mjuka upp Bundesbanks motstånd.

derna stoppa beslutet. I samband med räntebeslutet i augusti **klargjorde ECB att länder måste ansöka om hjälp från EFSF/ESM innan stödköp av statspapper kan bli aktuellt från ECB:s sida.** Att ansöka om stödköp av ECB hos Eurogruppen innebär därmed en viss begränsning av den nationella suveräniteten och har därför ett politiskt pris. Hittills har därför regeringarna i Italien och Spanien varit ovilliga att gå den vägen. Bedömningen är dock att de båda länderna kommer att söka stöd hos Eurogruppen vilket kommer att ge klartecken för ECB att inleda stödköp av statspapper. Man kommer dock att vara mer försiktig när det gäller att intervensera i stödländers budget- och reformpolitik jämfört med hanteringen av Grekland, Irland och Portugal.

Sammanfattningsvis har den senaste tidens utveckling accentuerat att ECB i princip har obegränsade möjligheter att låta sin balansräkning växa för att stötta krisländer. De finansiella riskerna med en sådan politik är i nuläget små. ECB kan dock ställas inför förtroendeproblem om det uppfattas som att man går i politikernas ledband genom att stater indirekt får en kreditlina till ECB:s balansräkning. Vi tror dock inte att ESM kommer att få en banklicens den närmaste tiden på det sätt som t ex Italien förespråkar; det kräver fördragsförändringar och är något som inte bara Bundesbank utan också den tyska regeringen – åtminstone i dagsläget – klart utesluter. ECB väntas även bidra genom en mer flexibel inflationsmålspolitik och acceptera lite högre inflation, framförallt om den genomsnittliga inflationen i Euro-zonen pressas upp av en hög tysk inflation.



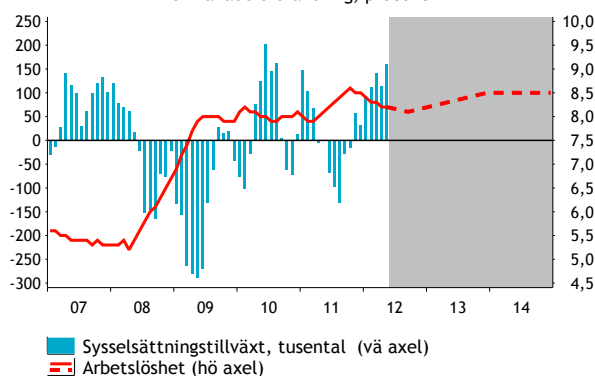
Krisfonden ESM förväntas starta sin verksamhet direkt efter att den tyska författningsdomstolen har gett sitt godkännande den 12 september. Även om det är önskvärt att samtliga 17 finansministrar röstar ja till att ECB inleder stödköp räcker sannolikt 85 procents röststyrka för att påbörja statspappersköpen. Således kan inte länder som t ex Finland eller Nederlän-

Svag tillväxt skapar tvivel kring åtstramningspolitiken

- **Kraftigt BNP-fall trots OS-stimulans**
- **Motståndskraftig arbetsmarknad**
- **Tam inflationsutveckling öppnar för mer QE**

Storbritanniens ekonomi kämpar i motvind och BNP har fallit tre kvartal i rad. BNP-nivån ligger 4,5 procent under toppen före krisen och ekonomin tappar mark mot jämförbara länder. En förklaring är att Storbritannien genomfört större åtstramningar i finanspolitiken jämfört med exempelvis Tyskland, Frankrike och USA. I Japan har till och med finanspolitiken varit lätt expansiv 2010-2012. **BNP faller med 0,4 procent i år för att sedan växa med 1,4 respektive 1,6 procent 2013 och 2014.** Inflationen har fallit brant sedan toppen i höstas och sjunker under målet vid årsskiftet. Även framöver spås tam inflationsutveckling vilket öppnar för ytterligare penningpolitiska stimulanser när nuvarande program löpt ut. **Bank of England (BoE) utökar tillgångsköpen med GBP 50 miljarder i november.** Däremot avstår man från ytterligare räntesänkningar.

Förvånandsvårt stark arbetsmarknad i år
3-månadersförändring, procent



Källa: ONS, SEB

I prognosen ligger en konsumtionsdriven återhämtning under andra halvåret när de olympiska spelen ger en konsumtionsknuff. Lite längre fram bidrar tam inflation till att hushållen får andrum och reala inkomster ökar hyggligt samtidigt som efterfrågan i Euro-zonen stabiliseras. **Konsumtionen växer med närmare 2 procent både 2013 och 2014. Arbetsmarknaden har samtidigt utvecklats förvånansvärt starkt hittills i år.** Sysselsättningen växte med över 180 000 mellan mars och maj och arbetslösheten har oväntat fallit. En motsvarande uppgång i USA är ökningstal för sysselsättning på 300 000 tre månader i rad. Uppgången beror sannolikt på att de olympiska spelen haft en större tillfällig effekt än beräknat. Personalneddragningarna i offentlig sektor fortsätter och sammantaget är tillväxtbilden förenlig med svagt stigande arbetslöshet. **Arbetslösheten når 8,5 procent 2013 och ligger kvar på den nivå 2014 enligt våra prognoser.**

Industrins kräftgång fortsätter. Industriproduktionen har stagnerat sedan årsskiftet och indikatorerna pekar åt fel håll; PMI för tillverkningsindustrin störtade till exempel i juli. Dessutom visar bygg- och tjänstesektorerna svaghet och ett viktat genomsnitt av de olika PMI-undersökningarna har fallit under 50 för första gången sedan 2009. Krisen i Euro-zonen har smittat brittisk industri och exporten har fallit det senaste halvåret. De exceptionellt svaga handelssiffrorna i juni berodde dock främst på svag export utanför EU. I synnerhet föll exporten till USA med besked och CIPS exportorderindex pekar mot fortsatt svag handel. Sammantaget är bedömningen att **exporten stagnerar i år och växer med 3,5 procent nästa år.**

Storbritanniens strama finanspolitik håller tillbaka ekonomin. Åtstramningarna bidrog till att skapa förtroende på de finansiella marknaderna när de lanserades för några år sedan. Enligt finansminister Osborne ligger också åtstramningspolitiken fast; målet är att nå balans i strukturellt saldo på fem års sikt och planen är att öka takten i besparingarna 2013-2014. **Budgetunderskottet, som beräknas till 8 procent av BNP i år, faller till 5 procent av BNP 2014** enligt våra prognoser. När Storbritannien nu gått in i en ny recession börjar svångremspolitiken alltmer ifrågasättas, bl a hävdar IMF att åtstramningar bör ske i långsammare takt. Kritiken lär bli allt hårdare om recessionen får varningsklockor över Storbritanniens kreditvärdighet att ringa igen.

Erfarenheter från bl a USA i fjol visar samtidigt att ett lägre kreditbetyg inte behöver betyda högre statsobligationsräntor. En oberoende centralbank som dessutom sitter på 25 procent av statsskulden ger stabilitet. Liksom tidigare är bedömningen att Storbritannien behåller AAA-betyget. Trots att pundet stärkts mot euron sedan årsskiftet är den brittiska valutan fortfarande något undervärderad enligt våra beräkningar. En svag tillväxtbild och ytterligare QE talar för att apprecieringstrycket kommer av sig. Prognosen är att **EUR/GBP står i 0,78 i slutet av 2013** dvs nära nuvarande nivåer. Ett uppblossande av krisen i Euro-zonen skulle dock innebära flöden till "säkrare hamnar" och fortsatt apprecieringstryck.

Valutaförstärkningen har bidragit till att tygla inflationen. Nästa vår når inflationen 1,5 procent. Inflationen förblir låg de närmaste åren med ett genomsnitt på **1,8 procent 2013 och 1,5 procent 2014.** Det öppnar för mer penningpolitiska stimulanser och BoE utökar programmet med GBP 50 miljarder i november till 425 GBP miljarder. De senaste årens krympande utlåning har också fått BoE att agera för att öka kreditgivningen med särskilda program (Funding for Lending Scheme). Om åtgärderna inte får effekt är det möjligt att vissa storbanker helt nationaliseras.

Fortsatt divergens inom regionen

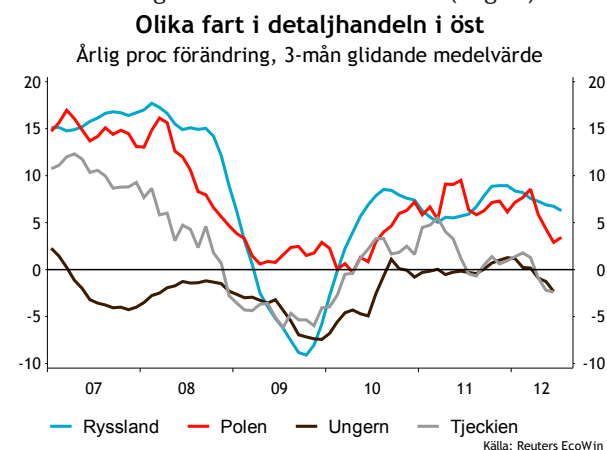
- **Inhemsk efterfrågan stöttar Polen-Ryssland**
- **Euro-krisen pressar i sydost**
- **Stabilare kreditförhållanden**

Ledande indikatorer i Östeuropa har på många håll **stabiliserats sedan i våras** efter tidigare relativt skarpa fall. Industrins inköpschefsindex har t ex planat ut strax över eller under expansionsgränsen 50. Vi står fast vid synen att konjunkturen i Östeuropa dämpas i år och bara repar sig något 2013 som följd av svag efterfrågan och pressat banksystem i Västeuropa. Export och investeringar bromsar in. Samtidigt består den **allt tydligare tendensen med polarisering i regionen**. De större ekonomierna Ryssland och Polen står emot eurokrisen väl med en relativt stabil tillväxt 2012-2013 på i snitt 3,8 respektive 3,2 procent - något under potentiell. Delar av centrala och främst södra Östeuropa drabbas dock förhållandevis hårt. Ungern, Tjeckien, Kroatien och Slovenien visar svag recession i år och marginell tillväxt 2013. Bulgarien, Rumänien, Slovakien och Ukraina noterar bleka BNP-ökningar. Lägre stålpriser och politisk osäkerhet är viktiga faktorer bakom Ukrainas tvära inbromsning i år. Prognoserna för 2013 är överlag något sänkta av nedreviderad omvärldsbild. För 2014, när världsekonomin vänder upp, ser vi en viss förstärkning av tillväxten i de flesta östländer.

Att **Ryssland och Polen klarar sig bättre** beror i hög grad på att de är **mindre exportberoende** samt **mindre sårbara för skuldavveckling och kreditåstramning i väst**. Ryssland har ett litet beroende av bankfinansiering via Euro-zonen. Polen har förvisso ett stort västberoende då lejonparten av bankerna ägs av euro-banker, men de är solitt kapitaliserade och signaler från moderbanker i väst är att tillflödet till just Polen inte stryps hårt. Den relativt höga kredittillväxten i främst Ryssland, men även i Polen, dämpas beskedligt närmaste året. En tredje plusfaktor för de två länderna är **visst stimulansutrymme**. I Ryssland öppnar gynnsamt oljepris för mer expansiv finanspolitik. Senaste tidens snabba omsvängning uppåt i inflation, driven av administrativa höjningar och dålig skörd, leder dock till två räntehöjningar under fjärde kvartalet 2012. I Polen viker inflationen i slutet av året under centralbankens övre gräns (målet är 2,5 +/- 1,0 procent), vilket öppnar för tre räntesänkningar med start fjärde kvartalet. Regeringen måste dock fortsätta med sin måttliga budgetåstramning nästa år för att klara landets of-fentliga skuldgräns på 55 procent av BNP.

Vår slutsats är, som tidigare, att inhemsk efterfrågan tuffar på i bättre takt i Ryssland och Polen än i många andra östländer även om investeringarna mattas av i år. Rysk konsumtion drivs av stark reallönetillväxt, medan polska löner ökar måttligt. På kort sikt sviktar dock konsumtionen på grund av oro för euro-krisen

samt i Ryssland av ökad inflation. I t ex Tjeckien och Ungern förblir konsumtionen svag till följd av åtstramningspolitik, svag kreditutveckling och statsfinansiell osäkerhet (Ungern).



Rysslands WTO-inträde nyligen kan ge **ganska stora positiva effekter** på landets ekonomi via växande handel och investeringar. Effekterna kommer dock **först på några års sikt** och styrkan beror även delvis på reformtaket. Mångårig övergångstid för sänkning av tariffer och liberalisering av tjänstesektorer samt dämpad världsekonomi gör att WTO-effekterna på ett-två års sikt blir relativt små.

Bättre riskaptit har stärkt många östvalutor efter vårens stora deprecieringar. **Närmaste halvåret blir valutarörelserna mer stabila** när euro-krisen till och från tynger riskviljan. På sikt finns utrymme för mer förstärkning via tillväxtfördelar mot Väst, räntedifferenser och långsiktig värdering. Ukraina, med stort bytesbalansunderskott, väntas under fjärde kvartalet i år ta ett steg mot mer flexibel växelkurs; i praktiken devalvera.

Kreditsituationen tinar sakta upp

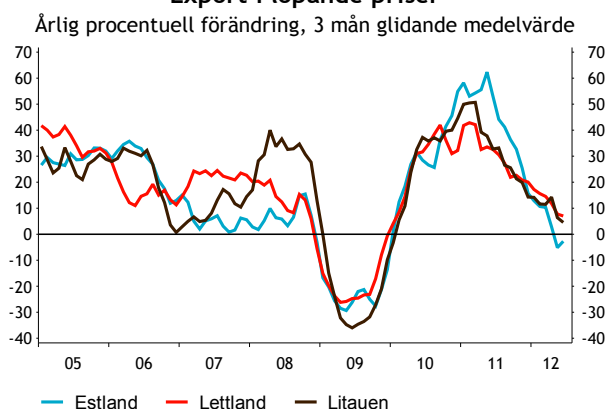
Sett till Östeuropa i stort så har kreditförhållandena ljusnat något och stabiliserats de senaste två kvartalen, efter tecknen andra halvåret i följd på en mer dramatisk åtstramning. Östeuropa avviker inte längre negativt från bilden i andra tillväxtmarknader. Andra kvartalet ökade också efterfrågan på konsumentlån för första gången på ett år. De slutsatserna kan dras av låneenkäter/rapporter från IIF respektive Vienna Initiative i juli. Säkert har ECB:s förmånliga lån till banker i Euro-zonen bidragit till en viss stabilisering av kreditsituationen även i Öst, men ännu kvarstår spänningar; bl a steg andelen dåliga lån brant andra kvartalet. Kreditmiljön är ännu onormalt stram och lär bara långsamt tina upp närmaste året, särskilt trögt i söder. Notabelt är samtidigt att polska centralbankens senaste mätning för andra kvartalet redan visat på en första lättnad av polska bankers lånepolitik för företags- och bolån. De väntar sig även ökad efterfrågan tredje kvartalet.

Inhemsk efterfrågan stötdämpare i exportsvackan

- Exporten svag men konkurrenskraftig
- Den höga arbetslösheten minskar långsamt
- Lettland klarar gränsvärdena för eurointräde

Den exportdrivna konjunkturedgången i Baltikum dämpas av fortsatt hygglig inhemsk efterfrågan. **BNP-tillväxten - som under det senaste året fallit tillbaka rejält i främst Estland men även i Litauen - återhämtar sig gradvis 2013** med stöd av växande privat konsumtion och investeringar. BNP-prognoserna för 2012 (Estland och Litauen även för 2013) är något uppjusterade jämfört med *Nordic Outlook* i maj, där vi flaggade för upptrisker i just inhemsk efterfrågan. Men det **dröjer till 2014** innan BNP-tillväxten **når upp till potentiell takt** på 4,0-4,5 procent. Det gör att den höga arbetslösheten krymper sakta. **Inflationen förblir låg i Lettland och Litauen men relativt hög i Estland** där impulser från löner, och på sikt även från penningmängd, är större.

Export i löpande priser



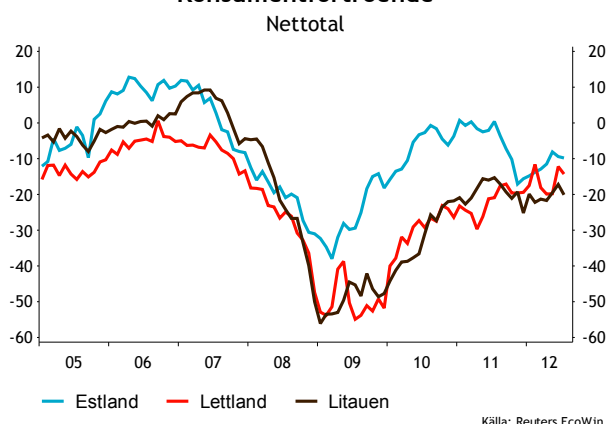
Exportboomen 2010-2011 gjorde att Baltikum åter kom på fötter efter tidigare depression. Exporten fick extra näring av lönesänkningar på totalt 12 procent i Estland och i Litauen och 19 procent i Lettland. Därmed reparerades konkurrenskraften som urgröpts av tidigare överhettning. Under senaste året har dock exportstyrkan, med en positiv årstakt på som högst 50-70 procent i löpande pris, snabbt klingat av. De högt exportberoende Estland och Litauen registrerade i våras negativ årstakt, om än delvis en följd av baseffekter och i Litauens fall även av planerade produktionsavbrott i landets exporttunga oljeraffinaderi. Vi spår **fortsatt svag exporttillväxt** i Baltikum under **2013, följt av en förstärkning 2014 när extern efterfrågan normaliseras**.

Alla tre länderna har under de senaste två-tre åren återtagit förlorade marknadsandelar i exporten; Litauen och Estland har inte bara återställt situationen utan redovisar stora nettovinster

i marknadsandelar. Den baltiska **exportens konkurrenskraft bedöms vara fortsatt god, med viss varning för Estlands utveckling**. De reala effektiva växelkurserna (mätt med KPI) har de senaste två åren apprecierat med beskedliga ca 1-2 procent efter tidigare depreciering under 2009-2010 med ca 5-10 procent (störst i Lettland). Detta beror på dels sjunkande euro, dels att lönerna ökat i en måttlig takt och inte gett några stora kostnadsimpulser. Estland avviker dock med en relativt hög lönetillväxt (+6,9 procent i årstakt första kvartalet i år) trots ännu betydande lediga resurser i ekonomin i stort. Om denna lönetillväxt tilltar ytterligare riskerar Estland att få ökat kostnadstryck och förnyade problem med konkurrenskraften.

Inhemsk efterfrågan står emot exportsvackan väl. Hushållens framtidsstro har t ex ljusnat i år trots allt svagare export. **Privat konsumtion och investeringar driver BNP-tillväxten** sedan i fjol och kommer så att göra även det närmaste året. Nivåerna är dock ännu nedpressade efter krisen. Investeringarna gynnas av ökande byggaktivitet och framöver även av återhämtning på ännu svala bomarknader. Länderna nyttjar även mer EU-medel för infrastrukturprojekt. Konsumtionen får näring av ökande hushållsinkomster och en gradvis förbättring på arbetsmarknaderna även om den kommer av sig en del närmaste året. Det dröjer dock ytterligare ett till två år innan kreditutvecklingen blir en positiv drivkraft för tillväxten. Efterfrågan på lån har visserligen ökat något, men skuldavvecklingen i privat sektor väntas fortsätta ett tag till.

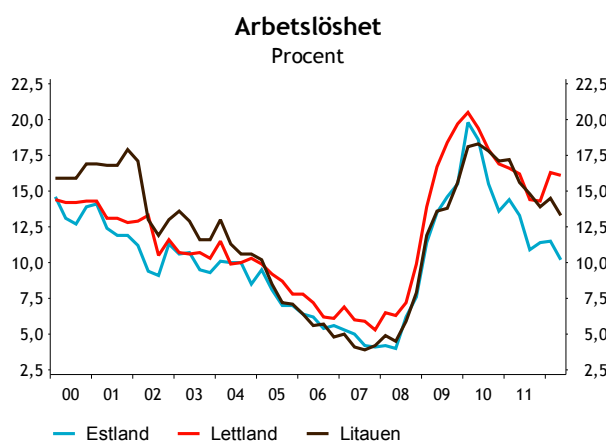
Konsumentförtroende



De exceptionellt stora underskotten i bytesbalanserna under överhettningen förbyttes på kort tid i överskott åren 2009-2010 samt enstaka kvartal 2011. Orsakerna var förbättrad handelsbalans samt initialt även resultatskiften i utlandsägda banker. I år har försvagad export åter medfört att ekonomierna visar underskott i bytesbalansen. Vi räknar med **ökande underskott i bytesbalanserna** i spåren av gradvis ökad inhemsk efterfrå-

gan de närmaste åren, **men nivåerna blir måttliga** och utgör därmed inga hot mot finansiering eller ekonomisk stabilitet.

Arbetslösheten krymper från höga nivåer, men det går trögt i Lettland och Litauen. Estlands snabbare nedgång bromsas nu tvärt upp i spåren av tillväxtfallet. Nedgången i arbetslöshet är också **till en del effekter av omfattande emigration**. Vid EU-medlemskapen 2004 kom en utflyttningsvåg då många sökte jobb utomlands. Den senaste djupa krisen startade en andra våg. Negativ demografisk utveckling utgör ett allvarligt hot mot ekonomiska tillväxtförmågan på sikt. Länderna brottas även med andra betydande **strukturella utmaningar** där hög ungdoms- och långtidsarbetslöshet kombineras med flaskhalvproblem i vissa branscher.



Estland: Stor exportandel sätter avtryck

Estland uppvisar en dramatisk nedväxling i tillväxt. Under fjol-årets tre första kvartal ökade BNP stadigt i en årstakt om ca 8,5 procent – snabbast av alla EU-länder. Under påföljande fjärde kvartal inträffade en halvering och därefter har inbromsningen fortsatt till 2,0 procent för andra kvartalet i år. Tidigare fördel med en stor exportsektor i ekonomin (motsvarande ca 75 procent av BNP) har vänts till en nackdel då efterfrågan i främst Västeuropa, med tyngsta marknaderna Sverige och Finland, tappat fart. Tillväxtfallet följer i stora drag våra tidigare prognoser. Inhemsk efterfrågan utvecklas något bättre än väntat. Bland annat stärks det offentliga byggandet mer än väntat genom användandet av statens inkomster från försäljning av utsläppsrätter, en effekt som dock närmast upphör 2013. **BNP beräknas öka med 2,0 procent i år, med 3,0 procent 2013 och 4,9 procent 2013.**

Inflationen har lättat marginellt sedan i våras och årstakten var 4,1 procent i juli. Inflationen biter sig fast på denna relativt höga nivå i år och nästa år, delvis beroende på relativt hög lönetillväxt. Först 2014 dämpas inflationen till 3,3 procent.

Lettland: Mild svacka inför eurointräde

En lägre exportandel än i Estland och Litauen har bidragit till att Lettlands avmattning blivit mjukare. Tillväxten dämpades från en årstakt om 6,9 procent första kvartalet till 5,1 procent andra kvartalet. En fortsatt dämpning följer andra halvåret då den hittills relativt motståndskraftiga exporten väntas svikta och eurokrisen skapa viss osäkerhet bland konsumenter och investerare. Samtidigt ger rysk handel visst stöd och det finns på kort sikt ett momentum i investeringar, vissa delvis EU-finansierade.

BNP-tillväxten för 2012 väntas hamna på **3,5 procent, vilket är en större uppjustering** av prognosen (med 1 procentenhet) jämfört med för Estland och Litauen. Därtill finns viss uppåtrisk. Tillväxten stärks sedan gradvis till **4,0 procent 2013 och 4,5 procent 2014**. Detta scenario bygger på att investeringar får en extra knuff inför euro-anslutning.

Inflationen har fallit oavbrutet under senaste året från ca 4,5 procent till 1,9 procent i juli. Svag lönetillväxt och lugnare energipriser ligger delvis bakom denna nedgång och i juli bidrog även momssänkningen från 22 till 21 procent. Svagt underliggande pristryck och stora lediga resurser talar för fortsatt låga prisökningar. Höjda matpriser, till följd av råvarueffekter, utgör en uppåtrisk på kort sikt. Inflationen blir i snitt 2,1 respektive 3,0 procent de kommande åren.

Vi står fast vid att **Lettland kommer att klara gränsvärdena i Maastrichtkraven** i den utvärdering som EU och ECB väntas göra av landets euro-ansökan våren 2013. Inflationen blir tillräckligt låg (högst 1,5 procentenheter över de tre EU-länder med lägst inflation, beräknad på genomsnittet för senaste tolv månadersperioden vid utvärderingen) samtidigt som oväntat god tillväxt och fortsatt finanspolitisk åtstramning i år gör att budgetunderskottet hamnar väl under gränsvärdet 3 procent av BNP, troligen ned mot 2 procent. Därmed kan Lettland **troligen konvertera till euron 2014 enligt regeringens plan**. Detta förutsätter dock att inte EU-sidan sätter käppar i hjulen; Lettland måste också få grönt ljus för att nedväxlingen i inflation och budgetunderskott kan betraktas som varaktiga.

Litauen: Stort tillväxttapp och osäkert val

Litauen har kontinuerligt tappat i tillväxt från en årstakt på 6,7 procent tredje kvartalet i fjol till bara 2,1 procent andra kvartalet 2012. Senaste kvartalssiffran blev i och för sig extra nedpressad av stopp i oljeraffinaderiet. Övrig industri höll uppe tempot relativt väl. Konsumtionstillväxten dämpades något medan investeringarna var tröga. BNP-tillväxten har likväl varit något högre än beräknat och andra halvåret får den visst stöd av en positiv rekyl i oljeproduktionen. **BNP ökar med 3,5 procent 2012. För 2013 och 2014** väntas en bredbaserad tillväxt på **4,0 procent per år**. Inflationen stiger marginellt till 3,0 procent per år 2013-2014.

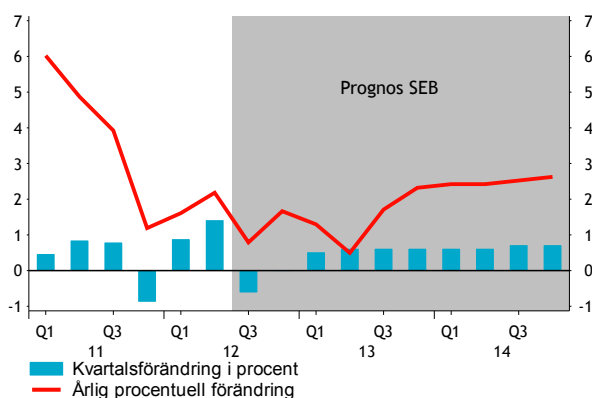
Regeringen siktar likt Lettlands på euro-inträde 2014. Inflationsskriteriet kan vara inom räckhåll även om Lettland ligger klart bättre till – om man bara ser till senaste årets utveckling. Det kan trots den finanspolitiska åtstramningen bli knepigt att i år nå under 3 procents budgetunderskott som andel av BNP. Dessutom blir det **troligen regeringsskifte** efter parlamentsvalet i oktober och det är i nuläget svårt att sja om den politiska färdriktningen och ekonomisk-politiska prioriteringar. Eurofrågan rymmer med andra ord både ekonomisk och politisk osäkerhet. Som i förra Nordic Outlook görs bedömningen att **Litauen ansluter till euron 2015**.

God motståndskraft men lågkonjunktur också 2013

- **Rekyl att vänta efter starkt andra kvartal**
- **Inflationen kvar under riksbanksmål**
- **EUR/SEK under 8,00 i höst**
- **Riksbanken sänker vid två tillfällen**
- **Finanspolitisk stimulans inför valet 2014**

Svensk ekonomi står emot eurokrisen relativt väl. Den mycket starka preliminära BNP-siffran för andra kvartalet har medfört att helårprognosen för tillväxten 2012 har reviderats upp till 1,3 procent (1,6 procent korrigerat för antalet arbetsdagar). Eftersom övriga indikatorer inte ger fullt stöd för siffran för andra kvartalet tar prognosen hänsyn till att en del av uppgången reverseras under andra halvåret (se fördjupningsruta). Den allt bredare nedgången i Europa och inbromsningen i tillväxtländer bidrar till att **prognosen för 2013 justerats ned till 1,5 procent** (1,9 procent i *Nordic Outlook* maj). Under 2014 väntas en viss ökning av tillväxten i linje med omvärlden och BNP stiger med 2,5 procent.

Tillväxt under trend även 2013



Den senaste tiden har regeringen signalerat att den ser ett budgetmässigt utrymme för finanspolitisk stimulans. Vi har redan tidigare utgått från att regeringen skulle tvingas till en omsvängning men har ändå **justerat upp stimulansdosen till 25 miljarder kronor** för 2013. Expansionen fortsätter under valåret 2014 då åtgärder motsvarande ytterligare 25 miljarder väntas genomföras.

Låg inflation, svag arbetsmarknad och avtagande ökningstakt i utlåningen till hushåll talar för en snar räntesänkning från Riksbanken. Tidpunkten är osäker men vi håller fast vid prognosen om **en sänkning vid septembermötet**, trots den starka BNP-siffran. Kronans appreciering förstärker motiven ytterligare, vilket bidrar till att vi förutser **ytterligare en räntesänkning ned till 1,0 procent i slutet av 2012**.

Att både finans- och penningpolitik lägger i ytterligare en expansionsväxel är logiskt mot bakgrund av det låga resursutnyttjandet. Därtill medför stimulansen i kombination med starkare valuta att överskottet i bytesbalansen pressas nedåt. Den svenska utvecklingen hamnar därmed mer i linje med de rekommendationer som bl a IMF fört fram om hur ekonomisk politik i överskottsländer bör bedrivas.

Industrin har växlat ned

Trots stigande BNP har **industrikonjunkturen bromsat in tydligt under första halvåret**. Både varuexport och industriproduktion har fallit jämfört med första halvåret 2011. Kortsiktiga sentimentsindikatorer har visserligen återhämtat sig något, men den fortsatt skakiga världskonjunkturen talar emot en bestående uppgång.

Varuexport till olika regioner

Procent av total varuexport, år 2011

	Tyskland	Sverige
EU	59	56
GIIPS	11	5
Frankrike	10	5
Tyskland	-	10
Norden	5	22
Utanför EU	41	44
USA	7	6
Kina	6	4
Japan	1	1

Källa: Eurostat, SEB

Huvudbilden att svensk export drar nytta av den relativt robusta efterfrågan på viktiga exportmarknader i norra Europa har dock fått stöd de senaste månaderna. Som tabellen visar har Tyskland en relativt större exponering mot Sydeuropa och Frankrike, vilket antagligen förklarar den mer markerade nedgång som nu kan skönjas i tyska industriindikatorer.

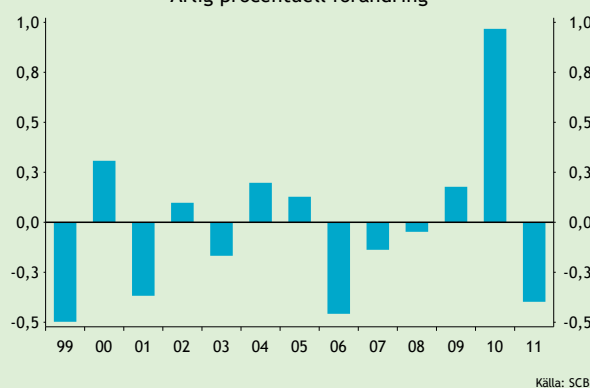
Framöver kommer dock den **allt starkare kronan att medföra en ytterligare avmattning i exporten**. Enligt historiska skattningar leder en 10-procentig förstärkning av kronan till 2,5-3 procent lägre export med en fördröjning på ca ett år. Känsligheten tycks dock ha minskat något på senare tid. Apprecieringen dämpar exporttillväxten med 1-2 procentenheter under 2012 och 2013. Tjänsteexporten har utvecklats starkare än väntat. Det är dock ovanligt att varu- och tjänsteexporten utvecklas åt helt olika håll. Tjänsteexporten brukar följa varuexportens rörelser men med mindre amplitud, vilket talar för att tjänsteexporten mattas under andra halvåret. Prognosen för tjänsteexporten i år har dock justerats upp. Totalt **ökar exporten med 1 procent under 2012** följt av en måttlig återhämtning till 3 procent 2013 och 4 procent 2014.

Överskattning av BNP andra kvartalet

Den övergripande bedömningen är att **BNP-estimatet för andra kvartalet** med en uppgång på 5,5 procent i årstakt **kommer att justeras ned**. En rimlig utgångspunkt är att SCB:s preliminära skattning verkligen är den bästa möjliga. Samtidigt är en naturlig del av prognosprocessen en avstämning mellan de ofta volatila kvartalsutfallen för BNP och andra mått på ekonomisk aktivitet, t ex konjunkturbarometrar, arbetsmarknad och uppskattningar av resursutnyttjande. Genom denna avstämning får man ofta en ganska god bild av sannolikhetsfördelningen för kommande revideringar som i detta fall pekar på en nedrevidering.

Granskningen är särskilt viktig vid denna tidpunkt på året. BNP-siffran som presenteras i slutet av juli är ett snabbestimat som endast publiceras för andra kvartalet i syfte att ge underlag för regeringens budgetarbete. Den första revideringen av snabbestimatet innebär regelmässigt betydligt större revideringar än vid normala kvartalsutfall. Sedan estimatet lanserades 1999 har revideringen vid fyra tillfällen varit 0,3-0,5 procentenheter och vid ett tillfälle så stor som en procentenhet.

Revideringar av snabbestimatet för kvartal 2
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

Studerar man detaljerna i utfallet utgjorde ett oförändrat lagerbidrag jämfört med föregående år den största överraskningen. Både konjunkturbarometern och det historiska konjunkturmönstret pekar på negativa lagerbidrag under 2012. Fallande varuimport stödjer också detta. Därför har endast en mindre uppjustering gjorts av lagerprognosen för helåret på grundval av siffran för andra kvartalet. Ett annat argument som talar för att andra kvartalet är uppblåst är att den rekyl uppåt i produktivitet som genererades är ovanlig i rådande konjunkturläge.

Blandade signaler för investeringar

Den svagare konjunkturen gör att **industriföretagen fortsätter att dra ned på investeringsplanerna** och enligt den senaste enkäten från maj väntas de vara oförändrade i år. Prognosen är att industriinvesteringar utvecklas i linje med planerna i majenkäten. Risker ligger dock på nedsidan; svag efterfrågan kan bidra till ytterligare nedjusteringar av företagens planer. En i utgångsläget låg investeringsnivå talar dock för att regelrätta fall kan undvikas.

De **totala investeringarna får stöd från viktiga inhemska sektorer**, där till exempel energisektorn har mycket expansiva planer i år. Bostadsinvesteringarna, som stigit starkt under de

senaste åren, bedöms däremot minska med 15 procent i år. Antalet påbörjade lägenheter har fallit betydligt och förväntningarna bland byggnadsföretagen har dämpats. En lång period med låg bostadsproduktion talar för att nedgången i byggandet ändå begränsas. Sammantaget innebär detta att **investeringarna ökar med 2 procent i år** för att därefter accelerera svagt under 2013 och 2014.

Hushållen fortsätter konsumera

Hushållen har **hållit uppe sin konsumtion relativt väl under inbromsningen** och mycket talar för att konsumtionen fortsätter stiga. Efter en svacka i slutet av 2011 har både konsumtionsutgifter och hushållsförtroende återhämtat sig. Stigande reallöner, delvis till följd av låg inflation, ger **relativt god inkomstutveckling** och vi räknar dessutom med att finanspolitiken bidrar till något högre inkomster både 2013 och 2014. Den osäkra konjunkturen och så småningom stigande arbetslöshet talar dock för en dämpad konsumtionsutveckling framöver. Prognosen är därför att **konsumtionen växer långsammare än inkomsterna både 2012 och 2013**.

Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

	2011	2012	2013	2014
Konsumtion	2,0	1,5	2,0	2,3
Inkomster	3,0	2,8	2,3	2,8
Sparkvot, nivå	9,7	10,9	11,3	11,7

Källa: SCB, SEB

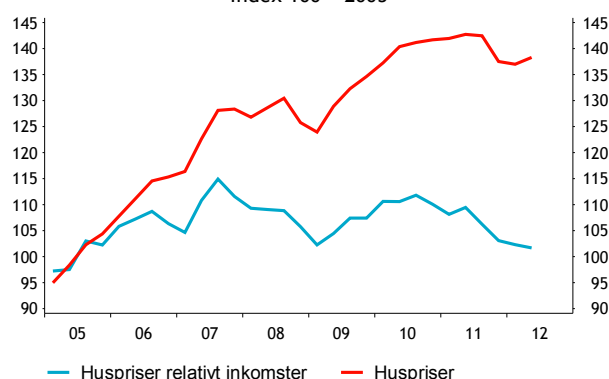
Minskade risker på husmarknaden

Huspriserna har den senaste tiden visat tecken på återhämtning efter en försiktig nedgång under senare delen av 2011.

Prognosen att priserna på medellång sikt kan falla tillbaka ytterligare något ligger fast. Den totala nedgången i bostadspriserna sedan toppen 2011 förutses hamna runt 10 procent. Marknaden i södra Sverige pressas av den starka kronan som drastiskt minskat intresset från danska köpare.

Bostadspriser mjuklandar

Index 100 = 2005



Källa: SCB

Riskerna för en stor nedgång med tydliga makroekonomiska effekter **har dock minskat den senaste tiden**. Indikatorer för husmarknaden tyder på stabila eller svagt stigande priser den närmaste tiden och de prognostiserade räntesänkningarna från Riksbanken ger ytterligare stöd. I ett längre perspektiv har ökningstakten i huspriserna dämpats sedan 2007. Att priserna i

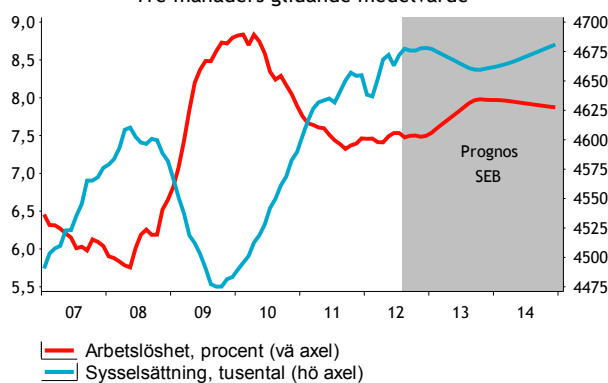
relation till inkomsterna redan sjunkit med ca 10 procentenheter ökar sannolikheten för en mjuklandning.

Gradvis försvagning av arbetsmarknaden

Arbetsmarknaden har, liksom tillväxten, överraskat positivt den senaste tiden. Arbetslösheten har legat runt 7,5 procent sedan mitten av förra året. Kortsiktiga indikatorer såsom nyanmälda platser och varsel har försvagats gradvis, men nivåerna tyder på fortsatt stigande sysselsättning de närmaste tre till fyra månaderna. Givet tillväxtavmattningen talar dock mycket för att arbetslösheten så småningom stiger svagt och att sysselsättningen faller något. Prognosen att **arbetslösheten stiger till ca 8 procent** är intakt, även om uppgången nu förväntas inledas först i slutet av 2012.

Arbetslösheten stiger gradvis

Tre månaders glidande medelvärde



Arbetsmarknaden

Procentuell förändring

	2011	2012	2013	2014
Sysselsättning	2,1	0,5	0,0	0,2
Arbetsutbud	1,2	0,6	0,3	0,2
Arbetslöshet (nivå)	7,5	7,5	7,8	7,9
Medelarbetstid	0,2	0,0	0,0	0,1
Produktivitet, BNP	1,6	1,1	1,6	2,4

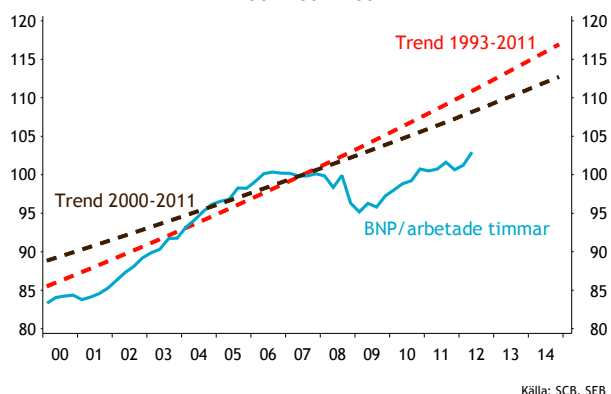
Källa: SCB, SEB

Sjunkande trendtillväxt i produktivitet

Tillväxten i produktiviteten blir måttlig under 2012 och 2013, vilket är naturligt när efterfrågan saktar in. Samtidigt har bara en liten del av produktivetsfallet under finanskrisen återhämtats. Trendtillväxten i produktivitet 1993 och 2011 uppgick till 2,1 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 snabba prisutveckling på världsmarknaden. Detta förhållande återspeglas t ex i att trenden med försämrade bytesförhållanden (terms-of trade) för svensk utrikeshandel har upphört. Produktivitetssändringar drivna av sammansättningseffekter är ofta inte något problem för ekonomin, genom att lägre produktivitet motsvaras av att företagen kan ta ut högre priser. Att vinstnivån inom företagssektorn, givet konjunkturläget, är relativt god tyder på att sammansättningseffekter är en viktig delförklaring.

Lägre trendtillväxt i produktiviteten senaste åren

Index 100 = 2007



Ny avtalsrunda i början av 2013

En stor del av årets avtalsrörelse är klar och över 2 miljoner anställda har fått nya avtal sedan de första tecknades av industrin i december 2011. Avtalen som slöts inom industrin innebar löneökningar på i genomsnitt 2,5-3 procent och därefter har också de flesta övriga sektorer slutit avtal i det intervallet. I de fall avtal slutits på en lägre nivå bidrar andra kostnadsökningar i avtalen till att totalsumman hamnar i linje med industrin. Prognosen om genomsnittliga **löneökningar på 3,5 procent 2012**, inklusive löneglidning, ligger fast. Det osäkra ekonomiska läget bidrar till att avtalsperioden blev kort och upptakten till nästa förhandlingsomgång börjar redan i höst. **Under slutet av mars 2013 löper flera avtal inom industrin ut**, vilket innebär att förhandlingarna går in i sitt intensivaste skede i början av 2013. Totalt kommer ett stort antal avtal som omfattar minst 2,2 miljoner anställda att löpa ut under 2013.

Under den senaste avtalsrundan visade flera parter ett missnöje med den rådande ordningen där industrin har en normerande roll. Detta satte dock inga större avtryck; antalet konflikter och anställda som omfattas av stridsåtgärder och förlorade arbetsdagar ligger kvar på historiskt låga nivåer. Allt tyder i dagsläget på att även avtalsrundan 2013 kommer att genomföras i en osäker ekonomisk miljö, vilket kan skapa spänningar mellan fackliga ambitioner om reallöneökningar och arbetsgivare som i ett pressat efterfrågeläge vill hålla nere kostnadsökningarna. **Löneökningarna väntas sakta in något till strax över 3 procent både 2013 och 2014.**

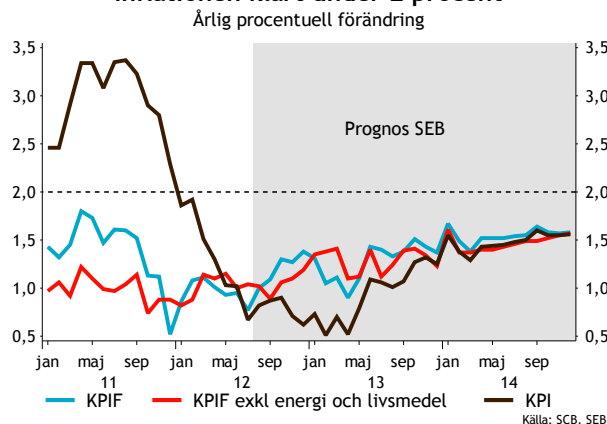
Långsamt stigande inflation

Inflationen har de senaste två åren **pressats ned till låga nivåer av låga löneökningar och kronans återhämtning** efter finanskrisen. Under sommaren har KPIF-inflationen till och med fallit under 1 procent, bl a till följd av fallande elpriser.

Inflationen är nu på väg att botten när nedåtrycket från tidigare kronförstärkning dämpas och löneökningarna ökar något. Dessutom väntas elpriserna normaliseras under hösten i linje med terminskontrakten på elmarknaden. **KPIF-inflationen stiger gradvis från knappt 1 procent idag till 1,5 procent i slutet av 2014.** Den senaste tidens kronförstärkning gör dock att prognosen för 2013 har justerats ned jämfört med tidigare prognos. Stigande livsmedelspriser pressar upp inflationen, men kronförstärkningen gör att effekten blir mindre i Sverige än i de flesta andra länder. KPI-inflationen föll till 0,7 procent i

juli och beräknas minska ytterligare något under andra halvåret när Riksbankens räntesänkning pressar ned kostnaderna för egnahem. När effekten på räntekostnaderna gradvis faller ur 12-månaderstalen under 2013 stiger KPI i samma takt som KPIF.

Inflationen klart under 2 procent



Växelkursen och inflationen

Den snabba kronförstärkningen under sommaren beräknas dämpa inflationen under 2013 med 0,2-0,3 procentenheter. För att avgöra inflationens känslighet analyseras korrelationen mellan växelkursen och olika delkomponenter i KPI-korgen. Det är framför allt priserna på energi, livsmedel och importerade varor som påverkas av växelkursen. **Gemenslaget på bensinpriset sker väldigt snabbt, medan effekterna via livsmedel och andra varor kommer med en fördröjning** på sex till tolv månader. Enligt beräkningarna medför en 10-procentig appreciering att inflationen sänks med 0,5-1,0 procent med en fördröjning på upp till tolv månader. Variationer inom intervallet kan bero på vad som förorsakat kronrörelsen och det allmänna efterfrågeläget.

Effekten av växelkursrörelser i analysen är lägre än vad t ex Riksbanken brukar komma fram till och det är troligt att den långsiktiga effekten av en permanent förändring av växelkursen underskattas av det 0,5-1,0 procentiga intervallet. En total övervärtning av kostnadsförändringen vid en växelkursrörelse på 10 procent skulle till exempel pressa ned KPI-nivån med 2,5 procentenheter. Att prisnivån skulle ändras i så stor utsträckning har dock inget starkt stöd i faktiska data.

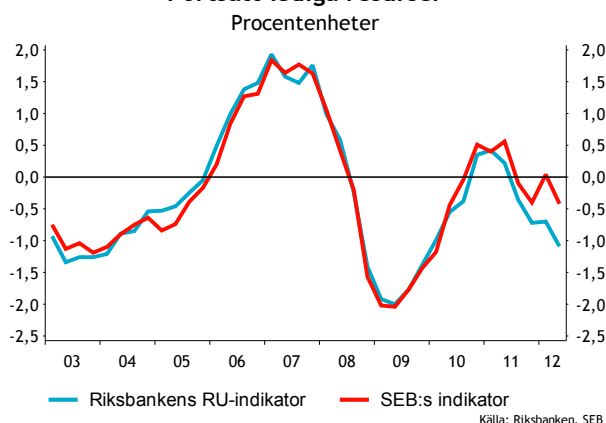
Riksbanken sänker två gånger

Vi håller fast vid vår prognos att **reporäntan sänks redan i september**, trots att den starka BNP-siffran för andra kvartalet har minskat sannolikheten. **Därefter sänks reporäntan ytterligare en gång i december 2012 till 1,0 procent.**

Trots att Riksbanken med all sannolikhet kommer att justera upp sin tillväxtprognos för 2012 har **motiven för räntesänkningar snarast förstärkts den senaste tiden**. Lågt inflationstryck, skakig arbetsmarknad och fortstätt turbulenta finansmarknader talar för ytterligare räntesänkningar. Att utlåningen till hushållen fortsätter att mattas försvagar också argumenten att räntesänkningar riskerar att äventyra den finansiella stabiliteten på längre sikt. Tecknen på rekyl uppåt i bostadspriserna talar dock i motsatt riktning.

En allt mer expansiv penningpolitik i omvärlden, med nya förväntade stimulanser från Fed och ECB, bidrar också till att penningpolitiken i Sverige blir relativt sett mer åtstramande. Detta bidrar i sin tur till att stärka apprecieringstrycket på kronan vilket ytterligare tenderar att pressa inflation och tillväxt. Även om kronrörelsen i TCW-termer än så länge är måttlig i ett historiskt perspektiv utgör den en kraft som påverkar ränteutsikterna under de närmaste åren.

Fortsatt lediga resurser



Låga styrräntor i omvärlden med nollränta för alla de stora centralbankerna under hela 2014 talar för låga styrräntor även från Riksbanken. Svensk ekonomi är väl förberedd för att följa med i en uppgång när världsekonomin skjuter fart vilket talar för att Riksbanken kommer vara en av de första centralbankerna som höjer. Enligt prognosen är dock inflationen låg och arbetslösheten hög även i slutet av 2014 samtidigt som styrräntenivån är hög i ett internationellt perspektiv. **Reporäntan ligger kvar på 1,00 procent även under 2014.**

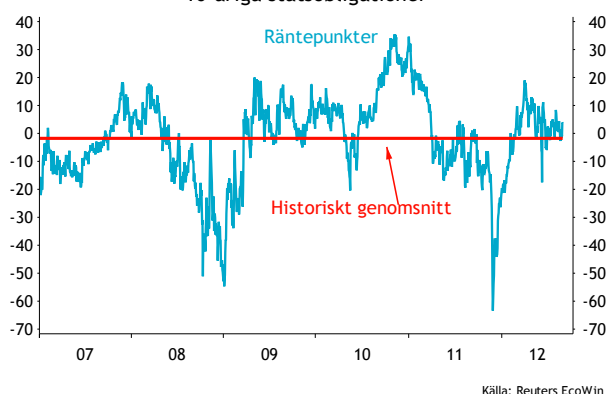
Valutainterventioner – möjligt verktyg för Riksbanken om kronan fortsätter stärkas

Den fortsatt stora potentialen för kapitalinflöden kommer troligen att **tvunga Riksbanken att överväga valutainterventioner** (sälja kronor, köpa utländsk valuta). Verktöget börjar bli alltmer accepterat och används av ett ökande antal länder för att hantera sidoeffekter av eurokrisen och globala obalanser. Den allt lägre räntekänsligheten för stora delar av kapitalströmmarna gör att interventioner rimligen är ett mer effektivt instrument för att påverka valutan än räntesänkningar. I rådande läge är sannolikheten också låg för att valutainterventioner skulle påverka trovärdigheten för inflationsmålet. Vår bedömning är ändå att valutainterventioner inte kommer att bli aktuella **förrän valutainflöden av oförminskad styrka pressar upp kronan ytterligare 5-10 procent**, motsvarande ett TCW-index runt 110.

Fortsatt låga obligationsräntor

Den svenska 10-åriga statsobligationsräntan ligger i nuläget nära den tyska efter att legat något högre under större delen av 2012. Att Riksbanken håller en högre styrränta än ECB skapar ett visst tryck uppåt även för långa svenska obligationer.

Snäv räntemarginal mot Tyskland 10-åriga statsobligationer



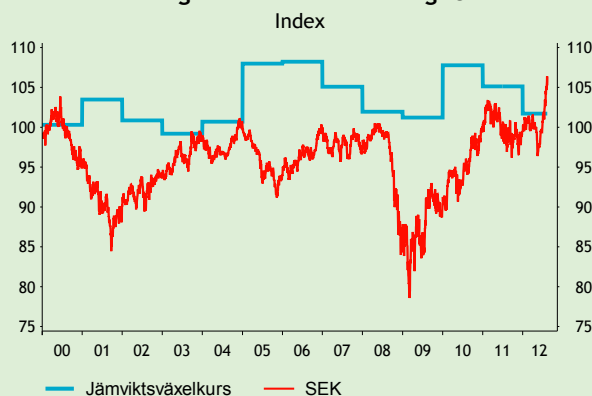
Det låga utbudet och fortsatt stort internationellt intresse för att placera i obligationer med säker AAA-status talar dock för **fortsatt press nedåt på långräntorna**. Detta argument gäller i hög grad också för Tyskland, där till exempel de tvååriga statsobligationerna uppvisar negativ ränta. Vi räknar med att den svenska tioåriga obligationsräntan stiger ungefär i linje med den tyska det närmaste året och att spreaden därmed ligger kvar nära noll. På längre sikt är det troligt att förväntning-

Kronan ännu rimligt värderad

Sedan slutet av maj har kronan stärkts påtagligt. Mot sitt handelsviktade index (TCW) har kronan stärkts med mer än 8 procent och är på den starkaste nivån sedan 1996. Självfallet är det svårt att med någon exakthet beräkna vad som långsiktigt är en rimlig nivå för kronan och olika indikatorer ger en blandad bild.

SEBEER, vår interna modell för långsiktiga jämviktsväxelkurser pekar på att **kronan**, från att ha varit undervärderad sedan mitten på 2000-talet, **nu ligger något över estimatet för den långsiktiga handelsviktade jämviktsväxelkursen**.

Kronan något övervärderad enligt SEBEER



Ett alternativt angreppssätt är att utgå från avvikelser från det långsiktiga medelvärdet i ett reellt handelsviktat växelkursindex. För närvarande pekar det på att kronan fortfarande är klart undervärderad i förhållande till de historiska nivåerna.

Det är även möjligt att bedöma en valutas styrka utifrån den strukturella (konjunkturoberoende) bytesbalansen. Varaktiga överskott i bytesbalansen utöver vad som krävs för att stabilisera landets nettoposition gentemot omvärlden på en långsiktigt hållbar nivå skulle kunna tyda på en undervärderad

arna om att Riksbanken höjer räntan före ECB blir allt tydligare. Därför väntas de svenska obligationsräntorna hamna något högre än de tyska under slutet av prognosperioden.

Kronan bryter ny terräng

Kronans styrka den senaste tiden **bekräftas omvärderingen till en mindre konjunkturkänslig valuta**. Flera argument talar för detta, bl a fundamenta i form av låg statsskuld och stort bytesbalansöverskott. I en internationell miljö där merparten av de forna AAA-rankade länderna tappat sin status får dessa faktorer nu en ökad reell betydelse. Att därtill avkastning spelar en underordnad roll ökar Sveriges attraktionskraft för internationella portföljförvaltare. I dagsläget äger utländska placerare nära hälften av utestående svenska stats- och bostadsobligationer.

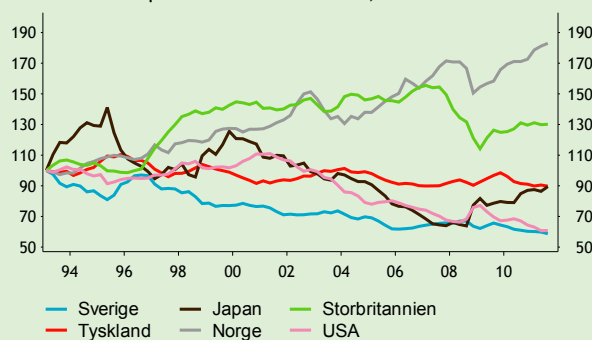
Riksbankens agerande har också haft stor betydelse. Att man länge beskrivit kronan som undervärderad är en del i en avslappnad attityd till valutaförstärkning som alltmer sticker ut i en värld där många centralbanker aktivt bekämpar apprecieringstryck. Centralbankerna i Schweiz och Danmark har t ex infört kraftfulla åtgärder mot stora kapitalinflöden, vilket

valuta. Sådana beräkningar av IMF från våren 2012 indikerade att kronan då fortfarande var undervärderad med ca 5-10 procent. Den förstärkning som har skett sedan dess skulle i så fall peka mot att kronan i dagsläget handlas i närheten av sin långsiktiga jämviktsväxelkurs.

Mycket tyder samtidigt på att åtminstone de större svenska exportföretagen blir allt mindre känsliga för variationer i kronans värde. Det verkar bl a bero på ökad globalisering. Samtidigt har svensk produktivitetstillväxt i den konkurrensutsatta tillverkningsindustrin varit mycket stark under det senaste decenniet och svenska företag bör fortsatt kunna hävda sig i den internationella konkurrensen trots en starkare krona.

Kraftigt divergerande utveckling i real effektiv växelkurs

Baserad på enhetsarbetskostnad, index 100 = 1993



Det mesta tyder på att kronan i dagsläget inte skulle vara övervärderad, utan snarare ganska rimligt värderad ur ett mer långsiktigt perspektiv. Detta hindrar inte att den senaste tidens kronförstärkning kommer att vara ansträngande för enskilda företag och branscher. En långsam och försiktig strukturomvandling av svensk ekonomi som pressar exportsektorn och gynnar inhemska delar av ekonomin har troligen redan påbörjats.

bl a ökar flödena till den svenska kronan. Att Riksbanken lät styrräntan vara oförändrad i juli samtidigt som flera andra centralbanker gick mot ytterligare penningpolitisk stimulans har adderat till apprecieringstrycket.

Vår bedömning (se fördjupningsruta) är att kronan just nu handlar nära sin jämviktsnivå. Hittills verkar också Riksbankens se kronnivån som rimlig, men signaler om en trängd exportindustri framöver kan få banken att bli mer tveksam. Vi räknar med att **kronan förstärks ytterligare något den närmaste tiden** och EUR/SEK går under 8,00 under hösten. När Riksbanken väl levererat sina sänkningar drar sig EUR/SEK upp till nivån 8,10. Även USD/SEK drar sig nedåt den närmaste tiden. Den gradvisa förstärkningen av dollarn mot euron gör dock att rörelsen blir liten. USD/SEK bottnar runt 6,50 i höst för att sedan röra sig långsamt upp till en nivå precis över 7,00 under 2014. Handelsviktat fortsätter kronan ned till en botten-nivå för TCW-index runt 112 i höst innan den gradvis försvagas upp mot 115.

Finanspolitiken blir mer expansiv

Den senaste tidens signaler från regeringen tyder på att man nu är på väg att backa från den tidigare mycket försiktiga finanspolitiska linjen. Finans- och statsministrarnas uttalanden tidigare i sommar samt signalerna från överläggningarna på Harpsund tyder på att man är beredd att lätta på plånboken i höstens budgetförhandling. Detta bekräftar vår analys i tema-artikeln i förra *Nordic Outlook* om att såväl inhemska faktorer som en rimlig internationell ansvarsfördelning talade för en mer expansiv politik. Vi räknar nu med **25 miljarder i reformer 2013 och ytterligare 25 miljarder 2014**; betydligt mer för 2014 än vår tolkning av signalerna från Harpsund. Utan dessa reformer är politiken något åtstramande; **sammantaget blir den finanspolitiska stimulanseffekten drygt 0,5 procent av BNP både 2013 och 2014.**

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2011	2012	2013	2014
Finansiellt sparande	0,1	-0,2	-0,3	-0,1
Offentlig skuld	38,4	37,3	36,8	35,2
Statsskuld (okonsolid.)	33,2	32,8	32,4	30,9
Statens lånebehov, mdr	-68	20	22	-10

Källa: SCB, SEB

Att de tre mindre partierna inom Alliansregeringen (Centern, Folkpartiet och Kristdemokraterna) brottas med lågt stöd i opinionsundersökningarna innebär att budgetförhandlingarna lär bli hårda. Utspelen inför budgetförhandlingarna och efter Harpsundsöverläggningarna tyder på att forskning, infrastruktur och bolagsskatt utkristalliserats som frågor där det finns större samsyn. Oppositionens motstånd inom dessa områden är dessutom mindre jämfört med t ex ytterligare jobbskatteavdrag. Den nya socialdemokratiska ledningen tycks dessutom ha lurats in i en politisk fälla. Det är knappast politiskt möjligt att stå kvar vid den tidigare positionen som innebar en helhjärtad uppslutning bakom finansministerns tidigare försiktighetslinje. Med tanke på att Budgetpropositionen för 2014 blir en valbudget räknar vi med att politiken då läggs om mot åtgärder som

är mer riktade mot individer såsom **skattesänkningar och ökade bidrag.**

Detta innebär att **statsskulden fortsätter att falla som andel av BNP** från 33,2 procent av BNP 2011 till 31 procent 2014. Den offentliga bruttoskulden ligger 4-5 procentenheter högre. Om också finansiella tillgångar beaktas ligger den offentliga sektorns finansiella förmögenhet stabilt på strax under 20 procent av BNP. Statens lånebehov blir i år och nästa år ca 20 miljarder.

De konjunktur känsliga offentliga finanserna har de senaste två åren uppvisat marginella överskott. Mätt i konjunkturjusterade termer ligger överskotten högre, runt 1 procent av BNP och i linje med överskottsmålet. Den svaga konjunkturen och finanspolitiska åtgärder gör att den **offentliga sektorns finansiella sparande faller från 0,1 procent av BNP till -0,2 respektive -0,3 procent av BNP 2012 och 2013.** 2014 förbättras sparandet till strax under balans.

Prognoser för statens lånebehov

Miljarder

	2012	2013	2014
SEB	20	22	-10
Riksgäldskontoret (juni)	32	15	-
Konjunkturinstitutet (juni)	10	13	-
Ekonomistyrningsverket (juni)	8	20	-37
Regeringen (april)	-12	-35	-90

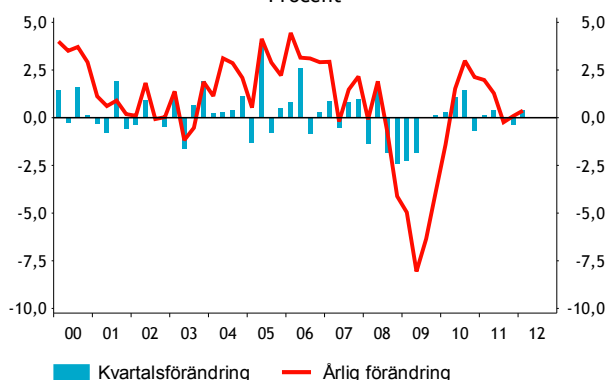
Källa: RGK, KI, ESV, Finansdepartementet, SEB

Bytesbalansöverskottet ökar då kronen försvagas

- **Låg men positiv tillväxt framöver**
- **Finanspolitisk stimulans drivkraft i närtid**
- **Handelsbalansen stärks av varuhandel och inkomstflöden**
- **Negativ depositionsränta hos centralbanken**

Den danska ekonomin fortsätter att hanka sig fram. Tillväxten första kvartalet var 0,4 procent och drevs av inhemsk efterfrågan. Handelsstatistik antyder att exporten lyfte BNP-tillväxten under det andra kvartalet. Samtidigt hämmas konsumtionen av strukturella faktorer och den internationella ekonomin kännetecknas av osäkerhet. **Tillväxten 2012 blir 0,5 procent, följt av 1,4 procent 2013 och 1,7 procent 2014.** Bedömningarna är oförändrade jämfört med *Nordic Outlook* maj.

BNP steg i början på året
Procent



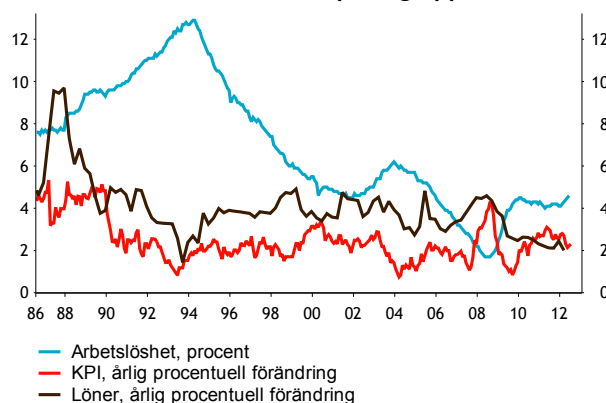
Konsumenter under press

Efter att konsumenterna frigjort ett uppdämt konsumtionsbehov mot slutet av 2011 och början av 2012 har konsumtionsindikatorerna varit dämpade under andra kvartalet. Förbättringen av konsumentförtroendet har avstannat på en nivå som är förenlig med oförändrad konsumtion. Siffror över detaljhandeln och i synnerhet nybilsregistreringen pekar också på oförändrad konsumtion. Data tyder således på en beskedlig effekt av den engångsöverföring som skedde i samband med förändringen i regelsystemet för förtidspensionering.

Benägenheten att spara är naturlig med tanke på den bruttoskuld hushållen byggt upp i samband med husprisbubblan och skuldnivån behöver reduceras efter bostadsprisfallet. Hushållen tyngs även av en fallande trend för reallöneutvecklingen. Utfallet av de senaste löneförhandlingarna tyder på att denna trend fortsätter. **Arbetslösheten har också ökat märkbart** de senaste månaderna. Osäkerheten på bostadsmarknaden är ett fortsatt problem, även om en viss stabilisering kan skönjas. En

nyligen genomförd skattereform innebär att fastighetsskatten förblir oförändrad fram till 2022. Trots detta är det sannolikt att bostadspriserna fortsätter att sjunka.

Arbetslösheten på väg upp

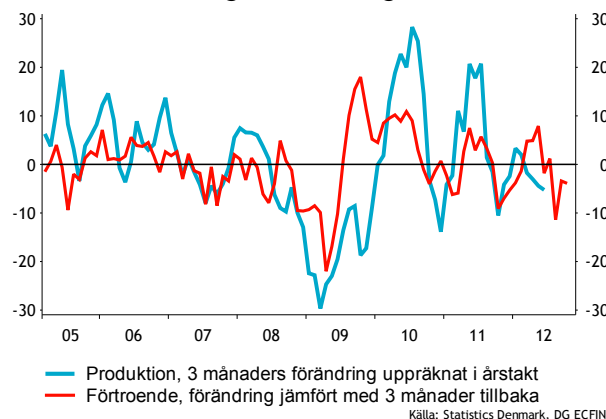


I takt med att den globala tillväxten bottnar och realinkomsterna ökar väntas konsumtionen återhämta sig försiktigt de kommande två åren. Det kommer dock att handla om en gradvis förbättring med tanke på behovet av fortsatt skuldkonsolidering hos hushållen.

Investeringarna planar ut

Företagens investeringar utvecklades starkt i början av året men kapacitetsutnyttjandet har ökat mer måttligt och olika indikatorer antyder att företagen nu intar en avvaktande attityd till investeringar. Det signalerar att investeringarna kommer att utvecklas mindre starkt under resten av året. Denna syn stöds också av att tillverkningsindustrins produktion sjunker och av negativt förtroende hos företagen. Det antyder att de mer cykliska delarna av ekonomin tynger aktiviteten i ekonomin.

Avmattning i tillverkningsindustrin



Investeringarna i byggsektorn har dämpats efter den svaga utvecklingen för bostadspriserna, en trend som väntas fortsätta. Planer på ökade offentliga investeringar väntas dock ge visst stöd i slutet av 2012.

Offentlig konsumtion viktigaste drivkraften för tillväxten på kort sikt

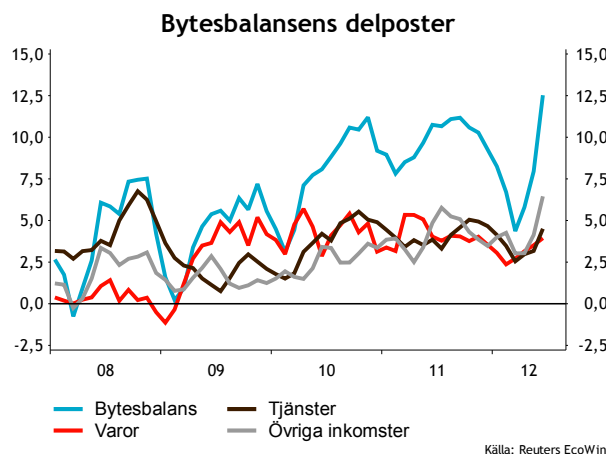
Den offentliga konsumtionen ökade under det första kvartalet, men efter den mycket beskedliga trenden förra året ligger den långt efter intentionerna i budgeten. Vi väntar oss därför att **finanspolitiken ger dragkraft åt tillväxten under andra halvåret**.

Regeringen har diskuterat en reform av arbetsmarknaden med fackliga organisationer och arbetsgivarsidan samt fört en diskussion om en skattereform med de politiska partierna. Syftet är öka utbudet av arbetskraft i ljuset av framtida demografiska utmaningar. Förhandlingarna om arbetsmarknaden bröt samman men regeringen och delar av oppositionen kommit överens om en **ny skattereform som sänker inkomstskatterna**. Denna kommer att få en beskedlig effekt på den privata konsumtionen 2013 och kommer att vara fullt genomförd 2022.

Det är fortfarande en öppen fråga hur nästa budget kommer att se ut i sin helhet och vilka partier som kommer att rösta för den. Utsikterna för finanspolitiken är därför osäkra, men den offentliga konsumtionens effekt på tillväxten kommer förmodligen att bli mindre 2013 än 2012.

Överskottet i bytesbalans når nytt rekord

Överskottet i bytesbalansen steg kraftigt andra kvartalet och var rekordstort i juni. Överskottet har varit förvånansvärt motståndskraftigt i ljuset av försvagad internationell tillväxt. Nettoexporten av varor och tjänster liksom inkomsterna har bidragit till förbättringen.



Ökande export av varor till andra nordiska länder och till USA kompenserar för exportnedgången till Euro-zonen och till Bric-länderna. En bidragande faktor är förbättringen av terms of trade orsakad av fallet för kronen i effektiva termer tack vare kopplingen till euron.

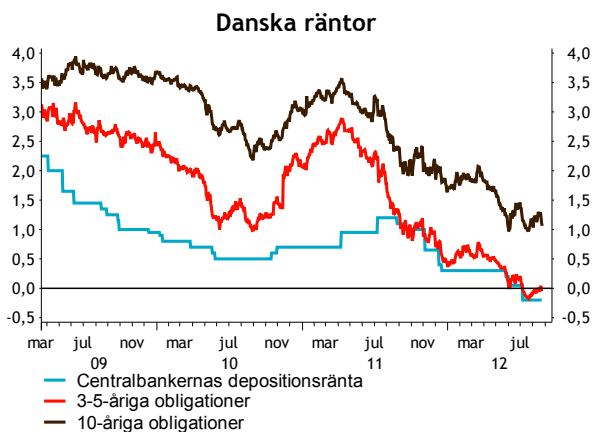
Tillverkningsindustrins exportordergång mattades av under det andra kvartalet och tillväxten för Danmarks viktigaste handelspartners väntas falla. Andra halvåret 2012 kan man således räkna med en svagare export innan global efterfrågan bottnat och förbättringen i terms of trade av en svagare krone stärker exporten.

DKK har fallit
Real effektiv växelkurs



Negativ dansk policy ränta

Efterfrågan på danska tillgångar har varit fortsatt hög. En signifikant del av avkastningskurvan för statsobligationer befinner sig nu i negativt territorium. En del av trenden har dock vänt på att det något starkare förtroendet för euron.



Efterfrågan på danska tillgångar är välgrundad eftersom landet har ett signifikant externt överskott och är nettofordringsägare gentemot omvärlden. Följaktligen bli **effekterna av den privata skuldkonsolideringen i huvudsak en fråga om intern omfördelning**.

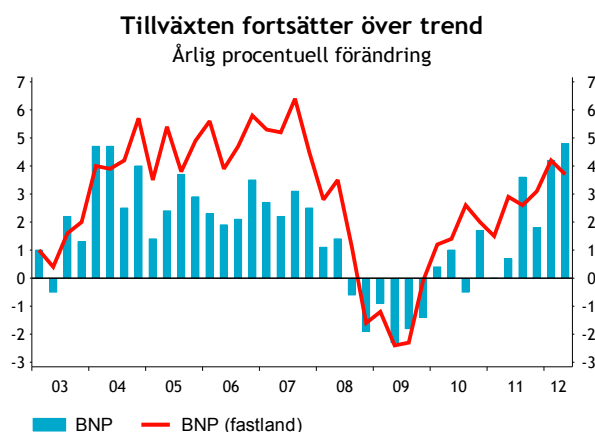
Kombinationen av ett stort överskott i bytesbalansen och ett ökat förtroende för danska tillgångar har lett till ett positivt tryck på kronen. **Centralbanken har genomfört signifikanta interventioner på valutamarknaden och sänkt policyräntorna till under ECB:s stryrränta**. När ECB sänkte sin depositionsränta för bankerna till noll i juli behöll den danska centralbanken sin räntemarginal, vilket är normalt. Det resulterade i en depositionsränta på -0,2 procent.

Centralbanken hade på förhand tydligt klargjort sina avsikter men åtgärden verkar ändå ha haft en signifikant effekt på kronen som försvagades påtagligt mot euron. Men även en förbättrad riskbild för Euro-zonen har bidragit liksom en viss dämpning av handelsflödena. Medan utvecklingen på kort sikt huvudsakligen drivs av politiken i Euro-zonen antyder utsikterna på medellång sikt att det positiva trycket på kronen fortsätter. Detta då överskottet i bytesbalansen består samtidigt som Danmarks redan beskedliga budgetunderskott minskar ytterligare vilket befäster de sunda offentliga finanserna.

Norsk økonomi går sin egen väg

- **BNP-prognoser revideras opp**
- **Fundamenta stødjer bostadsmarknaden – åtminstone i nulåget**
- **Norges Bank sitter still i båten till 2013**

Den norske økonomien fortsatte vaxa i god takt under våren og drog dermed ifrån omvärlden ytterligere. BNP ökade med goda 1,2 procent under andra kvartalet jämfört med föregående kvartal. Fastlands-BNP (eksklusive olja/gas og sjöfart) steg med 1 procent jämfört med föregående kvartal. På årsbasis växte økonomien med 3,7 procent, klart över trend. Den inhemska økonomien växte på bred front og även nettoexporten gav ett betydande bidrag till BNP.



De senaste två kvartalena har den konsekutiva ökningstakten för fastlands-BNP varit den högsta sedan 2007. Även om expansionen dämpades något under sommaren har **prognosen för fastlands-BNP för helåret 2012 reviderats upp till 3,4 procent** jämfört med 2,7 procent i *Nordic Outlook* maj. **Totala BNP väntas öka med 3,7 procent 2012 og med 2,7 procent 2013.**

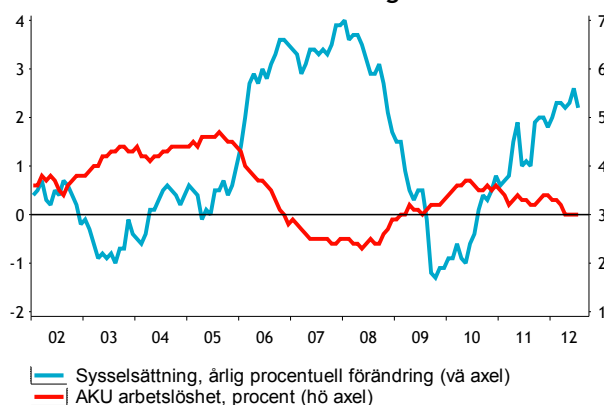
Stark inkomstillväxt göder konsumtionen

Med stöd av en solid tillväxt i realinkomsterna förblir privat konsumtion stark. Under det andra kvartalet ökade den privata konsumtionen med hela 1,0 procent jämfört med föregående kvartal og 3,5 procent jämfört med samma kvartal i fjol. Konsumtionen fick under våren extra dragkraft från ökad efterfrågan på elektricitet og olja för uppvärmning. Ett visst bakslag på kort sikt är därför troligt. Men den underliggande trenden är stark og **prognosen för konsumtionstillväxten 2012 har reviderats upp till 3,6 procent.** Det är en tydlig uppväxling jämfört med tillväxten på 2,4 procent i fjol när konsumtionen ökade i betydligt långsammare takt än inkomsterna. Skillnaden uppgick till två procentenheter.

Uppgången i sysselsättning har varit förvånansvärt stark hittills i år samtidigt som inflationen varit lägre än väntat. De nominella löneökningarna ligger på ungefär samma nivå i år som fjolårets 4,2 procent og hushållens reala disponibla inkomster växlar upp från 4,3 procent 2011 till nära 5 procent i år. Detta lyfter sparkvoten ytterligere från redan höga nivåer.

Olika mått på arbetslösheten har visat delvis skilda trender de senaste månaderna. I säsongsrensade termer har den registrerade arbetslösheten rört sig uppåt sedan i mars men nivån ligger på låga 2,5 procent. Enligt arbetskraftsundersökningen har dock arbetslösheten legat på 3,0 procent i genomsnitt under perioden maj till juli. Detta innebär en nedgång på 0,4 procentenheter sedan årsskiftet og nivån är nu den lägsta på tre år.

Arbetsmarknaden är i god form



Att sysselsättningen fortfarande växer med god fart signalerar fortsatt momentum i økonomien. Sysselsättningstillväxten har dock mattats från 0,9 procent under första kvartalet till 0,3 procent i genomsnitt maj-juli jämfört med föregående tremånadsperiod. Detta indikerar att ökningstakten sannolikt passerat toppen. På årsbasis ligger nu takten på 2,2 procent og helårssiffran 2012 väntas endast bli marginellt lägre än så.

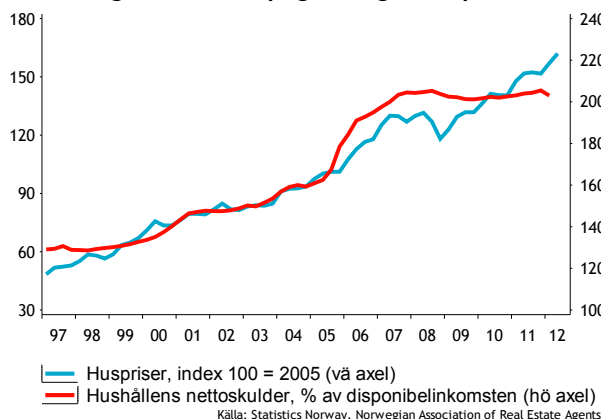
Också 2013 väntas nominell lönetillväxt överstiga 4 procent. En beskedligare ökning i sysselsättningen og något högre inflation (og räntor) gör dock att den reala inkomstökningen stannar på ca 4 procent. Det skapar förutsättningar för en god konsumtionsutveckling även om prognosen för 2013 är oförändrad på 3,4 procent.

Fundamenta støder bostadspriser i nulåget

Norska hushåll förefaller vara alltför skuldsatta. Mellan 1997 og 2007 ökade bruttoskulden från 130 procent till 200 procent av disponibelinkomsten. Även om ökningen har därefter planat ut (204 procent i början av 2012) utgör den höga skuldbördan en långsiktig risk.

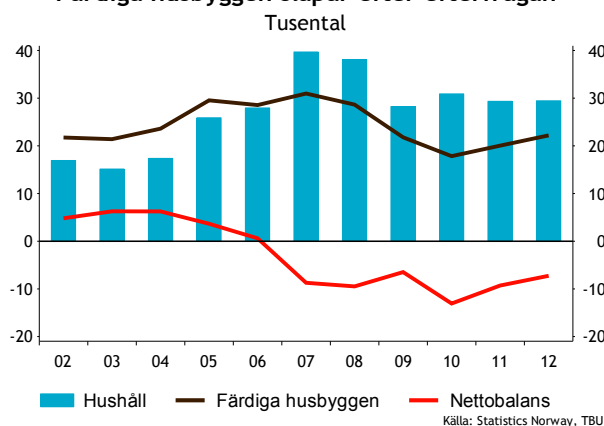
Den kraftiga skuldökningen speglar i hög utsträckning den kontinuerliga uppgången i bostadspriserna. Trenden bröts tillfälligt med en tioprocentig nedgång mellan juni 2007 och november 2008. Sedan dess har bostadspriserna åter skjutit i höjden med en ökning på 39 procent fram till juli 2012. Därmed har bostadspriserna fördubblats sedan 2003. Sett över hela perioden har bostadspriserna ökat mycket mer än inflationen och hyror men sedan 2005 har ökningen följt uppgången i disponibla inkomster väl.

Stigande skuld speglar högre huspriser



De höga bostadspriserna utgör en hög tröskel för förstagångsköpare. Om det är en bubbla som kommer att spricka eller ej avgörs av skattningar av jämviktsnivån samt om alltför stort risktagande eller överdrivna förväntningar på fortsatt prisuppgång är inbyggda i marknaden. Satt i relation till inkomstillväxt, antalet bostäder i förhållande till befolkningen och räntenivå efter skattemässiga ränteavdrag ser värderingen ganska rimlig ut. Enligt den norska statistikmyndighetens modell var bostadspriserna faktiskt något undervärderade 2011. När ränteeffekten exkluderades var priserna lätt övervärderade.

Färdiga husbyggen släpar efter efterfrågan



En bestående obalans mellan utbud och efterfrågan förklarar uppgången i bostadspriserna. Antalet nybyggda bostäder har släpat efter den demografiska utvecklingen. Som exempel färdigställdes närmare 20 000 bostäder 2011, samtidigt som antalet hushåll ökade med närmare 30 000. Stor immigration har inneburit en rekordsnabb befolkningsökning och utvecklingen ser ut att fortsätta. Under antagandet att antalet individer per hushåll förblir oförändrat implicerar statistikmyndighetens befolkningsprognoser att antalet hushåll kommer att öka med närmare 30 000 per år under hela 2010-talet. Samtidigt har antalet påbörjade bostadsbyggen ökat till en takt på

29 000 under första halvan av 2012. En betydligt högre nivå på byggandet krävs dock för att återställa balansen mellan befolkning och bostadsstock.

Därtill kommer att hushållen haft stark inkomstillväxt under många år. Det speglar i sin tur en kraftig förbättring i Norges terms-of-trade. Hushållens sammantagna disponibla inkomster har ökat med mer än 50 procent sedan 2003 och ökade med starka 6,2 procent på årsbasis andra kvartalet 2012. Räntorna är dessutom historiskt låga och ligger långt under vad Norges Bank betraktar som "normalt" eller vad inhemska fundamenta motiverar enligt vår bedömning.

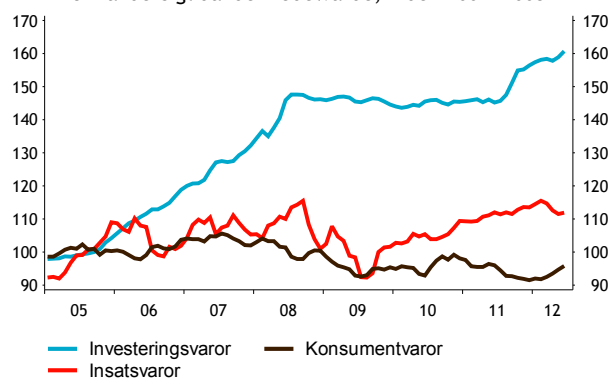
En korrigering i bostadspriserna kan komma på medellång sikt. Men i brist på exogena chocker sätter starka fundamenta ett golv för prisutvecklingen som förhindrar ras. Detta gäller åtminstone tills högre bostadsbyggande löser obalansen mellan utbud och efterfrågan.

Tudelning i tillverkningsindustrin

Aktiviteten är dämpad i tillverkningsindustrin exklusive energisektorn. Men produktionen faller inte som på många andra håll i Europa. Om man bortser från svängningar på månadsbasis har produktionen ökat varje kvartal sedan förra sommaren. Ökningstakten under andra kvartalet uppgick till 2,7 procent på årsbasis. Energiproduktionen (olje- och gasutvinning, elektricitet) ökade med höga 11,1 procent och stod för tre fjärdedelar av den totala produktionsökningen. Tillväxttakten i denna sektor är nu dock på väg att falla tillbaka.

Divergerande produktionstrender

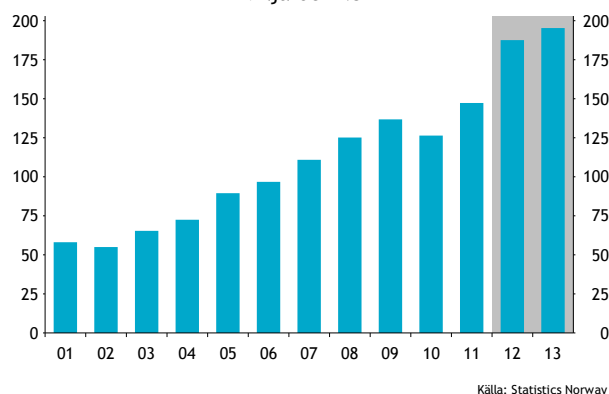
3 månaders glidande medelvärde, index 100 = 2005



Utvecklingen skiljer sig påtagligt mellan produktion för den inhemska marknaden å ena sidan och exportindustrin å andra sidan. Produktionen av investeringsvaror har gått starkt sedan slutet av 2010 och ökningstakten på årsbasis accelererade till 10,6 procent under andra kvartalet. Produktionen drevs av en stark investeringscykel i off-shore produktionen.

Enligt statistikmyndighetens junibarometer räknar oljeföretag som är verksamma på den norska kontinentalsockeln med att öka investeringarna med närmare 28 procent 2012 i nominella termer. De första uppskattningarna avseende 2013 stannade på måttliga fyra procent. Kapacitetsbegränsningar kan hålla nere investeringarna 2012. Nästa år växer investeringarna snabbare när nya projekt påbörjas.

Höga investeringar i olja och gas



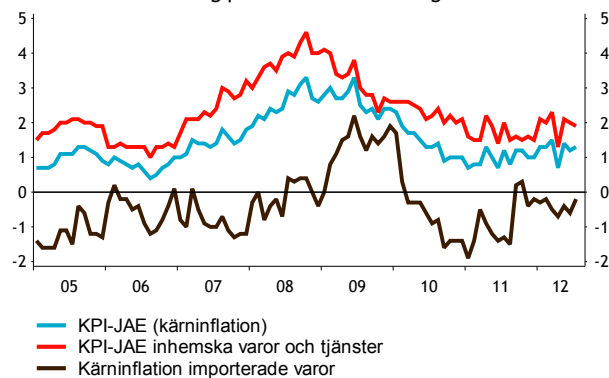
Samtidigt känner exportorienterade företag av kyliga omvärldsvindar. Framför allt har producenter av pappersprodukter det tufft och sektorn är i nedförsbacke sedan flera år tillbaka. Vidare drabbas producenter av kemiska basprodukter av de strukturella problem som solcellindustrin brottas med. Produktionen i dessa två sektorer föll med mer än 20 procent på årsbasis under andra kvartalet.

Enligt Norges Statistiks barometer över tillverkningsindustrin föll förtroendet till 7,1 andra kvartalet från 8,9 föregående kvartal. Nivån ligger fortfarande över långsiktigt genomsnitt. Produktionsförväntningarna var fortsatt höga, orderstocken ökade och efterfrågetrycket hålls uppe under det tredje kvartalet. Tidigare fall i ordergång från utlandet verkar ha stannat upp.

Inflationstrenden ökar endast måttligt

Så här långt under 2012 har inflationen utvecklats mer beskedligt än väntat. Ett 30-procentigt fall för elpriserna har drivit ned inflationen till låga 0,2 procent i juli och kärninflationen noterades på 1,3 procent samma månad. På grund av förändringar i enskilda komponenter som t ex flygbiljetter kan svängningarna vara stora på månadsbasis. Bortsett från detta har kärninflationen hållit sig inom ett snävt band det senaste året utan tecken på trendskift. Underliggande inflation har ännu inte påverkats av en ekonomisk tillväxt över trend.

Kärninflationen har rört sig sidledes



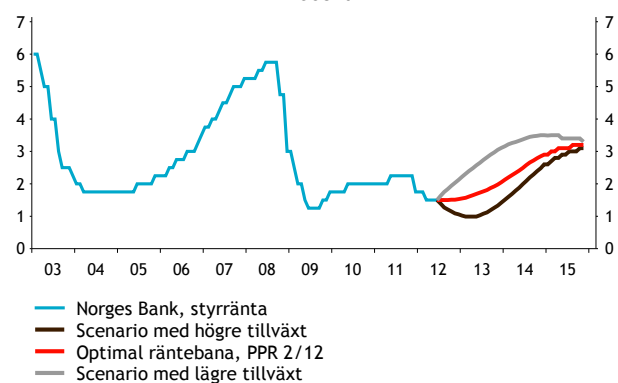
Framöver står vi fast vid bedömningen om ett visst trendbrott i prisbildningen. Fram till årsskiftet väntas inflationen stiga snabbare när elpriserna normaliseras. Men kärninflationen rör sig endast långsamt uppåt från 1,3 procent i genomsnitt 2012 till 1,7 procent 2013 och 2,0 procent 2014 - väl i linje med Norges Banks senaste prognos.

Norges Bank fokuserar på inhemsk ekonomi

Mot bakgrund av bestående internationell osäkerhet och låg inflation har Norges Bank inte haft bråttom att höja räntan. Högre räntor jämfört med omvärlden riskerar dessutom att pressa upp värdet på valutan. Den aspekten var avgörande när styrräntan sänktes i två omgångar till 1,50 procent tidigare i år. Norges Banks penningpolitiska rapport i juni andades dock visst ändrat fokus. Trots fortsatta nedåtrisker avseende omvärldsefterfrågan (i synnerhet för Euro-zonen) väger motståndskraften i norsk ekonomi och växande inhemska obalanser över. Enligt den optimala räntebanan kan första räntehöjningen komma redan runt årsskiftet och allra senast i maj 2013.

Därmed krävs betydligt svagare inhemsk ekonomisk aktivitet eller påtaglig valutaappreciering för att räntesänkningar ska aktualiseras igen. Svag global tillväxt och gynnsam inflationsbild gör att centralbanken står vid sidlinjen ett tag. Vi räknar med att räntehöjningscykeln startar nästa vår och att **styrräntan när 2,25 procent i slutet av 2013 och 3,25 procent i slutet av 2014.**

Norges Bank fokuserar på tillväxt



Att Norges Bank förväntar sig att höja styrräntan tidigare än i omvärlden speglas i centralbankens växelkursprognoser. Kronen stärks med 2 procent i handelsviktade termer de kommande två åren enligt Norges Banks prognoser. En sådan appreciering utlöser knappast interventioner på valutamarknaden från centralbankens sida. Solida tillväxtutsikter, högre räntor och starkare offentliga finanser än i omvärlden betyder fortsatt stark efterfrågan på norska kronor. Under hösten kommer Norges Bank att öka köpen av utländsk valuta i syfte att placera oljeintäkter vilket tillfälligt dämpar apprecieringstrycket på kronen. Bortsett från detta finns få argument för att trenden mot en starkare krona ska brytas. I synnerhet som valutan förblir undervärderad gentemot de flesta G10-valutor. EUR/NOK väntas falla under sin jämviktsnivå (enligt SEB:s modell SEBEER) på 7,22 och när nytt rekordlägsta vid årsskiftet. **Vid slutet av 2013 ligger EUR/NOK på 7,00 och USD/NOK på 5,93.**

Avkastningen på norska statspapper förblir nedtryckt. Mot bakgrund av fortsatt oro i Euro-zonen, låga obligationsräntor globalt och kontinuerlig diversifiering till fundamentalt starka valutor finns sannolikt fortsatt efterfrågan på norska statspapper på kort sikt. På sikt kommer Norges Banks styrräntehöjningar att leda till högre räntor på tioåriga obligationer och en stigande räntedifferens gentemot Tyskland. Räntedifferensen ökar till 65 respektive 80 punkter i slutet av 2013 och 2014.

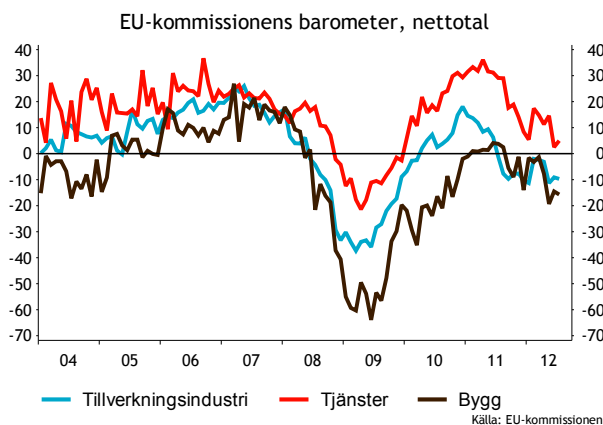
Svag export hämmar ekonomin

- Tillväxten mattas andra halvåret
- Ränteskillnad mot Tyskland på förkrisnivå
- Bestående underskott i bytesbalansen

Finsk BNP-utveckling har hoppat upp och ner det senaste året och utvecklingen framöver ser skakig ut. Första kvartalet 2012 överraskade på uppsidan, 0,8 procent på kvartalsbasis, och preliminära siffror för andra kvartalet visar på ett fall med 1,0 procent. Samtidigt har arbetslösheten fortsatt att falla något. Exporten och industriproduktionen har minskat hittills i år medan de inhemska delarna av ekonomin utvecklats starkare. BNP-tillväxten blir mycket svag under resten av året, men huvudspåret är ändå att en ny recession kan undvikas tack vare det starka första kvartalet. **BNP ökar med 0,6 procent 2012. 2013 sker en viss återhämtning med en tillväxt på 1,6 procent** innan ekonomin återgår till trendtillväxt 2014.

Framåtblickande indikatorer pekar på en tillväxtförsvagning den närmaste tiden även om nivån stabiliserats de senaste månaderna. Konjunkturbarometern för den exportdominerade tillverkningsindustrin ligger på minus medan nivån för tjänstesektorn har planat ut precis över nollstrecket. Eurons försvagning ger visst stöd för exportindustrin. Företagen uppgav under våren att konkurrenssituationen förbättrats, framför allt på marknader utanför EU men också gentemot Sverige. Fortfarande faller exportorderingen men de framåtblickande förväntningarna har återhämtat sig under våren och sommaren. Förhoppningar om ökad ordergång från marknaderna utanför EU bidrar till detta.

Indikatorer har stabiliserats efter vårens fall



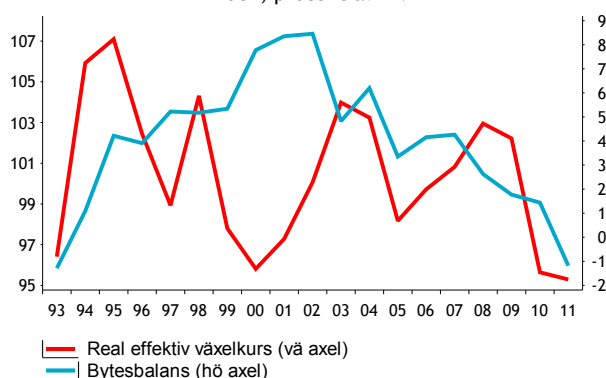
Exportens andel av ekonomin har minskat med 10 procentenheter sedan 2008 och motsvarar knappt 40 procent av BNP. Nedgången är i stort sett koncentrerad till varuexport. Endast en del av IKT-sektorns 50-procentiga fall i förädlingsvärde 2008 har återtagits; bland annat beror det på Nokias problem som minskat andelen anställda i Finland från ca 35 till 15 procent

2005-2011. Låga investeringar i omvärlden hämmar exporten trots liten direkt exponering mot Sydeuropa och att de tre viktigaste exportländerna – Sverige, Tyskland och Ryssland – uppvisar en hyfsad utveckling. Det senaste året har exporten utvecklats svagt jämfört med Sverige och Tyskland. Exporten väntas inte stiga snabbt de kommande åren, även om svagare euro har förbättrat konkurrensförhållandena; real effektiv växelkurs har fallit med ca 7 procent 2009-2011 och utvecklingen har fortsatt i år. Försätter eller stabiliserar denna utveckling kan Finland dra nytta av ett mer gynnsamt kostnadsförhållande, liknande den svenska situationen 2008-2009 när kronan föll i värde, för att öka sin export. Utvecklingen kan även gynna exporten av t ex trävaror i den regionala nordiska konkurrensen. **Exporten ökar med 1,2 procent 2012 och 4,4 procent 2013.**

Vacklande exportutveckling och försämrade bytesförhållanden (terms-of-trade) bidrog till att **bytesbalansen 2011 visade underskott för första gången sedan 1993**. En svag prisutveckling för exporten av elektronik- och trävaror i kombination med relativt snabbt stigande importpriser, bland annat på olja, ligger bakom utvecklingen. Underskottet väntas bestå de kommande åren. Till skillnad från situationen i Sydeuropa ser vi dock inga större risker för att det ska orsaka trovärdighetsproblem för ekonomin i ett kort eller medelfristigt perspektiv; under överskottsåren har Finland byggt upp en nettoförmögenhet gentemot omvärlden på ca 30 miljarder euro.

Underskott i bytesbalansen

Index, procent av BNP

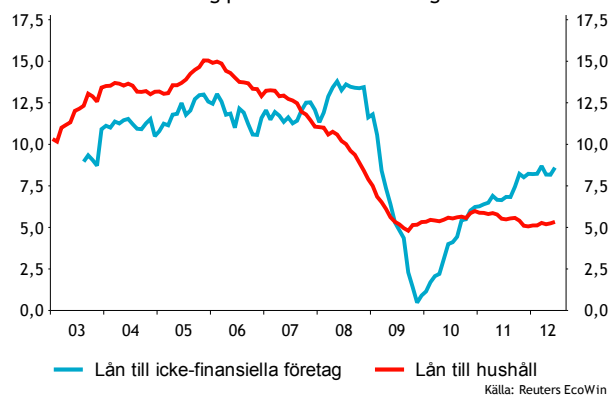


Investeringarna ökade med över 4 procent 2011 och gav därmed ett hyfsat stort bidrag till BNP-tillväxten. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin har återhämtat sig påtagligt sedan det dramatiska fallet 2008-2009 men ligger fortfarande en bit under historiska genomsnittsnivåer. Vi räknar med en viss fortsatt uppgång av investeringsaktiviteten i industrin trots de osäkra omvärldsutsikterna. Antalet påbörjade nybyggnationer har utvecklats svagt under inledningen av 2012, framför allt för kommersiella fastigheter. Totalt sett faller byggnadsinvesteringarna i år. Utlåningen till företagssektorn har ökat något de senaste

två åren och enligt enkätsvar uppfattas inte finansieringsläget som något större problem. Ökningstakten är dock klart lägre än före krisen. **Sammanlagt ökar investeringarna svagt med 1,5 procent 2012, 3,0 procent 2013 och 3,5 procent 2014.**

Utlåningen har ökat till framförallt företag

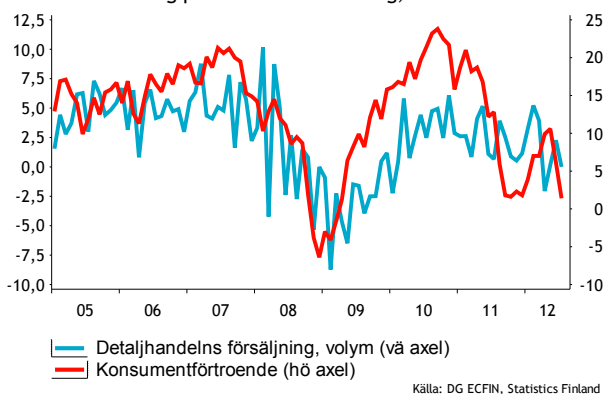
Årlig procentuell förändring



Trots fallande konsumentförtroende och hög inflation steg konsumtionen kraftigt under första kvartalet 2012. Den senaste statistiken ger något blandade signaler; detaljhandels försäljning ökade i juni och var oförändrad i juli samtidigt som konsumentförtroendet föll. Hittills i år har konsumtionen gynnats av fallande arbetslöshet och låga räntor. Å andra sidan har den höga inflationen, som tryckts upp av bl a höjda indirekta skatter, gröpt ur köpkraften och framtidstron hämmas av eurokrisen. Framöver räknar vi med att en relativt stabil arbetsmarknad och fallande inflationstakt inverkar positivt. Konsumtionen växer med 2,0 procent per år 2012-2014.

Konsumentförtroende faller

Årlig procentuell förändring, netttotal



Arbetsmarknadsläget ser stabilt ut trots svag tillväxt. Under 2011 föll arbetslösheten med 0,5 procentenheter. Efter ett hack upp under våren 2012 har nedgången fortsatt till 7,4 procent i juni. Antalet lediga platser tyder på en fortsatt nedgång den närmaste tiden innan den ekonomiska avmattningen får en viss effekt. Mot slutet av året ligger arbetslösheten på 8 procent och stiger därefter endast svagt till 2014.

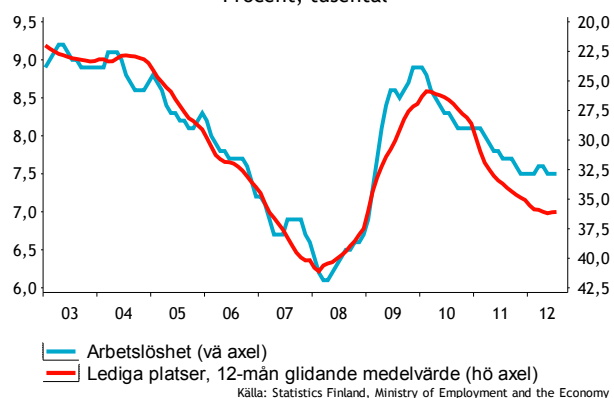
Inflationen (HIKP) toppade i mitten av 2011 på 3,7 procent och har sedan dess fallit tillbaka till 2,9 procent i juni 2012. Prisökningarna hålls uppe av höjd moms och indirekta skatter och kommer inte att falla lägre än till 2,5 procent under resten av året. **Som årsgenomsnitt blir inflationen på 2,7 procent 2012 och faller därefter till ca 2 procent 2013 och 2014.**

Ett bra utgångsläge har gjort att Finlands offentligfinansiella ställning varit relativt stabil de senaste åren. Landet är ett av få

som inte brutit mot Stabilitetspaktens underskotts- eller skuld-kriterier, trots en i grunden cykliskt känslig ekonomi. Budgetunderskottet minskade från 2,5 procent av BNP 2010 till 0,5 procent 2011. Trots att budgeten är nära balans har regeringen vidtagit en rad ytterligare åtgärder för att förstärka de offentliga finanserna de närmaste åren. De gäller bland annat utgiftsbegränsningar, moms- och punktskatt höjningar samt höjda pensionsavgifter som sammanlagt förbättrar det offentliga saldodet med drygt 2 procent av BNP till och med 2016. Programmet är relativt framtungt. Den svaga ekonomiska utvecklingen medför ändå att budgetunderskottet stiger till 0,8 procent av BNP i år för att därefter successivt förbättras till balans 2014. Det begränsade underskottet gör att den offentliga skulden av BNP toppar på 51 procent av BNP 2012 för att därefter falla långsamt. Statsskulden påverkas av bland annat inbetalningen till ESM motsvarande 0,8 procent av BNP.

Arbetslösheten planar ut

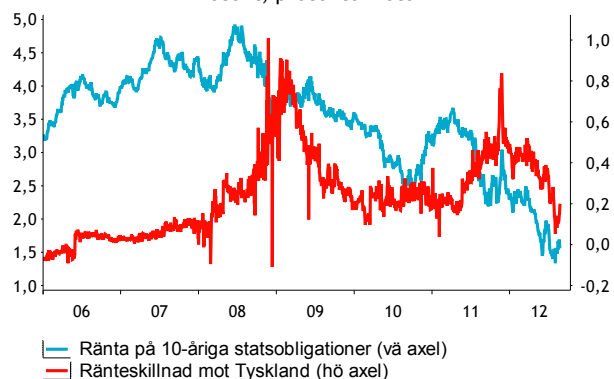
Procent, tusental



Finland har under krisen varit en stark förespråkare för striktare regler och motsatt sig alltför vidlyftigt stöd till de gemensamma räddningsmekanismerna. Vår bedömning är att landet kommer att fortsätta på den linjen för att ge stöd, d v s kräva starkt övervakning och institutioner för att förhindra framtida kriser. Samtidigt har bl a premiärminister Katainen sagt att euron har varit bra för landet och **huvudspåret är att landet inte vill vara den aktör som faller euron**, trots krav på säkerheter för stödlån och att majoritetsbeslut ska gälla när ESM agerar. Statsskuld räntorna ligger på historiskt låga nivåer och ränteskillnaden mot Tyskland har fallit till samma nivå som innan krisen startade 2008. Trots oron i Euro-zonen ses Finland som en trygg placering och landet har fortsatt AAA-betyg.

Ränteskillnaden mot Tyskland nere på förkrisnivå

Procent, procentenheter



DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr DKK	2011	2012	2013	2014
BNP	1 783	0,8	0,5	1,4	1,7
Privat konsumtion	865	-0,8	0,5	1,0	1,5
Offentlig konsumtion	510	-1,3	0,5	0,3	0,3
Bruttoinvesteringar	308	0,2	2,0	2,0	4,0
Lagerinvesteringar		0,3	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	959	7,0	0,5	3,0	3,5
Import	863	5,2	1,0	2,5	3,5
Arbetslöshet (%)		4,1	4,8	4,8	4,6
KPI, harmoniserat		2,7	2,5	1,8	1,6
Timplöneökningar		1,7	1,5	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		6,7	7,0	7,0	7,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,8	-3,0	-1,5	-0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		46,5	48,0	48,0	47,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	23 aug	dec-12	jun-13	dec-13	jun-14	dec-14
Utlåningsränta	0,20	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
10-års ränta	1,23	1,45	1,70	1,80	2,05	2,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	-15	-15	-10	-10	-5	-5
USD/DKK	5,93	6,10	6,20	6,31	6,47	6,47
EUR/DKK	7,45	7,44	7,44	7,44	7,44	7,44

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr NOK	2011	2012	2013	2014
BNP	2 407	1,4	3,7	2,7	2,3
BNP (Fastlandet)	1 957	2,4	3,4	3,1	3,0
Privat konsumtion	1 091	2,4	3,6	3,4	3,2
Offentlig konsumtion	548	1,5	1,8	2,5	2,2
Bruttoinvesteringar	520	6,4	6,9	5,5	4,4
Lagerinvesteringar		0,3	-0,3	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	932	-1,4	2,6	2,0	1,6
Import	751	3,5	1,6	4,3	4,3
Arbetslöshet (%)		3,3	3,1	3,2	3,1
KPI		1,2	1,0	1,9	1,9
KPI-JAE		0,9	1,3	1,7	2,0
Årslöneökningar		4,2	4,3	4,2	4,4

FINANSIELLA PROGNOSE

	23 aug	dec-12	jun-13	dec-13	jun-14	dec-14
Folioränta	1,50	1,50	1,75	2,25	2,75	3,25
10-års ränta	1,91	2,10	2,45	2,55	2,85	3,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	53	50	65	65	75	80
USD/NOK	5,83	5,90	5,83	5,93	6,17	6,17
EUR/NOK	7,32	7,20	7,00	7,00	7,10	7,10

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr SEK	2011	2012	2013	2014
BNP	3 492	3,9	1,3	1,5	2,5
BNP, dagkorrigerat		3,9	1,6	1,5	2,6
Privat konsumtion	1 664	2,0	1,5	2,0	2,3
Offentlig konsumtion	928	1,8	0,9	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	642	6,2	2,5	3,0	3,0
Lagerinvesteringar	40	0,7	-0,7	-0,2	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 751	6,9	1,1	2,7	4,3
Import	1 533	6,3	-0,3	3,0	3,7
Arbetslöshet, (%)		7,5	7,5	7,8	7,9
Sysselsättning		2,1	0,5	0,0	0,2
Industriproduktion		6,8	-0,5	2,5	3,5
KPI		3,0	1,1	0,8	1,4
KPIF		1,4	1,1	1,3	1,5
Timlöneökningar		2,6	3,5	3,1	3,1
Hushållens sparkvot (%)		9,7	10,9	11,3	11,7
Real disponibel inkomst		3,0	2,8	2,3	2,8
Handelsbalans, % av BNP		2,6	2,7	2,9	2,9
Bytesbalans, % av BNP		7,2	6,8	6,3	6,3
Statligt lånebehov, mdr SEK		-68	20	22	-10
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,1	-0,2	-0,3	-0,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38,4	37,3	36,8	35,2

FINANSIELLA PROGNOSE

	23 aug	dec-12	jun-13	dec-13	jun-14	dec-14
Reporänta	1,50	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
3-månaders ränta, STIBOR	1,97	1,75	1,50	1,50	1,50	1,50
10-års ränta	1,41	1,60	1,80	1,90	2,20	2,50
10-års räntedifferens mot Tyskland	3	0	0	0	10	20
USD/SEK	6,59	6,56	6,67	6,86	7,04	7,04
EUR/SEK	8,28	8,00	8,00	8,10	8,10	8,10
TCW	116,4	113,0	114,8	115,1	115,3	115,1

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr EUR	2011	2012	2013	2014
BNP	187	2,7	0,6	1,6	2,0
Privat konsumtion	105	2,5	2,0	2,0	2,0
Offentlig konsumtion	46	0,4	0,3	0,0	0,2
Bruttoinvesteringar	37	6,8	1,5	3,0	3,5
Lagerinvesteringar		1,2	0,1	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	77	2,6	1,2	4,4	6,0
Import	78	5,7	3,5	5,0	6,0
Arbetslöshet (%)		7,8	7,6	8,0	8,0
KPI, harmoniserat		3,3	2,7	2,1	1,9
Timlöneökningar		2,4	2,9	3,0	3,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,2	-1,0	-1,0	-0,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,5	-0,8	-0,3	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		48,6	47,6	45,0	44,0

EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr EUR	2011	2012	2013	2014
BNP	9 189	1,5	-0,4	0,2	0,9
Privat konsumtion	5 301	0,2	-0,8	-0,3	0,1
Offentlig konsumtion	2 014	-0,3	0,0	-0,2	0,0
Bruttoinvesteringar	1 764	1,6	-2,4	0,5	2,0
Lagerinvesteringar		0,1	-0,5	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	3 734	6,3	2,7	3,5	4,2
Import	3 613	4,1	0,1	3,2	3,5
Arbetslöshet (%)		10,1	11,2	11,9	12,3
KPI		2,7	2,5	1,6	1,5
Hushållens sparkvot (%)		9,3	9,1	9,2	9,1

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr USD	2011	2012	2013	2014
BNP	15 321	1,8	2,2	2,2	2,6
Privat konsumtion	10 874	2,5	1,9	1,9	2,0
Offentlig konsumtion	3 051	-3,1	-2,1	-1,1	-1,0
Bruttoinvesteringar	1 991	6,6	9,3	7,6	9,7
Lagerinvesteringar		-0,2	0,3	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	2 120	6,7	4,3	5,2	6,0
Import	2 715	4,8	4,2	4,8	5,0
Arbetslöshet (%)		9,0	8,3	8,3	7,8
KPI		3,1	2,2	2,0	1,4
Hushållens sparkvot (%)		4,2	4,0	5,1	5,6

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

	2011	2012	2013	2014
BNP				
Storbritannien	0,8	-0,4	1,4	1,6
Japan	-0,7	2,6	1,5	1,5
Tyskland	3,1	0,8	1,0	1,5
Frankrike	1,7	0,3	0,3	0,5
Italien	0,5	-2,0	-0,6	0,3
Inflation				
Storbritannien	4,5	2,7	1,8	1,5
Japan	-0,3	0,2	0,3	0,5
Tyskland	2,5	2,1	1,8	1,7
Frankrike	2,3	2,0	1,7	1,4
Italien	2,9	3,6	2,2	2,0
Arbetslöshet, (%)				
Storbritannien	8,2	8,3	8,4	8,5
Japan	4,6	4,4	4,2	4,2
Tyskland	7,1	5,6	6,4	6,3
Frankrike	9,7	10,2	10,8	11,0
Italien	9,4	10,7	11,8	11,8

ÖSTEUROPA

	2011	2012	2013	2014
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	7,6	2,0	3,0	4,9
Lettland	5,5	3,5	4,0	4,5
Litauen	5,9	3,5	4,0	4,0
Polen	4,3	3,1	3,2	3,8
Ryssland	4,3	3,8	3,8	4,2
Ukraina	5,2	2,5	3,2	4,0
Inflation, årlig procentuell förändring				
Estland	5,1	4,0	4,3	3,3
Lettland	4,2	2,5	2,1	3,0
Litauen	4,1	2,5	3,0	3,0
Polen	3,9	3,8	2,8	2,6
Ryssland	8,5	5,0	5,8	6,0
Ukraina	8,0	2,5	6,0	7,5

FINANSIELLA PROGNOSE

		23 aug	dec-12	jun-13	dec-13	jun-14	dec-14
Officiella räntor							
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Euro-zonen	Refiränta	0,75	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Obligationsräntor							
USA	10 år	1,67	1,85	2,05	2,25	2,55	2,55
Japan	10 år	0,83	0,95	1,00	1,10	1,20	1,20
Tyskland	10 år	1,38	1,60	1,80	1,90	2,10	2,30
Storbritannien	10 år	1,56	1,80	2,00	2,10	2,50	2,70
Växelkurser							
USD/JPY		78	80	83	85	90	94
EUR/USD		1,26	1,22	1,20	1,18	1,15	1,15
EUR/JPY		99	98	100	100	104	108
GBP/USD		1,59	1,54	1,54	1,51	1,49	1,49
EUR/GBP		0,79	0,79	0,78	0,78	0,77	0,77

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring				
	2011	2012	2013	2014
BNP OECD	1,8	1,4	1,7	2,2
BNP världen	3,9	3,3	3,6	4,1
KPI OECD	2,5	2,1	1,6	1,5
Exportmarknad OECD	5,7	3,3	5,2	6,6
Oljepris Brent (USD/fat)	112,3	112,0	110,0	115,0



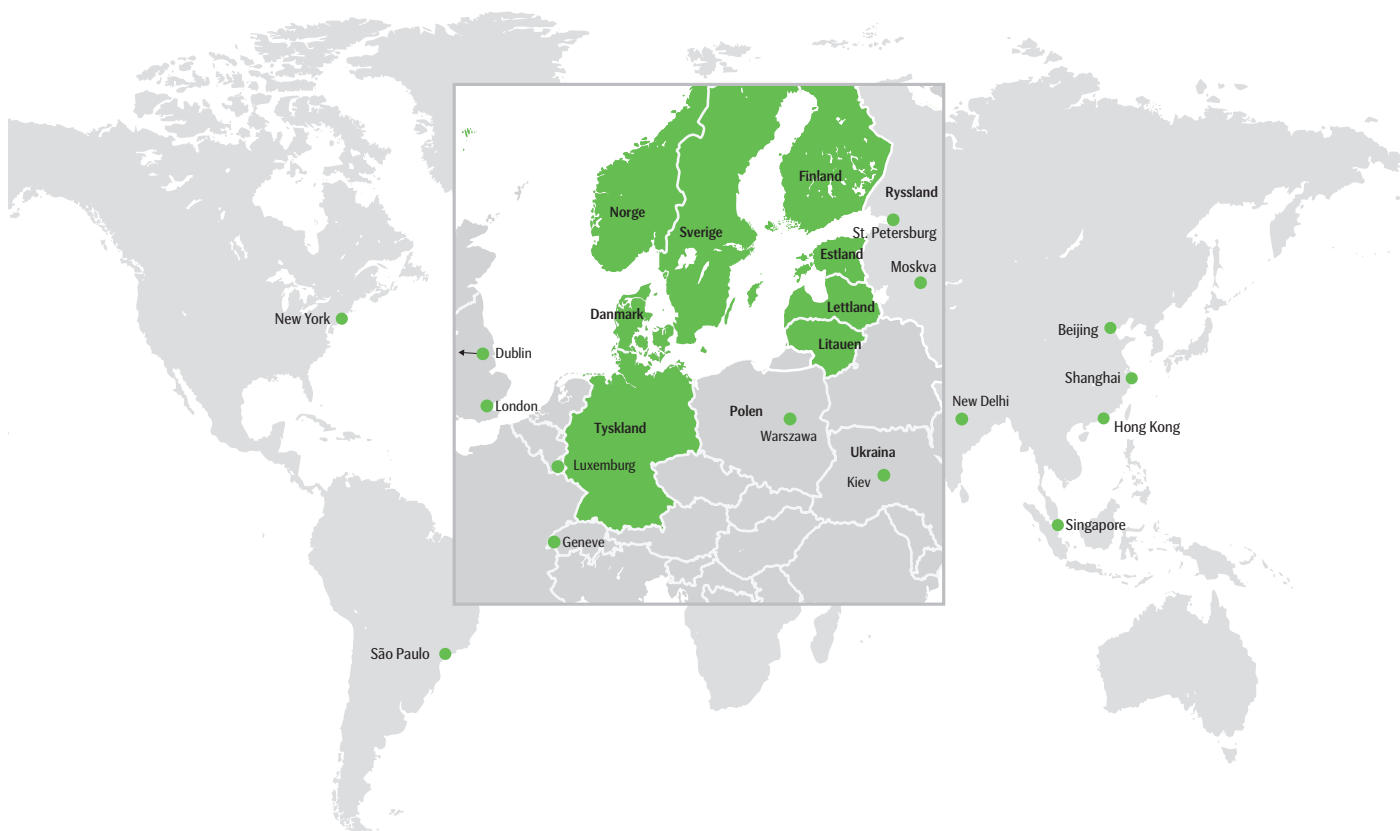
Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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 30 juni 2012 uppgick koncernens balansomslutning till 2 373 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 261 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.