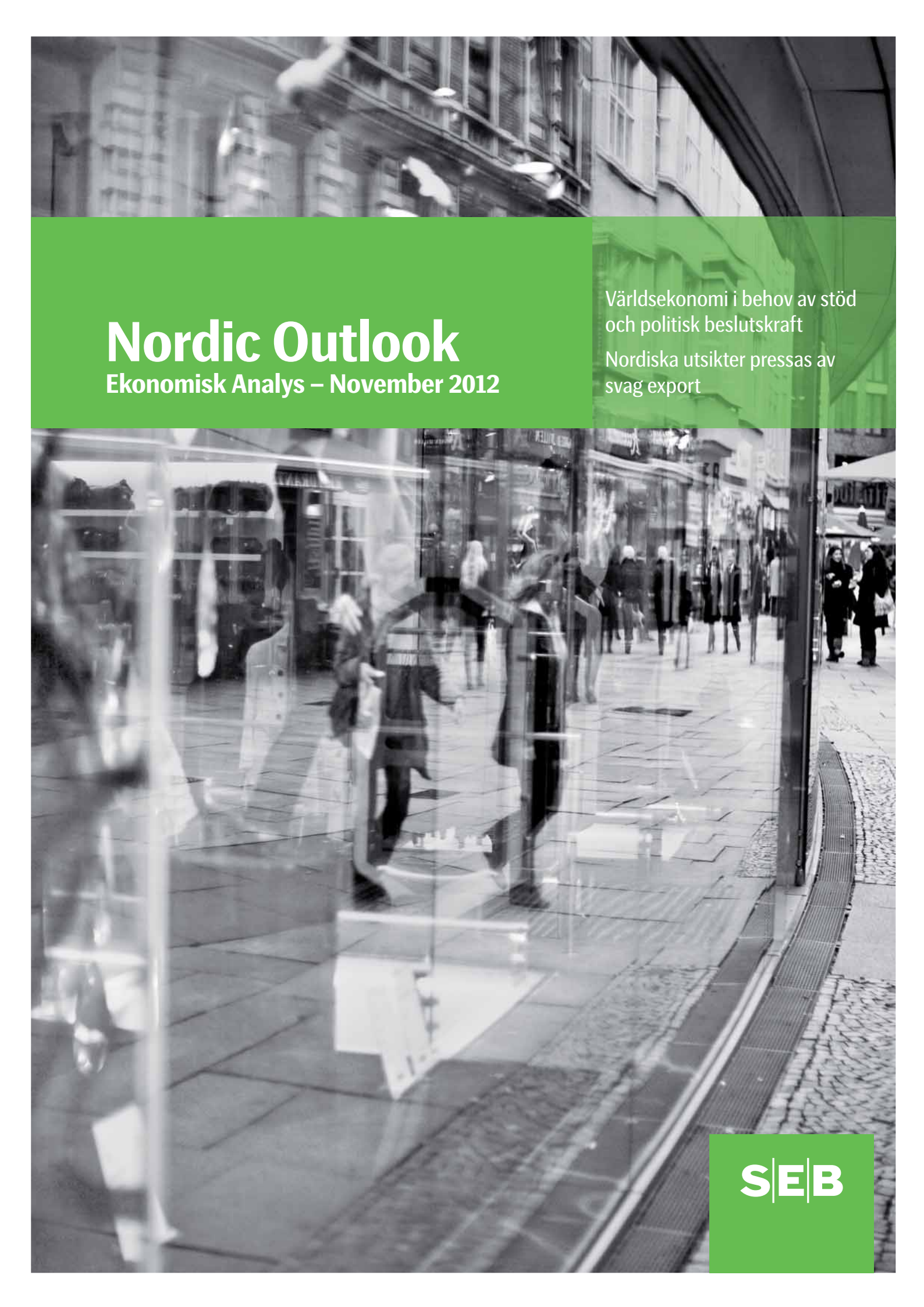




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – November 2012

Världsekonomi i behov av stöd
och politisk beslutskraft

Nordiska utsikter pressas av
svag export

S|E|B

Internationell översikt	5
USA	11
Japan	14
Asien	15
Euro-zonen	17
Storbritannien	20
Östeuropa	21
Baltikum	22
Sverige	23
Danmark	26
Norge	27
Finland	29
Nyckeldata	30

Fördjupningsrutor

Krisländernas väg den närmaste tiden	7
Trevande steg mot politisk union	8
Skuldavvecklingen fortsätter	12
Kinesiskt ledarskifte utan överraskningar	16
Minskade obalanser i krisländerna	18
Allt fler tecken på lettiskt euro-inträde 2014	22

Denna rapport publicerades den 20 november 2012.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 15 november 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.

Divergerande världsekonomi med stort behov av stöd

- **USA på allt fastare mark**
- **Fortsatt negativ dynamik i Euro-zonen trots ECB-stöd och minskande obalanser**
- **Tillväxtbotten i EM nådd**
- **Norden hämmas av tysk dämpning**
- **Lågräntemiljön består**
- **SEK och NOK stärks åter; EUR/USD till 1,15**

Den globala konjunkturen präglas just nu av kapplöpningar mellan olika krafter. Avmattningen har fortsatt under hösten i stora delar av världsekonomin. En kraftfull lagerbantning tycks ha genomförts efter sommaren som främst pressat investerings- och insatsvarubranscher. Många snabbväxande ekonomier har bromsat in samtidigt som finanspolitisk osäkerhet hämmar den amerikanska ekonomin. Framför allt är dock nedgången oroande i Västeuropa där nu också Tyskland och Nordeuropa bromsar in tydligt.

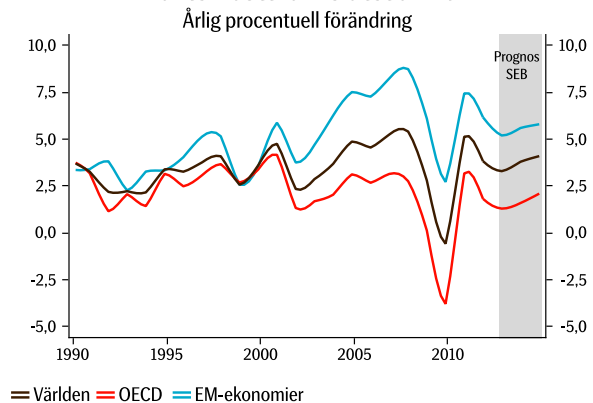
Samtidigt pågår en rad processer som talar för stabilisering. I flera länder har en viss ljusning i ledande indikatorer anats på sistone, bl a som resultat av de nya centralbanksinsatser som annonserats. I USA har skuldanpassningen i hushållssektorn kommit en bra bit på väg och återhämtningen på husmarknaden verkar hålla i sig. I Kina tyder indikatorer på att tillväxttakten växlar upp igen fjärde kvartalet. Sjunkande inflation ger ökad köpkraft i många tillväxtekonomier och öppnar för lättare ekonomisk politik. I Euro-zonen har ECB:s signalering av OMT-programmet (Outright Market Transactions) pressat ned lånekostnader för krisländer som Spanien och Italien. Dessutom har obalanserna när det gäller konkurrenskraft, statsfinanser och utrikeshandel börjat mildras. Fortfarande kvarstår dock stora utmaningar på både kort och lång sikt. Stigande arbetslöshet och allt bredare konjunkturavmattning skapar motvind för de krafter som nu försöker stabilisera och på sikt restaurera eurosystemet.

Sammantaget är slutsatsen att den internationella tillväxten bottenar under andra halvåret 2012. På aggregerad nivå blir prognosjusteringarna relativt små relativt *Nordic Outlook* augusti 2012. **För OECD-området som helhet stärks BNP-tillväxten måttligt från 1,3 procent 2012 till 1,6 respektive 2,1 procent 2013 och 2014. Den globala tillväxten (mätt i köpkraftskorrigerade termer PPP) stiger gradvis från 3,3 procent 2012 till 3,8 respektive 4,1 procent 2013 och 2014.** Det är dock tydligt att de positiva och negativa kraftfälten har olika tonvikt och riskprofil i olika delar av världen. Den amerikanska tillväxtprognosen för 2013 har reviderats upp. Samtidigt ser vi

en svagare utveckling för Japan och Euro-zonen där t ex den tyska expansionen blir svagare än väntat.

De nordiska länderna påverkas nu tydligt av nedgången i omvärlden och framför allt av den tyska avmattningen. Ekonomierna i Sverige, Finland och Danmark är nu i stagnation. Även i Norge har en inbromsning skett men ekonomin behåller ändå en god expansionstakt. Framöver räknar vi med en måttlig återhämtning i linje med omvärlden. I Sverige ger såväl penning- som finanspolitik stöd. Norge fortsätter att utvecklas starkare än grannländerna, viket gör att Norges Bank påbörjar räntehöjningar före sommaren 2013.

Tillväxten bottenar i slutet av 2012



Källa: SEB

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

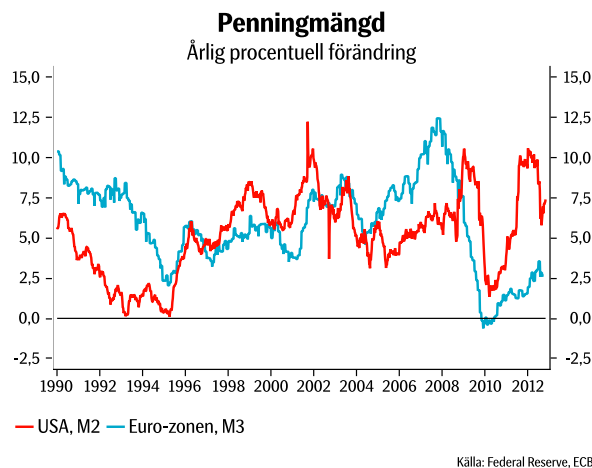
Källa: OECD, SEB

Centralbankerna höjer insatserna

Den ekonomisk-politiska balansgången fortsätter i det bräckliga konjunkturläge som råder. Rekonstruktionen av den finansiella sektorn med stora regelförändringar innebär fortsatt åtstramande kreditmiljö. De finanspolitiska saneringsåtgärderna i många länder dränerar samtidigt ekonomierna

på tillväxtkraft. Centralbankernas uppgift att bromsa tempot i skuldsaneringen, så att farliga deflationistiska spiraler inte får fäste, blir allt viktigare.

Centralbankerna fortsätter använda drastiska okonventionella metoder när den traditionella räntepolitiken nått vägs ände. De kvantitativa stimulanserna når nya rekordnivåer de kommande två åren genom stora köp av statspapper och andra tillgångslag. Politiken har hittills kunnat genomföras utan att äventyra centralbankernas mål om prisstabilitet och finansiell stabilitet. Inflationförväntningarna är väl förankrade nära inflationsmålen och breda mått på penningmängden växer i måttlig takt.



Framför allt ECB ställs inför en svår balansgång framöver. ECB:s stimulanser skapar handlingsutrymme för nödvändiga finanspolitiska åtgärder men samtidigt mildras trycket på politiker att implementera planerad struktur- och saneringspolitik. I en alltmer prekär ekonomisk och social miljö är det troligt att ECB pressas att tänja på gränserna för sitt legala mandat. Därtill kommer förmodligen oenigheten inom centralbanksvärlden att öka när det gäller bedömningen av möjligheter och potentiella risker med den icke-konventionella penningpolitiken.

ECB väntas aktivera OMT-programmet de närmaste månaderna och därmed påbörja köp av spanska statspapper. Beloppen blir dock begränsade. Några nya LTRO-program är inte aktuella på kort sikt. Likviditetssituationen ser tillfredställande ut även om nya problem kan uppstå när banksystemet krymper balansräkningarna. Eftersom ECB sannolikt kommer att revidera ned konjunkturutsikterna öppnas dörren för ytterligare en sänkning av den viktigaste styrräntan men okonventionell politik är i dagsläget ett mer verkkningsfullt verktyg.

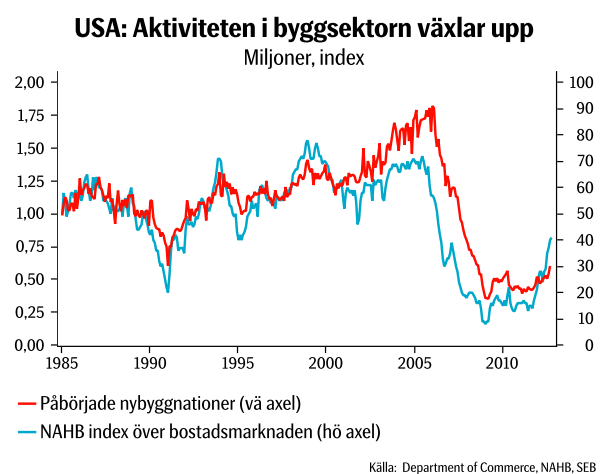
Federal Reserve fortsätter med månatliga köp av bostadspapper på 40 miljarder dollar under prognosperioden. Vi räknar också med att Fed kommer att köpa statspapper för runt 45 miljarder dollar per månad när Operation Twist löper ut vid årsskiftet. Det gör att Feds balansräkning växer med nästan 70 procent under prognosperioden. Bank of England och Bank of Japan väntas också att utöka obligationsköpen.

Centralbankerna i Norge och Sverige genomför ingen okonventionell politik utan har fortfarande räntepolitiken som huvudvapen. Denna skillnad riskerar att pressa upp de nordiska valutorna till ansträngt starka nivåer. Vår prognos är att Riksbanken

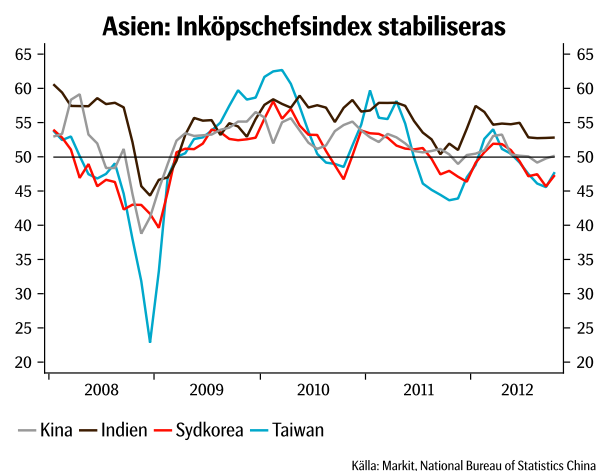
sänker räntan i december 2012 och sedan ytterligare en gång under första kvartalet 2013. Därefter ligger reporäntan kvar på 0,75 procent till slutet av 2014. Norges Bank påbörjar räntehöjningar under våren och i slutet av 2013 ligger styrräntan på 2,25 procent och i slutet av 2014 på 3,00 procent.

Världsekonomin i olika faser

Det blir allt tydligare att olika delar av världsekonomin kommit olika långt i anpassningsprocesserna efter krisen. **I USA är återhämtningen på husmarknaden central för efterkrisdynamiken.** Ökat bostadsbyggande ger direkt stimulans, men ännu viktigare är effekten på hushållens balansräkningar. Skuldnivån har redan sjunkit från 135 till ca 115 procent av de disponibla inkomsterna och stigande huspriser ökar konsumtionsutrymmet via starkare förmögenhetsställning. Detta bidrar till att BNP-tillväxten hamnar på 2,4 procent 2013 och 2,7 procent 2014; något över trend.



Den finanspolitiska osäkerheten dämpar dock uppgången. Vi räknar visserligen med att kongressen undanröjer de akuta riskerna för att ekonomin ska falla ner för det finanspolitiska stupet (fiscal cliff) men åtstramningseffekten för 2013 blir 1,5 procent av BNP. Behovet att sanera de offentliga finanserna och stabilisera statsskuden kommer dock även på lite längre sikt att dämpa tillväxten och skapa infekterade politiska strider.



De asiatiska tillväxtekonomierna fortsatte att dämpas under tredje kvartalet men väntas ändå stå för 40 procent av den globala tillväxten år 2012. Vi räknar med att ekonomierna stabi-

liseras under slutet av 2012 men att BNP-tillväxten ligger under den trendmässiga också 2013. **Vår bedömning är att risken för en kinesisk hårdlandning det närmaste året har minskat.** Indikatorer tyder på att tillväxtbotten är nådd. Stimulanspolitiken har därtill använts med stor försiktighet, vilket innebär att det finns manöverutrymme om den internationella utvecklingen skulle bli svagare än förväntat. Samtidigt kan man inte bortse från att obalanser i ekonomin, som i vissa avseenden förstärktes av den exceptionella stödpolitiken 2009, innebär risker i ett längre perspektiv. Därmed står den nya ledningen för kommunistpartiet inför stora ekonomisk-politiska utmaningar.

Utvecklingen i **Euro-zonen har varit blandad den senaste tiden.** ECB:s annonsering av OMT-programmet har pressat ned ränteläget i främst Italien och Spanien. Förhoppningar om att en bankunion relativt snabbt ska komma på plats och i vissa avseenden bli operationell under 2013 har också bidragit till att krisen gått in i en mindre akut fas. Dessutom har krisländerna kommit en bra bit på väg när det gäller att hantera underliggande obalanser som konkurrenskraft samt interna och externa underskott. Samtidigt finns en rad oroande tecken. Konjunkturkurvorna fortsätter att peka nedåt och Tyskland påverkas allt tydligare av krisen i Sydeuropa. Vi räknar med fallande BNP i Euro-zonen även fjärde kvartalet i år. Även helårsprognosen för 2013 har justerats ned till negativt territorium. Därmed fortsätter arbetslösheten uppåt och de ekonomiska och sociala spänningarna stegras. Först 2014 inleds återhämtningen när Euro-zonen, i linje med historiska samband, får draghjälp från amerikansk tillväxt. En trolig omläggning av finanspolitiken i Tyskland bidrar också till att stötta konjunkturen.

Alternativscenarier

Årlig procentuell BNP-förändring

	2013	2014
Scenario med fördjupad eurokris (25%)		
USA	1,0	1,0
Euro-zonen	-1,5	-1,5
OECD	-0,5	-0,5
EM-ekonomier	4,0	4,0
Scenario med USA-ledd återhämtning (20%)		
USA	3,5	4,0
Euro-zonen	1,0	1,5
OECD	2,5	2,5
EM-ekonomier	6,3	6,5

Källa: OECD, SEB

En allvarlig kris i Euro-zonen är liksom tidigare den viktigaste riskfaktorn för världsekonomin. Den svaga tillväxten riskerar att leda till förnyad oro kring krishanteringen i Euro-zonen. Vi har höjt sannolikheten för ett sådant scenario från 20 till 25 procent. Å andra sidan har vi mildrat BNP-fallet eftersom viktiga steg ändå tagits för att undvika en eurokollaps. Krisscenariot ger ett ackumulerat tapp på 3 procent i Euro-zonen under perioden 2013-2014, jämfört med tidigare nära 5 procent. Effekterna på övriga delar av världsekonomin blir också mildare.

Trots att tillväxtutsikterna för USA justerats upp är en ännu snabbare återhämtning den viktigaste upptrisken i världsekonomin. En starkare amerikansk uppgång får spridningseffekter

på global nivå, inte minst via finansiella kanaler. Även om problemen i Europa är av långsiktig karaktär underlättas krishanteringen av amerikansk draghjälp.

Sammantaget dominerar riskerna på nedsidan. Detta gäller i meningen att sannolikheten för en sämre utveckling än i huvudscenariot överväger, men också genom att den kvantitativa avvikelserna gentemot huvudscenariot är större i recessionsscenariot jämfört med återhämtningsscenariot.

Krisländernas väg den närmaste tiden

Flera krisländer i Eurozonen står inför händelser den närmaste tiden som påverkar trovärdigheten för eurosamarbetet och ECB:s agerande. Nedan följer en kort sammanfattning av våra antaganden.

Grekland: Det finns en majoritet i parlamentet för besparingar på 13,5 miljarder euro. Därmed kan EU/IMF i slutet på november godkänna nästa låneutbetalningen på 31,5 miljarder euro. Vi antar också att Grekland ges räntereduktion på stödlånen samt får ytterligare två år på sig att uppfylla de statsfinansiella sald målen. Det är också troligt att en skuldnedskrivning genomförs i syfte att göra det långsiktiga statskuldmålet mer realistiskt. Grekland kan därigenom undvika en omedelbar betalningsinställelse. Men risken för nyval är stor och sannolikheten för att Grekland till slut lämnar euron överväger.

Spanien: Spanien väntas de närmaste månaderna söka statligt stöd från ESM. Den ekonomiska situationen blir alltmer ohållbar med krympande ekonomi, stigande arbetslöshet och fortsatta husprisfall. ECB påbörjar därmed stödköp av spanska statspapper. Regionalvalet i Katalonien den 25 november väntas bekräfta motståndet mot ökad federalism och centralisering i Europa.

Portugal: Landet har målmedvetet genomfört en trovärdig saneringspolitik. Men de ekonomiska och politiska riskerna för Portugal förblir stora. EU/IMF väntas bevilja vissa räntelättnader för befintliga stödlån.

Italien: Vad gäller totala skuldnivåer ser förutsättningarna hyggliga ut vilket talar för att Italien undviker att söka stöd från ESM/ECB. Den politiska osäkerheten tilltar dock inför parlamentsvalet i april 2013 då Montis teknokratregering ska ersättas.

Irland: Stigande export håller tillväxten över nollstrecket de närmaste åren. Lågkonjunkturen består dock med stora sociala och politiska påfrestningar som följd. Dock uteblir nya ansökningar om internationellt stöd.

Råvarupriserna stabiliseras

Olje- och metallmarknaderna fortsätter att i hög grad styras av den globala konjunkturen, inte minst utvecklingen i Kina, samt förändringar i riskvilja. Oljepriset är därtill fortsatt känsligt för utbudsstörningar kopplad till geopolitisk oro i Mellanöstern.

Prognosen för oljepriset har sänkts ett snäpp till följd av något nedjusterade globala tillväxtutsikter samt nya tillskott av långsiktigt utbud. Brentoljan väntas dock ligga kvar på relativt

höga nivåer; i genomsnitt **107,5 USD/fat 2013** och **110 USD/fat 2014**. Oron i Mellanöstern bidrar till att hålla uppe priserna.

Priserna på industrimetaller har generellt fallit tydligt i höst. Vi spår en **försiktig återhämtning under 2013**, bl a beroende på gradvis starkare kinesisk efterfrågan. Dessutom är priserna på de flesta metaller så nedpressade i dagsläget att de ligger vid eller under rimliga marginalkostnader för produktionen. På jordbrukssidan har **spannmålspriserna** dämpats i höst efter sommarens väder- och skördedrivna uppgångar. **Fortsatt prisdämpning väntas** nästa år. Låga lager och steg mot ökad protektionism håller dock emot prisnedgången.

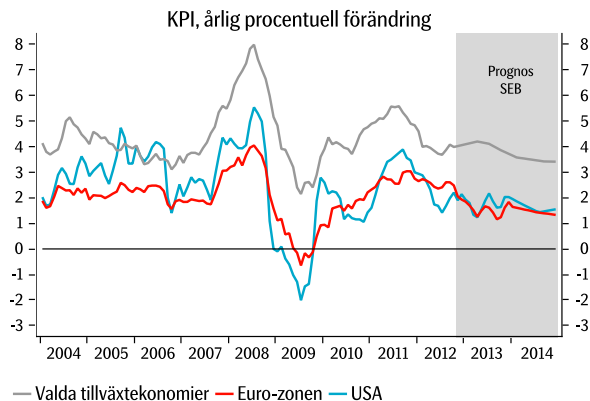
Bestående lågt inflationstryck

Det generella inflationstrycket i världsekonomin är lågt. Kärninflationen har dämpats tydligare än väntat på de flesta håll, inte minst i USA och Sverige. Den närmaste tiden räknar vi med att inflationen fortsätter ned. Livsmedelspriserna i konsumentledet har stabiliserats efter tidigare uppgångar och stora fall i bensinpriser kommer att pressa ned KPI-inflationen så småningom. I Euro-zonen når HIKP-inflationen troligen ner till 2 procent redan under fjärde kvartalet vilket bidrar till att mildra konjunkturedgången. Även på medellång sikt talar det mesta för ett lågt och fallande inflationstryck. Det låga resursutnyttjandet pressar ned löneökningstakten i hela OECD-området. Vi räknar därför med att inflationen kommer att sjunka en bit under 2 procent under prognosperioden.

Vår syn har en längre tid varit att centralbankernas monetära expansion inte utgjort inflationshot eftersom resursutnyttjandet är så lågt och skuldanpassningen pågår. Huvudsyftet med stimulanspolitiken har också varit att motverka att deflations-

förväntningar växer sig alltför starka. Hittills har centralbankerna varit framgångsrika med att hålla inflationsförväntningarna nära önskvärda nivåer runt 2 procent. I spåren av nya kvantitativa lättnader (QE3) i USA har inflationsförväntningarna stigit något men ligger fortfarande på en bekväm nivå sett ur ett centralbanksperspektiv.

KPI-inflationen faller tillbaka



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Skillnaderna i inflation mellan olika länder är dock förvånansvärt liten mot bakgrund av olikheterna i tillväxt och arbetslöshet. I Euro-zonen är t ex kärninflationen i krisländerna på ungefär samma nivå som genomsnittet. En viss anpassning i underliggande kostnadsläge motverkas av inflationsdrivande skatthöjningar inom ramen för åtstramningspolitiken. Som diskuterades mer utförligt i förra *Nordic Outlook* kan kortsiktiga stelheter i inflationsprocessen bli ett bekymmer för centralbanker med inflationsmål. För Euro-zonen som helhet och för t ex

Trevande steg mot politisk union

EU-toppmötet den 13-14 december 2012 innebär ett viktigt vägskäl för eurosamarbetet. Då presenteras en slutversion av Färdplanen för Euroländernas Politiska Union (EPU). Den kommer att innehålla en rad rekommendationer avseende nödvändiga steg för att på sikt skapa en stabil ekonomisk och monetär union. Färdplanen aktualiserar även frågor kring relationer mellan euroländer och andra EU-länder som Storbritannien, Danmark och Sverige. Dessa tre länders hårda positionering i förhandlingarna om EU:s budget indikerar stegrade spänningar.

Stegen mot ett federalistiskt Europa blir ett långsiktigt projekt och inkluderar en rad kontroversiella och konstitutionella frågor. Hur färdplanen hanteras vid decembarmötet och i vilken grad de nationella politiska systemen backar upp den blir ändå viktigt för möjligheterna att stärka tilltron till eurons stabilitet. Det har varit förvånansvärt lite debatt kring EPU efter att de fyra ordförandena (Van Rompuy, Barroso, Draghi, Juncker) presenterade ett utkast till färdplan i slutet av juni. Vår bedömning är dock att projektet kommer att drivas målmedvetet med förhoppning att politikernas och medborgarnas stöd för idéerna gradvis ska växa. I ett Europa som plågas av ekonomisk kris blåser emellertid opinionsvindarna åt andra hållet.

Hur skillnader i synsätt mellan Tyskland och Frankrike hantearas blir viktigt för möjligheterna att komma framåt. Tyskland

önskar mer federalism och tillförlitliga kontrollfunktioner av enskilda länders ekonomiska politik. Frankrike är mer fokuserat på att den politiska unionen ska bli ett verktyg för kollektiv risk- och förlustfördelning. Frankrike, med stora bankexponeringar mot södra Europa, har därför varit pådrivande när det gäller skapandet av en bankunion.

Arbetet med bankunionen, en av de fyra byggklossarna i EPU, har under hösten tagit ett steg framåt. Före den 1 januari 2013 ska stats- och regeringschefer ha enats om den rättsliga ramen kring den gemensamma tillsynsmekanismen SSM. Ambitionen är att öppna för gradvis operationell implementering under 2013. Därmed möjliggörs också direktstöd till banker från krisfonden ESM. De två övriga delarna i bankunionen – krislösningsmekanismen och gemensam insättningsgaranti – är mer komplexa och tar längre att få på plats.

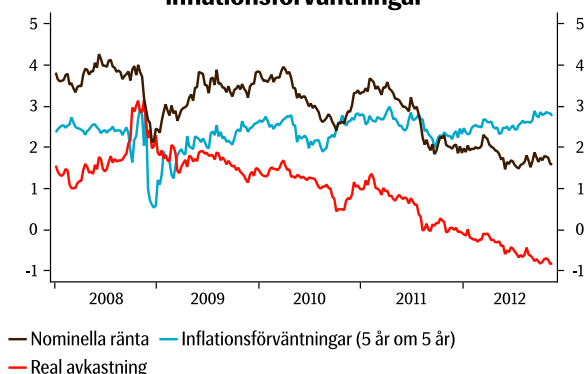
När det gäller de tre övriga byggklossarna i EPU (fiskala unionen, ekonomisk-politiska unionen och demokratiunionen) är frågetecknen ännu större och osäkerheten hämmar den ekonomiska utvecklingen. Belastningen på krisfonden ESM och ECB när det gäller att upprätthålla stabilitet och trovärdighet för euron blir också mycket stor. I flera avseenden kommer ECB att pressas till åtgärder som ligger på gränsen till bankens konstitutionella mandat. Frågor som inte kan lösas inom ramen för ordinarie samarbetsformer mellan olika länder kommer därigenom att tvingas in inom ramen för ECB:s verksamhet.

Storbritannien har inflationen de senaste åren varit hög i förhållande till aktivitetsnivån i ekonomin. Norge utgör det mest tydliga exemplet på motsatsen. Trots stram arbetsmarknad bidrar bl a stark valuta till att hålla nere inflationstakten.

Lågräntemiljön består

Ränterörelserna på obligationsmarknader har under hösten varit små med lätt dragning nedåt sedan slutet av oktober. 10-årsräntorna i USA och Tyskland ligger nu ca 20 punkter över historiska bottennoteringar i juli 2012 på 1,4 respektive 1,2 procent. Övervägande svaga konjunkturdata i Europa och Japan har inneburit att lågräntorna legat kvar på låga nivåer. I Europa har också ECB:s lansering av OMT-programmet befast sensommarens dämpning av krisländernas räntespreadar mot Tyskland.

USA: 10-åriga statsobligationer och inflationsförväntningar



Källa: Macrobond

Trots det nedpressade nominella ränteläget är inflationsförväntningar inte onormalt låga. I USA ligger t ex de långsiktiga förväntningarna inte så långt under 3 procent efter att ha stigit något i spåren av lanseringen av QE3. Dessa inflationsförväntningar implicerar en mycket låg real avkastning nära -1 procent. I detta avseende skiljer sig dagens situation i Västvärlden, och speciellt i USA, från den japanska situationen de senaste decennierna. Där har de nominella räntenivåerna pressats ned av deflationsförväntningar medan den reala avkastningen hållits uppe hyfsat.

Framöver består den globala lågräntemiljön även om vi förutser en måttlig uppgång i obligationsräntorna de närmaste åren. Denna drivs i grunden av att världsekonomin tillväxt bottnar ur i slutet av 2012 och därefter sakta stärks. Fortsatt ultralätt penningpolitik, sjunkande inflation och stabila inflationsförväntningar bromsar uppgången. Tyska 10-årsräntan stiger med drygt 80 punkter under prognosperioden och ligger i slutet av 2014 på 2,2 procent. Spreaden USA-Tyskland på ca 25 punkter vidgas nästa år successivt till 30 punkter som en följd av fortsatt ljusnande amerikanska konjunkturutsikter. Vi räknar också med att räntenivåerna i europeiska krisländer sjunker tillbaka ytterligare något, bl a som en konsekvens av att ECB verkställer köp av spanska obligationer.

Solida offentliga finanser i Sverige och Norge gör att ländernas statspapper förblir attraktiva på marknaden. Svenska 10-års-spreaden mot Tyskland ligger därför kvar nära nollstrecket under 2013 för att sedan stiga till 20 punkter i december 2014. Norska spreaden mot Tyskland väntas dock röra sig uppåt

redan under 2013 när Norges Bank höjer styrräntan, men rörelserna blir ej snabba eller särskilt stora initialt sett; 10-årsdifferensen mot Tyskland går upp med tio punkter till 75 under det närmaste året och fortsätter till 90 punkter i slutet av 2014

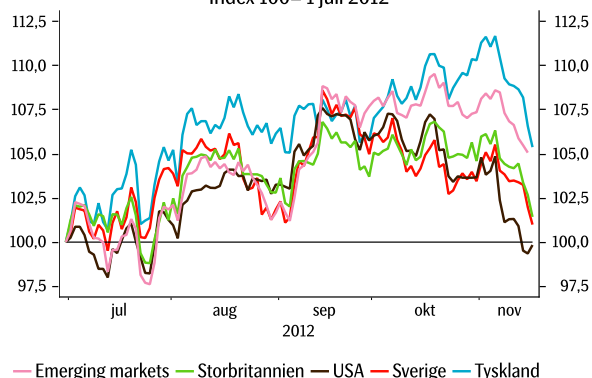
Ljusare börsmiljö nästa år

Sedan halvårsskiftet har börserna återhämtat sig en del, främst beroende på att ECB:s utspel och åtgärder gjort krisläget i Euro-zonen mindre akut. Den senaste tiden har dock uppvisat en vikande trend med förnyad oro kopplad till bl a Greklands-krisen och eskalering av flera konfliktfrågor i Mellanöstern. I USA har oron för budgetstupet gjort att försvagningen varit tydligare än i Väst Europa; sedan QE3 lanserades har kurserna sjunkit med närmare 10 procent. På kort sikt är det svårt att se att budgetfrågorna ska kunna lösas upp på ett sätt som bryter den negativa trenden.

För 2013 ser förutsättningarna ljusare ut. Värderingen är försiktig givet det bestående låga ränteläget. Vårt konjunkturscenario där BNP-tillväxten bottnar fjärde kvartalet 2012 innebär därför potential för stigande kurser. Våra prognoser om budgetöverenskommelser i kombination med betydande obligationsköp från Fed när Operation Twist löper ut i december bidrar också positivt. Att BNP-tillväxten i Kina bottnat ur ger också stöd. Samtidigt är det inte svårt att se risker på nedsidan. Besvikelser på policy sidan både när det gäller amerikansk budgetpolitik och kris hanteringen i Euro-zonen kan mycket väl ta överhanden. Förväntningarna på företagsrapporterna är ganska lågt ställda de närmaste kvartalen, men fortsätter den negativa makrotrenden i Europa kan de komma in ännu sämre än väntat.

Aktieindex

Index 100 = 1 juli 2012



Källa: Macrobond, SEB

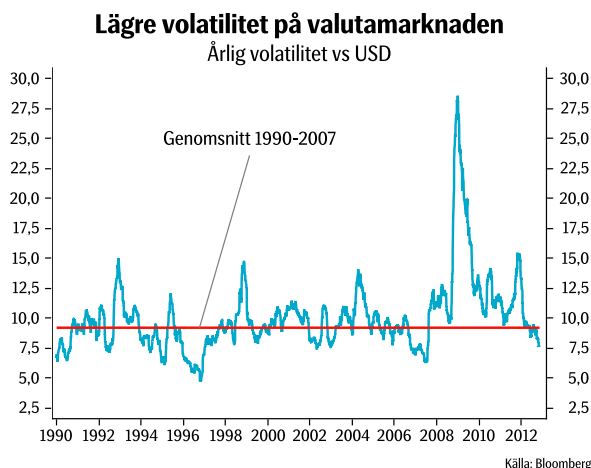
Stockholmsbörsen har stigit med några procent sedan halvårsskiftet; en något bättre utveckling än USA men klart svagare än t ex Tyskland. Den stärkta kronan har pressat kurserna i vissa branscher samtidigt som försvagningen i investeringskonjunkturen slagit relativt hårt. 2013 räknar vi med att Stockholmsbörsen och övriga nordiska börser följer med i den globala återhämtningen och ur ett tillväxtperspektiv har de nordiska börserna förutsättningar att utvecklas starkare än Väst Europa generellt.

Fallande aktivitet på valutamarknaden

Den globala valutamarknaden har kännetecknats av lägre aktivitet och mindre svängningar i de större valutorna jämfört

med de senaste åren. Måttet på valutarörelsernas storlek (den faktiska volatiliteten) har fallit till nivåer långt under historiska genomsnitt. Dagens nivå ligger i paritet med den extrema situation som rådde strax innan finanskrisen utlöstes.

Normalt sett är kurssvängningarna små när utvecklingen ter sig relativt förutsägbar och när trenderna är tydliga och lättidentifierade. Så var t ex fallet under åren 2006 och 2007. Dagens låga volatilitet tycks dock istället vara en konsekvens av de senaste årens upprepade kriser, regleringsiver och interventioner från många centralbanker. Att valutamarknaden uppfattas som nyckfyll och svårhanterad gör att finansiella aktörer väljer att reducera exponering och aktivitet i möjligaste mån.



Jakten på nya reservvalutor är en fortsatt drivkraft på valutamarknaden när globala reservförvaltare i ökad omfattning söker alternativ till USD och EUR. Sådana kapitalflöden har fått flera fundamentalt starka valutor, däribland svenska och norska kronan, att stärkas. De stora politiska och ekonomiska utmaningar som alltjämt kvarstår i bl a Euro-zonen och USA gör att denna drivkraft kommer att vara viktig också framöver, även om den inte alltid dominerar.

Att både Euro-zonen och USA brottas med stora problem gör prognosen för EUR/USD osäker. Det grundläggande problemet med en svag konkurrenssituation i krisdrabbade euroländer består även om ECB:s annonserade åtgärder mildrar den akuta krisen. I USA kvarstår oron för en kraftig finanspolitisk åtstramning. I denna miljö räknar vi med att dollarn försvagas på kort sikt och EUR/USD rör sig mot 1,30 före årsskiftet. Vårt huvudscenariot där de amerikanska problemen mildras under 2013 samtidigt som osäkerhet kring den europeiska integrationsprocessen består gör dock att euron åter pressas på lite sikt. Tillväxtskillnaderna mellan regionerna blir också en viktig drivkraft för euroförsvagningen och EUR/USD når 1,22 i slutet av 2013.

Även valutorna i Japan och Storbritannien hämmas av hög skuldsättning, svag tillväxt och okonventionell penningpolitik. Vi räknar därför med att JPY successivt försvagas från dagens högt värderade nivå. I slutet av 2013 är prognosen att USD/JPY står på 88. GBP handlas däremot i nuläget till fundamentalt sett rimliga nivåer mot euron och dollarn. Storbritannien behöver dock troligen en svag valuta för att långsiktigt rebalansera

ekonomin mot en större exportsektor. Vi räknar därför med en trendmässig försvagning av pundet mot dollarn ned mot 1,50 i slutet av 2014.

Risken för en markant rekyl i svagare riktning för de skandinaviska valutorna är relativt liten, trots en del oroande tecken för svensk tillväxt och export på sistone. Vi räknar därför med att kronan successivt stärks mot både euron och dollarn under första halvåret 2013 och att EUR/SEK faller tillbaka till 8,30 mot slutet av 2013. Nuvarande nivåer i EUR/SEK är attraktiva för exportörer att öka valutasäkringsgraden.

I Norge blir dilemmat med den starka valutan allt tydligare. Vi räknar med att den norska kronan fortsätter att stärkas under nästa år i takt med att det blir alltmer tydligt att en åtstramning av penningpolitiken måste påbörjas före halvårsskiftet. Starka fundamenta gör också att norska tillgångar fortsätter att attrahera finansiella inflöden från omvärlden, vilket innebär ytterligare apprecieringstryck. Vi räknar med att EUR/NOK rör sig mot 7,00 under 2013.

Konjunkturutsikterna en nyans ljusare

- Återhämtning på bomarknaden stöttar konsumtionen
- Finanspolitisk osäkerhet hämmar företagen
- Fed stimulerar med oförminskad styrka

Amerikansk BNP ökade tredje kvartalet med 2 procent uppräknat till årstakt, vilket är i linje med genomsnittet sedan 2010. **Bostadsmarknaden uppvisar äntligen en livskraftig återhämtningsspiral**, vilket innebär att stigande huspriser efter hand stimulerar privat konsumtion via förmögenhetseffekter och ökad framtidstro. Den positiva effekten motverkas dock delvis av att finanspolitisk oro och sviktande omvärldsefterfrågan bromsar företagens investerings- och anställningsbeslut. Utrikeshandeln, som gav positiva tillväxtbidrag i fjol, ger negativa bidrag i år och 2013. Vår bedömning är liksom tidigare att den hotande finanspolitiska åtstramningen utgör den enskilt största risken för återhämtningen. Vår prognos bygger på att de flesta fallgroparna undviks men att besluten i kongressen dröjer till början av 2013. Trots detta **tilltar den finanspolitiska motvinden och uppgår till 1,5 procent 2013**. Sammantaget finns dock skäl att se något ljusare på konjunkturläget. Vi räknar med att **BNP växer med 2,2 procent i år, 2,4 procent 2013 och med 2,7 procent 2014**; något över konsensus.

Arbetslösheten noterade sin lägsta nivå på fyra år tidigare i höst och nedgången fortsätter till 7 procent i slutet av 2014. Mängden lediga resurser på arbetsmarknaden är dock betydligt större än vad arbetslöshetsnivån indikerar. Vår bedömning är därför att de deflationistiska krafterna fortsätter att dominera vilket bidrar till att **den ultralätta penningpolitiken ligger fast; Fed fortsätter obligationsköpen under 2013 och 2014** enligt våra prognoser.

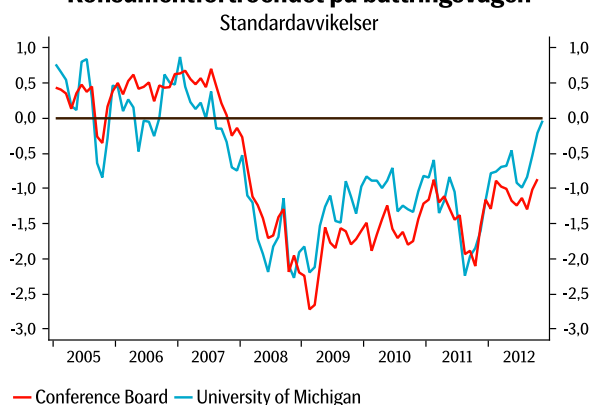
Orkanen Sandys framfart i tätbefolkade områden på USA:s östkust ökar sannolikheten för ett svagt fjärde kvartal 2012. 60 miljoner amerikaner drabbades i 23 delstater. Men liksom Gloria (1985), Hugo (1989), Andrew (1992), Katrina (2005), Ike (2008) samt Irene (2011) blir effekterna tillfälliga och produktionsbortfallet återtas snabbt under inledningen av 2013.

Spirande framtidstro i konsumentledet

Hushållens framtidstro har de senaste månaderna förbättrats oväntat mycket. Förtroendeindikatorer som Conference Board och framför allt Michigan har vänt uppåt med besked och detaljhandeln har utvecklats robust under hösten. Lägre arbetslöshet och stigande förmögenhetsvärden kan delvis förklara humörskiftet, men därtill kommer nog att den intensiva medierapporteringen om presidentvalet har överskuggat de finanspolitiska riskerna. **Samtidigt finns fundamentala skäl**

till optimism. Enligt en studie av Fed och Commerce Department lägger konsumenterna endast 28 procent av inkomsten efter skatt på mat, energi och bostadskostnader som hyra och lån. Det är den lägsta siffran sedan mätningarna startade 1980 och den låga andelen för basutgifter indikerar **stor potential för ökad konsumtion om en positiv återhämtningsspiral får fäste**. Mot bakgrund av konsumtionens stora vikt i BNP innebär detta en uppåtrisk för BNP-prognosen.

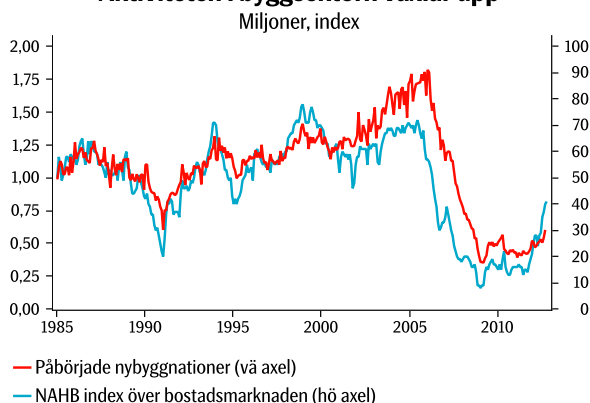
Konsumentförtroendet på bättringsvägen



Källa: Bloomberg, Conference Board, SEB

Vår huvudprognos innebär dock en ganska försiktig acceleration för konsumtionen. Neddragning av hushållens skulder fortsätter vilket lägger en hämsko på tillväxten. **Prognosen är att hushållens konsumtion ökar med 2,4 procent både 2013 och 2014**; snäppet högre än genomsnittet för 2010-2012.

Aktiviteten i byggsektorn växlar upp



Källa: Department of Commerce, NAHB, SEB

Bostadsmarknaden ger tillväxtlyft

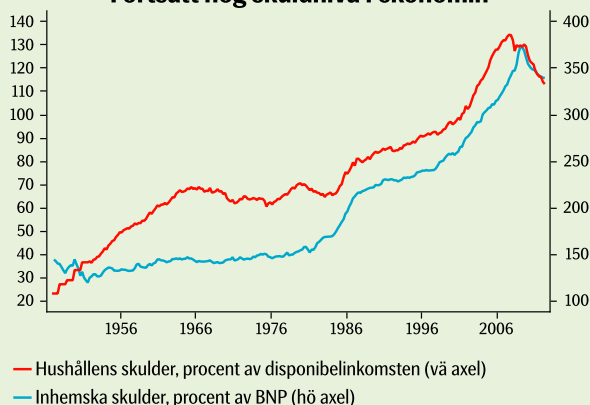
Uppgången på bostadsmarknaden är huvudorsaken till vår ljusare konjunkturbild. Förtroendet i byggsektorn enligt NAHB (National Association of Home Builders) pendlade kring absoluta bottenivåer så sent som i fjol men har nu vänt uppåt

med besked och närmar sig historiska genomsnitt. Påbörjade nybyggnationer ökar ännu inte lika snabbt men en uppväxling ligger i prognosen. Försäljningen av såväl nya som befintliga bostäder har stigit med omkring 40 procent sedan botten-nivåerna. Bostadsinvesteringarna har ökat sex kvartal i rad; under tredje kvartalet var ökningstakten hela 14 procent och bidraget till BNP 0,3 procent. **Också under 2013 räknar vi med att bostadsinvesteringarnas bidrag till BNP blir 0,3 procent i snitt** och risken ligger på uppsidan. Att effekten blir relativt liten beror på att bostadsinvesteringarna endast utgör ca 2 procent av BNP efter det kraftiga fallet på senare år.

Skuldavvecklingen fortsätter

Den totala skuldsättningen i ekonomin har fallit från 370 procent av BNP vid toppen 2009 till 340 procent av BNP idag. Skuldnivån i dag är därmed densamma som i slutet av 2007 och vid millennieskiftet låg skulden på 260 procent av BNP. Hushållens skulder har relativt sett sjunkit något mer och ligger nu på 113 procent av de disponibla inkomsterna jämfört med toppnivån på 135 procent. Anpassningen av skulderna har varit den viktigaste förklaringen till att återhämtningen hittills varit den svagaste som noterats under efterkrigstiden. Vår bedömning är att skuldavvecklingen fortsätter de närmaste åren även om takten bromsas upp som en följd av återhämtningen på bostadsmarknaden.

Fortsatt hög skuldnivå i ekonomin



Källa: Federal Reserve, BEA, SEB

Strama utbudsförhållanden har bidragit till att huspriserna nu börjat stiga. Konjunkturstimulansen av detta är betydande inte minst via förmögenhetseffekterna. Bostäder är ofta belånade vilket ger en extra hävstångseffekt och allt fler **hushåll får nu möjlighet att refinansiera bolån och frigöra konsumtionsutrymme**. Samtidigt är närmare 65 procent av hushållen egnahemsägare medan endast ca 50 procent äger aktier. Medianvärdet på bostäder är dessutom sju gånger större än på aktieportföljen. Det finns dock ett stort skuggutbud av bostäder som inte syns i de officiella siffrorna. Dessa bostäder lär nu gradvis komma ut på marknaden vilket ökar stocken av bostäder ute till försäljning. Sammantaget talar detta för ganska **beskedliga husprisuppgångar 2013-2014**. Vi förutser att priserna mätt med Case-Shillers index stiger med 5 procent såväl 2013 som 2014.

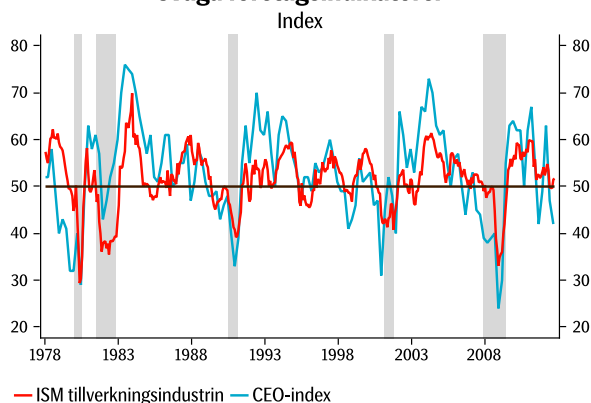
Företagen seglar i motvind

Till skillnad från hushållen oroas företagen över såväl budgetstump som svag efterfrågan i omvärlden. Detta avspeglas bland annat i CEO-index som fallit till recessionsnivåer. Mer etablerade indikatorer som ISM för tillverkningsindustrin har dock segat sig upp på fastare mark efter kräftgången i somras då även faktisk industriproduktion föll tillbaka.

Att kortsiktiga indikatorer som orderingen faller i årstakt tyder på att företagens investeringar i maskiner och mjukvara – en av de mest cykliska delarna i BNP – kommer att försvagas framöver. Totalt sett motverkas dock svagare företagsinvesteringar av robusta bostadsinvesteringar **prognosen att näringslivets investeringar växer med 7,7 procent i snitt 2013-2014**.

Indikatorer som exportorderindex i ISM pekar samtidigt mot en fortsatt exportdämpning; inte minst till de stora asiatiska ekonomierna. Exporten växer med 4 procent i snitt 2012-2014 och bytesbalansunderskottet ökar gradvis under prognosperioden.

Svaga företagsindikatorer



Källa: Business Roundtable, ISM, SEB

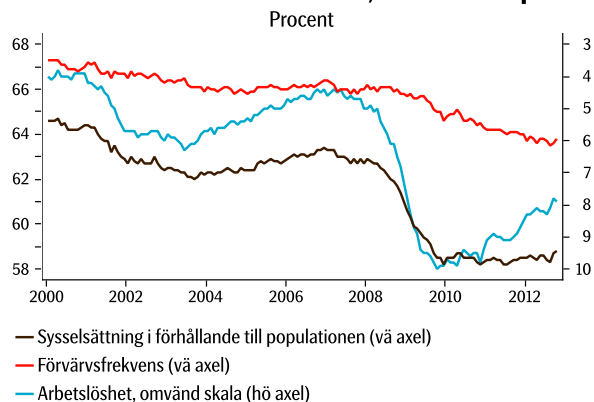
Mycket lediga resurser på arbetsmarknaden

Arbetslösheten har fallit oväntat snabbt i år och låg på 7,9 procent i oktober; en procentenhet lägre än nivån för ett år sedan. **Nedgången fortsätter till 7 procent i slutet av 2014**. Mängden lediga resurser på arbetsmarknaden är dock betydligt större än vad det öppna arbetslöshetsmättet visar, vilket bland annat den svaga löneutvecklingen indikerar. De genomsnittliga timlönerna har det senaste året ökat med låga 1,1 procent, vilket understiger inflationen och således innebär ett fall i reallönerna. Alternativa mått på resursutnyttjande som sysselsättningsgraden pekar nedåt, och sysselsättningen i förhållande till befolkningen har trampat vatten sedan 2010. När väl återhämtningen tar fart är de troligt att fler ställer sig till arbetsmarknadens förfogande. Därmed kommer nedgången i arbetslöshet att bli mycket långsam. Istället lär förbättringen på arbetsmarknaden främst avspeglas i att den oroväckande trenden i sysselsättningsgrad bryts.

Så länge den finanspolitiska osäkerheten består fortsätter sysselsättningen troligen att öka i måttlig takt och vi förutser uppgångar runt 100 000 per månad de närmaste månaderna. På kort sikt ligger risken snarast på nedsidan; eftersom det i runda slängar anställs ungefär 4,4 miljoner varje månad samtidigt som 4,3 miljoner lämnar jobbet kan en procentuellt sett liten dämpning i anställningarna få dramatiska effekter på

totalsiffran. År 2013 förutser vi att sysselsättningen ökar med 150 000 i genomsnitt per månad. Givet att en sådan öknings-takt etableras passerar den tidigare sysselsättningstoppen från januari 2008 först under våren 2015.

Olika arbetsmarknadsmått, olika budskap

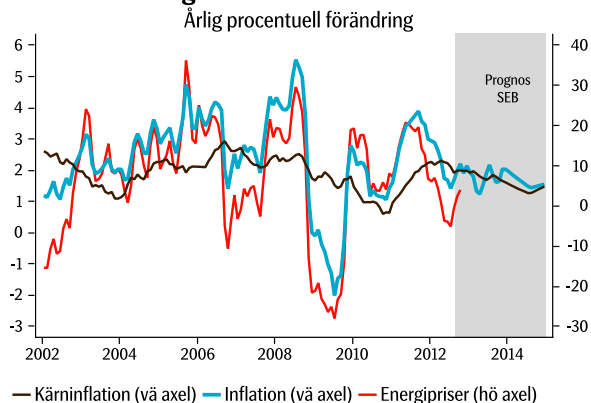


Källa: BLS, SEB

Inflationstrycket förblir svagt

Fallande bensinpriser utgör på kort sikt den dominerande inflationskraften. I konsumentledet har bensinpriset fallit med 40 cent, motsvarande 10 procent sedan oktober. För varje cent som bensinpriset faller ökar hushållens köpkraft med USD 1,5 miljarder. Därmed bidrar bensinprisfallet till vår ljusare konjunkturbild. Prisbildningen i USA är därtill generellt känslig för förändringar i oljepriset. **Som årsgenomsnitt hamnar inflationen på 2,1 procent i år och 1,6 procent i snitt 2013-2014.** Även kärninflationen, där mat och energi exkluderas, har uppvisat modesta ökningstal i höst och kärninflationen understiger 2-procentsmålet under hela prognosperioden. Inflationen lägger därmed inga hinder i vägen för fortsatt ultralätt penningpolitik.

Inget inflationshot i sikte



Källa: BLS, SEB

Finanspolitiken efter presidentvalet

Som väntat fick president Obama förnyat förtroende samtidigt som demokrater och republikaner fortsätter dela på makten i kongressen och senaten. Nu pågår förhandlingsspelet för fullt över hur de finanspolitiska åtstramningarna vid årsskiftet bör mildras och hanteras. Presidenten vill förlänga skattesänkningarna för merparten av hushållen men nekar benhårt till sänkningar för hushåll med inkomster över 250 000 dollar.

Eftersom republikanerna har lovat väljarna att inte höja skatten ser läget låst ut på kort sikt. En tänkbar öppning kommer efter årsskiftet när budgetstupet slår till och skatten höjs för alla hushåll. Huvudfrågan blir då istället vilka skatter som ska sänkas vilket öppnar för kompromisser. Huvudscenariot är därmed att det finanspolitiska stupet avvärjs, men först tidigt 2013. Den finanspolitiska motvinden blir 1,5 procent av BNP 2013 vilket ekonomin kan hantera. Budgetunderskottet fortsätter minska successivt och uppgår till 5 procent av BNP 2014. År 2009 topade budgetunderskottet på 13 procent.

Att Obama fick förnyat förtroende innebär också att centralbanken får arbetsro. Stalltipset är att centralbankschef Ben Bernanke väljer att dra sig tillbaka från hetluften när hans förordnande löper ut i januari 2014. Presidenten får då i uppdrag att nominera en efterträdare som företrädevis också lutar åt det duvaktigare hållet. Ett namn som figurerar flitigt är Janet Yellen. Därmed ligger penningpolitikens inriktning fast.

Fed fäster större vikt vid arbetsmarknaden

Lanseringen av QE3 bekräftade förändringen av Feds reaktionsfunktion och att man fäster större vikt vid arbetsmarknaden och mindre vid inflationen. Huvudsyftet med QE3 är att skynda på läkeprocessen på arbetsmarknaden innan den konjunkturella arbetslösheten hinner bli strukturell. Det finns redan vissa oroande tecken som tyder på att hög arbetslöshet fått strukturella skadeverkningar. Den så kallade Beveridgekurvan, som anger relationen mellan antalet lediga platser och arbetslösheten har skiftat utåt, vilket tyder på sämre matchning på arbetsmarknaden. Uppgången i strukturell arbetslöshet bedöms dock vara ganska liten; Feds nuvarande prognoser pekar på att den ligger på 5,6 procent.

Nya siffreratta mål som ledstjärna för penningpolitiken har diskuterats flitigt den senaste tiden; exempelvis att stimulanspolitiken fortsätter så länge som arbetslösheten överstiger 7 procent och inflationen understiger 3 procent. Att arbetslöshetsmålet underskattar mängden lediga resurser (som diskuteras ovan) innebär dock uppenbara nackdelar med en explicit målsättning. Vi tror därför att Fed vill undvika sådana mål med tanke på riskerna för att marknaden kan prisa in en alltför tidig omläggning av penningpolitiken.

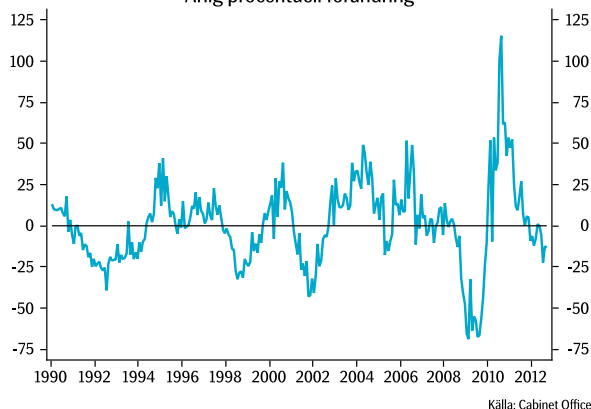
Köpen av bostadsobligationer väntas rulla på under 2013 och 2014 i en takt av 40 miljarder USD per månad. Vi tror därtill att Fed beslutar att köpa statsobligationer i en takt av 45 miljarder USD när Operation Twist löper ut vid årsskiftet. **Feds balansräkning**, som legat rätt stabilt strax under 3 000 miljarder dollar sedan i fjol, **går mot 5 000 miljarder dollar eller 30 procent av BNP kommande år.** Därtill räknar vi med att centralbanken kommer att hålla nollränta hela prognosperioden, åtminstone till utgången av 2014.

Spänt utrikespolitiskt läge smittar ekonomin

- **BNP faller under andra halvåret**
- **Nyval ger maktskifte**
- **Alltför låg inflation ger nya BoJ-stimulanser**

Japans ekonomi hackar betänkligt och efter uppgången tidigare i år ger såväl företagens investeringar som utrikeshandeln stora negativa bidrag till tillväxten. BNP faller på kvartalsbasis under andra halvåret och vi räknar med att **ekonomin växer med 1,7 procent i år och 0,8 procent nästa år**, något under konsensus. 2014 växer BNP med 1,3 procent vilket är nära trend. Svaga tillväxtutsikter öppnar för **nya stimulanser från Bank of Japan** inte minst eftersom inflationen ligger under målet också kommande år enligt centralbankens egna prognoser. Vid det penningpolitiska mötet i slutet av oktober beslutades att fonden för tillgångsköp utökas från 55 000 till 66 000 miljarder yen. Dessutom har en ny kreditfacilitet introducerats i syfte att stimulera utlåningen. Därtill har regering och centralbank gjort gemensamt uttalande hur deflationen ska besegras. **BoJ utsätts för hårt politiskt tryck** och centralbankens oberoende urholkas gradvis.

Maskinorderingen faller
Årlig procentuell förändring



Industriproduktionen föll kraftigt i september och enligt produktionsplanerna ligger mer svaghet i korten. Svag industrikonjunktur avspeglas genom färre arbetade timmar och syrefattig inkomstillväxt. Företagsenkäter som Tankan och inköpschefsindex (PMI) ligger lågt och **företagens investeringar ger negativa bidrag till tillväxten under andra halvåret**. Efter konsumtionslyftet tidigare i år när miljöbilssubventioner lyfte tillväxten pekar också hushållens indikatorer nedåt. Bilförsäljningen har lagt i backen och detaljhandeln visar stora minustal. Indikatorer som Economic Watchers undersökning målar en svag konsumtionsbild. **Arbetslösheten**, som fallit till låga 4,2 procent, **stiger något kommande år**. 2013 och 2014 ligger arbetslösheten på 4,4 respektive 4,6 procent, mätt som årsge-nomsnitt. Arbetslösheten toppade på 5,4 procent i juli 2009.

Oron över Japans statsfinanser har växt sig större på sistone. Enligt IMF **när statsskulden enorma 237 procent av BNP i år** att jämföras med t ex 198 procent i Grekland och 126 procent i Italien. Att merparten av skulden ägs av inhemska investerare minskar risken för en skuldskris liknande den i Europa på kort sikt. Samtidigt oroar den instabila politiska situationen och en **sanering av statsfinanserna verkar alltmer avlägsen**. Den planerade höjningen av konsumtionsskatten 2014 kan läggas på hyllan samtidigt som staten har tagit in mer pengar via obligationsförsäljningar än via skatter under fyra år på raken. **Budgetunderskottet**, som beräknas till 10,5 procent av BNP 2012, **stiger ytterligare något 2013**. Avseende 2014 räknar vi med viss finanspolitisk åtstramning men underskottet förblir stort och **kreditbetyget är hotat**.

Nyval är utlyst till 16 december. Opinionsläget tyder på att det blir maktskifte och att Shinzo Abe (LDP) blir ny premiärminister. Det mesta talar då för mer expansiv ekonomisk politik. Abe har förespråkade större samordning av finans- och penningpolitik för att stimulera ekonomin och pressa upp inflationen till 2-3 procent. Ett maktskifte innebär således inte bara finanspolitiska stimulanser. Sannolikheten för att Bank of Japan ska sänka räntan under noll ökar också.

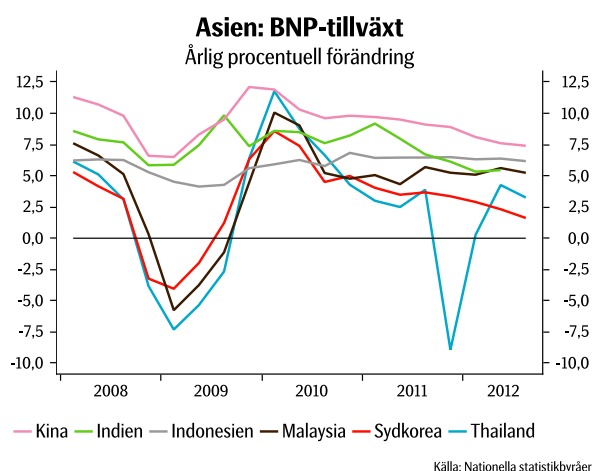
Efter nationaliseringen av tre omtvistade öar i Östkinesiska sjön har de politiska och militära spänningarna mellan Asiens största ekonomier eskalerat och lett till såväl kinesiska protester som stukade handelsförbindelser och fallande export till Kina, inte minst för de japanska bilföretagen. Eftersom **Kina är Japans viktigaste handelspartner** sätter dispyten avtryck i handelsbalansen som varit negativ sedan naturkatastrofen i fjol. I september föll exporten med drygt 11 procent i årstakt och ett rekordstort underskott i handelsstatistiken noterades. **Utrikeshandeln ger därmed ett kraftigt negativt bidrag till BNP** vilket är huvudskälet till att vi reviderar ned prognosen. Att döma av Abes tuffa retorik och fokus på starkare försvar lär de japansk-kinesiska relationerna knappast bli bättre efter valet. Förhandlingar om ett frihandelsavtal mellan Japan, Kina och Sydkorea gick dessutom nyligen i stöpet.

Centralbanken föredrar att fokusera på inflationen exklusive färsk mat och efter -0,3 procent på årsbasis i fjol förutses kärn-inflationen öka svagt framöver. **Inflationstakten understiger dock med marginal centralbankens mål** kommande år vilket **borgar för ytterligare penningpolitiska stimulanser**. Kombinationen svag realekonomi och att fortsatt aggressiv penningpolitik ligger i korten och har bidragit till att yenen försvagats till sexmånaderslägsta mot dollarn. Vi räknar med att försvagningen fortsätter och **i december 2013 ligger USD/JPY på 88**.

Tillväxt under trend men fortsatt stöd till världsekonomin

- **Fortsatt inbromsning i Asien under tredje kvartalet**
- **Minskad risk för kinesisk hårdlandning**
- **Indiska reformförslag i rätt riktning men mer behövs**

BNP-tillväxten i de asiatiska tillväxtländerna bromsade in på de flesta håll under det tredje kvartalet; inte bara i Kina utan även i länder som Sydkorea och Malaysia. Trots inbromsningen växer ekonomierna ändå betydligt snabbare än Europa och USA. De asiatiska utvecklingsekonomiernas bidrag till den globala tillväxten bedöms hamna kring 40 procent i år och ger även framöver betydande stöd till världsekonomin. Tillväxten stabiliseras de närmaste kvartalen och god inhemsk efterfrågan håller uppe tillväxten hyggligt 2013. Vi räknar dock med att BNP-tillväxten stannar under trend också 2013.



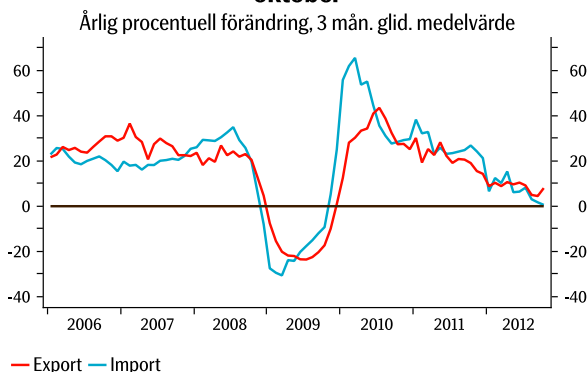
Inköpschefsindex pekar på att tillverkningsindustrin i regionen fortfarande har det kämpigt även om utfallen för oktober pekar på en viss förbättring. Dessutom överraskade exportsiffrorna positivt för många länder i regionen i september. Exporten till Euro-zonen utgör fortfarande ett sänke medan exporten till USA och handeln inom regionen är mer expansiv.

Inflationen väntas stiga något kommande månader drivet av stigande livsmedelspriser. Den generella bilden är dock att **inflationstrycket är lågt** med nedtryckt kärninflation och producentpriser som faller i årstakt i många länder. Vi väntar oss **ingen omfattande omläggning av penningpolitiken under 2013** men många ekonomier väntas börja normalisera styrräntorna under fjärde kvartalet.

Kina: Tillväxten har bottnat

BNP-tillväxten dämpades under tredje kvartalet till 7,4 procent i årstakt och har därmed försvagats sju kvartal i rad. I kvartalstakt accelererade dock tillväxten. **Vår tidigare bedömning att Kina kommer att kunna undvika en hårdlandning har förstärkts ytterligare.** Tillväxttakten väntas börja accelerera igen i årstakt under fjärde kvartalet. Inköpschefsindex har börjat återhämta sig och även **hårddata uppvisade en förstärkning under slutet av tredje kvartalet och början av fjärde kvartalet** där framför allt exporten överraskade positivt. Industriproduktion och detaljhandel accelererade i oktober. Aktiviteten i byggsektorn är fortfarande svag även om en viss återhämtning ägt rum senaste månaderna och bostadspiserna har börjat röra sig försiktigt uppåt i månadsförändring. Bankutlåningen har varit lägre än väntat senaste månaderna men den totala sociala finansieringen, ett mått som inkluderar andra krediter än bankutlåning, visar på relativt stark efterfrågan på krediter. **Kinas BNP väntas växa med 7,7 procent 2012. 2013 växer BNP med 8,1 procent. 2014 bromsar tillväxten in till 7,7 procent** då strukturella effekter till följd av övergången till en ny tillväxtmodell börjar slå igenom.

Exporten överraskade positivt i september och oktober



Myndigheternas **policyrespons på avmattningen har varit begränsad.** De statliga investeringar i infrastrukturprojekt som godkänts under hösten har planerats en längre tid och är således inte ett uttryck för en policyomläggning. Stimulanseffekten kommer dessutom att spridas ut över flera år framöver och endast en marginell tillväxtpåverkan de närmaste kvartalen. **Huvudförklaringen till den försiktiga finanspolitiken** hittas i de obalanser, bl a ökad offentlig skuldsättning på lokal nivå, som blev resultatet av det stora **stimulansprogrammet från 2008-2009.** Programmet ledde även till stor överkapacitet i tillverkningsindustrin och har bidragit till en mer återhållsam finanspolitik denna gång. En annan tänkbar förklaring till att stimulanserna hållits tillbaka är att exporten trots en tydlig

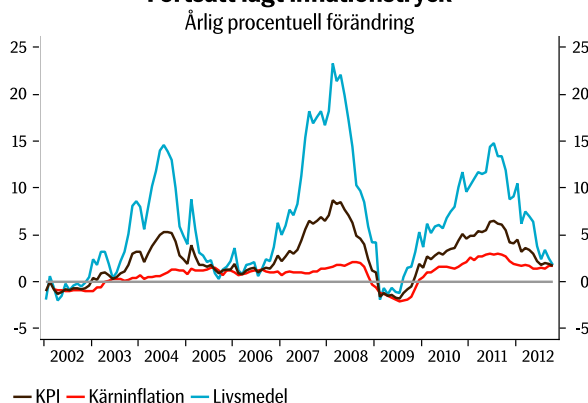
dämpning ändå hållits uppe mycket bättre än under krisen 2008-2009. Dessutom har arbetsmarknaden denna gång stått emot den ekonomiska nedgången väl och löner fortsätter stiga i god takt. Då tillväxten nu har bottnat väntas inte heller några mer omfattande stimulanser framöver.

Kinesiskt ledarskifte utan överraskningar

På den 18:e kinesiska partikongressen i november 2012 bekräftades att Xi Jinping och Li Keqiang tar de två topospositionerna i den stående politbyrå. Xi blir generalsekreterare för kommunistpartiet och tillträder posten som president i mars nästa år medan Li får posten som premiärminister. Antalet medlemmar i den stående politbyrå reducerades från nio till sju för att underlätta beslutsfattande. Två av de mest reforminriktade kandidaterna blev inte invalda och politbyrå väntas därmed bli mindre reforminriktad än vad många hoppats på. Beslutsfattandet är dock konsensusbaserat och man ska därför inte överdriva betydelsen av de enskilda medlemmarnas grad av reformvilja. Huvudsaken är att politbyrå som ett kollektiv klarar av att driva reformarbetet framåt och vår bedömning är att det kommer att komma en hel del reformer under de kommande fem åren.

Även penningpolitiken har varit avvaktande under hösten och styrräntan har legat kvar på 6,0 procent sedan sänkningen i början av juli. Inte heller bankernas reservkrav har mildrats. Sannolikt gör en kombination av myndigheternas bedömning att tillväxten varit nära att bottna tillsammans med oro för att bostadspriserna åter ska skjuta i höjden att penningpolitiken inte mjukats upp. Centralbanken har istället för sänkningar av styrränta och reservkrav börjat använda **omvända repor** för att tillföra likviditet till de finansiella marknaderna. Bedömningen är att **styrräntan kommer att ligga kvar på 6,0 procent till fjärde kvartalet 2013** då en höjning med 25 punkter väntas.

Fortsatt lågt inflationstryck



Källa: National Bureau of Statistics of China

Inflationstakten dämpades till 1,7 procent i oktober. **Inflationen väntas stiga de närmaste månaderna** drivet av livsmedelspriser och baseffekter. Ökningen väntas dock bli liten och inflationen kommer att hålla sig under målet på max 4 procent under prognosperioden.

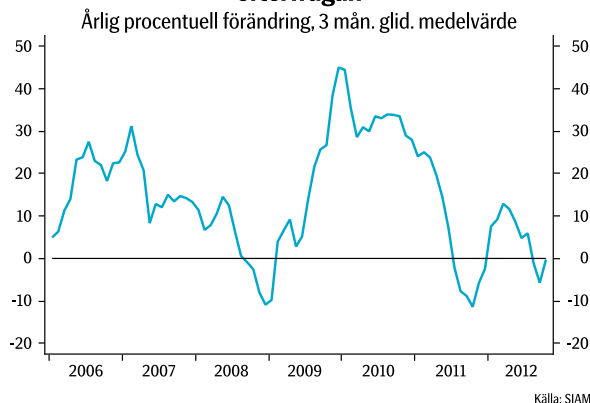
Den senaste tiden har yuanen återigen börjat stärkas mot dollarn efter en tids depreciering under mitten av året. Det bitvis höga tonläget gentemot Kina i den amerikanska presidentvals-

debatten tillsammans med tecken på stabilisering för exporten kan ha skyndat på apprecieringen. Sedan början av 2012 ligger dock förstärkningen kring blygsamma 1 procent. **Vid slutet av 2013 och 2014 väntas USD/CNY ligga på 6,25 respektive 6,15.**

Indien: Reformförslag steg i rätt riktning

Den svaga utvecklingen för den indiska ekonomin fortsätter även om tillväxttakten ökade något under andra kvartalet till 5,5 procent i årstakt. **Tillväxten var troligen svag även under tredje kvartalet** då både tillverkningsindustrin och jordbrukssektorn hade en trög period. Det finns dock tecken på stabilisering. Inköpschefsindex för både tillverknings- och tjänstesektorn har slutat försämrats och industriproduktionen visar tecken på att börja stabilisera sig. Exporten fortsätter dock utvecklas dåligt samtidigt som bilförsäljningen pekar på svag inhemsk efterfrågan. **Sammantaget väntas BNP öka med 5,5 procent 2012. Därefter stiger BNP-tillväxten till 5,9 procent 2013 och till 6,2 procent 2014.**

Svag bilförsäljning indikerar vikande inhemsk efterfrågan



I mitten av september presenterade regeringen flera **reformförslag**. Bland annat höjdes det administrativt satta priset på diesel för att minska statens subventionskostnader som ett led i försöken att komma till rätta med det stora budgetunderskottet. Dessutom ska utländska investeringar underlättas, bl a i detaljhandelssektorn. Reformförslagen är ett steg i rätt riktning och fick ett positivt genomslag på både börs och valuta men **är inte tillräckligt omfattande**. Behovet av strukturreformer är fortsatt mycket stort. Det kommer dessutom att ta tid innan liberaliseringen av marknaderna genomförs. Reformförslagen har ökat de politiska spänningarna och ytterligare förslag kommer att bli svåra att driva igenom.

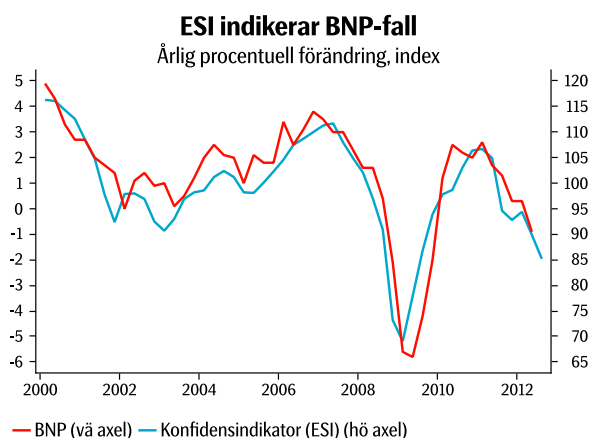
Inflationen ligger envist kvar långt över nivåer som centralbanken är bekväm med. I oktober var inflationen 7,5 procent. **Utrymmet för styrräntesänkningar i närtid är därför litet** och centralbanken väntas låta räntan ligga kvar på 8,0 procent vid decembermötet. Inflationen bedöms dock falla tillbaka något till 7,0 procent 2013. Inflationsdämpningen tillsammans med svag tillväxt gör att **centralbanken sänker styrräntan med en procentenhet under de tre första kvartalen 2013.**

Trots förstärkningen i samband med reformförslagen kommer rupien att fortsätta pressas av det stora underskottet i bytesbalansen. **Vid slutet av 2013 och 2014 bedöms rupien ligga på 51 respektive 49 mot USD.**

Fortsatt tillväxtpress trots nya ECB-stimulanser

- Stigande arbetslöshet pressar hushållen
- Mer expansiv finanspolitik i Tyskland
- Förbättrad externbalans i krisländer
- Seg inflation på väg ned
- OMT-programmet ger tillfälligt andrum

Den svaga utvecklingen för Euro-zonen fortsätter. Under tredje kvartalet föll BNP i Euro-zonen med 0,1 procent jämfört med föregående kvartal och regionen befinner sig därmed i teknisk recession. **Indikatorerna utvecklas svagt.** Den samlade konfidensindikatorn för euroländerna, ESI, fortsatte ned i oktober och pekar på ett rejält fall för BNP under fjärde kvartalet. Även inköpschefsindex pekar på fallande aktivitet. Indikatorerna har dock tenderat att överdriva kraften i nedgången de senaste kvartalen och i nuläget är hårddata mer stabila. Exporten har under hösten tuffat på i god takt samtidigt som detaljhandeln överraskat positivt senaste tiden. Vi räknar därför med att nedgången i BNP under fjärde kvartalet stannar vid 0,2 procent på kvartalsbasis. Som årsgenomsnitt **väntas BNP i Euro-zonen falla med 0,4 procent 2012.**

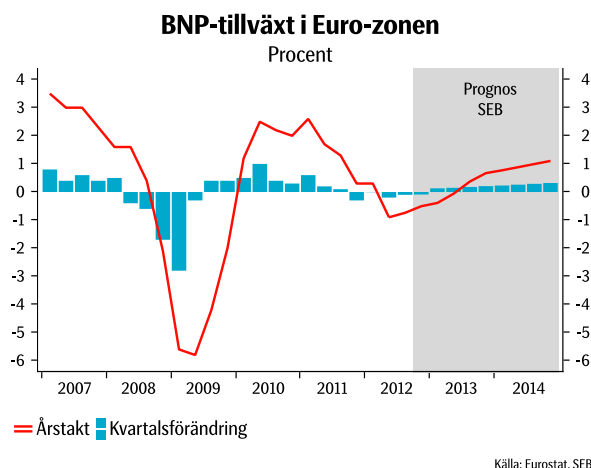


Tillväxtutsikterna ser fortsatt dystra ut kommande två år. Hushållen pressas av stigande arbetslöshet och osäkerheten kring eurosystemets framtid gör att företagen håller igen på investeringarna. Exportefterfrågan hålls dock uppe hyggligt, vilket främst gynnar länder som Tyskland och Irland. Även krisländerna i Sydeuropa börjar dock så sakteliga förbättra konkurrenskraften. **2013 bedöms BNP-tillväxten hamna strax under nollstrecket varefter en blygsam tillväxt på 0,8 procent uppnås 2014.**

Den finansiella krisen i Euro-zonen har blivit något mindre akut sedan ECB i början av september införde det nya

stödprogrammet **OMT (Outright Monetary Transactions)**. Programmet innebär att ECB står berett att köpa statspapper på andrahandsmarknaden om vissa villkor uppfylls. **OMT-programmet** har ännu inte använts men har ändå **bidragit till att pressa ned upplåningskostnaderna för krisländerna.** Dessutom har ytterligare ett steg mot en **bankunion** tagits då EU-toppmötet slog fast målsättningen att EU-länderna före 1 januari 2013 ska ha enats om ett principiellt legalt ramverk för tillsynsmekanismen. Ambitionen är att ECB gradvis ska börja implementera övervakningen under 2013.

Eurosamarbetet står fortfarande inför stora utmaningar. Utvecklingen i Grekland är turbulent och landet måste fortsätta reformarbetet för att säkerställa utbetalningarna från stöd-paketet. Stigande arbetslöshet bidrar till att öka de sociala spänningarna i länder som Spanien, Italien och Portugal. Stora meningsskillnader mellan Tyskland och Frankrike i viktiga frågor runt bankunionen, finansiell översyn och gemensamma skuldåtaganden skapar osäkerhet. **Även om utsikterna förbättrats är det fortfarande osäkert om euro-samarbetet kommer att bestå i sin nuvarande form.**



Vacklande tysk motståndskraft

Även i Tyskland är **utvecklingen för indikatorerna dystert.** Ifo-index föll i oktober för sjätte månaden i rad och nivån ligger nu under sitt långsiktiga genomsnitt. Även inköpschefsindex är nedpressat. Faktiska hårddata har däremot hållit emot relativt bra hittills och BNP-tillväxten hamnade under tredje kvartalet på 0,2 procent jämfört med föregående kvartal. Fjärde kvartalet väntas dock i likhet med slutet av tredje kvartalet bli svagt.

Tysklands hyggliga statsfinanser bidrar till att regeringen nu antligen öppnat för en **något mer expansiv finanspolitik 2013.** Skattesänkningar samt minskade pensionsinbetalningar på minst 15 miljarder euro (omkring 0,6 procent av BNP) har presenterats i syfte att lyfta den privata konsumtionen men

ännu inte godkänts. Detta är ett välkommet steg mot en rebalansering av tillväxtkrafterna inom Euro-zonen men för litet för att ge någon större effekt på den tyska tillväxten. **Tysklands BNP väntas växa 0,8 procent i år och 0,6 procent 2013. 2014 accelererar tillväxten till 1,5 procent.**

Frankrike har än så länge lyckats undvika större BNP-fall. Ekonomin har istället stagnerat och uppvisat nolltillväxt de senaste tre kvartalen. Utsikterna har dock mörknat på sistone. Även om industriproduktionen ännu varit motståndskraftig har hösten präglats av en våg av varsel och uppsägningar i tillverkningsindustrin. Arbetslösheten fortsätter stiga och nådde i september 10,7 procent, den högsta nivån sedan 1999. President Hollandes regering har varit passiv inför försämringen och regeringens BNP-prognos för 2013 med en ökning på 0,8 procent ter sig alldeles för optimistisk. Vår bedömning är att **tillväxten hamnar nära noll både 2013 och 2014**. Det kommer dessutom med stor sannolikhet krävas ytterligare besparingar för att kunna nå målet att få ned budgetunderskottet till 3 procent av BNP nästa år.

Den franska ekonomin har flera fundamentala styrkor med många ledande globala företag, god infrastruktur samt låga energikostnader. Ändå ser också den långsiktiga utvecklingen dystert ut. Frankrike har tappat rejält i konkurrenskraft de senaste tio åren och det kommer att behövas genomgripande

reformer av både arbetsmarknad och skattesystem för att kunna vända den negativa utvecklingen. Någon tydlig strategi för att tackla det stora reformbehovet verkar inte finnas hos regeringen. **Ökat motstånd inom näringslivet** den senaste tiden mot den förda politiken kan möjligen bidra till en kursomläggning på sikt.

BNP

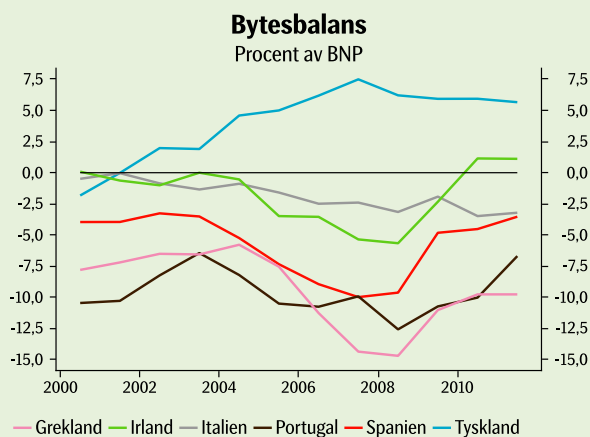
Årlig procentuell förändring

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

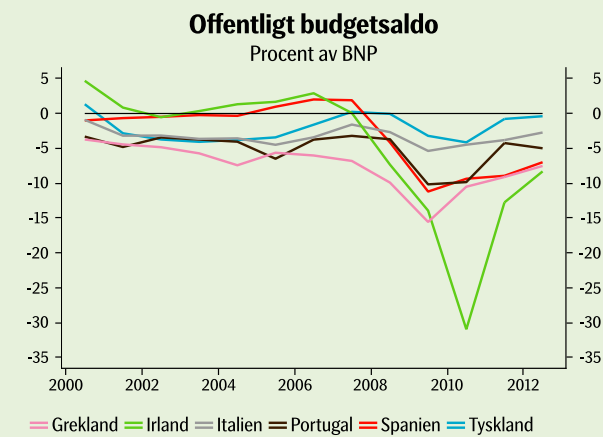
Källa: Eurostat, SEB

Minskade obalanser i krisländerna

Krisländerna i Euro-zonen har gjort framsteg när det gäller att minska de externa och interna obalanserna. Samtliga krisländer har reducerat underskotten i utrikeshandeln betydligt sedan 2008. Irland har redan ett överskott i bytesbalansen och endast Grekland väntas ha ett underskott på mer än 3 procent av BNP 2012. Bakom förbättringen ligger främst en importnedgång driven av kraftigt försvagad inhemsk efterfrågan. Men konkurrenskraften har också förbättrats i flera länder, vilket gynnat exporten. Enhetsarbetskostnaderna har börjat falla tillbaka i krisländerna även om utvecklingen går långsamt på grund av dysfunktionella arbetsmarknader. I Grekland har arbetskraftskostnaderna fallit med mer än 15 procent sedan toppen 2009. I Tyskland går anpassningen i motsatt riktning; arbetskraftskostnaderna har under de senaste åren inlett en tydlig ökning. Utvecklingen väntas fortsätta framöver och bidrar till att mildra obalanserna i Euro-zonen.



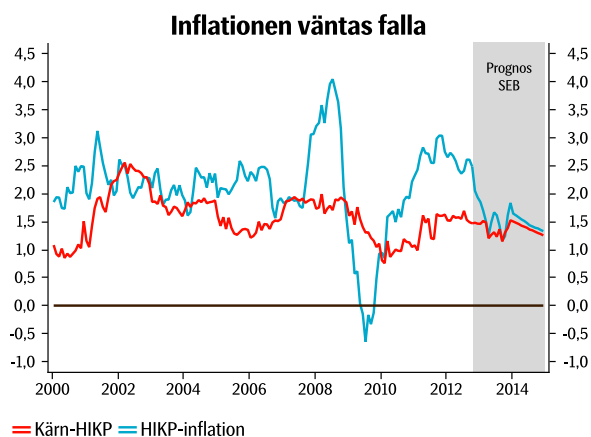
Med undantag för Spanien har också krisländernas offentliga budgetunderskott minskat rejält som ett resultat av tuffa besparingsåtgärder. Även för Euro-zonen som helhet minskar budgetunderskottet; från 4,1 procent 2011 till 3,1 procent 2012. 2014 bedöms underskottet ha sjunkit till 2,0 procent. Det blir dock allt tydligare att åtgärderna i högre grad än väntat hämmar den ekonomiska aktiviteten. Skatthöjningar samt uppsägningar och sänkta löner i den offentliga sektorn slår hårt mot den privata konsumtionen. BNP fortsätter därför att falla i samtliga Sydeuropas krisländer 2013 och även 2014 blir ett mycket svagt år. Därmed fortsätter arbetslösheten uppåt med risk för tilltagande social oro som följd.



Seg inflation pressar hushållen

Hushållen i Euro-zonen pressas av en kombination av åtstramningar, svag arbetsmarknad och relativt hög inflation. **Arbetslösheten** nådde en **ny rekordnivå** på **11,6 procent** i september. Ökningen drivs fortfarande av försämringar i krisländerna; i Spanien ligger arbetslösheten nu nära 26 procent. Mätt som årsgenomsnitt hamnar **arbetslösheten** i Euro-zonen på **11,4 procent i år** för att sedan stiga till **12,0 procent 2013** och till **12,4 procent 2014**.

Inflationen ligger för närvarande klart över ECB:s mål men i oktober föll HIKP-inflationen tillbaka något till 2,5 procent. Dämpningen väntas fortsätta under resterande delen av 2012 och under 2013. **Mätt som årsgenomsnitt faller inflationen från 2,5 procent 2012 till 1,5 procent 2013 och 2014. Kärninflationen** faller ytterligare drivet av lågt kapacitetsutnyttjande och **ligger på 1,3 procent vid slutet av prognosperioden**. Även om inflationen nu dämpas kommer den privata konsumtionen att fortsätta vara under press, vilket är en viktig förklaring till de dystra tillväxtutsikterna för de kommande två åren.



Källa: Eurostat, SEB

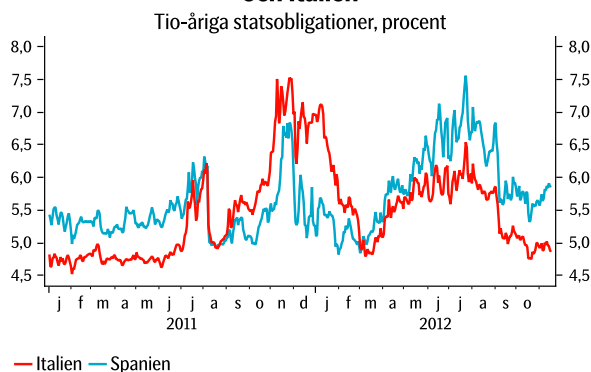
ECB tillbaka i vänteläge

Sedan det nya stödköpsprogrammet OMT presenterades i september har ECB inte kommit med några nya policyinitiativ. Centralbanken verkar nöjd med att OMT pressat ned krisländernas upplåningskostnader och har återgått till det vänteläge den befann sig i under våren. Samtidigt sätter den mycket svaga konjunkturutvecklingen press på ECB att agera. Bankutlåningen är fortsatt svag, framför allt till företag. ECB:s senaste *Bank lending survey* tyder dock på att den svaga utlåningen fortfarande i första hand drivs av liten efterfrågan på lån snarare än likviditetsbrist. Några nya treårslån (LTRO) är inte aktuella för tillfället. Sammantaget är det **på kort sikt svårt att se att ECB skulle lansera några nya, större policyinitiativ**. Räntan lämnades oförändrad även vid novembermötet och vår bedömning är att **refiräntan kommer att ligga kvar på 0,75 procent under prognosperioden**. ECB har visserligen signalerat att man inte utesluter framtida räntesänkningar men vår bedömning är att ytterligare sänkningar skulle ha liten stimulansseffekt och riskera att försämra interbankmarknadens funktionssätt.

OMT-programmet ger andrum

Trots att inga köp från ECB ännu genomförts har **OMT-programmet** redan haft **positiva effekter** genom ökad efterfrågan på krisländernas statspapper de senaste månaderna. OMT-programmets viktigaste bidrag är än så länge att det skapat ett visst **andrum** för krisländerna att fortsätta genomföra strukturreformer och förbättra statsfinanserna.

Upplåningskostnaderna har fallit tillbaka i Spanien och Italien



Källa: MacroBond

Om stödköpen inte kommer igång finns risk för förnyad oro och stigande räntor. Förutsättningarna för att köpen ska inledas är därför av stort intresse. Enligt ECB ska ett land både ha ansökt om och beviljats ett stödprogram från EFSF/ESM för att köpen ska kunna börja. Ett stödprogram innefattar krav på ekonomiska reformer samt övervakning från IMF. Dessutom ska landet självt i viss utsträckning kunna låna upp pengar på marknaderna. **Inget land uppfyller i nuläget kraven för att ECB ska starta stödköp av statspapper genom OMT**; Spanien har tillgång till marknadsfinansiering men har inte ansökt om stöd från ESM medan situationen är den omvända i Grekland, Irland och Portugal. Det råder dessutom **osäkerhet om ECB:s agerande när ett land väl uppfyllt villkoren**. Detta gäller såväl vilka räntenivåer som krävs för att stödköp ska inledas samt vilka volymer som kan bli aktuella.

Spanien är det land som ligger närmast till hands för statspappersköp från ECB. Vår bedömning är att **Spanien ansöker om ett stödpaket inom de närmaste månaderna och ECB kommer därmed att påbörja köp av spanska statspapper**. Att en ansökan medför krav på reformer som begränsar den nationella suveräniteten har bidragit till att Spanien hittills tvekat. De spanska upplåningskostnaderna har fallit tillbaka vilket minskat pressen att ansöka. Dessutom har Tyskland motsatt sig en spansk ansökan. Dels vill Tyskland ha klarhet i hur stor omfattningen av en ansökan kommer att bli, dels önskas en lösning av Greklands situation för att undvika att Tyskland tvingas bidra med pengar till ytterligare ett stödpaket. Höstens lokalval kan också ha bidragit till att regeringen velat skjuta upp frågan. Den svaga makroekonomiska utvecklingen i Spanien gör dock att utsikterna att nå budgetmålen blir allt sämre vilket kommer att öka pressen på regeringen.

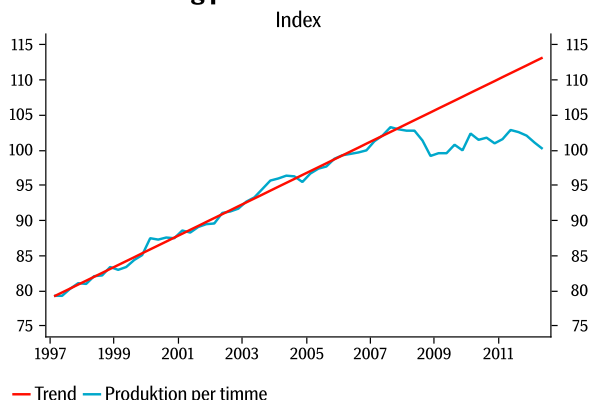
Har brittisk ekonomi fastnat i lågt tillväxttempo?

- **OS gav temporär tillväxtimpuls**
- **Låg inflation stärker köpkraften**
- **Finanspolitisk motvind tilltar 2013**

Efter tvärniten tidigare i år låg **brittisk BNP-tillväxt i Europa-topp** under det tredje kvartalet. Den underliggande tillväxten var dock betydligt svagare; de olympiska spelen och kalender-effekter gav en kraftig impuls på kvartalsbasis. Vår prognos är att **BNP stagnerar i år och växer 1,3 procent 2013 och 1,5 procent 2014**. Åtstramningspolitiken ligger fast, vilket i kombination med svag exportefterfrågan håller tillbaka återhämtningen. Närmare hälften av brittisk export går till Euro-zonen. Efter en topp på över 5 procent så sent som ifjol är nu inflationen på väg mot nivåer som ligger något under centralbankens mål. Vi räknar med att Bank of England ökar tillgångsköpen 2013 men avstår från ytterligare räntesänkningar.

Trots att BNP ligger på samma nivå som för ett år sedan har sysselsättningen ökat snabbt och arbetslösheten fallit tillbaka. Andra sidan av myntet är en **svag produktivitetstrend**, framför allt i tjänstesektorn, som accentuerar **oron för strukturella tillväxtproblem i brittisk ekonomi**. Sedan andra världskriget har produktivitetstrenden legat stabilt runt 2 procent. Efter 2007 har dock en total stagnation skett vilket innebär att gapet mellan faktisk produktivitet och långsiktig trend numera är så stor som 11 procent. Tänkbara förklaringar är vikande oljeproduktion i Nordsjön och banksektorns problem. Framöver räknar vi med en viss normalisering av produktivitetstillsattnen som gör att **arbetslösheten stiger från 8,2 procent 2012 till 8,4 procent 2014**, mätt som årsgenomsnitt.

Svag produktivitetstillväxt



Industrin kämpar i motvind. Ett viktat genomsnitt av PMI för bygg-, tjänste- och tillverkningsindustrin är förenlig med stagnerande ekonomi. Efter kraftiga fall under krisåren 2008-2009

har återhämtningen i företagens investeringar varit svag med historiska mått mätt. Krisen i Euro-zonen har smittat brittisk industri men de exceptionellt svaga handelssiffrorna i augusti (näst högsta underskottet som noterats) speglade bredbaserade exportfall. CIPS index över exportorderingen visar svaghet och **utrikeshandeln bidrar negativt till tillväxten kommande år**.

Indikatorbilden för hushållen är splittrad med starkare detaljhandel och svagare konsumentförtroende. Det nya utlåningsprogrammet (Funding for Lending Scheme) ökar tillgången på billiga krediter; bolåneräntorna har fallit tillbaka och antalet godkända bolåneansökningar stiger. **Huspriserna har stabiliserats och vänder troligen försiktigt uppåt 2013**. Uppemot en miljon hushåll påverkas av barnbidragsreformen vid årsskiftet, där bidragen tas bort för hushåll med relativt höga inkomster. Effekten på enskilda hushåll blir betydande men på aggregerad nivå blir inkomsteffekten endast 0,2 procent på årsbasis. En motvikt är att lönerna ökar snabbare än inflationen 2013, vilket lyfter köpkraften. Sparkvoten ligger kvar nära historiska snitt och **privat konsumtion ökar med 1,5 procent 2013 respektive 1,8 procent 2014**.

Efter att ha överstigit 5 procent i fjol noterades inflationen på treårslästa i september. Inflationen pressas av det stora produktionsgapet som bl a håller tillbaka löneökningarna. Därtill kommer effekter av att råvarupriserna fallit tillbaka. **Inflationen ligger i linje med målet 2013 och tydligt under 2014**. Gynnsammare inflationsutveckling ökar köpkraften och mildrar effekterna av regeringens åtstramningspolitik. Finansminister Osbornes plan att öka takten i besparingarna 2013-2014 ligger fast och budgetunderskottet går från 7,7 procent 2012 till 5,2 procent 2014. Offentlig konsumtion ger därmed ett tydligt negativt bidrag till tillväxten kommande år. Den **finanspolitiska åtstramningseffekten motsvarar 1-1,5 procent av BNP 2013 och 2014**. Ambitionen att nå strukturell budgetbalans på fem års sikt borgar för att Storbritannien behåller sin AAA-status.

Som motvikt till stramare finanspolitik är prognosen att **BoE ökar köpen av statsobligationer med ytterligare 50 miljarder** under inledningen av 2013. När centralbankschef Mervyn Kings förordnande löper ut i juni 2013 kan dock spelplanen ändras; ett alternativ är fler satsningar på att förbättra kredit-tillgången (credit easing). Den viktigaste styrräntan ligger kvar på 0,50 procent kommande år. Enligt våra modeller är valutan korrekt värderad mot såväl euro som dollar vilket avspeglas i ganska försiktiga valutaprognoser. **EUR/GBP står i 0,77 i slutet av 2014**, d v s nära dagens nivå.

Ryssland och Polen tar sig ur svackorna

- **Fortsatt divergens i regionen**
- **Svagt i Ukraina trots förväntad devalvering**
- **Kreditsituationen på väg att normaliseras**

Östeuropas dominerande ekonomier Ryssland och Polen påverkas nu av den globala avmattningen men fortsätter att stå emot eurokrisen bättre än de flesta länder i regionen. Framför allt är skillnaden stor jämfört med centrala och södra delarna där t ex Tjeckien, Ungern, Kroatien och Slovenien präglas av svag tillväxt efter recessionen 2012. Under 2013-2014 växer Ryssland med i genomsnitt 3,7 procent och Polen med 3,2 procent. Prognoserna har sänkts något jämfört med *Eastern European Outlook*, oktober 2012. Att Ryssland och Polen **klarar sig bättre än andra östländer** beror i hög grad på att de är mindre exportberoende och har offentliga finanser under kontroll. De är också i mindre grad beroende av bankfinansiering via Euro-zonen; lejonparten av polsk banksektor ägs förvisso av EU-banker men har i flera år varit robust och välkapitaliserad.

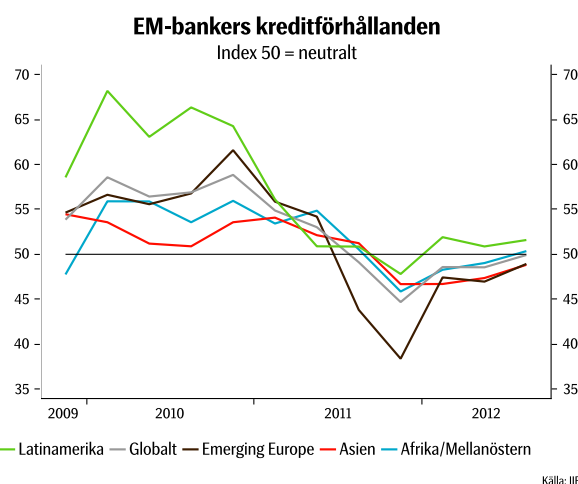
Sedan i våras har dock **BNP-tillväxten bromsat in tydligt i Polen och i viss mån även i Ryssland**. I Ryssland har industrins inköpschefsindex i höst legat kvar en bit över expansionsgränsen 50 (upp till 52,9 i oktober) medan det fastnat något därunder i Polen (47,3 i oktober). I Ryssland beror tillväxtdämpningen främst på vikande export och till viss del snabb inflationsstegring. Polens avmattning har varit mer bredbaserad. Konsumtionen har mattats av försvagade reallöner och bygg- och investeringssidan har rekylat nedåt efter världsskapet för fotbolls-EM.

Om världsekonomin och Euro-zonen stabiliseras 2013 enligt våra prognoser har Polen och Ryssland goda förutsättningar att ta sig ur svackorna och prestera en hygglig tillväxt. Rysk ekonomi fortsätter att stöttas av **høgt oljepris, expansiv finanspolitik** (om än mindre stimulerande än i år), **stark arbetsmarknad och hög kreditefterfrågan**. Inflationen parkerar nästa år nära nuvarande nivå 6,5 procent, efter en uppgång från rekordlåga 3,5 procent i våras. Polens tillväxt stagas upp av fortsatt **sjunkande inflation**. Ett **lägre ränteläge bidrar också**. Det senaste halvåret har marknadsräntorna rasat och rörelsen förstärks nu av omlagd penningpolitik. Styrräntan sänks med ytterligare totalt 75 punkter det närmaste halvåret efter första lättningen från 4,75 till 4,50 procent i början av november. Investeringarna tar åter fart, delvis beroende på **extra infrastruktursatsningar** de närmaste åren. En ny statlig fond bildas som ska ordna finansiering via marknaden utan att belasta statsbudgeten. Finanspolitiken behöver vara fortsatt lätt kontraktiv för att budgetunderskottet ytterligare ska sänkas något till under 3 procent av BNP och framför allt för att klara

den offentliga skuldgränsen 55 procent av BNP. Beskedet om stimulansåtgärden kom i oktober och är en reaktion på ekonomins inbromsning. Samtidigt aviserade landets finansinspektion att villkor för konsumtions- och bolån ska mjukas upp för att stimulera fortsatt god kreditefterfrågan.

Ukraina har bromsat in klart mer än väntat. Lägre stålpriser har hämmat export och politisk osäkerhet hållit tillbaka investeringar. En **trög återhämtning** sker 2013 när inflationen tydligt vänder uppåt igen från årets extremt nedpressade nivå. Trots dämpning av nuvarande höga reallöneökningar fortsätter tillväxten att drivas av privat konsumtion. Därtill sker en viss uppstuds i exporten som får draghjälp av bl a högre stålpriser och devalverad valuta. Vi spår en **nedskrivning mot USD med minst 10 procent** i vinter. Kursjusteringen bidrar till att något dämpa landets stora bytesbalansunderskott. Vad gäller den politiska färdriktningen sker ingen större förändring efter parlamentsvalet nyligen. Troligen söker regeringen ett nytt stödlån av IMF; det frusna avtalet löper ut vid årsskiftet.

Många östvalutor har stärkts påtagligt av ökad global riskapitet sedan i somras. Vi förutspår en **mindre appreciering** i bl a rubel, zloty och forint på ett-två års sikt. Argumenten är tillväxtfördelar mot Väst (gäller dock ej Ungern), räntedifferenser och långsiktig värdering.



Kreditförhållandena i Östeuropa har **tinat upp ytterligare** något under tredje kvartalet enligt IIF:s senaste bankenkät för Emerging Markets. Aggregatet Emerging Europe, som innefattar något fler länder än östeuropeiska EM-länder, ligger nu inte långt från neutrala nivåer och nära nivåer i övriga snabbväxande områden. ECB:s förmånliga lån (LTRO) till euro-banker i december 2011 och februari 2012 bidrog i hög grad till att lösa upp de allvarliga finansiella spänningar som rådde i både Väst och Östeuropa andra halvåret 2011.

God inhemsk efterfrågan ger hygglig BNP-tillväxt

- **Exporten återhämtar sig långsamt**
- **Hög men sjunkande arbetslöshet**
- **Lettland på väg mot euron**

Fortsatt god inhemsk efterfrågan stagar upp ekonomierna i Baltikum när exporten endast repar sig långsamt efter en kraftig dämpning sedan början av 2011. BNP-tillväxten i Estland, som är den mest exportkänsliga ekonomin, stärks från 3,1 procent i år till 3,3 procent 2013. Litauens BNP ökar med 3,5 procent respektive 4,0 procent under motsvarande år. Tidigare värst krisdrabbade Lettland har hittills stått emot den globala avmattningen bäst; tillväxten väntas uppgå till 5,3 procent i år och nästa år följer en mindre svacka till 3,8 procent. Prognoser för Estland och Lettland är höjda efter oväntat stark tillväxt tredje kvartalet i år. Under **2014 presterar alla tre baltiska länder en tillväxt runt potentiell takt på ca 4 procent** (4,5 procent i Lettland). Våra BNP-prognoser ligger över konsensus, såsom de gjort under hösten.

Inflationen förblir låg i Lettland och relativt låg även i Litauen, men **fastnar vid höga 4 procent i Estland** där impulser från löner och på sikt även från penningmängd är större. Bytesbalansunderskotten växer till relativt höga nivåer i Lettland och Litauen (4,5 respektive 6 procent av BNP 2014) men vi ser inga hot mot finansiering eller ekonomisk stabilitet.

Estland och Lettland fortsätter att visa små offentliga budgetunderskott på ca 0,5 respektive 1,5 procent av BNP nästa år. I Litauen ökar budgetunderskottet från strax över 3,0 till 3,5 procent av BNP. **Endast Lettland, som siktar på euroanslutning 2014, fortsätter att strama åt finanspolitiken något.** I Litauen hävs sannolikt åtstramningspolitiken som en direkt följd av regeringsskiftet efter parlamentsvalet i slutet av oktober. En vänsterledd koalitionsregering ersätter den tidigare center-högerregeringen. En annan effekt av valutgången blir att frågan om medlemskap i Euro-zonen prioriteras ned; den förra regeringen hade ett enligt vår bedömning överambitiöst mål om 2014.

Växande privat konsumtion och investeringar i Baltikum har mildrat effekterna av att exporten slagit om från tidigare boom till svaga ökningstal. Investeringarna fortsätter att gynnas av ökat byggande (även om utvecklingen i Litauen hittills varit trög) samt användande av EU-medel för infrastrukturprojekt. I närtid hämmas dock investeringarna i regionen av krisen i Euro-zonen som inte minst påverkar utländska aktörer. Konsumtionen får näring av ökade realinkomster och **gradvis förbättring på arbetsmarknaderna**. Litauen, Estland och Lettland uppvisar störst nedgång i arbetslöshet inom EU mellan

september 2011 och september 2012, då den för övrigt ökade i 20 av 27 stater. Men nivåerna är ännu höga; 12,9 procent, 10 procent och 15,9 procent. Vi spår fortsatt gradvis sjunkande arbetslöshet 2013-2014, men bara Estland uppvisar nivåer under 10 procent (9 procent 2014).

Exporttillväxten blir fortsatt relativt svag beroende på blek global efterfrågan. God konkurrenskraft efter tidigare intern-devalveringar, inbrytningar på nya marknader samt robust rysk efterfrågan gör att den ändå långsamt stärks. Konkurrenskraften förblir god – med viss varning för en sämre utveckling i Estland som redan utmärker sig med hög lönetillväxt (6 procent i årstakt första halvåret i år och på väg mot 7-8 procent helåret 2013) och inflation.

Allt fler tecken på lettiskt euro-inträde 2014

Allt fler utfall/tecken tyder på att Lettland vid vårens utvärdering av EU respektive ECB kommer att uppfylla de sifferfatta Maastrichtkriterierna. Därmed kan Lettland planenligt övergå till euro 2014. Vi bedömer att **kriterierna klaras med relativt god marginal, även om det kan bli snävt vad gäller inflationen**; i dagsläget hade Lettland kvalat in baserat på EU-ländernas septembersiffror, d v s årsgenomsnittet september 2012-september 2011.

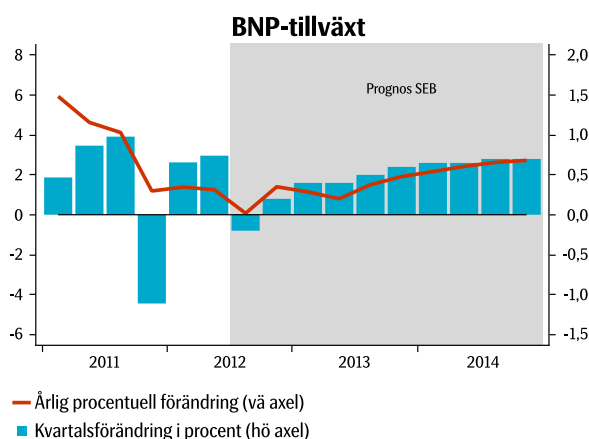
Men Lettland måste också i vår få grönt ljus från EU/ECB att **dämpningen av inflation och underskott är varaktiga** och detta är en mer kvalitativ bedömning. EU-kommissionen har länge varit försiktig med kommentarer om Lettlands chanser, men den 19 oktober gav den ekonomiskt och monetärt ansvarige EU-kommissionären Olli Rehn plötsligt en tydligt positiv signal: *"Lettland har ganska goda utsikter att gå med i euron om det upprätthåller momentum och jag skulle uppmantra Lettland att uppfylla alla kraven"*, sade han till Reuters.

Enligt vår analys är ett kommande godkännande av Lettlands euro-ansökan också ett sätt för EU och ECB att **visa att euro-processen fortlever** och att nya medlemmar kan hanteras trots den svåra krisen med bl a Grekland och Spanien. Notabelt är också att finansiella oron runt nuvarande krisländer i Euro-zonen hade börjat blossa upp då Estland vid utvärderingen våren 2010 fick ja för sitt euro-inträde 2011. En viss brasklapp är att Estland kunde uppvisa en klart stabilare historisk utveckling i offentliga finanser än Lettland. En annan faktor som talar för att Lettland släpps in i Euro-zonen är att **konvergens mot ett framtida euro-inträde** var ett **viktigt delmål i det IMF/EU-ledda internationella stödlånprogrammet** till Lettland som löpte december 2008-december 2011.

Vikande export testar ekonomins motståndskraft

- **Sverige i stagnation**
- **KPI-inflationen under nollstrecket**
- **Riksbanken sänker till 0,75 procent**
- **Expansiv finanspolitik trots underskott**

Tidigare signaler om svensk motståndskraft har nu helt reverserats och det är tydligt att tillväxten kommer att bli mycket svag den närmaste tiden. **BNP ökar med 0,7 procent för helåret 2012**, vilket innebär stagnation under andra halvåret. Motståndskraften i svensk ekonomi testas nu rejält genom fallande export, stigande arbetslöshet och risker för prisfall på bostadsmarknaden. Vi räknar dock fortfarande med att en recession kan undvikas och att Sverige växer i takt med de starkare länderna i Nordeuropa, bl a med stöd av en expansiv ekonomisk politik. **BNP växer med 1,3 procent 2013 och 2,5 procent 2014**. Prognoserna för 2012 och 2013 är nedjusterade jämfört med *Nordic Outlook*, augusti 2012.

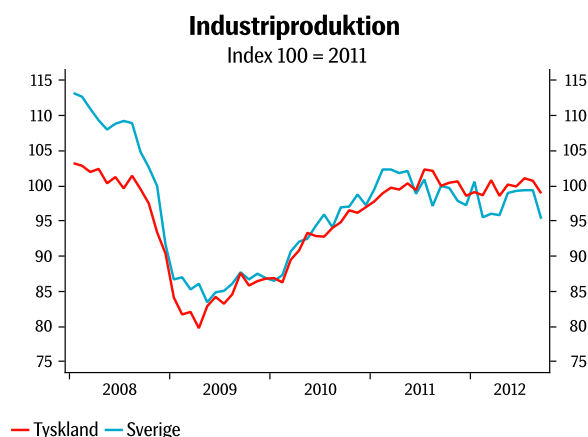


Fallande varuexport under andra halvåret

Konjunkturindikatorerna för industrin har snabbt försvagats de senaste månaderna och ligger nu på de lägsta nivåerna sedan våren 2009. En inbromsning för tysk industri i kombination med försvagningar på många tillväxtmarknader hämmar exporten. Nedgången förstärks också av den starka kronan. Å andra sidan ger en hyfsad tillväxt i övriga Norden stöd, inte minst genom den starka expansionen i Norge som nu är Sveriges viktigaste exportmarknad.

Signaler om lite starkare industrikonjunktur i USA och Kina ger efter hand stöd till exportefterfrågan också i Sverige och Tyskland de närmaste månaderna. Korrelationen mellan svensk och tysk export och industriproduktion har en längre tid varit mycket stark trots ganska stora variationer i växelkursen. Vi

räknar med att detta starka samband kommer att gälla också framöver. **Den svenska exporten av varor och tjänster** beräknas vara i stort sett oförändrat 2012, för att **sedan öka med knappt 3 procent 2013 och drygt 4 procent 2014**. Det branta fallet i exportvolymen och sentimentsindikatorer den senaste tiden innebär ändå att riskerna för 2013 ligger på nedsidan.



Stigande konsumtion trots osäkerhet

Framtidstron i hushållssektorn har fallit tillbaka efter sommaren i takt med att nedgången inom industrin och byggsektorn påverkat arbetsmarknaden. Konsumtionen får dock stöd av stigande inkomster. Överraskande låg inflation, bl a beroende på fallande bensinpriser, gör att prognosen för de reala inkomsterna har justerats upp. En kraftig nedgång i börantorna, drivet av lägre reporänta och interbankräntor samt fallande riskspreddar för bostadsobligationer, kommer också att ge stöd åt konsumtionen. **Vi står därför fast vid prognosen om fortsatt privat konsumtionstillväxt om än i långsam takt.**

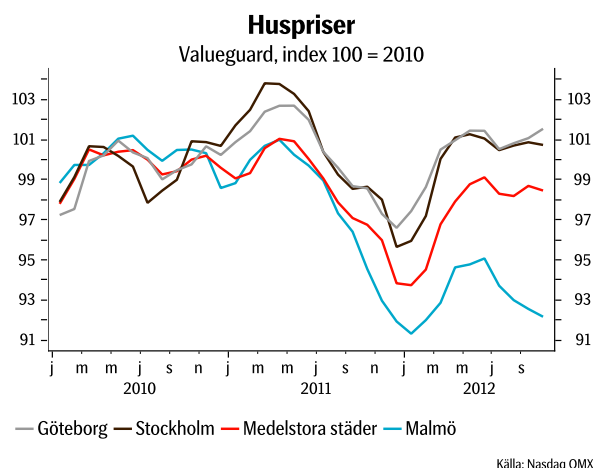
Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

	2011	2012	2013	2014
Konsumtion	2,1	1,5	2,0	2,3
Inkomster	3,0	2,8	2,6	2,8
Sparkvot, nivå	9,3	10,3	10,9	11,3

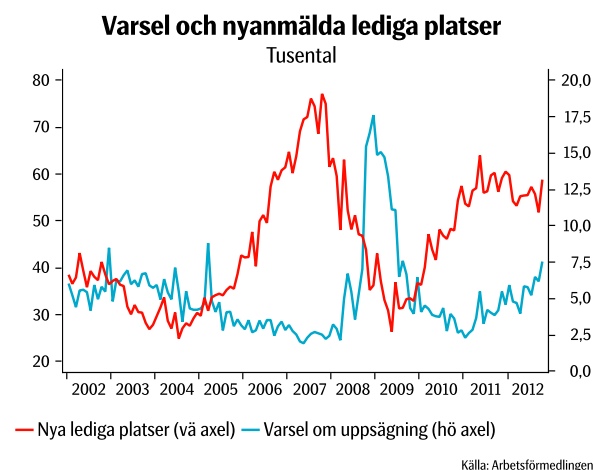
Källa: SCB, SEB

Indikatorer för bostadsmarknaden fortsätter att vara stabila även om de regionala skillnaderna är stora. Inte minst faller priserna nu i Sydsverige, som bl a påverkas av den svaga utvecklingen i Danmark. **Fallande bopriser fortsätter att utgöra den största risken för den inhemska ekonomin.** Den oväntat stora motståndskraften det senaste året visar dock att den långa perioden med mycket lågt bostadsbyggande är en viktig stabiliserande faktor för bopriserna.



Arbetslösheten stiger tidigare än väntat

Antalet varsel har gradvis stigit sedan början av 2011 och är nu på ungefär samma nivå som under lågkonjunkturen 2003-2004. Nivåerna är dock ännu långt från de som nåddes under varselvägen i spåren av krisen 2008-2009. Indikationer från bl a företagens kvartalsrapporter tyder på att **varslen kommer att fortsätta öka under slutet av året**.



Konjunkturedgången har bidragit till att **arbetslösheten har börjat stiga** något tidigare än vi förutsåg i augustiprognosen. Uppgången i arbetslöshet har hittills drivits av en **stark ökning av arbetskraften medan sysselsättningen faktiskt också varit marginellt starkare än väntat**. Indikatorer tyder på att en utplaning av sysselsättningen nu är nära förestående och den svaga BNP-tillväxten talar sedan för ett visst fall under 2013. Prognosen att arbetslösheten stiger en bit över åtta procent nästa år ligger fast men risken är att uppgången blir än större.

Arbetsmarknaden

Procentuell förändring

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

Källa: SCB, SEB

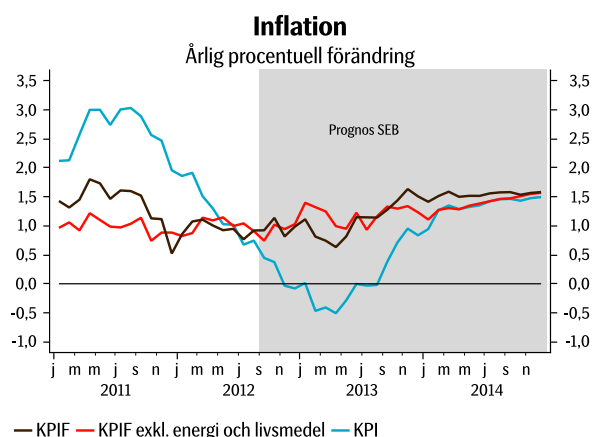
Försvagningen av arbetsmarknaden innebär också att resursutnyttjandet fallit markant. Både vår egen och Riksbankens resursindikator fortsatte att falla under det tredje kvartalet. Nivån är nu i paritet med bottennoteringarna under lågkonjunkturen 2003-2004 och inte speciellt långt ifrån det rekordstora fallet 2009. Det råder därmed inget tvivel om att arbetslösheten i nuläget ligger en bra bit över jämviktsnivån.

Löneförhandlingarna närmar sig

Löneförhandlingar för ca 2,5 miljoner löntagare är nu på väg att påbörjas. De stora avtalen för industrin löper ut i slutet av mars, vilket innebär att förhandlingarna kommer in i sitt mest intensiva skede under januari och februari nästa år. De allt kortare avtalsperioderna antyder ökande spänningar mellan parterna. Åtskilliga grupper, inte minst inom offentlig sektor, har signalerat missnöje med gällande lönenivåer och stor beredskap för konflikter. Förhandlingarna kommer dock att föras i en miljö med stigande arbetslöshet och stor framtidsoro. Vi räknar därför med att de avtalade löneökningarna stannar på drygt 2 procent och **totala löneökningar hamnar strax över 3 procent**, d v s något lägre jämfört med föregående avtalsperiod. Det osäkra konjunkturläget talar för att avtalen återigen blir ettåriga.

KPI faller under nollstrecket

Inflationstrycket är fortsatt mycket lågt. Kärninflationen (KPIF exklusive energi och livsmedel) har de senaste månaderna legat under 1 procent, vilket är lägre än väntat. Löneökningarna samt avklingande effekter av tidigare kronförstärkning gör att kärninflationen stiger något under 2013 och 2014. En snabb nedgång i bensinpriset bidrar till att hålla ned KPIF-inflationen som stannar kring 1 procent under större delen av 2013. KPI-inflationen påverkas dessutom kraftigt av fallande boräntor, vilket gör att nivån faller 1 så långt som till -0,5 procent under första halvåret 2013.

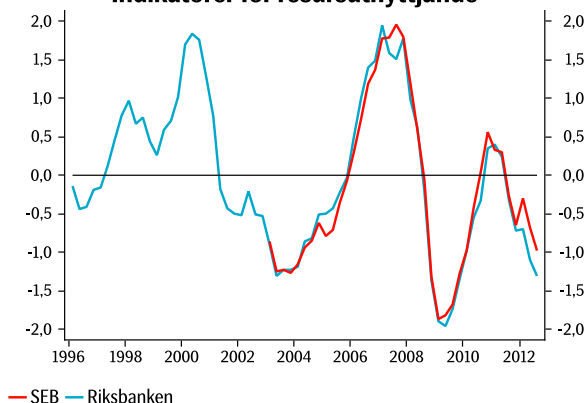


Reporäntan sänks till 0,75 procent

I den Penningpolitiska rapporten i oktober justerade Riksbanken ned räntebanan något i linje med våra förväntningar. Därefter har svaga konjunkturindikatorer i kombination med fallande resursutnyttjande ytterligare ökat sannolikheten för en **räntesänkning till 1,00 procent i december**, vilket vi räknar med. Vi räknar också med att kombination av låg inflation och stigande arbetslöshet får Riksbanken att **sänka reporäntan**.

ytterligare en gång i början på 2013 till en nivå på 0,75 procent. Vår huvudprognos är att den andra räntesänkningen kommer i februari, men det finns en viss sannolikhet att Riksbanken avvaktar till april. Därefter förutspår vi en oförändrad räntenivå under resten av prognosperioden.

Indikatorer för resursutnyttjande



Trots splittring i direktionen tog Riksbanken i oktoberrapporten ytterligare ett steg mot att mer explicit ta hänsyn till hushållens stigande skuldsättning. Den deklarerade att en stabilisering av skuldernas andel av disponibelinkomsten är en förutsättning för fortsatta räntesänkningar. Vår bedömning är att utlånings-tillväxten faller tillbaka något från dagens nivå (4,5 procent) och därigenom inte kommer att förhindra fortsatta sänkningar. Stefan Ingves utspel i riksdagen om att ett tänkbart tak för skuldsättningen skulle kunna ligga på 200 procent av inkomsterna kom överraskande. En så hög nivå skulle vara förenlig med en ganska snabb skulduppbyggnad åtskilliga år framöver. Vår slutsats är nog att riksbankschefen spontant lanserade siffran som ett tänkbart exempel som svar på en direkt fråga och att det inte finns några planer från Riksbanken att formalisera detta.

Förnyad kronförstärkning i början på 2013

Sommarens kronförstärkning mot främst euron har korrigerats under september och oktober. Viktigaste förklaringarna är ECB:s OMT-program som stärkt euron mot de flesta valutor, samt att svensk konjunktur har bromsat in rejält. Detta har bidragit till en oro, framför allt hos utländska investerare, för att kronan enligt historiska mönster ska försvagas vid vikande global konjunktur. Ökade förväntningar på räntesänkningar från Riksbanken, bl a beroende på oväntat låga inflationssiffror, har också satt press på kronan.

Vi står dock fast vid vår vy att nya drivkrafter har tillkommit som gör att kronan i högre grad än tidigare ses som en säker hamn vid tilltagande global riskaversion. Vi tror dessutom att rådande positionering hos investerarkollektivet gör att **potentialen för ytterligare kronförsvagning är liten**. Inhemska investerare är i ett historiskt prespektiv underviktade i kronan genom ovanligt låg valutasäkringsgrad samt stor behållning på valutakonton. Vi väntar oss att svenska exportörer och institutioner nu ser den lite svagare kronkursen som ett argument att öka graden av valutasäkring, dock kommer de troligen att vänta till dess att konjunkturen visar lite bättre tecken på

stabilisering eller uppgång. Sammantaget tror vi att EUR/SEK handlas mot 8,75 vid årsskiftet när Riksbanken sänker räntan i december samt att euron tillfälligt stärks. Bättre global konjunktur och stigande riskapitet gör att vi räknar med att **EUR/SEK står i 8,30 i slutet av både 2013 och 2014**. USD/SEK står i 6,80 vid slutet av 2013 och 7,22 vid slutet av 2014.

Fortsatt stimulans trots svagare finanser

De offentliga finanserna försämras nu i takt med vikande konjunktur. I oktober justerade t ex Riksgälden upp sin prognos för statens budgetunderskott 2013 och 2014. Vi förutser nu ett **statligt budgetunderskott på 48 miljarder kronor för 2014** (1,3 procent av BNP). Detta är drygt 80 miljarder svagare än i regeringens prognos. Nästan halva skillnaden beror på olika antaganden om finanspolitik och privatiseringsinkomster. Men olika antaganden om konjunkturutveckling och BNP-tillväxt ligger bakom den övervägande delen av prognoskillnaden för de offentliga finanserna.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2011	2012	2013	2014
Finansiellt sparande	0,1	-0,4	-0,8	-0,9
Offentlig skuld	38,3	38,1	38,2	38,1
Statsskuld	33,1	33,2	33,5	33,5
Statens lånebehov, mdr	-68	29	39	48

Källa: SCB, SEB

I höstens budgetproposition övergav regeringen sin försiktiga finanspolitiska strategi och satsade på stimulanser motsvarande 23 miljarder SEK (0,7 procent av BNP). Vi räknar med att **valbudgeten 2014 innebär en expansion av motsvarande storleksordning**. Försvagade offentliga finanser innebär dock att en sådan politik leder till att det konjunkturjusterade saldot (som styr reformutrymmet) kommer att visa minustal under ett antal år. Oppositionen kan därmed förstärka sin kritik om att finansministern har gett upp överskottsmålet, vilket skulle tvinga finansministern till en ny typ av argumentation för att försvara nya stimulanser.

Vår bedömning är som tidigare att en **expansiv finanspolitik är helt i linje med etablerade stabiliseringspolitiska principer**. Lågkonjunkturen blir djupare än väntat och resursutnyttjandet ligger klart under det normala. Utsikterna på arbetsmarknaden ser nu så mycket sämre ut än tidigare att en passiv politik inte är försvarbar. De underskott som vi prognostiserar är ganska små och ligger ungefär i nivå med de som uppstod under lågkonjunkturen 2001-2004. Sveriges statsfinanser är också mycket starka i en internationell jämförelse och **statskulden väntas ligga kvar på en låg nivå, runt 33 procent av BNP, också i slutet av prognosperioden**. En expansiv finanspolitik ligger också helt i linje med tankar från t ex IMF och OECD om den internationella ansvarsfördelningen i ett läge när många länder tvingas till kraftiga besparingar. De pedagogiska problem som finansdepartementet står inför är snarast en konsekvens av att den tidigare hårddragna tolkningen av budgetramverket varit så politiskt framgångsrikt och därför fått starkt fäste i den politiska debatten.

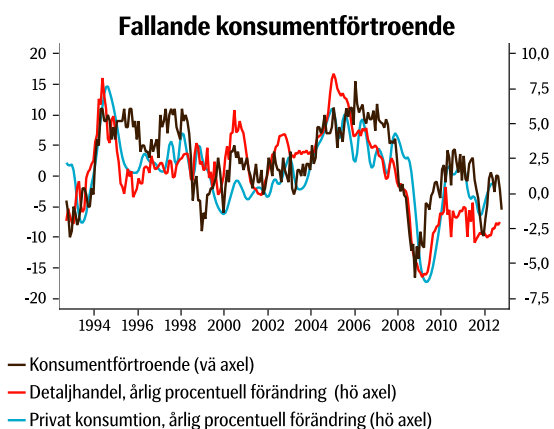
Svag inhemsk efterfrågan trots stöd från finanspolitik

- **Fortsatt motvind för hushållen**
- **Finanspolitiken gradvis mer expansiv**
- **Överskottet i bytesbalansen når nya rekord**
- **Centralbanken stöttar valutan**

Den danska ekonomin fortsätter att gå sidledes. Första halvåret uppvisade nolltillväxt efter att tillväxten vänt ned andra kvartalet efter en positiv inledning. Vi räknar med BNP-tillväxten för helåret 2012 hamnar på 0,5 procent. Därefter tror vi fortsatt på en **gradvis återhämtning till 1,4 procent 2013 och 1,7 procent 2014** i takt med ljusare omvärldsutsikter. Den relativt svaga återhämtningen beror på en fortsatt anpassning av hushållens balansräkningar efter kollapsen på bostadsmarknaden. Inflationen faller gradvis tillbaka från ett årsgenomsnitt på 2,4 procent 2012 till 1,6 procent såväl 2013 som 2014.

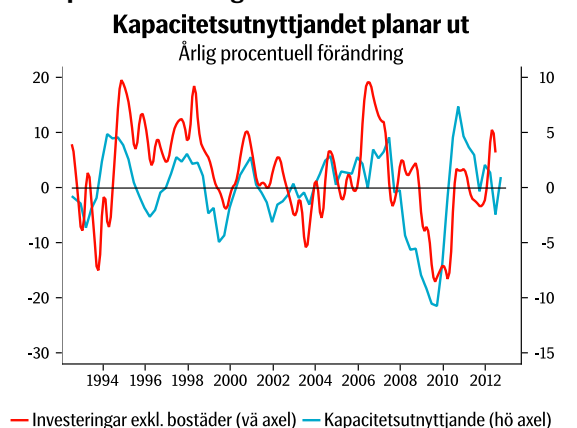
Inhemsk ekonomi under press

Förutom motvind från hög skuldsättning fortsätter konsumenterna att pressas av cykliska faktorer. Löneförhandlingarna har **befäst den negativa reallöneutvecklingen** samtidigt som arbetslösheten stigit. Bostadspriserna har stabiliserats något men stramare kreditförhållanden ger ytterligare nedåtpress. Bolåneinstituten har t ex höjt avgifterna samtidigt som de blivit mer restriktiva med rörliga och amorteringsfria lån. Konsumentförtroendet har vänt nedåt den senaste tiden efter en återhämtning till neutrala nivåer i början på 2012. Trots detta har detaljhandeln återhämtat sig vilket troligen beror på en engångstransferering från förtidspensionssystemet.



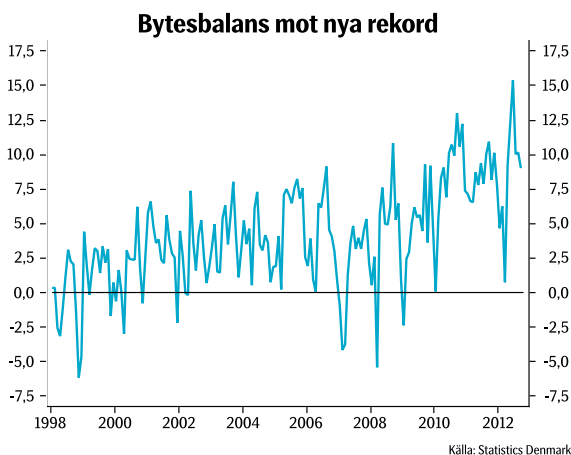
Företagsinvesteringarna startade året starkt men föll tillbaka andra kvartalet. Enkäter tyder på att företagen fortfarande intar en avvaktande strategi så länge den globala återhämtningen dröjer och den svaga tillväxten håller nere kapacitetsutnyttjandet. Samtidigt fortsätter bostadsinvesteringarna nedåt.

Å andra sidan har den offentliga konsumtionen stigit under första halvåret när effekterna från åtstramningarna 2011 försvunnit. Vi räknar också med att utgifterna stiger ytterligare under andra halvåret, även om de inte fullt ut når till budgeterad nivå. Budgeten för 2013 innebär att **finanspolitiken får en marginellt expansiv inriktning**.



Oväntat stark exportefterfrågan

Bytesbalansen satte nytt rekord i juni men har därefter fallit tillbaka, dock på fortsatt hög nivå. Exporten har hållit emot förvånansvärt väl givet den globala avmattningen fram till september. Försvagningen av den handelsviktade kronen, genom euro-peggen, är en positiv faktor.



Trots det stora överskottet i externbalansen har kronen varit under press mot euron. Centralbankens räntesänkningar i maj och juni och den följande justeringen av depositörrentan till negativt territorium i augusti har haft en betydande påverkan. Valutan har pressats mot mittkursen i det officiella bandet mot euron, vilket tvingat centralbanken till stödköp. Storleken på interventionerna har dock varit begränsad. Detta gör att vi tror att **ytterligare stödköp är mer närliggande än räntehöjningar i försvaret av europeggen**.

Tillväxtinbromsningen blir tillfällig

- Inbromsning efter sommaren
- Norges Bank höjer före halvårsskiftet 2013

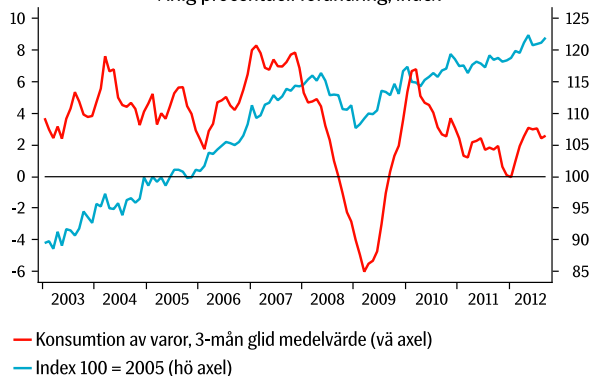
Efter den starka utvecklingen tidigare i år har norsk ekonomi lagt i en lägre växel. Under det tredje kvartalet stagnerade konsumtionen av varor och exporten föll enligt handelsstatistiken. Sett från utbudssidan har utvinningen av olja och gas fallit brant liksom elproduktionen. Efter de senaste årens ihållande uppgångar har dessutom sysselsättningen planat ut. Samtidigt som toppnoteringarna på tillväxtfronten ligger i backspegeln är **sannolikt den senaste tidens konjunktursvaghet övergående**. I förhållande till förra *Nordic Outlook* har prognosen reviderats ned på marginalen. **BNP växer med 3,4 procent i år och med 2,6 procent 2013. Motsvarande siffror för fastlands-BNP är 3,4 respektive 3,1 procent.**

Fundamenta ger konsumtionen stöd

Hushållens konsumtion har saktat in. Månadsindikatorn för varukonsumtionen stagnerade tredje kvartalet; den svagaste utvecklingen sedan inledningen av 2010.

Trenden med stigande konsumtion intakt

Årlig procentuell förändring, index



Källa: Statistics Norway

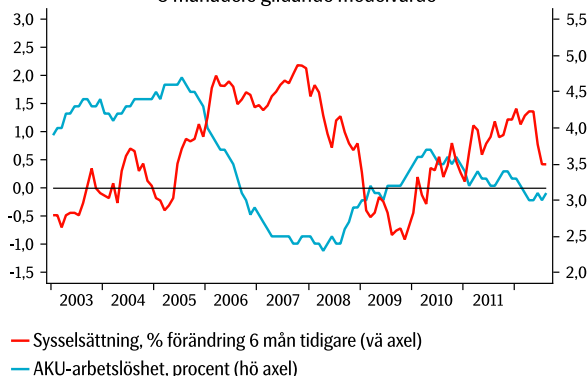
Bakom den svaga kvartalsciffran döljer sig tvära kast på månadsbasis. Konsumtionen föll med besked i juni men har därefter återhämtat sig. I september uppgick ökningen på kvartalsbasis till **robusta 1,1 procent, vilket bättre speglar den underliggande tillväxttrenden**. Fundamentala faktorer fortsätter att stötta. Inkomsterna växer även framöver snabbare än konsumtionen samtidigt som låg inflation stimulerar köpkraften. Mot den bakgrunden är bedömningen att **hushållens konsumtion ökar 3,5 procent 2012 och 3,3 procent 2013**.

Arbetsmarknaden är inte lika stark som tidigare. Arbetslösheten enligt Arbetskraftsundersökningen (AKU) steg marginellt till 3,1 procent det tredje kvartalet, vilket dock är en låg nivå. Samtidigt som sysselsättningen steg med 1,6 procent i årstakt

var nedgången med 0,1 procent från andra kvartalet den första kvartalsvisa nedgången sedan 2009. Enligt Norges Banks senaste undersökning väntas dock sysselsättningen fortsätta upp inom samtliga sektorer om än i långsammare takt.

Sysselsättningen har bromsat in

3 månaders glidande medelvärde



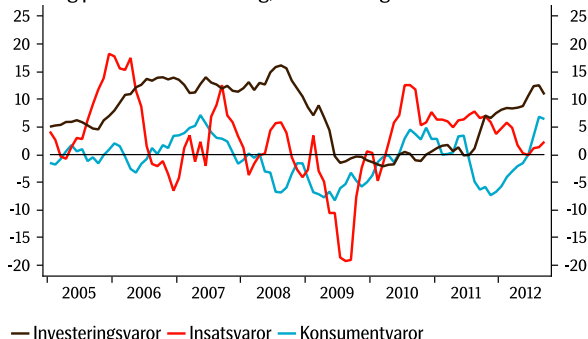
Källa: Statistics Norway

Tillverkningsindustrin bromsar in

Industriproduktionens branta fall under det tredje kvartalet återspeglade ett ras i olje- och gasproduktionen. Tillfälliga faktorer som strejken vid halvårsskiftet och stopp orsakade av underhållsarbete förklarar delvis nedgången. Vi räknar därför med att produktionen i oljesektorn återhämtar sig inom kort. Även elproduktionen sjönk tredje kvartalet, huvudsakligen som en följd av att tillfälliga vädereffekter tryckt upp produktionsnivåerna under första halvåret.

Tillverkningsindustrin förvånansvärt motståndskraftig

Årlig procentuell förändring, 3 månaders glidande medelvärde



Källa: Statistics Norway

Produktionen i tillverkningsindustrin exklusive energi har däremot varit överraskande stabil sedan i våras. Trots ett tapp i september uppgick ökningen tredje kvartalet till 1,8 procent på kvartalsbasis; den starkaste uppgången sedan våren 2008. Styrkan kommer i första hand från investeringsvarusidan där produktionen steg med 10,9 procent i årstakt. En mycket stark investeringscykel i oljesektorn har stimulerat produktionen av

maskiner samt fartyg och oljeplattformar till rekordnivåer. Mer överraskande var omsvängningen för den mer exportinriktade insatsvarusektorn.

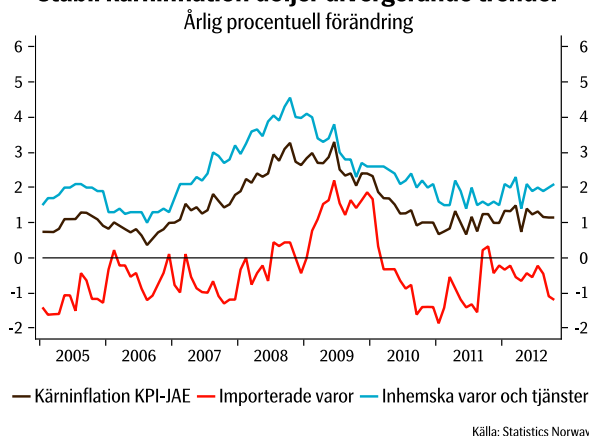
Indikatorer tyder dock på en **annalkande inbromsning för tillverkningsindustrin**. Sentimentet föll med 5 enheter under tredje kvartalet till ett netttotal på 1,2; den svagaste siffran sedan slutet av 2009 och under det historiska genomsnittet. Försämringen drevs av ett fall i orderstocken som resulterade i ökade lager. Även produktionsförväntningarna föll och tyder på en inbromsning för produktionsstillväxten. Dessutom försäggades inköpschefsindex något till 48,7 i oktober. Bilden är dock inte entydig; tillverkningsföretagen i Norges Banks regionala nätverk var enligt oktoberrapporten fortsatt optimistiska och förväntar sig en god produktionsökning i vinter.

Samtidigt bör aktiviteten inom byggsektorn fortsätta vara stark. Det tredje kvartalet uppvisade påbörjade nybyggnationer det högsta ökningstalet sedan 2007 och 24 procent högre än för ett år sedan. Byggtrenden har mer att ge vilket förklaras av en klar utbuds-efterfrågeobalans på en stark befolkningstillväxt och underutbud under flera år.

Inflationen stiger långsamt

Kärninflationen har inte rört sig mycket det senaste året. Noteringen på 1,1 procent för KPI-JAE-måttet (exklusive skatter och energi) i oktober låg endast marginellt under den genomsnittliga nivån de föregående tolv månaderna. KPI-inflationen har tidigare legat ännu lägre, men har det senaste året stigit från 0,5 till 1,1 procent. En 15-procentig ökning i elpriserna var en starkt bidragande orsak till uppgången i oktober.

Stabil kärninflation döljer divergerande trender



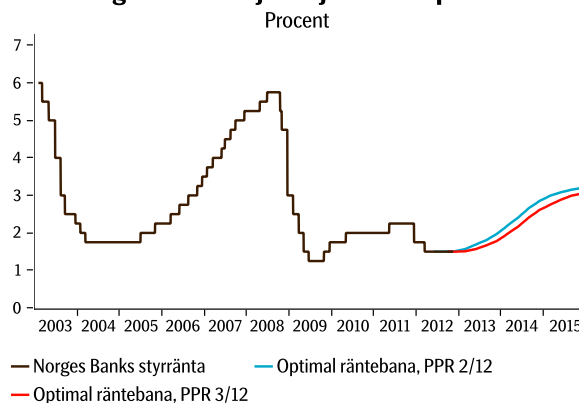
Stabil kärninflation det senaste året döljer divergerande trender. Nedgången i importpriser har intensifierats (nästan 30 procent av kärninflationskorgen) och uppgick i oktober till 1,2 procent på årsbasis. Samtidigt har dock den **inhemska kärninflationen visat en uppgående trend** från 1,5 procent i genomsnitt sista kvartalet 2011 till 2,1 procent i oktober. Ökningen speglar en god inhemsk efterfrågan och kvardröjande kostnadstryck. Accelerationen har drivits av tjänster medan prisökningarna på inhemskt producerade konsumentvaror dämpas jämfört med första halvåret. Mer förbryllande är den långsamma uppgången när det gäller hyreskomponenten i KPI. En glödhet bostadsmarknad med kontinuerligt stigande bostadspriser de senaste tre-fyra åren bör rimligtvis slå ige-

nom, vilket även anekdotisk information tyder på. Även om hyresinflationen har ökat den senaste tiden var ökningen på 1,8 procent i årstakt i oktober endast hälften av ökningstakten i slutet av 2010.

Fortsatt balansgång för Norges Bank

Norges Banks penningpolitiska möte och rapport i oktober innehöll inga nyheter när det gäller guidning av penningpolitiken framöver. Räntebanan reviderades ned något men fortfarande överväger **sannolikheten för en höjning innan halvårsskiftet 2013**. Sannolikheten för en höjning senast i juni ligger på 64 procent och en höjning senast i september 2013 är fullt ut signalerad. Även om räntebanan sänkts med 25 punkter på längre sikt indikerar banan fortfarande en styrränta på 2,75 procent vid slutet av 2014 samt 3,00-3,25 procent vid slutet av 2015. Styrräntan kommer därmed att hålla sig under "normal" nivå hela prognoshorisonten.

Norges Bank börjar höja i mitten på 2003



Nedrevideringen av räntebanan berodde på en oväntat stark växelkurs och nedreviderade förväntningar på globala räntor. Norges Bank noterade att "mycket låga räntor i omvärlden sätter en gräns för hur snabbt den norska styrräntan kan höjas". Detta måste tolkas som att inhemska faktorer redan motiverar en högre ränta, möjligen med undantag för den fortsatt låga inflationen. Banken bekräftade att åtminstone en del av den senaste tidens valutaförstärkning orsakats av faktorer bortom bankens kontroll. Dessa faktorer utgörs av starka fundamenta (relativ tillväxt samt överskott i budget- och bytesbalans) samt diversifieringsflöden. Norges Bank betonar också i högre grad än tidigare aspekter som bevarar den finansiella stabiliteten. En lång period med låga räntor "kan göra att hushåll och företag tar ökade risker och samlar på sig för stora skulder" vilket kan få efterverkningar för ekonomin.

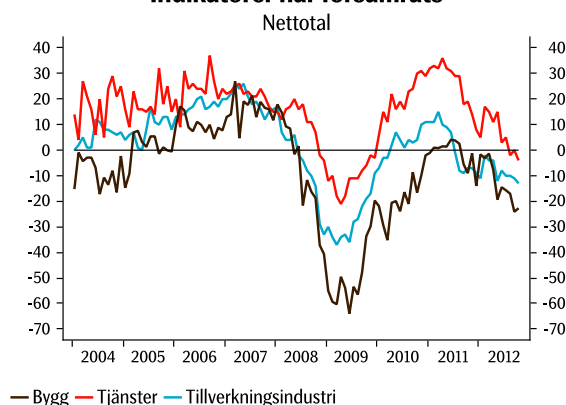
Handlingsutrymmet för Norges Bank begränsas fortfarande till stor del av räntenivåerna i omvärlden. Det finns därmed en risk att centralbanken fortsätter skjuta upp en första räntehöjning. Vi gör dock bara en mindre förändring av prognosen med en första höjning på 25 punkter i maj istället för i mars. **Styrräntan väntas fortfarande ligga på 2,25 procent vid slutet av 2013 och på 3,00 procent vid slutet av 2014.** Den tidigare påbörjade höjningscykeln jämfört med andra länder gör att EUR/NOK når 7,00 vid slutet av 2013 och ligger kvar på den nivån även 2014.

Cykliska sektorer hämmar utvecklingen

- **Nolltillväxt andra halvåret**
- **Fallande inflation stöttar realinkomsterna**
- **Fortsatt förtroende för statsfinanserna**

Efter en hyfsad inledning på 2012 föll BNP med 1,1 procent under andra kvartalet jämfört med första. BNP-tillväxten under andra halvåret ser ut att hamna runt nollstrecket när vikande internationell efterfrågan hämmar exporten samtidigt som konsumtion och investeringar hålls tillbaka av fortsatt osäkra ekonomiska utsikter. **För helåret 2012 stannar BNP-tillväxten på 0,2 procent.** Därefter sker en viss förbättring till 0,8 procent 2013 och 2,0 procent 2014. Trots låga ökningstal är hushållens konsumtion och investeringar de största drivkrafterna för tillväxten de kommande åren.

Indikatorer har försämrats



Källa: DG ECFIN

Indikatorbilden tyder på en svag utveckling den närmaste tiden framför allt inom tillverkningsindustrin och byggsektorn, men även tjänstesektorn mattas av. Exporten föll i volym andra kvartalet och preliminära siffror indikerar att nedgången fortsatte under tredje kvartalet. Exportnedgången dämpas av en fortsatt expansiv rysk ekonomi (tredje största exportmarknad) medan avmattningen på de två största marknaderna, Sverige och Tyskland, är påtaglig. Finsk ekonomis beroende av maskin-, elektronik- och skogsprodukter innebär en stor cyklisk exponering som är kännbar i nuvarande miljö med fallande global efterfrågan. **Sammantaget räknar vi med nolltillväxt för exporten 2012. Därefter sker en måttlig uppgång med en ökningstakt på 3,7 procent 2013 och 5,8 procent 2014.**

I ett strukturellt perspektiv har nedgången i IKT-sektorn varit stor. Exporten som andel av BNP har fallit från nära 50 till strax under 40 procent av BNP, vilket bidragit till att det tidigare stora överskottet i bytesbalansen krympt snabbt. Bytesbalansen kommer att försvagas ytterligare, bl a genom oförmålig

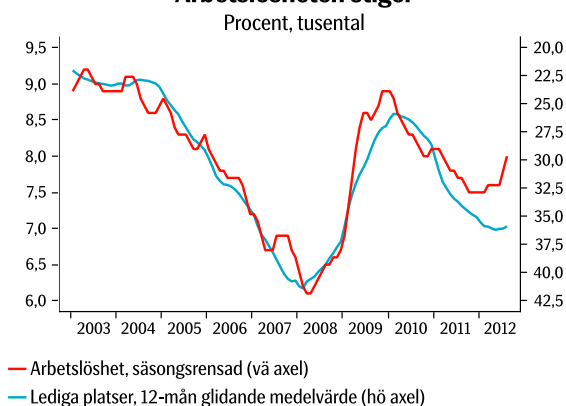
prisutveckling (terms-of-trade) när finska exportpriser faller samtidigt som importpriserna för råvaror hålls uppe. Konkurrenskraften är dock generellt sett relativt god. Sedan 2008 har den reala effektiva växelkursen försvagats med ca 10 procent.

Investeringarna föll andra kvartalet, men fortsatt relativt högt kapacitetsutnyttjande och ökad bankutlåning till företag och privatpersoner tyder på en **måttlig investeringsuppgång framöver**. Investeringarna väntas öka med 2,0 respektive 3,5 procent 2013 och 2014.

Konsumentförtroendet har stabiliserats på positiva tal. Förändrade skatter på bilförsäljning bidrog till ett tillfälligt konsumtionsfall andra kvartalet. En svagare arbetsmarknad och tillfälligt hög inflation (HIKP 3,4 procent i september, KPI ligger lägre på 2,6 procent i oktober) pressar hushållen. Inflationen (HIKP) faller dock tillbaka och hamnar på 2,3 respektive 2,1 procent 2013 och 2014, vilket bidrar till stigande realinkomster. Bostadspriserna har inte ökat lika markant som i t ex Sverige och Norge, vilket minskar risken för en kraftigare korrektion. **Sammantaget räknar vi med att privat konsumtion ökar med 1,0 respektive 2,0 procent 2013 och 2014.**

Arbetsmarknaden som visat motståndskraft har nu börjat försvagas. Antalet lediga platser har minskat och arbetslösheten har de senaste månaderna ökat från 7,5 procent till 8,1 procent. Vi räknar med att **arbetslösheten fortsätter att öka till i genomsnitt 8,3 procent 2013 och 2014.**

Arbetslösheten stiger



Källa: Statistics Finland

En stram finanspolitik bidrar till att hålla tillbaka efterfrågan. Budgetunderskottet landar i år på 0,8 procent av BNP och ökar något 2013 till 1 procent i och med den svaga konjunkturutvecklingen. Försämringen är dock liten och påverkar inte marknadernas förtroende för landet; trots oro i Euro-zonen är Finland fortfarande AAA-ratat och räntespreaden mot Tyskland på ca 30 punkter väntas bestå.

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	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	308	0,2	2,0	2,0	4,0
Lagerinvesteringar		0,3	-0,1	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	959	7,0	2,0	2,8	3,2
Import	863	5,2	2,5	2,5	3,5
Arbetslöshet (%)		4,1	4,9	5,0	4,6
KPI, harmoniserat		2,8	2,4	1,6	1,6
Timplöneökningar		1,7	1,5	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		6,7	7,0	7,5	7,0
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

	15 nov	dec-12	jun-13	dec-13	jun-14	dec-14
Utlåningsränta	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20
10-års ränta	1,24	1,40	1,60	1,70	1,90	2,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	-10	-10	-10	-10	-10	-10
USD/DKK	5,83	5,78	5,87	6,11	6,31	6,48
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr NOK	2011	2012	2013	2014
BNP	2 407	1,4	3,4	2,6	2,2
BNP (Fastlandet)	1 957	2,4	3,4	3,1	2,9
Privat konsumtion	1 091	2,4	3,5	3,3	3,1
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	1,9	1,8	1,7
Import	751	3,5	1,6	4,3	4,3
Arbetslöshet (%)		3,3	3,1	3,2	3,2
KPI		1,3	0,7	1,6	2,0
KPI-JAE		1,0	1,2	1,4	1,9
Årslöneökningar		4,2	4,3	4,1	4,4

FINANSIELLA PROGNOSE

	15 nov	dec-12	jun-13	dec-13	jun-14	dec-14
Folioränta	1,50	1,50	1,75	2,25	2,50	3,00
10-års ränta	1,97	2,10	2,45	2,55	2,85	3,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	63	60	75	75	85	90
USD/NOK	5,75	5,66	5,59	5,74	5,93	6,09
EUR/NOK	7,35	7,30	7,10	7,00	7,00	7,00

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr SEK	2011	2012	2013	2014
BNP	3 503	3,9	0,7	1,3	2,5
BNP, dagkorrigerat		3,9	1,0	1,3	2,6
Privat konsumtion	1 673	2,1	1,5	2,0	2,3
Offentlig konsumtion	926	1,7	0,9	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	646	6,7	2,0	2,5	3,0
Lagerinvesteringar	40	0,5	-0,7	-0,2	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 748	7,1	0,0	2,0	4,3
Import	1 532	6,3	-0,2	2,6	3,7
Arbetslöshet, (%)		7,5	7,6	8,2	8,2
Sysselsättning		2,1	0,6	0,0	0,2
Industriproduktion		6,8	-2,5	1,5	3,5
KPI		3,0	0,9	0,1	1,4
KPIF		1,4	1,0	1,1	1,5
Timlöneökningar		2,6	3,3	3,1	3,1
Hushållens sparkvot (%)		9,3	10,3	10,9	11,3
Real disponibel inkomst		3,0	2,8	2,6	2,8
Handelsbalans, % av BNP		2,6	2,3	2,2	2,5
Bytesbalans, % av BNP		7,0	6,9	6,3	6,4
Statligt lånebehov, mdr SEK		-68	29	39	48
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,1	-0,4	-0,8	-0,9
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38,3	38,1	38,2	38,1

FINANSIELLA PROGNOSE

	15 nov	dec-12	jun-13	dec-13	jun-14	dec-14
Reporänta	1,25	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75
3-månaders ränta, STIBOR	1,45	1,30	1,10	1,10	1,10	1,10
10-års ränta	1,43	1,50	1,70	1,80	2,10	2,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	9	0	0	0	10	20
USD/SEK	6,75	6,78	6,61	6,80	7,03	7,22
EUR/SEK	8,64	8,75	8,40	8,30	8,30	8,30
TCW	119,2	120,4	115,9	115,4	116,4	116,9

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr EUR	2011	2012	2013	2014
BNP	187	2,7	0,2	0,8	2,0
Privat konsumtion	105	2,4	1,0	1,0	2,0
Offentlig konsumtion	46	0,4	0,2	0,0	0,2
Bruttoinvesteringar	37	6,8	0,7	2,0	3,5
Lagerinvesteringar		1,2	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	77	2,0	0,5	3,3	5,8
Import	78	5,0	1,7	4,0	6,0
Arbetslöshet (%)		7,8	7,8	8,3	8,3
KPI, harmoniserat		3,3	3,2	2,3	2,1
Timlöneökningar		2,4	2,9	3,0	3,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,6	-1,3	-1,2	-1,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,6	-0,8	-1,0	-0,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		49,0	47,6	45,0	44,0

EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr EUR	2011	2012	2013	2014
BNP	8 598	1,4	-0,4	-0,2	0,8
Privat konsumtion	4 855	0,1	-1,1	-0,7	0,5
Offentlig konsumtion	1 837	-0,1	-0,3	-0,4	0,2
Bruttoinvesteringar	1 626	1,6	-3,4	-0,5	2,1
Lagerinvesteringar		0,1	-0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	3 769	6,4	2,3	3,1	4,1
Import	3 530	4,2	-0,3	2,4	3,6
Arbetslöshet (%)		10,2	11,4	12,0	12,4
KPI		2,7	2,5	1,5	1,5
Hushållens sparkvot (%)		9,3	9,1	9,2	9,0

USA

Årlig procentuell förändring

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

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

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

ÖSTEUROPA

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

		15 nov	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	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Obligationsräntor							
USA	10 år	1,58	1,75	1,95	2,10	2,30	2,50
Japan	10 år	0,73	0,75	1,00	1,10	1,20	1,20
Tyskland	10 år	1,34	1,50	1,70	1,80	2,00	2,20
Storbritannien	10 år	1,73	1,90	2,10	2,20	2,40	2,60
Växelkurser							
USD/JPY		81	81	84	88	90	94
EUR/USD		1,28	1,29	1,27	1,22	1,18	1,15
EUR/JPY		104	104	107	107	106	108
GBP/USD		1,59	1,58	1,55	1,52	1,51	1,50
EUR/GBP		0,81	0,82	0,82	0,80	0,78	0,77

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring				
	2011	2012	2013	2014
BNP OECD	1,8	1,3	1,6	2,1
BNP världen	3,8	3,3	3,8	4,1
KPI OECD	2,5	2,0	1,5	1,4
Exportmarknad OECD	5,7	3,1	4,9	6,3
Oljepris Brent (USD/fat)	112,3	112,0	107,5	110,0



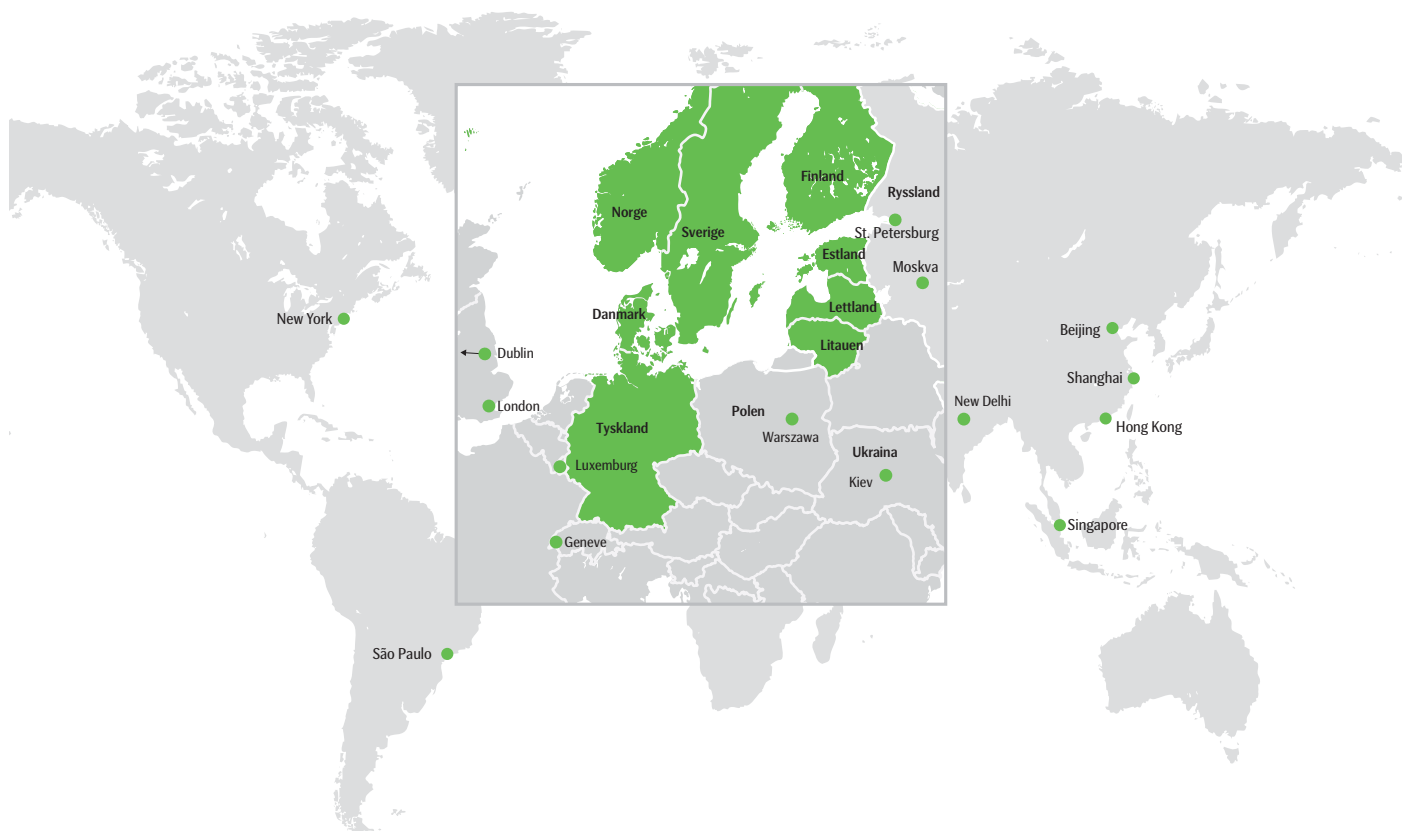
Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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 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 september 2012 uppgick koncernens balansomslutning till 2 402 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 271 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.