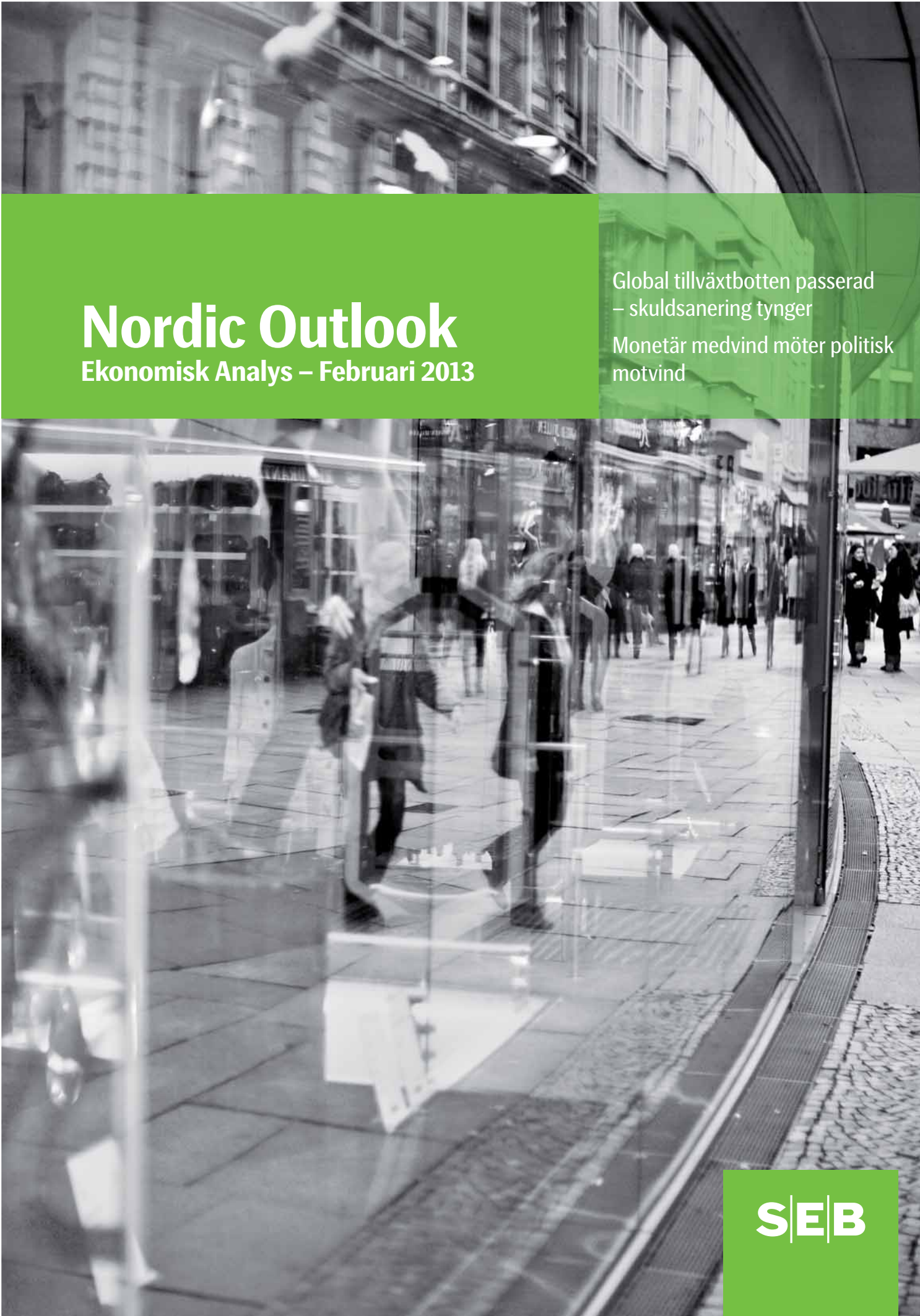




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Februari 2013

Global tillväxtbotten passerad
– skuldsanering tynger

Monetär medvind möter politisk
motvind

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Penningpolitik i evolution och revolution	12
USA	14
Japan	18
Asien	19
Eurozonen	21
Storbritannien	26
Östeuropa	27
Baltikum	28
Sverige	29
Tema: Bostadsmarknaden - Prisboom utan byggboom	32
Danmark	34
Norge	36
Finland	39
Nyckeldata	40

Fördjupningsrutor

Krisländerna i eurozonen på rätt väg	7
Storbritannien öppnar Pandoras ask	8
Japans penningpolitik	10
När nås tröskelvärde för USA:s arbetslöshet?	17
Läget i krisländerna inom eurozonen	22
Tyska arbetsmarknaden fungerar bättre	24
Bedömning av trendtillväxt och lediga resurser i danska ekonomin	35
Effekterna av en negativ ränta i Danmark	35

Denna rapport publicerades den 12 februari 2013.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 7 februari 2013.

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

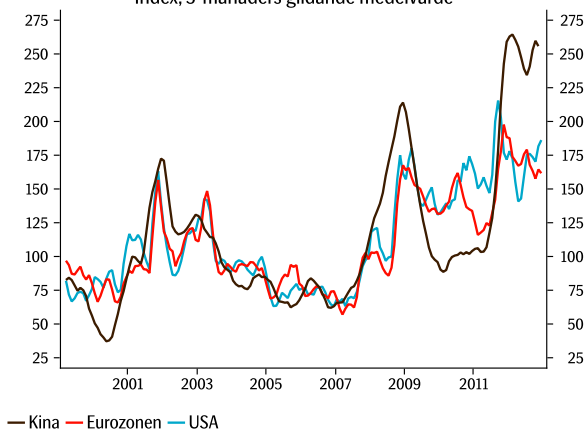
Bidrag till texten har lämnats av Thomas Köbel (eurozonen), SEB Frankfurt/M och Olle Holmgren (Sverige), Trading Strategy. Den norska analysen har gjorts av Stein Bruun och Erica Blomgren, SEB Oslo. Den danska analysen har gjorts av Thomas Thygesen och Jakob Lage Hansen, SEB Köpenhamn.

Dämpad utveckling men positiva krafter i rörelse

- Trög OECD-tillväxt första halvåret 2013 men Kina och USA är stabila draglok
- EMU kvar i besvärande lång problemtunnel – komplexa politiska frågor skapar oro
- Centralbanker tar utökat tillväxtansvar – den lätta penningpolitiken består 2013-2014
- Långräntor och börs stiger försiktigt – starkare dollar 2014
- Norden/Baltikum: Inhemsk kraft kompenserar för svag extern efterfrågan

Världsekonomin fortsätter att röra sig i **rätt riktning**. Men det sker i **dämpad takt** och med **divergerande hastigheter** för olika länder/regioner. Global BNP-tillväxt hålls tillbaka av förhöjd **ekonomisk-politisk osäkerhet** och, i västvärlden, av att hushåll, stater och banker ännu **inte är i mål med att sanera sina skulder**. Frågorna är många, stora och experimentella kring tex Kinas ekonomiska och finansiella stabilitet, Europas snubblande steg mot en politisk union och den "nya" penningpolitiken. Arbetslösheten, främst i Europa, fortsätter att röra sig uppåt i år.

Ekonomisk-politisk osäkerhet
Index, 3-månaders glidande medelvärde



Källa: www.economicpolicyuncertainty.com

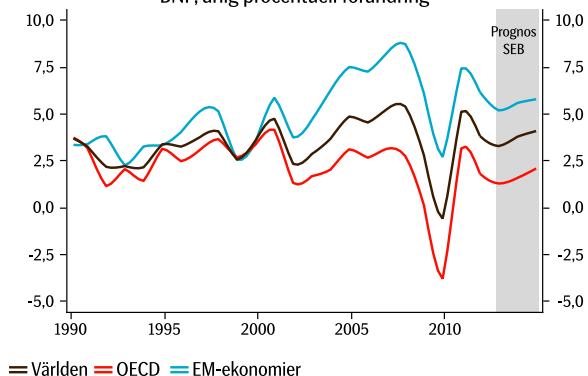
Besvärande hög politisk osäkerhet

Svåra frågor ska hanteras av politiska system som ännu inte är **arkitektoniskt anpassade**, vare sig nationellt eller globalt, för att framkalla nödvändig beslutskraft i en värld med nya utmaningar. Det ger **industriföretag en instabil framtidstro** som lätt kan omvandlas till en självförstärkande negativ spiral med uppskjutna beslut om investeringar och nyanställningar. Politikerna behöver starka och tydliga mandat från väljarna för att kunna fatta de tuffa besluten. I väntan på detta tvingas **centralbankerna spela en tung huvudroll** i återhämtningen.

Trots motvind: den globala tillväxttakten ökar både 2013 och 2014. Flera positiva krafter är i rörelse. Centralbankerna sätter nya rekord i **monetär stimulans** under 2013. Det reducerar finansiell stress i systemet och stöttar tillgångspriser. Samtidigt sker förändringar i det penningpolitiska ramverket som ökar sannolikheten för låga styrräntor under lång tid. **Återhämtningen i USA och Kina** vilar på allt fastare mark vilket gynnar global riskapitet. **Japans nysatsning** på stimulansdriven tillväxt förväntas även ge global lyftkraft, åtminstone kortsiktigt. **En ökad flexibilitet** i både finanspolitisk sanering och genomförandet av Basel III ger mindre negativa tillväxteffekter. **Obalanserna inom Europa är stora men minskar** och en förbättring pågår av konkurrenskraften via löner och produktivitet; krisländernas upplåningskostnader sjunker medan sannolikheten för en eukollaps minskar. Alla dessa krafter bidrar sammantaget, och sammanvägt med riskbilden, till att vi får en **global BNP-tillväxt som ligger nära trend i slutet av prognosperioden**.

Botten passerad

BNP, årlig procentuell förändring



Källa: IMF, OECD, SEB

Huvudbilden håller – tillväxtbotten passerad

Våra prognosjusteringar är sammantaget små jämfört med *Nordic Outlook* november 2012. **Huvudbilden står sig**, d v s den internationella tillväxten har passerat botten. För **OECD-området** blir tillväxten **1,5 procent 2013** (upp från 1,3 procent 2012) och **2,1 procent 2014**, fortsatt under trendtillväxt. **Den globala tillväxten** (mätt i köpkraftskorrigerade termer PPP) stiger från 3,3 procent 2012 till **3,7 procent 2013** och vidare till **4,1 procent 2014**. Utfallet gör att divergensen och spänningar mellan länder ökar p g a olika ekonomiska förutsättningar; vissa länder tvingas fortsätta föra en bakbunden, defensiv krispolitik samtidigt som andra kan agera offensivt, framåtriktat och långsiktigt. Miljön sätter ökad press på mer globalt samarbete för att förhindra en grogrund för protektionism och valutakrig.

En dämpad global återhämtning innebär att **de nordiska länderna inklusive Baltikum** måste förlita sig på starkare inhemsk efterfrågan – konsumtion och investeringar – för ökad

ekonomisk aktivitet de kommande två åren. Förutsättningarna är goda tack vare generellt starka fundamenta. **Norge** fortsätter att sticka ut med stöd av både den inhemska ekonomin och oljeefterfrågan; Norges Bank höjer räntan hösten 2013. Även **svensk ekonomi** lyfter gradvis till en BNP-tillväxt på 2,5 procent 2014 med hjälp av goda disponibelinkomstökningar som stöttas av mer expansiv finanspolitik och låg inflation. Situationen är dock besvärande svag i **Danmark** och **Finland** och tillväxten når bara strax över 1,5 procent 2014; danska hushåll pressas av hög skuldsättning och svag fastighetsmarknad medan Finland känner av en trög global konjunktur. Tillväxten i **Estland** och **Litauen** landar på strax över 3 procent 2013; **Lettland** når nästan 4 procent. 2014 ligger tillväxten i de tre baltiska länderna runt 4 procent, d v s nära trend. Lettland går över till euro 1 januari 2014.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Norden och Baltikum, BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Nedåtrisk + uppåtrisk = symmetrisk riskbild

Flera faktorer kan tvinga konjunkturkurvorna nedåt

jämfört med vårt huvudscenario. Företagen avstår från investeringar och nyanställningar p g a osäkerhet kring den ekonomiska politiken och brist på stabilitet och förutsägbarhet. Det inbegriper såväl USA som Kina och Europa. Centralbankernas agerande får de politiska systemen att avstå från att fatta nödvändiga beslut samtidigt som medborgarnas förtroende för politikerna eroderas i takt med stigande arbetslöshet. Det leder till sämre internationella relationer, framväxt av protektionism och ett utvecklat valutakrig. **Sannolikheten för detta negativa scenario sätts till 20 procent.**

Den globala återhämtningen kan också gå snabbare än väntat.

När Nationella folkkongressen i Kina har avslutats i mars och USA:s kongress nått vissa budgetuppgörelser kan osäkerheten minska, framtidsutsikterna och förtroendet förbättras och tidigare uppskjutna investeringar frigöras. Effekten förstärks av expansiva monetära förhållanden och islossning på kreditmarknaden. Det ger stöd till tillgångspriser genom ökad riskapitet. **Sannolikheten för detta positiva scenario sätts till 20 procent. Sammantaget blir vår slutsats att riskerna för tillväxtprognosen bedöms som symmetriska.**

Alternativscenarier

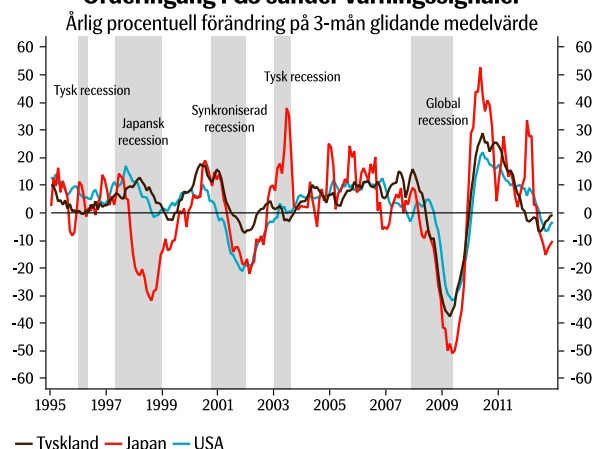
Årlig procentuell BNP-förändring

	2013	2014
A. Fördjupad politisk/eurokris (20%)		
USA	1,5	1,7
Eurozonen	-1,5	-1,0
OECD	0,0	0,0
EM-ekonomier	4,5	4,5
B. USA/Kina-ledd återhämtning (20%)		
USA	3,5	4,0
Eurozonen	1,5	2,0
OECD	2,6	2,7
EM-ekonomier	6,3	6,5

Källa: OECD, SEB

På den globala finansmarknaden pågår sedan ett par månader tillbaka en **snabb rebalansering till mer riskfyllda tillgångar** som aktier och kreditpapper. Det är positivt för tillväxt och för reparation av balansräkningar. Samtidigt är volatiliteten i finansiella priser ovanligt låg, mycket tack vare centralbanker som intervenerar och påverkar finansiella priser. Det skapar en **otakt** mellan finansiella tillgångspriser och kort- och långsiktiga ekonomiska, finansiella och politiska utmaningar. Alltför höga och statiska avkastningskrav ökar risken för att finansiella obalanser nu byggs upp som sedan kan behöva korrigeras. Det skapar instabilitet eftersom de globala ekonomiska och politiska förutsättningarna fortfarande kan ändras mycket snabbt.

Orderingång i G3 sänder varningssignaler



Källa: Macrobond, SEB

USA och Kina visar stadig återhämtning

USA:s och Kinas ekonomiska utsikter fortsätter att stadigt förbättras. Det adderar stabilitet, riskapitet och drivkraft till

världsekonomin trots fortsatta problem i Europa. **I USA blir den underliggande tillväxttenden allt starkare.** Amerikanska hushåll har nu kommit ganska nära skuldstocknivåer som är långsiktigt hållbara. Samtidigt väntas huspriserna stiga med 10 procent 2013-2014. Företagen har också underinvesterat under många år. Det gör att en investeringsrekyl väntar runt hörnet. Det stora tillväxtlyftet uteblir dock p g a dels en finanspolitisk åtstramning på ca 1,5 procent av BNP 2013 och 1,3 procent 2014, dels att arbetslösheten visserligen går ned men förblir hög åtminstone i ytterligare två tre år.

USA:s politiker spelar ett högt spel. Nya låsningar i kongressen är en uppenbar tillväxtrisk framför allt i det korta perspektivet. Huvudprognosen är dock att uppgörelser nås om statsfinanserna under hot om sänkt kreditbetyg. President Obamas position har stärkts hos väljarna och republikanerna riskerar att få bära hundhuvudet om budgetförhandlingarna havererar. Stigande nominell BNP och vissa sparbetting innebär att den offentliga skulden väntas toppa på 115 procent av BNP 2015 för att därefter röra sig långsamt nedåt. Fallande inflationstryck och en arbetslöshet som väntas ligga ovanför Feds nya penningpolitiska riktmärke på 6,5 procent gör att centralbanken avvaktar ända till **sommaren 2014 innan obligationsköpen avslutas** och till **våren 2015 innan styrräntan höjs.**

BNP (PPP), andel av världen

Procent	1995	2012	2017
Utvecklade ekonomier	64,0	50,2	45,8
Tillväxt- och utvecklingsekonomier	36,0	49,5	54,2
USA	22,9	18,9	17,9
Eurozonen	19,3	13,7	11,9
EU	25,9	19,4	17,1
Japan	8,9	5,6	4,8
Kina	5,7	15,0	18,3
Indien	3,3	5,7	6,4

Källa: IMF

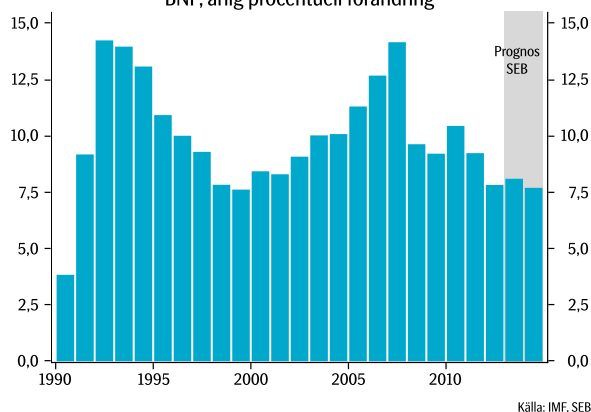
Krisländerna i eurozonen på rätt väg

Konkurrenskraftsskillnaderna i eurozonen korrigeras nu från två håll. Enhetsarbetskostnaden (enligt OECD) **sjunker i t ex Grekland, Portugal, Spanien och Irland** medan den **stiger i Tyskland**: konkurrenskraften utjämnas. Det innebär att krisländernas mångåriga bytesbalansunderskott pressas tillbaka. Resultatet blir också att obalanserna minskar i centralbankernas betalningssystem Target2. Obalanserna minskar också som en följd av ökad tilltro i de finansiella systemen och avtagande konverteringsrisk (d v s risken för återgång till 17 nationella valutor).

Merparten av anpassningen härstammar från en svag inhemsk efterfrågan och en snabbt stigande arbetslöshet, d v s en betydande konjunkturell komponent. Det mesta pekar fortfarande på att flera länder måste genomföra ytterligare strukturella reformer för att öka konkurrenskraften och samtidigt hålla tillbaka löneökningarna. Italien och Frankrike måste också bryta sina illavarslande uppgående kostnadstrender för arbetskraften. Slutsatsen blir att euroländerna dels måste

Kina: Slut på tvåsiffriga tillväxttal

BNP, årlig procentuell förändring



Kina har under 2012 brottats med förhöjd ekonomisk-politisk osäkerhet men den lättar nu i och med att ledarskiftet blir klart under våren. Det kommer att ge stöd till både investeringar och konsumtion. **Kina har också ett ekonomisk-politiskt manöverutrymme** för att kunna stötta ekonomin och leverera en **tillväxt kring 8 procent eller strax därunder de kommande två åren.** Men **bakslag är att räkna med.** Kinas utveckling är ett stort ekonomiskt, finansiellt och politiskt "experiment" med osäkert utfall. Inflation, uppskruvade huspriser och en fördjupad eurokris är risker men de bedöms inte ha en tillräckligt hög sannolikhet för att påverka våra tillväxtprognoser för 2013-2014. De stora riskerna i det längre perspektivet är kopplade till den politiska utvecklingen, gränstvister i Asien samt Japans växande underliggande tillväxtproblem och stora statsskuld.

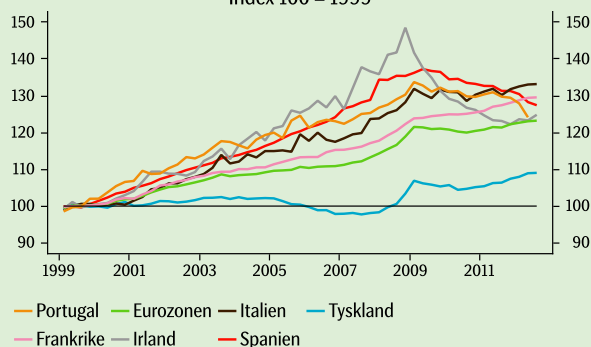
Eurokrisen är mångdimensionell

Eurozonen har lämnat den akuta krisen bakom sig. Krisländerna har fått lägre lånekostnader, börskurserna har stigit och den finansiella stressen har minskat. Det är mycket viktigt steg i rätt riktning. Förklaringen ligger i att ECB:s verktyg har fungerat och regeringar har levererat en politik som kan ge resultat. Konkurrenskraftsskillnaderna och därmed obalanserna

fullfölja/komplettera de fleråriga sanerings- och strukturprogrammen för att minska budgetunderskott och reducera statsskulder, dels skapa uthålliga bytesbalansöverskott som pressar tillbaka krisländernas stora utlandsskulder och minskar refinansieringsriskerna.

Eurozonen: Mindre obalanser enligt enhetsarbetskostnader

Index 100 = 1999



minskar mellan euroländerna och positiva konjunktursignaler från USA och Kina förbättrar den externa efterfrågan. Eurozonen som helhet väntas uppvisa **nära nolltillväxt under 2013-2014**. Det innebär samtidigt att **arbetslösheten når en ny rekordnivå på 12,4 procent**.

Eurokrisen är inte en kris utan flera: **statsskuldskris, finansiell kris, konkurrenskraftskris, tillväxtkris, jobb/social kris, politisk kris, förtroendekris**. Av förklarliga skäl finns således ingen enkel lösning. Små politiska felsteg kan snabbt ge stora förtroendeproblem och ekonomiska samt finansiella effekter. Fleråriga saneringsprogram ska genomföras i en miljö med svag tillväxt och hög arbetslöshet. Politikerna behöver i dag starka och tydliga mandat från medborgarna att genomföra en politik som kan få rätsida på obalansproblemen och samtidigt bygga nya institutionella ramverk kring den politiska unionen.

Vårt scenario för eurozonen har fortsatt **stora inslag av politisk osäkerhet**. Samarbete och sammanhållning i Europa kommer att testas av dels **sociala påfrestningar**, dels processen mot den **politiska unionen** med ökad federalism och centralisering, dels **folkomröstningar om självständighet**, dels **Storbritanniens** signaler om att ompröva landets medlemskap i EU. Tyskland tvingas spela en stabiliserande huvudroll och förbundsdagsvalet i höst och valet till EU-parlamentet i juni 2014 kan få en avgörande roll för Europas framtid och förmågan och kraften att genomföra nödvändiga strukturförändringar.

Utmaningar kvarstår för krisländerna

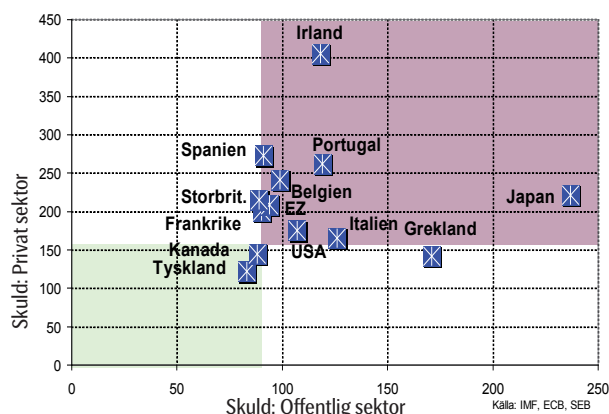
Sannolikheten är fortsatt hög att något land lämnar eurozonen, även om den minskat de senaste månaderna. Den är störst för **Grekland** på grund av risken för politisk instabilitet och svagt parlamentariskt stöd för landets krispolitik. **Spaniens** ekonomiska och finansiella läge gör att ett krislån kommer under 2013; även **Cypern** får ett krislån på 15-20 miljarder euro. Valet i **Italien** i februari 2013 väntas ge en regering med brett stöd i parlamentet som gör att den politiska risken kortsiktigt går ned. **Portugal**

och **Irland** har lyckats vinna trovärdighet och ser resultat av sin politik men påfrestningarna förblir stora de närmaste åren. Jökern i leken är **Frankrike**; svag tillväxt/konkurrenskraft tvingar Hollandadministrationen till spåråtgärder för att kunna behålla trovärdighet och möjligheten att kunna låna på marknaden.

Finanspolitisk åtstramning lättar något

Många länder brottas fortfarande med en kombination av alltför hög privat skuldsättning (över 160 procent av BNP) och för hög offentlig skuld (över 80 procent av BNP). Att både privat och offentlig skuld bantas samtidigt ger dock en för kraftigt negativ effekt på den ekonomiska tillväxten.

Privat och offentlig skuld kvar på höga nivåer
2012. Procent av BNP



Permanent svaga statsfinanser är en av de större ekonomiska riskerna för världsekonomin i det medel- och långfristiga tidsperspektivet. Budgetunderskott och växande statsskulder skapar osäkerhet kring framtida skatter och offentliga utgifter som hämmar konsumtion, investeringar och långsiktig tillväxt. Därtill behövs ett statsfinansiellt utrymme för att kunna hantera utmaningar kopplade till åldrande befolkning och klimatfrågan.

Storbritannien öppnar Pandoras ask

Storbritanniens premiärminister Cameron har målmedvetet, och trots varningar, valt att resa den kontroversiella frågan om ett brittiskt EU-utträde. Innebörden är att Storbritannien ska omförhandla villkoren med EU och därefter ska folket få göra sin röst hörd, indirekt i parlamentsvalet den 7 maj 2015 och därefter direkt i en folkomröstning.

Exakt motiv till förslaget är oklart men det är uppenbart att Tories kan vinna viktiga EU-skeptiska röster både i valet till EU-parlamentet i juni 2014 och i parlamentsvalet knappt ett år senare. Sannolikheten är hög att klyftan mellan Storbritannien och EU vidgas framöver. Förklaringen är att 17 eurostater ska göra allvarliga försök att utveckla en politisk union med stora inslag av federalism, centraliserat politiskt beslutsfattande, kringskuren nationell suveränitet och kollektiv skuld/riskspridning. Detta är en utveckling som enligt vår bedömning blir svår att acceptera för britterna.

Camérons utspel är negativt för både Storbritannien och EU. Premiärministern adderar ekonomisk-politisk osäkerhet till det egna landet, vilket riskerar att inverka negativt på investe-

ringar, tillväxt och för London som finansiellt centrum. Utspelet skapar även en växthusmiljö för EU-motstånd och ytterlighetspartier i andra länder i ett läge med svag tillväxt och hög arbetslöshet. Det kommer att försvåra EU-samarbetet när det kanske är som viktigast och mest kritiskt. Flera länder, inte bara Storbritannien, behöver också arrangera folkomröstningar som är kopplade till konstitutionella förändringar som är nödvändiga som ett resultat av utvecklandet av Europas politiska union.

Det är svårt att se att Storbritannien ska få till stånd omförhandlingar av existerande EU-fördrag. Även om det är lång tid kvar till en folkomröstning måste Europa arbeta med tanken på ett EU utan Storbritannien. Det ger EU en helt ny politisk inre balans med tysk-franska axeln som drivande och utan Storbritannien som motvikt. Det ger också EU en svagare röst i världen. Den viktigaste faktorn som kan ändra på detta scenario är en fördjupad ekonomisk kris i Storbritannien som sätter landet i ett ökat beroendeförhållande till EU och världen.

Men omsvängningen fortsätter mot en mer flexibel hållning till statsfinansiell sanering. Nya IMF-studier har visat att det sannolikt blev en för hård finanspolitisk åtstramning i krisens inledning som förvärrade situationen. Formellt upprätthålls budskapet om vikten av offentliga besparingar. I praktiken ökar dock risken för att ändå nödvändiga besparingar och strukturpolitik skjuts på framtiden, inte minst när centralbankerna pressas att göra mer och läget på de finansiella marknaderna förbättras. **Åtstramningsdosen i OECD-området ligger på 0,7 procent av BNP både 2013 och 2014. USA stramar åt i linje med förväntningarna samtidigt som Japan stimulerar mer.**

Finanspolitisk åtstramningseffekt

Förändring av strukturellt saldo i procent av BNP

	2011	2012	2013	2014
USA	0,8	1,1	1,5	1,3
Japan	-0,4	-0,8	-1,0	-1,0
Storbritannien	1,9	1,2	1,4	1,2
Eurozonen	1,0	0,6	0,4	0,4
varav GIPS*	0,9	2,3	1,9	1,0
Norden	0,3	0,0	0,2	0,2
OECD	0,8	0,8	0,7	0,7

Källa: IMF, OECD, SEB

* Grekland, Irland, Portugal och Spanien

Offentligt budgetsaldo och skuld

Procent av BNP

	2012	2013	2014	Skuld*
USA	-8,7	-6,1	-5,4	113,0
Japan	-10,0	-10,5	-9,0	250,0
Storbritannien	-8,2	-7,3	-5,8	96,0
Eurozonen	-3,3	-2,5	-2,0	93,7
OECD	-5,3	-4,2	-3,4	112,0

* Bruttoskuld år 2014

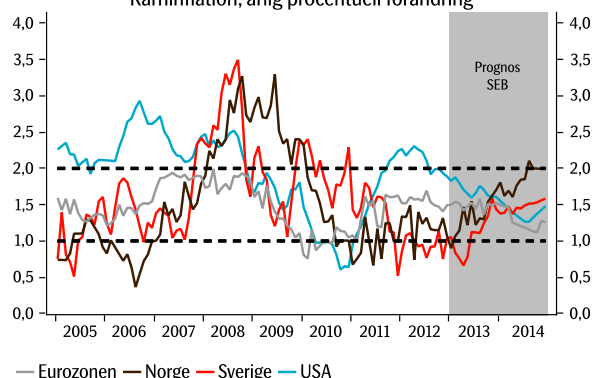
Källa: IMF, OECD, SEB

Fortsatt låg inflation ger monetär flexibilitet

Inflationstrycket förblir svagt 2013 och 2014 trots ökad ekonomisk aktivitet och en enorm monetär stimulans i USA, Europa och Japan. Bilden är densamma för tillväxtekonomierna. En viktig förklaring till låg inflation är att världsekonomin fortsätter att ha en stor mängd lediga resurser – hög arbetslöshet och lågt kapacitetsutnyttjande – som pressar löner och priser. Det finns en oro för att företag, efter en lång period med uppskjutna investeringar – prövar med prisökningar när den ekonomiska aktiviteten ökar. Den globala konkurrensen gör dock att den inflationsrisken är begränsad. Periodvis kan enskilda länder notera högre KPI-inflation p g a exempelvis förändringar i indirekta skatter och/eller klimatrelaterade effekter som påverkar energi- och livsmedelspriser men utan större påverkan på det långsiktiga underliggande inflationstrycket. Vår prognos är att stabila råvarupriser de närmaste två åren inte utgör ett hot mot ett positivt inflationsscenario p g a god tillgång på kapacitet i råvaruproduktionen och en dämpad konjunkturutveckling.

Inflationstrycket förblir lågt

Kärninflation, årlig procentuell förändring

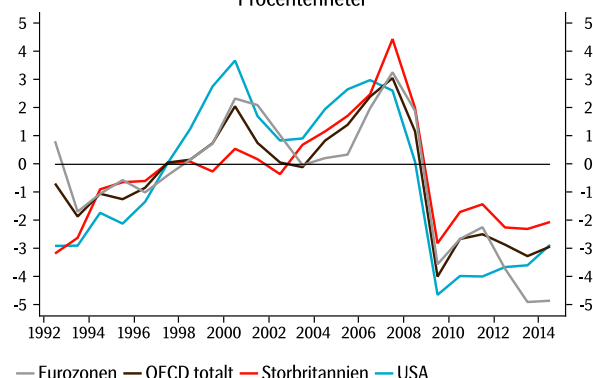


Källa: BLS, SSB, SCB, Eurostat, SEB

Penningmängdstillväxten i OECD-området ligger också kvar på nivåer som knappast ger anledning till inflationsoro. Så länge det finansiella systemet fortsätter att anpassa och krympa sina balansräkningar p g a en ny riskmiljö och regleringar/krav förväntas likviditeten förbli trögflytande i det globala systemet. Risken för monetär inflation bedöms dock vara större i USA än i Europa eftersom amerikanska banker har kommit längre i sina anpassningar. Europeiska banker däremot behöver enligt OECD införskaffa ett kapital på runt 400 miljarder euro för att uppfylla nödvändiga kapitalkrav.

Produktionsgapet i den totala ekonomin

Procentenheter



Källa: OECD

Än mer tillväxtvänlig penningpolitik på väg?

Debatten kring penningpolitikens mål och medel och centralbankers oberoende håller på att fördjupas och intensifieras (se Temaartikel: *Penningpolitik i evolution och revolution*, sida 12). Det finns uppenbara svagheter i det penningpolitiska ramverket. De senaste 20 åren har ett alltför stort fokus legat på en centralbanks uppgift att hantera exogena krafter. Det har dolt framväxten av endogena ekonomiska och finansiella systemkrafter – utmaningar som nu adresseras. Det gäller utformningen av målen, effektiviteten i räntestyrningen, valet av verktyg, förhållandet till finansiell stabilitet, tydlighet i kommunikation, behovet av globalt samarbete och det politiska oberoendet.

Alltsedan starten på krisen 2008 har penningpolitiken rört sig mot att **"politiserar och fiskaliseras"**. Det finns tydliga

tecken på att flera centralbanker som t ex Bank of Japan, Europeiska centralbanken och Federal Reserve är under press, och nu är beredda, att acceptera **högre inflation och ökade inflationsrisker** för att uppnå **lägre arbetslöshet** och högre sysselsättning.

Japans penningpolitik

Bank of Japans formella oberoende är i fokus efter att landet har fått en ny premiärminister. Shinzo Abe har deklarerat att centralbank och regering tillsammans nu ska agera för att sätta punkt för deflationen och få igång tillväxten samtidigt som yenen ska hållas konkurrenskraftig. Resultatet så här långt: Bank of Japan har **antagit ett nytt formellt inflationsmål** (2 procent istället för den tidigare ambitionen 1 procent) och att genomföra **i princip obegränsade köp av värdepapper** med start från 2014 till dess att målet uppnåtts.

Japan har de senaste två decennierna misslyckats med att få upp inflationen. Det finns **inget nytt i det penningpolitiska paketet som i grunden ger anledning till att tro att Japan definitivt ska kunna ta steget bort från deflation**. De senaste 20 åren har Japan nästan alltid haft ett negativt produktionsgap (lediga resurser) som varit ett resultat av både konjunkturella och strukturella faktorer. För att få upp inflationen måste produktionsgapet stängas, förväntningarna öka på högre ekonomisk tillväxt som kan pressa upp inflationsförväntningarna samt en stabil inkomst och löneutveckling för hushållen som inte innebär försämrade konkurrenskraft för japansk industri. Finanspolitiken är ett mer kraftfullt verktyg än penningpolitiken. Regeringens nya stimulanspaket på 2,8 procent av BNP får förhoppningsvis viss effekt men samtidigt ökar oron för ohållbara statsfinanser.

Debatten kring den "nya" penningpolitiken stärker slutsatsen att Fed, ECB, Bank of England och Bank of Japan inte rör styrräntan under prognosperioden. Nya monetära rekord sätts genom att framför allt Fed och Bank of Japan låter sina balansräkningar fortsätta växa genom bl a obligationsköp. Sammantaget bedöms riskerna med den okonventionella penningpolitiken som fortsatt små också i det längre perspektivet. Problemen är, som redovisats tidigare, istället kopplade till att:

1. Trycket minskar på politikerna att leverera nödvändig politik;
2. Finansiella priser snedvrids vilket ökar risken för ekonomiska och finansiella obalanser genom ineffektiv resursfördelning;
3. Destabiliserande kapitalflöden uppkommer på global nivå.

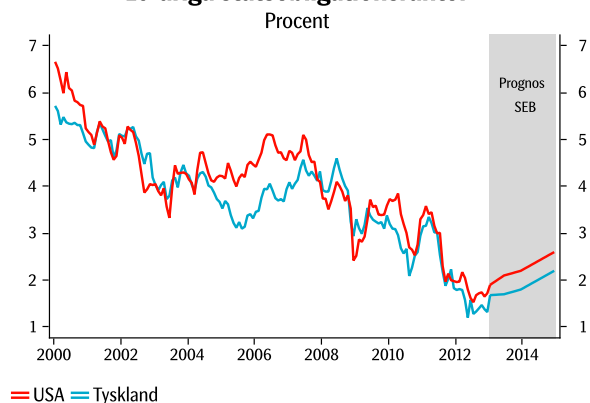
Bråttom med makrotillsynsverktyg

Lågräntemiljön och stigande ekonomisk aktivitet ökar behovet av att snabbt utveckla effektiva **makrotillsynsverktyg** (kreditvolymreglerande instrument). Det mesta tyder dock på att processen går långsamt. Många frågor är olösta vad gäller t ex olika verktygs effektivitet, den internationella samordningen och ansvarsfördelning mellan myndigheter samt hur de ska införas. Det gör att centralbankerna hamnar i ett både politiskt, pedagogiskt och intellektuellt dilemma när det gäller att väga och förklara riskerna och balansen mellan prisstabilitet och finansiell stabilitet. På lite längre sikt är det dessutom en risk att centralbankernas utökade roll gör att oberoendet ifrågasätts

och försök görs att föra den **penningpolitiska beslutprocessen närmare regering och parlament**.

Det som har hänt och håller på att hända inom penningpolitiken, är **positivt för den ekonomiska tillväxten** inte minst genom signalvärdet och minskad risk för konjunkturbakslag under prognosperioden 2013-2014. Men det innebär också att **inflationsförväntningarna justeras upp** vilket ökar pressen uppåt på långa räntor medan de korta räntorna kan ligga kvar på historiskt låga nivåer. Detta är ett experiment som vi inte riktigt vet hur det går. Den osäkerheten som kan uppstå kan påverka tillväxten negativt i det längre perspektivet om centralbankerna tappar trovärdighet och kontroll över ekonomin och inte kan visa att man har verktygslåda att genomföra exitpolitiken när den så småningom kommer att behövas.

10-åriga statsobligationsräntor



Källa: Macrobond, SEB

En amerikansk och en tysk långränta väntas stiga med 60 räntepunkter under prognosperioden till 2,60 respektive 2,20 procent i slutet av 2014. Ränteuppgången drivs av minskade makrorisker. En stor mängd lediga resurser, globaliseringen och stabila inflationsförväntningarna gör att ränteuppgången blir moderat. Centralbankernas exit från den okonventionella penningpolitiken blir även mycket långvarig och försiktig och nya åtgärder från centralbankerna väntas om ränterörelserna blir alltför stora i förhållande till en skör återhämtning. Detta stöttar bilden av ett fortsatt lågränteläge.

Med valutan som tillväxtvapen

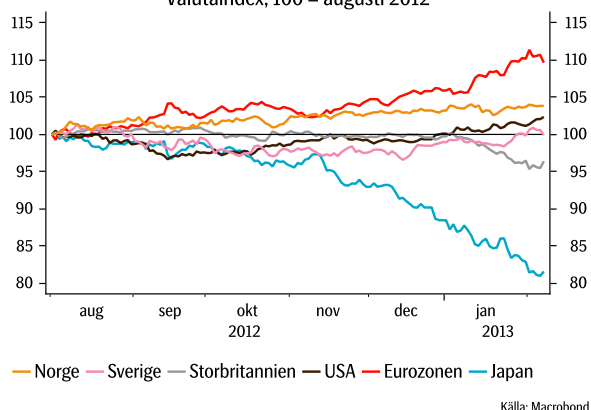
Oron växer för att USA:s, Europas och Japans penningpolitik i praktiken innebär att **tillväxtekonomier nu får betala priset** för västvärldens aktivistiska expansiva penningpolitik genom **starkare valutor, exportförluster och finansiella obalanser**. Frågan om konkurrensdevalveringar återfinns på både G20-kretsens och IMF:s agendor för 2013. Men några konkreta resultat om samordning/samarbete väntas dock inte. **Det verbala valutakriget kommer således att fortsätta vilket adderar osäkerhet till realekonomin och finansmarknaden.**

Positiva förändringar i global riskapitet samt centralbankernas politik har skapat stora valutärörelser de senaste månaderna – i t ex yen, euro och pund – och sätter grundförutsättningarna för valutamarknaden 2013. **Aptiten på euron som global finansieringsvaluta har minskat** i takt med sjunkande förväntningar på ECB:s lågräntepolitik – fokus har försvunnit på negativ ränta medan LTRO-likviditet minskar – samt reducerad

konverteringsrisk. Återbetalning av kortfristiga eurolån och återflöde av kapital stöttar euron under första halvåret 2013.

Samtidigt **ökar aptiten på japanska yen som finansieringsvaluta** med en regering och centralbank som uttryckligen eftersträvar en svag valuta och låg ränta. Utsikterna för yenen är således alltjämt negativa och yenen är trots den senaste tidens försvagning fortfarande långsiktigt övervärderad. Men Japans problem är många: en gigantisk offentlig skuld på 250 procent av BNP, låg tillväxt, försämrade externbalans. Såväl kortsiktiga som långsiktiga faktorer gör att **USD/JPY ligger på 95 i slutet av 2013 och på 107 i slutet av 2014.**

Kraftig yenförsvagning och tydlig eureka Valutaindex, 100 = augusti 2012



För de klassiska reservvalutorna – dollar, euro, pund – är den ekonomiska och politiska osäkerheten fortsatt stor men den har minskat. Attraktionskraften i alternativa reservvalutor som t ex de nordiska kronorna och schweizerfrancen minskar följaktligen också. Under 2014 räknar vi med att dollarn återvinner styrka; nyckeln till detta ligger i att Fed närmar sig slutet på sitt obligationsprogram, att en Fedhöjning gradvis börjar prisas in och att en politisk osäkerhet fortsätter att omge euron. **Vår prognos är att EUR/USD ligger på 1,28 i slutet av 2013 och på 1,20 i slutet av 2014.**

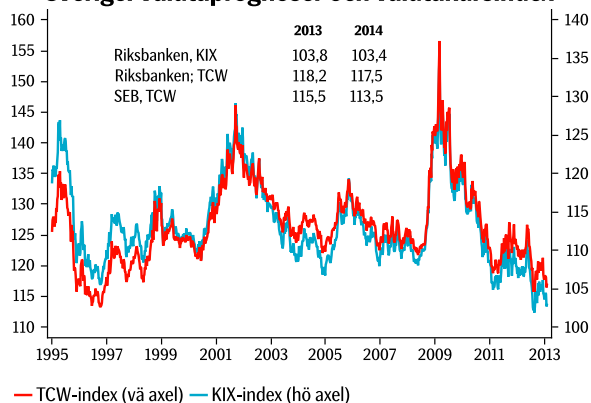
Kronstyrkan består

Både svenska och norska kronan väntas bli starkare under prognosperioden. Den cykliska komponenten som drivkraft i valutamarknaden ökar under 2013-2014 samtidigt som aptiten på alternativa reservvalutor – i en värld med stora risker och hög sannolikhet för politiska bakslag – kvarstår. I **Norge** får kronen muskler av bra tillväxtutsikter relativt Europa och att Norges Bank påbörjar sin räntehöjningscykel under hösten. I **Sverige** förväntas förbättrade konjunkturutsikter och fortsatt starka fundamenta locka kapital till Sverige. **EUR/NOK och EUR/SEK väntas i slutet av 2013 ligga på 7,25 respektive 8,30 och i slutet av 2014 på 7,25 respektive 8,10.**

Sannolikheten för ännu starkare kronor är kopplad till två faktorer: framtagning av makrotillsynsverktyg som alternativ/komplement till räntan och den globala penningpolitiken. Om våra slutsatser är korrekta att det tar tid att få makrotill-

synsverktyg på plats – av praktiska och politiska skäl – samt att världens stora centralbanker fortsätter sin okonventionella penningpolitik och accepterar högre inflation framöver och håller räntorna låga länge – ökar risken för att Norge och Sverige får se en alltför snabb kronförstärkning som inverkar negativt på exportsektorn.

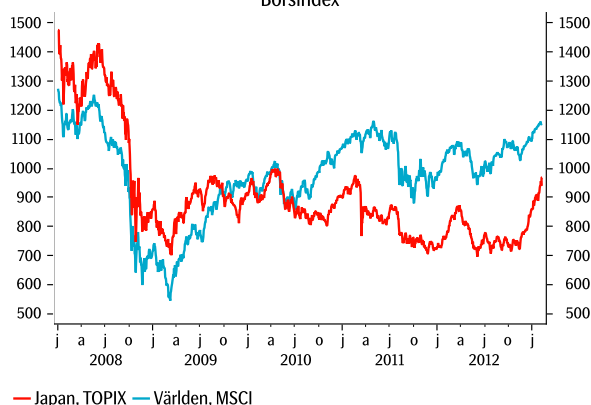
Sverige: Valutaprognoser och valutakursindex



Försiktig börsoptimism – högre långräntor

Utsikterna för börsen förblir desamma som i Nordic Outlook november: försiktigt positiva. De senaste månaderna har börsen (globalt) stigit med ca 12 procent. Konjunkturutsikterna för USA och Kina fortsätter att förbättras vilket stärker riskaptiten. Situationen för världsekonomin är långt ifrån bra men väntas heller inte försämrats i det kortare perspektivet på ett sätt som avviker från konsensusbilden. Samtidigt visar den globala penningpolitiken tecken på att röra sig i riktning mot att bli än mer tillväxtvänlig. Attraktionskraften hos alternativa tillgångsslag som företagsobligationer och räntepapper minskar också på grund av sammanpressade kreditspreadar och historiskt låga räntenivåer.

Global börs närmar sig all time high



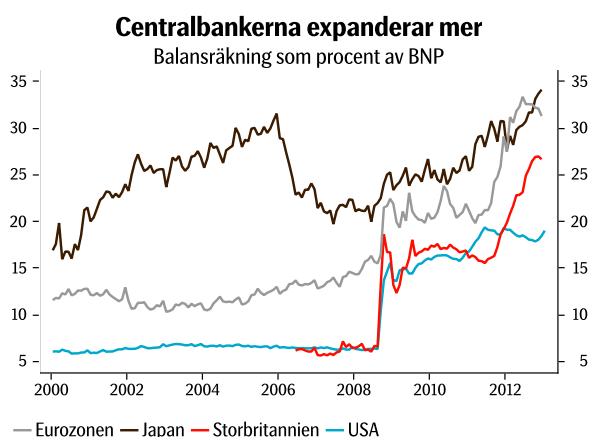
Tema: Penningpolitik i evolution och revolution

- **Centralbankers acceptans för högre inflation och ökade inflationsrisker växer**
- **Effekter: Positivt för tillväxten – fortsatt låga korträntor – stigande lånräntor**

Den penningpolitiska debatten intensifieras. En global recession och västvärldens skuldkris har avslöjat svagheter i det penningpolitiska ramverket på en rad viktiga områden. Det gäller utformningen av **målen**, effektiviteten i **räntestyrningen**, valet av **verktyg**, förhållandet till **finansiell stabilitet**, tydlighet i **kommunikationen**, behovet av globalt **samarbete** och i slutändan till och med centralbankernas politiska **oberoende**. **Är penningpolitiken i evolution eller revolution? Vilka blir de ekonomiska och finansiella effekterna?**

Stabil inflation – instabila marknader

Inflationsmålpolitiken har vilat på den allmänna uppfattningen att prisstabilitet – av många länder definierat som årliga konsumentprisökningar på ca 2 procent – automatiskt ger god tillväxt, låg arbetslöshet och finansiell stabilitet. I dag finns dessvärre mycket som tyder på att låg och stabil inflation invaggat många i en falsk säkerhet om stabilitet samtidigt som farliga obalanser byggts upp i bakgrunden. **Ett alltför stort fokus har legat på att hantera exogena krafter** (t ex efterfråge- och inflationspåverkande faktorer). **För lite fokus har legat på framväxten av endogena ekonomiska och finansiella systemkrafter och deras negativa effekter** (t ex globalisering av de finansiella systemen och förstärkande effekter på ett samspel mellan/inom finansiella system och realekonomin).



Källa: Macrobond

Centralbankernas politik ger stabilitet

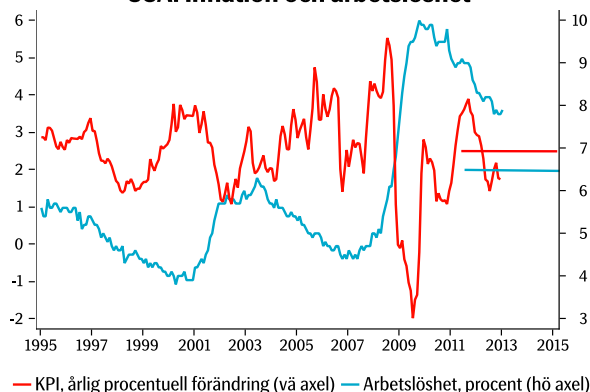
Den djupa finansiella krisen har tvingat världens centralbanker att övergå från att enbart styra med räntan till att aggressivt använda balansräkningen för att stötta/stabilisera det finansiella systemet. Syftet har tidvis varit betydligt vidare där både Fed och ECB lånat ut enorma summor för att **hindra banker, och i ECB:s fall även enskilda länder, från att gå omkull**.

Den expansiva penningpolitiken har antagligen varit nödvändig, och även lyckosam, för att stoppa akuta krislägen. Den globala och regionala finansiella stressen har reducerats samtidigt som räntenivåer och kreditspreadar har pressats tillbaka. Åtgärderna har skapat mer tid för politiskt beslutsfattande. Men centralbankerna rör sig **allt djupare in på områden och frågeställningar som i grunden är politiska** och inte på något rättframt sätt kan tolkas utifrån centralbankernas mandat att bevara prisstabiliteten. Centralbanker har agerat istället för – eller indirekt på uppdrag av – regeringar. Gränser har flyttats och penningpolitiska mandat har omtolkats medan en gryende debatt om centralbankernas oberoende kan skönjas.

”Fiskalisering”...

Alltsedan starten på krisen 2007-2008 har penningpolitiken rört sig mot att **”politiseras” och ”fiskaliseras”**. Det finns tydliga tecken på att centralbanker hamnat under press – och nu är beredda – att acceptera både **högre inflation och ökade inflationsrisker** för att uppnå **lägre arbetslöshet** och högre sysselsättning. Exempel på denna utveckling är ECB:s k OMT-program som har få kopplingar till prisstabilitet – istället är den ett viktigt verktyg i finanspolitiska uppgörelser. I Japan skapar Abe-regimen en ”ekonomisk-politisk pakt” med centralbanken för att höja tillväxten samtidigt som regeringen pressat på för att inflationsmålet höjs från 1 till 2 procent.

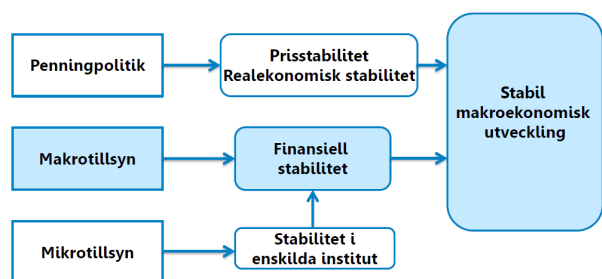
USA: Inflation och arbetslöshet



Källa: BLS

Är inflationsmålen för restriktiva?

En annan tydlig tendens är att penningpolitikens mycket starka fokus på inflationen ifrågasätts, likaså att nivån kring 2 procent satts alltför snävt. Företrädare för Internationella valutafonden (IMF) och personer knutna till penningpolitiskt beslutsfattande eller den akademiska världen har höjt rösten för att inflationsmålen behöver höjas för att ge ett ökat utrymme för **mer negativa realräntor** och **snabbare korrigeringar av nominella obalanser**. En liten höjning av inflationsmålet förväntas också underlätta anpassningen på arbetsmarknaden. Debatten verkar röra sig i riktning mot att **utveckla eller t o m ersätta inflationsmålet med ett nominellt BNP-mål**.



Källa: Riksbanken

Större fokus på finansiell stabilitet

Ytterligare ett område där centralbankernas roll och medel omprövas är den finansiella stabiliteten, som alltid varit en del av centralbankernas ansvarsområde. Huvudtesen här tycks vara att **regleringar** av banker via bl a kapitalkrav och andra regler är en väg framåt. Oenigheter inom t ex den svenska riksbanksdirektionen, och i förhållande till finansdepartementet, visar dock att **lösningarna är långt från självklara** när stigande skuldsättning för hushållen ställs mot låg inflation och högre arbetslöshet. Även om ingen av de stora centralbankerna hittills har ställts inför detta dilemma kan man lätt föreställa sig att t ex USA och Storbritannien i framtiden kan hamna i en situation där utlåningen på nytt ökar snabbt samtidigt som inflationen är alltför låg och arbetslösheten är alltför hög. Framtagning av makrotillsynsverktyg är helt avgörande för möjligheten att kunna fortsätta med lågräntepolitiken som stöd för tillväxt och jobb.

Fed visar vägen

Fed är den centralbank som hittills tagit det mest revolutionära steget. Enligt Fed ska framtida beslut om mindre expansiv penningpolitik bl a kopplas till när USA:s arbetslöshet bedöms falla under 6,5 procent. Det är ett **tydligt fotbytte**. För bara ett år sedan slog Fed fast i sitt årliga policydokument, i linje med uppfattningen hos flertalet centralbanker, att det är *"olämpligt att specificera ett mål för arbetsmarknaden"* p g a att sysselsättningen i stor utsträckning styrs av icke-monetära faktorer som påverkar arbetsmarknadens struktur och dynamik.

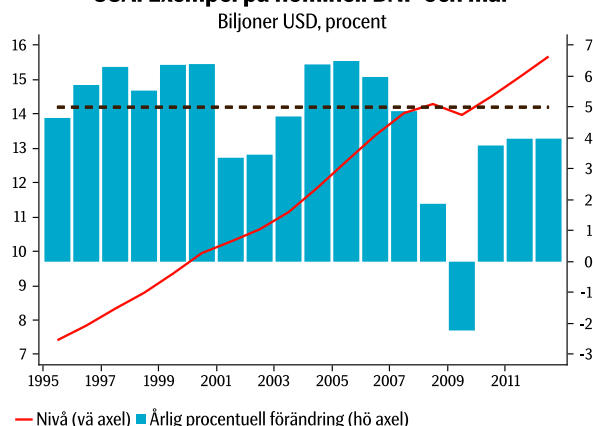
Feds policyskifte understryker ett par viktiga saker. Dels ökar Fed tydligt sitt **fokus på arbetsmarknaden** utan större diskussion kring huruvida arbetslösheten är konjunkturell eller strukturell. Om arbetslösheten är strukturell, t ex på grund av trögrörlighet eller kompetensbrist, fungerar inte penningpolitiken; istället ökar risken för negativa sidoeffekter av monetär stimulans. Dels be-kraftar skiftet **ökad acceptans för inflation och inflationsrisker**. Dels hoppas Fed att fotbytet ger en **mjukare övergång, lättare kommunikation** och **ökad transparens** vid kommande exitpolitik samt att den ska **andas mer optimism** om framtiden än en mer defensiv tidsangivelse för reversering av politiken.

Stora implikationer för räntor

Mycket talar för att västvärldens penningpolitik står under förändring avseende mål och medel. Svag återhämtning och höga arbetslöshetsnivåer gör att **pressen på centralbankerna att skynda på återhämtningen kommer att öka snarare än minska**. Det är inte otroligt att flera centralbanker inom några år antingen kommer att ha **höjt inflationsmålen** eller ha övergått till att styra efter ett **nominellt BNP-mål**. Resultatet

av sådana policyskift skulle bli högre nominella räntor, men antagligen också att reala räntor faller från redan låga nivåer. Samtidigt skulle antagligen tillgångsköpen utökas och den redan långa perioden med styrräntor nära noll förlängas.

USA: Exempel på nominell BNP och mål



Källa: BEA, SEB

Ett nominellt BNP-mål, för västvärldens ekonomier, skulle sannolikt landa i intervallet **4-5 procent**. Det är baserat på en prisökningstakt på 1,5-2 procent och en trendtillväxt på 2-3 procent. I realiteten spelar dock fördelningen mellan inflation och real tillväxt ingen roll – bara att målet på 4-5 procent nås. Penningpolitiken skulle således förbli expansiv så länge som prognoserna indikerade en nominell tillväxt på under 4-5 procent för de närmaste åren. Om ett land därtill har gått igenom en allvarlig recession kan politiken också utformas så att den försöker kompensera tidigare års produktionsbortfall.

Ett BNP-mål eller ett högre inflationsmål adresserar inte risken för finansiella obalanser. Ett **mål för kreditillväxten på 4-5 procent** skulle säkra att kreditmarknaden utvecklas i linje med den underliggande ekonomin. Införandet av s k konkracykliska kapitalbuffertar, ett bland flera verktyg som utvecklas för att möjliggöra för myndigheterna att utöva makrotillsyn i praktiken, är tänkta att förhindra risken för finansiella obalanser. Låg kreditexpansion sänker kapitalkraven medan hög höjer kraven på kapitalbuffert. Tydliga regelverk kan fungera som automatiska stabilisatorer som säkrar den finansiella stabiliteten.

Mindre oberoende – mer samarbete

På lite längre sikt är det dessutom troligt att centralbankernas utökade roll leder till att oberoendet ifrågasätts och försök görs att återföra den **penningpolitiska beslutsprocessen närmare regeringar och parlament**. Att ändra oberoende centralbankers ställning kräver dock svåra politiska beslutsprocesser och en mer trolig utveckling är att fler regeringar likt Japan indirekt försöker påverka mål och medel för penningpolitiken.

Trenden är också att behovet ökar av samarbete och koordinering av olika länders penningpolitik, framför allt inom G20. Det finns i dag en betydande oro bland tillväxtekonomier att de ska tvingas betala priset för västvärldens aktivistiska penningpolitik med starkare valutor och stigande tillgångspriser. **Ett globalt samarbete kring penningpolitiken underlättas dock av att inflationskrafterna i dag i många stycken också globaliserats.**

Tillväxten stärks när finanspolitiken klarnar

- Tillfällig konsumtionsknäck i vår
- Bäddat för investeringslyft
- Arbetslösheten sjunker långsamt
- Fed fortsätter öka balansräkningen

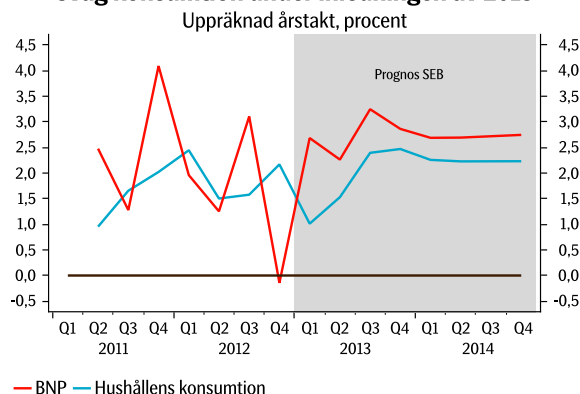
Återhämtningen i amerikansk ekonomi fortsätter i samma takt som i fjol. Det innebär i praktiken en **starkare underliggande tillväxttrend** eftersom åtstramningsdosen är högre; den finanspolitiska motvinden blir 1,5 procent i år jämfört med 1,1 procent i 2012. **BNP växer med 2,1 procent 2013 och 2,7 procent 2014.** Sett ur ett historiskt perspektiv är återhämtningen den svagaste som hittills noterats. Ändå har **arbetslösheten fallit stadigt** från tvåsiffriga nivåer och den **fortsätter att sjunka långsamt** till 6,8 procent i slutet av 2014. Därmed ligger den ultralätta penningpolitiken fast och **Fed höjer styrrentan först under första halvåret 2015.** Obligationsköpen fortsätter till dess arbetslösheten når 7 procent, vilket enligt vår prognos inträffar i mitten av 2014.

Privat konsumtion får sig nu en knäck av skatthöjningen vid årsskiftet men stärks därefter gradvis. När den finanspolitiska dimman skingras finns dessutom goda förutsättningar för en rekyl i företagens investeringar samtidigt som **bostadsmarknaden ger allt större bidrag till tillväxten.** Byggnaderna sätter även avtryck i sysselsättningen kommande år samtidigt som stigande huspriser stimulerar konsumtion via förmögenhetseffekter och framtidstro. **Finanspolitiska oroshärdar är den största risken mot vår hyggligt positiva konjunkturbild.**

Konsumtionen vacklar på kort sikt

Den **skatthöjning för genomsnittshushållet på ca 1 000 dollar** som uppstod i samband med budgetuppgörelsen vid årsskiftet ger en kraftig, men temporär, effekt på disponibelinkomst. **Privata konsumtionen får sig därför en knäck under inledningen av 2013.** Även ekonomiska indikatorer antyder svag konsumtion; konsumentförtroendet har vänt brant nedåt de senaste månaderna också som ett resultat av ökad finanspolitisk osäkerhet. I januari var det låginkomsttagare, för vilka skatthöjningen på arbete är mest kännbar, som drev på nedgången. Konsumtionen bromsar från strax över 2 procent i uppräknad kvartalstakt i slutet av 2012 till 1 respektive 1,5 procent under det första och andra kvartalet 2013. Ännu större negativa effekter kan inte uteslutas och privat konsumtion är den största risken på nedsidan för BNP-prognosen på kort sikt. Mätt som årsgenomsnitt **växer privat konsumtion 1,7 procent i år och 2,3 procent 2014.** Inkomstillväxten har en liknande profil och hushållens sparkvot ökar endast marginellt från nuvarande 4,7 procent, mätt som kvartalsgenomsnitt.

Svag konsumtion under inledningen av 2013

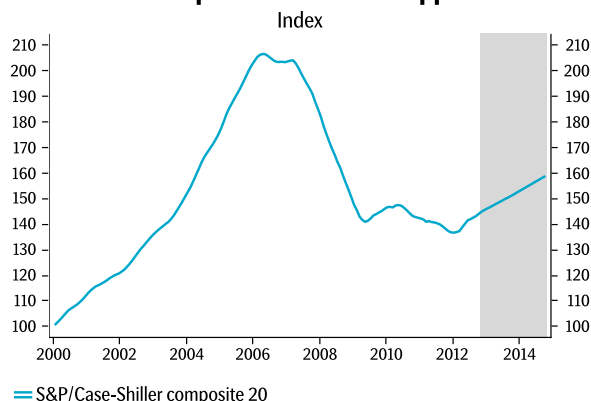


Källa: BEA, SEB

Bostadsmarknaden källa till optimism

Bostadsmarknaden står på allt fastare mark. Byggkonjunkturen fortsätter upp eftersom tidigare överutbud har betats av och nuvarande investeringsnivåer understiger den demografiska efterfrågan. Återbyggnadsarbetet efter orkanen Sandys framfart lyfter på kort sikt tillväxten; arbetet finansieras delvis av 50 miljarder dollar i statliga medel. Påbörjade nybyggnationer väntas passera miljonstrecket 2013. Mätt som årsgenomsnitt uppgår påbörjade nybyggnationer till 960 000 i år, att jämföra med drygt 2 miljoner under toppåret 2005. **Bostadsinvesteringarna**, som växte med 12 procent i fjol, **ökar med 14 procent i snitt 2013-2014.** Bidragen till BNP uppgår till 0,3-0,4 procentenheter kommande år, dubbelt upp jämfört med 2012.

Huspriserna fortsätter upp



Källa: Macrobond, SEB

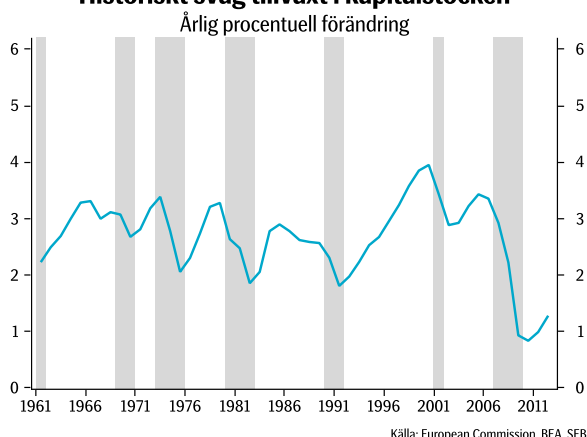
Vad gäller huspriserna är återhämtningen numera väletablerad samtidigt som det finns gott om utrymme för fortsatt expansion. Mätt enligt Case-Shiller föll priserna med 34 procent från toppen 2006 men steg drygt 6 procent i fjol. Liksom tidigare är vår prognos att **huspriserna fortsätter att stiga med i snitt 5 procent per år 2013-2014.** Givet att huspriserna uppvisade

goda ökningstal i slutet av 2012, att stocken av bostäder ute till försäljning är låg samt att kredittillgången ljusnar (i och med nya policyinitiativ) ökar sannolikheten för en större prisuppgång än 10 procent.

Investeringarna vänder upp

Som en följd av den osäkra finanspolitiska spelplanen tvärnitade företagens investeringar under andra hälften av 2012. Samtidigt har **företagen underinvesterat under flera års tid**. Det normala mönstret är att företagen under återhämtningsfasen brukar skruva upp kapitalstocken för att möta en ökad efterfrågan. Det har inte inträffat den här gången; kapitalstocken uppvisar den svagaste ökningstakten sett under efterkrigstiden. Men när den finanspolitiska dimman skingrats senare i vår ligger en **investeringsrekyl i korten**, inte minst med tanke på företagens goda vinstutveckling och starka balansräkningar. Kortsiktsindikatorer som ordergång har vänt upp efter kräftgången i höstas vilket stödjer denna bild. Förtroendebarmetrar som ISM är också hyggligt optimistiska, speciellt i tjänstesektorn. Efter presidentvalet i november i fjol har däremot förtroendet bland småföretagen vänt ned med besked. **Näringslivets investeringar ökar med 8 procent in år respektive 10 procent 2014**. En kombination av starkare bostads- och företagsinvesteringar motverkar därmed dystrare konsumtionsutsikter.

Historiskt svag tillväxt i kapitalstocken

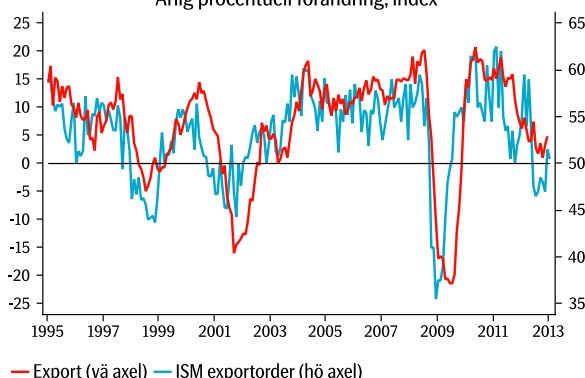


Neutrala bidrag från utrikeshandeln

Handelsunderskottet har under vintern noterats på fyraårshögsta och utrikeshandeln bidrog till en svag BNP-tillväxt under fjärde kvartalet 2012. Exporten till eurozonen är ett sänke även om måttliga 14 procent av USA:s totala export går dit. Samtidigt tyder indikatorer som exportorderindex i ISM på en **exportuppgång senare i vår**. På sistone har dessutom dollarn, efter tidigare förstärkning, försvagats i handelsviktade termer. Enligt vår prognos **ger utrikeshandeln neutrala tillväxtbidrag kommande år**. Bytesbalansunderskotten ligger kvar strax över 3 procent av BNP också kommande år.

Exportutsikterna ljusnar

Årlig procentuell förändring, index



Källa: Census Bureau, ISM, SEB

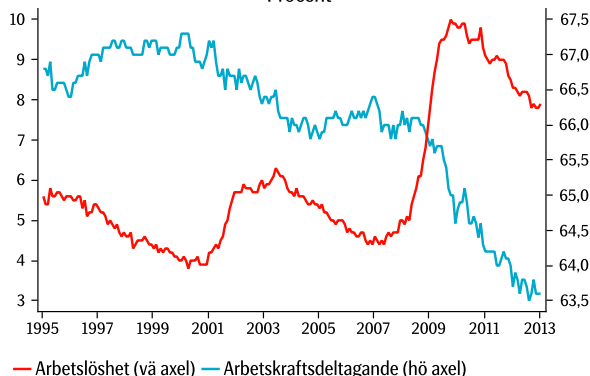
Arbetsmarknaden läker gradvis

Enligt klassiska tumregler faller arbetslösheten med en halv procentenhet för varje procentenhet som tillväxten överstiger den trendmässiga. Men trots att ekonomin har växt med måttliga 2 procent i snitt de senaste åren har arbetslösheten fallit tillbaka. Den **potentiella tillväxttakten måste därmed ha varit betydligt lägre** än de 2,5 procent som flertalet prognosmakare såg som riktmärke innan krisen. Nedväxlingen i trendtillväxt kan ha flera orsaker. Hög långtidsarbetslöshet urholkar arbetskraftens kunskaper och färdigheter och försvårar ett återinträde på arbetsmarknaden. Företagens investeringar föll kraftigt under recessionsåren vilket minskar produktionskapaciteten. Den ekonomiska nedgången kan också ha skakat om företag och investerare i grunden och minskat riskviljan och förutsättningarna att hitta slagkraftiga nya lösningar.

I takt med att ekonomin läker är **bedömningen att den trendmässiga tillväxten också återhämtar sig**. Så var t ex fallet efter den stora depressionen på 1930-talet som tvingade fram innovationer på produkt- och produktionssidan samt i transportledet och som gynnade ekonomin under lång tid framåt. Enligt såväl ekonomkonsensus som Feds egna prognoser kommer inte arbetslösheten att nå tillbaka till långsiktig jämviktsnivå (5,5 procent) förrän 2016.

Både arbetslöshet och arbetskraftsdeltagande faller

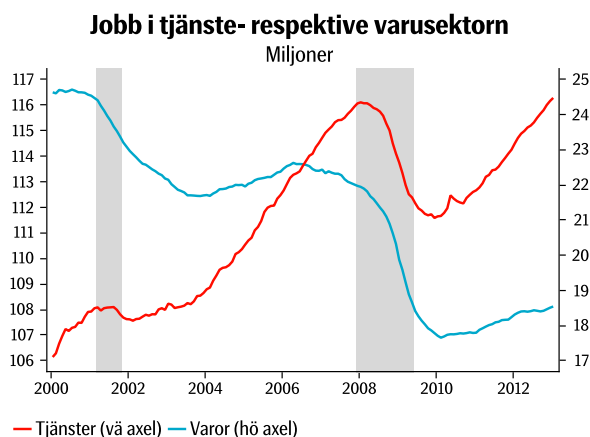
Procent



Källa: BLS, SEB

Ett annat skäl till att arbetslösheten fallit tillbaka är att färre arbetar. Mellan 1960 och 2000 ökade sysselsättningsgraden trendmässigt i takt med att fler kvinnor började arbeta. Men sedan dess har två tredjedelar av uppgången utraderats vilket är oroväckande eftersom det skadar ekonomins långsiktiga tillväxtpotential. Sedan återhämtningen inleddes 2009 har sysselsättningsgraden fallit med 1,5 procentenheter vilket "friserat" arbetslöshetssiffrorna rejält. Om sysselsättningsgraden istället hade legat kvar på 2010 års nivå hade arbetslösheten varit 9,5 procent i dag. Men i takt med att återhämtningen fortskrider är prognosen att **fler ställer sig till arbetsmarknadens förfogande**. Därmed blir nedgången i arbetslöshetsnivån mer långsam och förbättringen återspeglas istället i att den negativa trenden i sysselsättningsgrad bryts. **I slutet av 2014 ligger arbetslösheten på 6,8 procent enligt våra prognoser.**

Gällande sysselsättningen vittnar såväl senaste Beige Book som enkätundersökningar om **oförändrad arbetsmarknad på kort sikt**. Men det finns ändå skäl till optimism. I den positiva vågskålen ligger att få sägs upp; ansökningar om arbetslöshetsersättning låg i början av 2013 på de lägsta nivåerna på fem år. Fortsatt finanspolitisk osäkerhet, inte minst inom försvarsindustrin, håller dock tillbaka nyanställningarna och **sysselsättningen hackar i närtid**. På lite sikt ger dock **byggsektorn skäl till sysselsättningsoptimism**. Inom byggindustrin släpar sysselsättningen efter. Under krisåren försvann 2,2 miljoner byggjobb men sedan återhämtningen på bostadsmarknaden inleddes har sektorn knappt anställt alls. Istället har den befintliga arbetsstyrkan ökat arbetstiden som ligger på toppnivåer. Inom kort kräver därmed återhämtningen i byggsektor omfattande nyanställningar. Totalt sett i ekonomin ligger sysselsättningen omkring 4 miljoner under 2007 års toppnivåer. **Tjänstesektorn har återhämtat fallet samtidigt som industrijobben släpar efter.**



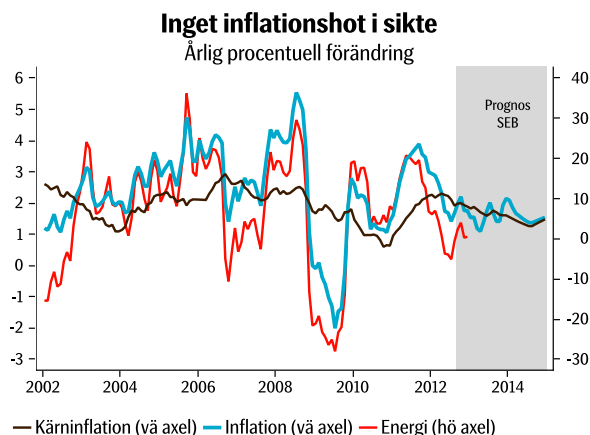
Källa: BLS, SEB

Det senaste året har sysselsättningen utanför jordbrukssektorn ökat med omkring **180 000** i månaden i snitt. Vi förutser liknande ökningstal i år. **År 2014 blir snittökningen per månad 200 000.**

Låg inflation också kommande år

Inflationen som uppgick till 2,9 procent för ett år sedan uppgår i dag till 1,5 procent samtidigt som kärninflationen noteras till

1,8 procent. Ett negativt produktionsgap på 6 procent av BNP tyder på stora mängder lediga resurser i ekonomin samtidigt som olika lönemått visar på ett svagt lönetryck. Därmed är vår inflationsbedömning oförändrad; **perioden med låg inflation består också kommande år**. Som årsgenomsnitt hamnar KPI-inflationen på 1,5 procent i snitt 2013-2014 och lägger därmed inga hinder i vägen för en fortsatt ultralätt penningpolitik.



Källa: BLS, SEB

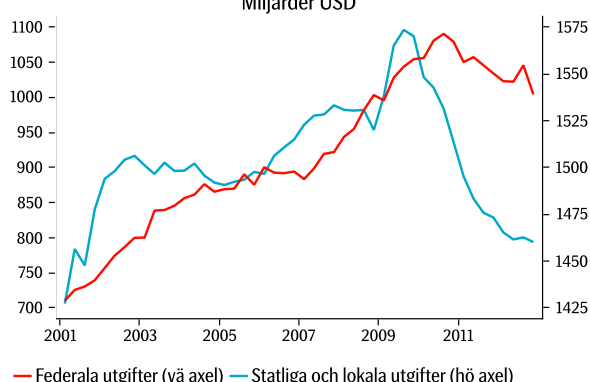
Tre finanspolitiska oroshärddar i vår

Överenskommelsen vid årsskiftet gav totala **skattehöjningar motsvarande 1,3 procent av BNP i år**. Fokus flyttar därmed till utgiftssidan där enligt gällande lag nedskärningar avseende 2013 motsvarande 110 miljarder dollar (0,7 procent av BNP) automatiskt träder i kraft från och med första mars 2013. Enligt vår prognos blir dock **utgiftsnedskärningarna endast 20 miljarder dollar i år**; resten senareläggs till 2014 och 2015. Den **finanspolitiska motvinden blir därmed omkring 1,5 procent av BNP 2013**, vilket är i linje med våra tidigare bedömningar. Sannolikheten att samtliga utgiftsnedskärningar träder i kraft bedöms till 25 procent. Effekten blir i så fall knappt 1 procentenhet lägre BNP-tillväxt under kvartal två och tre jämfört med huvudscenariot.

Skuldtaket höjdes av kongressen i januari och finansieringen är säkrad till mitten av maj. I utbyte mot en varaktigare höjning kräver dock republikanerna i utbyte, på samma sätt som 2011, matchande utgiftssänkningar utslaget över tio år. President Obama har hittills ställt sig kallsinnig till republikanernas krav. Opinionsläget, där Obama har höga siffror samtidigt som republikanerna får bära hundhuvudet om skuldtaket inte höjs och att budgeten måste balanseras omedelbart, antyder att **presidenten kan gå segrande ur budgetstriden**. Sammantaget utgör skuldtaksfrågan en mindre risk jämfört med tidigare bedömningar.

Ytterligare en osäkerhetsfaktor är att kongressen inte beslutat om budget avseende 2013 utan istället rullar 2012 års budget vidare till 27 mars. Om inte en lösning nås i tid kan därmed **delar av den offentliga verksamheten stängas ned** tills en ny budget klubbats igenom. De ekonomiska effekterna beror naturligtvis på hur länge dödsläget består. Detta budgetskenario är en nedåtrisk främst för det andra kvartalets tillväxt. Risken för en sådan utveckling sätts till 20 procent.

Federala utgifter på väg ned



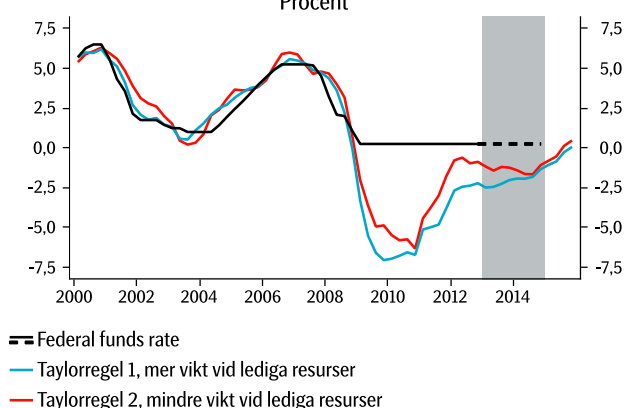
Källa: BEA, SEB

De senaste åren har offentlig konsumtion bidragit negativt till tillväxten. Den utvecklingen speglar anpassningen på delstatlig och lokal nivå. Framöver är det istället **federala utgifter som hamnar under kniven**. Utgiftsnedskärningar om 80 miljarder dollar har redan klubbats igenom. Därtill löper stimulansutgifter ut och vi räknar med ytterligare federala besparingar i samband med vårens uppgörelser. Sammantaget är bedömningen att **offentliga investeringar minskar med 1,5 procent 2013 respektive 1 procent 2014**, mätt som årsgenomsnitt.

Lätt penningpolitik ligger fast

Vid decembermötet beslutade Fed att införa tröskelvärden avseende arbetslöshet och inflation som bör vara uppfyllda innan räntehöjningar kan komma i fråga. Tröskelvärdet för arbetslösheten på 6,5 procent nås enligt våra prognoser inte förrän i början av 2015. Eftersom inflationen inte heller lägger hinder i vägen **höjs styrräntan därmed först under våren 2015**. Den prognosen är också förenlig med våra skattade Taylorregler som understryker behovet av fortsatt ultralätt penningpolitik.

Taylorregeln: Fortsatt lättnadsbehov



Källa: BLS, Fed, SEB

Nästa steg mot ökad penningpolitisk transparens och insikt i centralbankens reaktionsfunktion är att **Fed inför tröskelvärden också avseende obligationsköpen**. Frågan diskuterades redan i fjol men beslut sköts på framtiden. Vi tror att ett sådant beslut kan klubbas igenom senare i vår och att obligationsköpen fortsätter så länge som arbetslösheten överstiger 7 procent

under förutsättning att inflationen hålls i schack. Det innebär en fortsatt **balansräkningsräkningsexpansion en bit in i 2014**. Efter publiceringen av det penningpolitiska protokollet för mötet i december 2012, där det diskuterades att sätta punkt för obligationsköpen redan 2013, svängde dock marknadsförväntningarna åt det mer hökaktiga hållet. På senare tid har dock flera Fed-ledamöter, däribland Fedordföranden Bernanke, understrukit vikten av fortsatta monetära stimulanser.

Ett annat skäl till att obligationsköpen kan bli större och pågå längre än vad konsensus förutspår är långtidsarbetslösheten. **Fortfarande är närmare 40 procent av de arbetssökande eller motsvarande 4,8 miljoner långtidsarbetslösa**. Feds syn är att arbetslösheten till övervägande del är konjunkturell men ju längre tid i utanförskap desto större är risken att arbetslösheten blir strukturell. En sådan utveckling vill centralbanken undvika till varje pris.

När nås tröskelvärdet för arbetslösheten?

Vid Federal Reserves penningpolitiska möte i december 2012 infördes **tröskelvärdet för arbetslöshet** (6,5 procent) respektive **inflation** (2,5 procent på något års sikt) för när styrräntan kan komma att höjas igen. Arbetslösheten har fallit från 10 procent i oktober 2009 till 7,8 procent. Att nå ned till Feds tröskelvärde på 6,5 procent kan dock ta lång tid i anspråk. Sett över tidigare cykler har motsvarande förbättring i genomsnitt tagit drygt två år men då har samtidigt BNP-tillväxten överstigit 3,5 procent i årstakt. Så stark har inte tillväxten varit sedan 2004.

Ett räkneexempel kan illustrera utmaningen. Under antaganden att befolkningen i arbetsför ålder fortsätter öka i samma takt som under de senaste åren och att sysselsättningsgraden hålls oförändrad krävs att 270 000 jobb genereras varje månad för att arbetslösheten ska nå 6,5 procent i slutet av 2013. För att arbetslösheten ska nå tröskelvärdet i slutet av 2014 krävs i snitt 200 000 jobb i månaden. För att nå tröskelvärdet i slutet av 2015 krävs 175 000 jobb i snitt. Om snittökningen blir 150 000 jobb under kommande år nås tröskelvärdet först i slutet av 2018. Om en sådan utveckling sammanfaller med köp av obligationer i oförminskad takt växer Feds balansräkning till närmare 9 000 miljarder dollar från 3 000 miljarder i dagsläget. En sådan balansräkningsexpansion är dock inte vår prognos utan ska ses som ett hypotetiskt resonemang.

Ekonomisk politik ger tillväxtlyft

- **Svagare valuta gynnar exporten**
- **Kampen mot deflation trappas upp**
- **Statsskulden fortsätter öka**

Japans ekonomi gick in i recession andra halvåret i fjol. Framöver ser utsikterna ljusare ut; den nya regeringen har rivstartat med ett omfattande finanspolitiskt stimulansprogram, högre inflationsmål och Fed-inspirerade penningpolitiska initiativ. Att yenen har försvagats kraftigt på beskedet lyfter importerad inflation och exportutsikter. Sammantaget räknar vi med att **BNP växer 1,3 procent 2013 och 1,5 procent 2014**; över konsensus båda åren. Arbetslösheten faller ned mot 4 procent 2014, mätt som årsgenomsnitt.

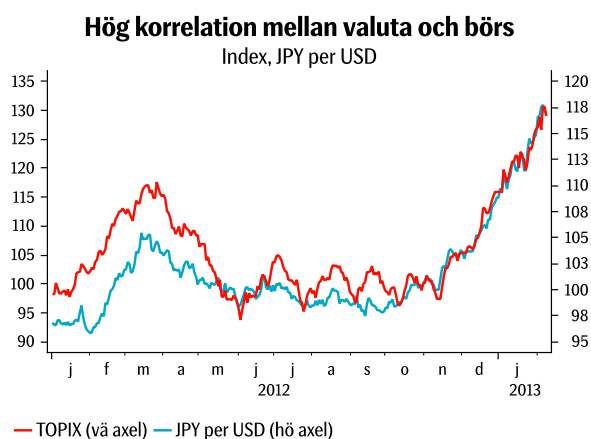
Efter den vikande trenden i fjol har såväl hushållens som företagens förtroendeindikatorer vänt upp med besked.

Börsuppgången på omkring 30 procent sedan i höstas ger konsumtionen stöd men höjningen av konsumtionsskatten håller tillbaka utvecklingen 2014. Efter tappet i fjol växer **industriproduktionen med 2-3 procent kommande år**. Inköpschefsindex noterades på svaga 47,7 i januari men vändningen kommer när valutaförsvagningen får fäste i exportföretagens orderböcker. I den inhemskt orienterade tjänstesektorn låg inköpschefsindex på hyggliga 50,5 samma månad. Stimulanser och återuppbyggnadsarbete ger lyft i offentliga investeringar och bostadsinvesteringar kommande år.

Regeringens **nya stimulansprogram** (10,3 biljoner yen, 116 miljarder dollar) **på 2,8 procent av BNP** är ett tungt vägande skäl att vi reviderar upp tillväxtprognosen. Infrastruktursatsningar och återuppbyggnadsarbete är tunga pjäser i paketet men också försvaret får ökade anslag. Detta återspeglar spända utrikespolitiska relationer, framför allt med Kina, efter Japans nationalisering av tre omtvistade öar i Östkinesiska sjön. Konflikten med Kina var bidragande till att **underskottet i Japans utrikeshandel trefaldigades i fjol**. Fortsatta problem med kärnreaktorerna – endast ett fåtal av landets 50 anläggningar är igång – bidrog också. Hittills i år är de utrikespolitiska signalerna blandade; **upprustning mixas med diplomati och försonligt tonläge**. Viktiga ekonomiska band borgar för fredlig lösning. **Utrikeshandeln ger positiva bidrag** till BNP kommande år och bytesbalansen visar överskott. På kort sikt minskar därmed oron för att Japan kan tvingas importera kapital för att finansiera statsskulden.

Också penningpolitiken stöttar. Centralbanken har beslutat införa ett nytt **formellt inflationsmål på 2 procent**. Dessutom annonserades ett Fed-inspirerat program för månatliga köp av statsobligationer och växlar utan tidsgräns i linje med den

nya regeringens krav. I förhållande till ekonomins storlek är dock **programmet försiktigare än sin amerikanska motsvarighet**. Ytterligare åtgärder som utökade köp och köp av mer riskfyllda tillgångar som bostadsobligationer kan komma efter att nuvarande centralbanksledning ersätts senare i mars. De fastare banden med regeringen innebär å ena sidan att centralbankens oberoende urholkas. Men i bästa fall resulterar krafttagen i att **deflationsspiralen bryts** och att man kommer tillrätta med ett kärnproblem i ekonomin (se ruta sidan 10). Först då finns hopp om en stabilisering av **statsskulden som skenar över 250 procent av BNP 2014**. Även om vi räknar med en viss finanspolitisk åtstramning 2014 är **kreditbetyget i gungning**.



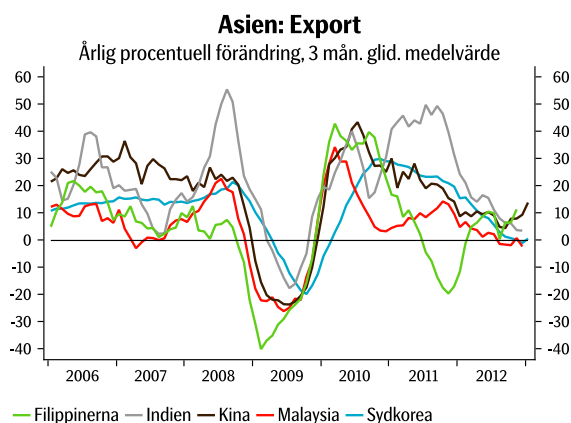
Källa: Macrobond, SEB

De nya penningpolitiska initiativen har medfört kraftig valutaförsvagning; sedan november i fjol har yenen tappat 17 procent mot dollarn. Ljusare konjunkturutsikter, inte minst för stora exportföretag som Toyota och Panasonic, återspeglas i japanska aktieindex och sedan i höstas har sambandet mellan yenen och börsen varit i det närmaste felfritt. Japanska aktieindex handlas på fyra årshögsta samtidigt som **valutan** handlas på tre årslägst mot dollarn och **fortsätter försvagas** enligt våra prognoser. I december 2014 kostar en dollar 107 yen. Framför allt från europeiskt håll **knorras det om konkurrensmässig valutamanipulation**. Sett i ett lite längre perspektiv är yenen fortfarande stark och som medel att få bukt med envis deflation ger försvagningen en hjälpsam hand. Såväl inflation som kärninflation noteras runt nollstrecket i årstakt men väntas stiga gradvis. **Inflationen blir 0,3 procent 2013 respektive 1,7 procent 2014**, mätt som årsgenomsnitt. Planerade skattehöjningar 2014 friserar siffrorna. Inflationsförväntningarna ligger på i snitt 1 procent per år för de närmaste fem åren; ett lovande tecken för centralbank och regering.

Inhemsk efterfrågan ger motstånd mot svag omvärld

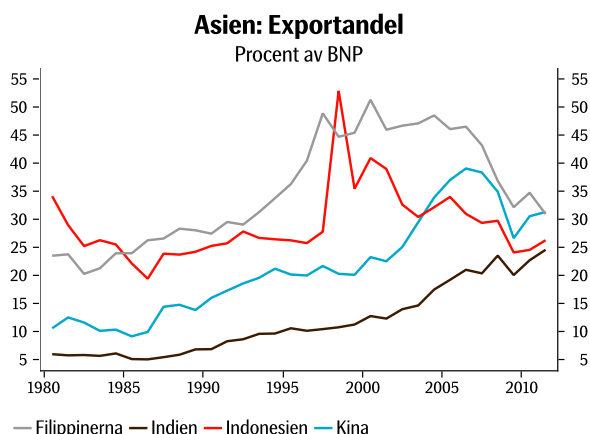
- **Inbromsningen avstannade fjärde kvartalet**
- **Kina: Återhämtning på gång**
- **Indien: Fortsatt svag tillväxt**

Trots BNP-tillväxt under trend fortsätter de asiatiska utvecklingsekonomierna att med god marginal överträffa tillväxten i Europa och USA. **De senaste kvartalets inbromsning ser ut att ha stannat upp under fjärde kvartalet 2012**, även om tillväxten hamnar fortsatt under trend och därmed blir avsevärt lägre än för några år sedan.



Källa: Nationella statistikbyråer

Inköpschefsindex pekar på en förbättring i tillverkningssektorn de senaste månaderna men aktiviteten är fortfarande låg historiskt sett. **Exporten från regionen har börjat accelerera.** Ökningen väntas fortsätta under 2013 men blir måttlig och bedöms inte överstiga 10 procent. Exportefterfrågan från USA och framför allt Europa väntas bli fortsatt svag. En dämpad efterfrågan på regionens exportvaror motverkas dock av god inhemsk efterfrågan; till stor del drivet av fortsatt stark privat konsumtion.



Källa: Världsbanken

På längre sikt minskar dock betydelsen av exporten till Europa och USA för tillväxten. Handeln inom regionen blir allt viktigare samtidigt som exporten som andel av BNP har börjat plana ut och till och med minskat för vissa ekonomier de senaste tio åren. Denna trend väntas fortsätta och ökande betydelse av inhemsk efterfrågan gör att **tillväxten i regionen på sikt blir allt mindre beroende av utvecklingen i Väst.**

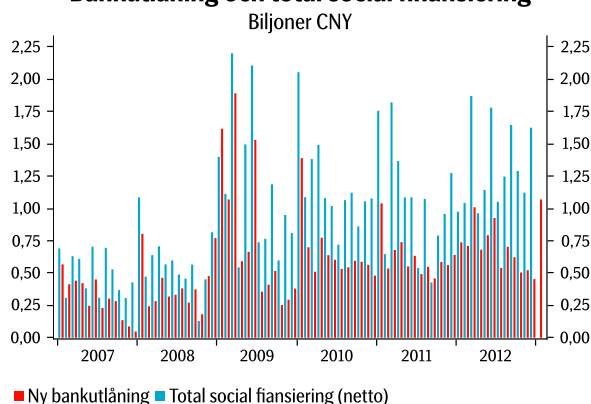
Inflationen är dämpad. Fortsatt låg inflation under 2013 tillsammans med tillväxt under trend gör att **penningpolitiken förblir ackommoderande i de flesta ekonomier.** En försiktig normalisering av styrräntorna väntas dock under sista kvartalet 2013 och den fortsätter under 2014.

Kina: Måttlig återhämtning

Efter sju kvartal i rad med inbromsning **accelererade som väntat Kinas BNP-tillväxt under fjärde kvartalet 2012.** Tillväxten blev 7,9 procent jämfört med samma kvartal förra året och BNP ökade därmed med 7,8 procent under helåret 2012. Jämfört med föregående kvartal steg BNP med 2,0 procent.

Inköpschefsindex för industrin har förbättrats och ligger nu över 50-strecket. Även **de flesta av hårddata pekar på förbättringar under fjärde kvartalet**; detaljhandel, industriproduktion och export har utvecklats stabilt de senaste månaderna. Bankutlåningen var lägre än väntat i december men återhämtade sig i januari. Den totala sociala finansieringen (ett bredare mått på kreditgivning som bl a inkluderar företagsobligationer och andra typer av lån än banklån) steg med 1,6 biljoner CNY i december. Även om det var en klar ökning så planar kreditgivningen ut i årstakt.

Bankutlåning och total social finansiering

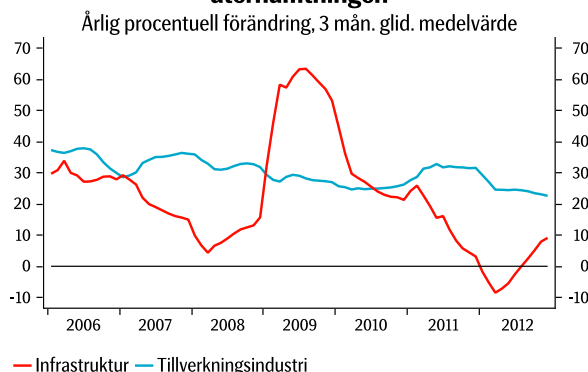


Källa: People's Bank of China

Återhämtningen blir dock måttlig. Exporten kommer under 2013 att fortsätta hämmas av svag efterfrågan från USA och inte minst från Europa. Det finns fortfarande svagheter på bostadsmarknaden som dämpar tillväxten även om bo-

stadspriserna fortsätter stiga försiktigt. Återhämtningen har dessutom fått en rejäl skjuts av statliga infrastrukturinvesteringar som accelererat under hösten, bl a genom ökade järnvägsinvesteringar. Viljan till ytterligare stimulans genom statliga investeringar verkar dock begränsad och efter en måttlig acceleration under första halvåret väntas därför tillväxten återigen bromsa in mot slutet av 2013 och in i 2014. **Kinas BNP väntas öka med 8,1 procent 2013 och med 7,7 procent 2014;** något högre än målsättningen på 7,5 procent.

Statliga infrastrukturinvesteringar driver på återhämtningen



Källa: National Bureau of Statistics of China

Det finns en hel del långsiktiga **risker** för den ekonomiska tillväxten. Inte minst ökar det **sociala missnöjet** i Kina samtidigt som **konflikterna med grannländerna** lever vidare. Den nödvändiga **övergången till en ny tillväxtmodell** med basen i privat konsumtion har nått och jämnt kommit ur startgroparna vilket riskerar att orsaka en häftig inbromsning för tillväxten. Även om förväntningarna på det nya kinesiska ledarskapet är höga är det ännu högst osäkert hur dessa frågor kommer att hanteras. Sannolikheten att någon av dessa risker skulle slå igenom under prognosperioden är dock liten.

Inflationen blev högre än väntat i december men föll tillbaka till 2,0 procent i januari. **Inflationen väntas nå en tillfällig topp i februari** på grund av det kinesiska nyårsfirandet. Pristrycket är dock generellt sett lågt med en kärninflation under 2 procent och producentpriser som fortfarande faller i årstakt. **Inflationen väntas under 2013 hamna kring 3,5 procent** och utgör därmed inget problem för myndigheterna.

Styrräntan har legat kvar på 6,0 procent sedan sänkningen i juli och ingen ändring av penningpolitiken väntas i närtid. Centralbanken fortsätter att förlita sig på repotransaktioner istället för att justera styrräntan eller bankernas reservkrav. **Vår bedömning är att styrräntan ligger kvar på 6,0 procent till fjärde kvartalet 2013 då en höjning sker med 25 punkter.**

Yuanen har återupptagit apprecieringen gentemot USD och vår bedömning är att förstärkningen hamnar kring 3 procent 2013 och 2 procent 2014. **USD/CNY väntas stå i 6,10 vid slutet av 2013 och i 6,00 vid slutet av 2014.** Under 2013 väntas det högsta tillåtna dagliga handelsintervallet för yuans växelkurs mot dollarn utökas till 1,5 procent. Förändringen väntas inte få några större effekter men ska ses som ett steg på vägen mot en ytterligare liberalisering av valutapolitiken.

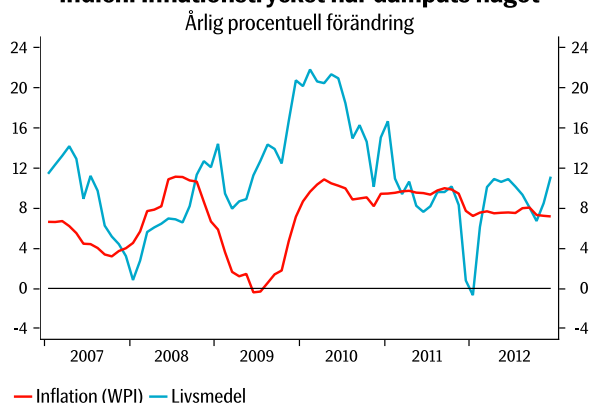
Indien: Uppmjukning av penningpolitiken på gång

Det finns tecken på att tillväxten i den indiska ekonomin **bottnat ur under det tredje kvartalet** då ekonomin växte med 5,3 procent i årstakt. Fjärde kvartalet väntas tillväxten ha accelererat något. Inköpschefsindex för både tillverkningsindustrin och tjänstesektorn har återhämtat sig men de nuvarande nivåerna ligger ändå klart lägre jämfört med de senaste åren. Det finns dessutom vissa tecken på att industriproduktion och export håller på att stabiliseras. **Tillväxten väntas dock förbli låg jämfört med tidigare år.** Fortsatt hög inflation och ett stort budgetunderskott gör att penning- och finanspolitik har små möjligheter att stimulera tillväxten. **BNP bedöms ha ökat med 5,4 procent 2012. 2013 stiger BNP med 5,7 procent och 2014 med 6,0 procent.**

Omfattande regleringar fortsätter att hämma tillväxten även om de ekonomiska reformer som presenterades i september var ett steg i rätt riktning. Subventionerna av bränslepriserna har sänkts för att minska budgetunderskottet och de regleringar som begränsar utländska investeringar i vissa sektorer har luckrats upp. **För att få upp tillväxten mot tidigare nivåer på över 7 procent krävs dock mycket mer reformarbete och motståndet mot förändringar är fortsatt stort** både bland politiker och olika intressegrupper.

Centralbanken har sedan i våras varit under hårt tryck från både företagsledare och politiker **att sänka styrräntan** för att bryta den mycket svaga utvecklingen för investeringarna. Banken höll länge emot och lät styrräntan ligga kvar på 8,0 procent med hänvisning till hög inflation och alltför expansiv finanspolitik. Inflationen har dock mattats av något och även centralbankens mått på kärninflationen har fallit tillbaka vilket öppnat för en uppmjukning av penningpolitiken. Vid det penningpolitiska mötet i slutet av januari sänktes styrräntan därför till 7,75 procent. Framöver finns **visst utrymme för ytterligare sänkningar** och bedömningen är att **styrräntan ligger på 7,0 procent vid slutet av 2013.**

Indien: Inflationstrycket har dämpats något



Källa: Ministry of Commerce and Industry

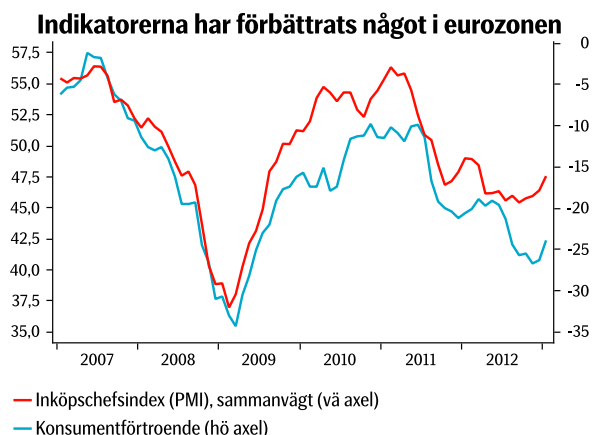
Rupien stärktes i samband med att reformförslagen presenterades i september men försvagades därefter igen. På senare tid har dock valutan åter börjat stärkas och **vår bedömning är att rupien ligger på 51,0 mot USD vid slutet av 2013 och på 48,0 vid slutet av 2014.**

Minskad stress men fortsatt svag tillväxt

- **Många europroblem är fortfarande olösta...**
- **...men bottenkänning är på gång – ECB stöttar med ränta kvar på 0,75 procent**
- **Tysklands tillväxt ökar takten**
- **Fortsatt divergerande utveckling för inflation och arbetsmarknad**

Krisen i eurozonen är långt ifrån över. Utvecklingen går i rätt riktning inom flera områden men risken för bakslag är fortfarande stor. Å ena sidan: den politiska osäkerheten är betydande, banksystemet är inte färdiglågt och saneringspolitiken fortsätter. Det sätter avtryck i form av stigande arbetslöshet, försämrad kreditförsörjning och fortsatt recession i Sydeuropa. Å andra sidan: svåra politiska beslut har ändå fattats och saneringspolitiken i flera krisländer har kommit en bit på vägen; de stora budget- och bytesbalansunderskotten minskar. Förhoppningen är också att återhämtningen i Tyskland, USA och Kina ska hjälpa krisländerna ur deras problem.

Höstens konjunktursvacka för eurozonen som helhet bedömer vi nådde sin botten under fjärde kvartalet 2012. Samtidigt fortsätter ECB att med OMT-programmet visa en beredskap att vid behov agera kraftfullt. Sammantaget gör detta att **den ekonomiska utvecklingen inom eurozonen förbättras under prognoshorisonten**. Risken är dock stor att ECB:s agerande, som köpt tid för politiker och förbättrat läget på de finansiella marknaderna, gör att trycket på politikerna att ta svåra men nödvändiga beslut minskar. Det riskerar att leda till att den politiska osäkerheten kvarstår på hög nivå.



Källa: EU-kommissionen, Markit

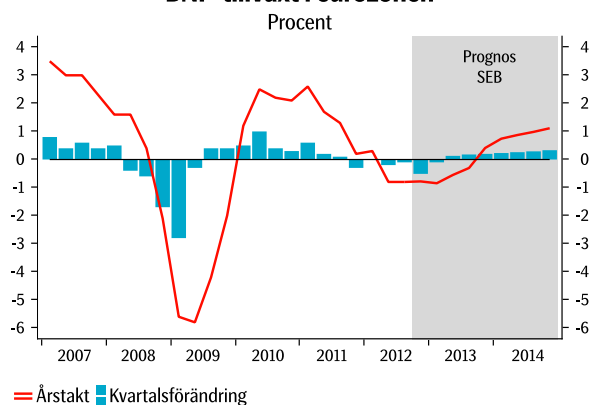
Många komplexa och konstitutionella frågor rörande eurosamarbetet och den långa vägen mot en politisk union och ett federalistiskt EU **återstår att besvara**. Trots tecken på

ökad stabilitet är problemen många för enskilda krisländer som till exempel Grekland och Spanien.

Den ekonomiska utvecklingen i eurozonen blev mycket svag under fjärde kvartalet 2012. BNP bedöms ha fallit med 0,5 procent jämfört med föregående kvartal. Industriproduktion och detaljhandel har pressats tillbaka samtidigt som arbetslösheten fortsätter att stiga. Minskad finansiell stress under hösten har inte slagit igenom på den realekonomiska utvecklingen. **En ljuspunkt är att svagheten verkar ha varit tillfällig, framför allt i Tyskland. Tillväxten för eurozonen som helhet bedöms ha bottenat under fjärde kvartalet 2012.** Flera indikatorer för eurozonen har förbättrats de senaste månaderna; det sammanvägda inköpschefsindexet har stigit fyra månader i rad. Även konsumentförtroendet har förbättrats men ligger fortfarande kvar klart under långsiktigt genomsnitt.

Aktiviteten i eurozonen väntas bli fortsatt svag under 2013 och 2014, trots att exporten utvecklas hyfsat och får viss draghjälp av återhämtningen i USA och Kina. Som årsgenomsnitt bedöms **BNP i eurozonen ha fallit med 0,5 procent 2012.** Svagheten under fjärde kvartalet 2012 gör att BNP-prognosen för **2013 reviderats ned med en tiondel till -0,3 procent.** Något förbättrade tillväxtutsikter under slutet av 2013 gör dock att vi inte låter svagheten under fjärde kvartalet få fullt genomslag. **2014 bedöms BNP öka med 0,9 procent.**

BNP-tillväxt i eurozonen



Källa: Eurostat, SEB

Den finansiella stressen i eurozonen har dämpats betydligt det senaste halvåret. Krisländernas upplåningskostnader har fortsatt sjunka under början av 2013. Samtidigt har börsutvecklingen varit positiv. En viktig bidragande faktor är ECB:s OMT-program trots att det ännu inte använts. **Risken att länder ska lämna eurosamarbetet har också minskat.**

Läget i krisländerna

Spanien är fast i en utdragen lågkonjunktur och recession. BNP föll med 0,7 procent fjärde kvartalet 2012 jämfört med föregående kvartal; sjätte kvartalet i rad med fallande BNP. Kombinationen av finanspolitisk åtstramning och skuldneddragning i privat sektor leder till en negativ spiral med ökad arbetslöshet och fallande efterfrågan. Samtidigt skapar kreditförluster i banksektorn på grund av fallande bostadspriser problem för statsfinanserna och förtroendet. Huvudscenariot är fortsatt att **Spanien kommer att tvingas att söka ytterligare stöd** från EMU-länderna och att ECB kommer att påbörja obligationsköp. Banksektorns förluster och ytterligare boprisfall är en möjlig utlösande faktor för en stödansökan genom nedgradering av kreditbetyget och återigen stigande räntor. Sannolikheten för att landet kan klara sig med hjälp av ECB:s nuvarande indirekta stöd har dock ökat.

Italien delar Frankrikes problem med dålig konkurrenskraft och en lång period med svag tillväxt; konsumentförtroendet låg i januari på lägsta nivån på 15 år. Statsfinanserna är svaga och även om det inte finns något akut hot väntas Italien behöva genomföra **ytterligare besparingsåtgärder 2013** för att kompensera för den svaga makroekonomiska utvecklingen och kunna nå de budgetmål som satts upp. **Vissa nya reformsteg har tagits**. Exempelvis kom i slutet av november arbetsgivare och fackföreningar överens om nya regler kring kollektivavtal som ska öka konkurrenskraften. **Parlamentsvalet 24-25 februari 2013 bedöms inte innebära några större risker**. Det troligaste utfallet är en kompromiss mellan en vänster/mitten-koalition och en mittenkoalition ledd av Mario Monti. I detta scenario bedöms budgetkonsolideringen fortsätta vilket gäller för de flesta tänkbara regeringskonstellationer. Den största risken är att ingen tydlig majoritet kan bildas. En svag regering skulle kunna dra ned på reformtakten och öka den politiska instabiliteten.

För **Grekland** blev det i december 2012 klart att landet får nästa delutbetalning av stödlånet vilket minskade oron kring landets statsfinanser. En del reformer har pressats igenom parlamentet de senaste månaderna. **Grundproblemen finns dock kvar**. IMF:s regelbundna genomgångar av landets reformprogram och åtstramningar kommer att fortsätta och **risken att Grekland inte kommer att nå upp till målen kvarstår**. De officiella tillväxtprognoserna ser optimistiska ut och kan kräva ytterligare åtstramningar samtidigt som **den politiska situationen är instabil** med en bräcklig regeringskoalition som gör att risken för nyval lever vidare. **BNP väntas falla kraftigt även i år** men i den senaste tidens statistikutfall finns också vissa **tecken på begynnande stabilisering**. Sannolikheten för att landet kan komma att lämna eurozonen är fortfarande stor, men har minskat.

Portugal har fått beröm från IMF för sitt reformprogram och en betryggande majoritet i parlamentet gör att **regeringskoalitionen väntas fortsätta på den inslagna vägen med**

reformer och åtstramningar trots ökande politiska spänningar och folkliga protester. Reformpolitiken har belönats med **rejält fallande upplåningskostnader** och landet har som mål **att återgå till obligationsmarknaden under 2013**. Det mest troliga är att detta kommer att ske under hösten. Det finns dock fortfarande utmaningar och de officiella tillväxtprognoserna för 2013 har reviderats ned. För att nå målet att reducera budgetunderskottet till 4,5 procent av BNP väntar **budgetåtstramningar på över 3 procent av BNP 2013**, främst i form av skattehöjningar.

Irland har kommit en bra bit på vägen mot att reformera ekonomin och **konkurrenskraften har förbättrats avsevärt** de senaste åren. Regeringen står fast vid att lämna stödprogrammen från EU och IMF under 2013. Den exportdrivna ekonomin har bidragit till att **Irlands BNP-tillväxt har överträffat tillväxten i övriga krisländer**. Läkemedelsindustrins stora betydelse gör dock att Irlands tillväxt riskerar att drabbas av det sk **"patent cliff"** som innebär att patenten för flera viktiga läkemedel går ut inom de närmaste åren vilket riskerar att tillverkningen flyttas till låglöneländer. **Irland har tvärtom mot Spanien visat intresse för att ansöka om stöd från ESM** och därmed kunna tillgodogöra sig OMT-programmet. Irland och Portugal väntas pressa på EMU för att få ytterligare lättnader i lånevillkoren, bl a lägre räntor och längre löptider, vilket är sannolikt att de till slut även får.

Cypern har drabbats hårt av den ekonomiska krisen i Grekland, främst genom cypriotiska bankers exponering mot Grekland som orsakat stora förluster. **Cypern begärde redan i juni 2012 ett stödlån** och inledde förhandlingar med trojkan (EU/ECB/IMF) i november. Stödlånet har uppskattats till omkring 17 miljarder euro varav 10 miljarder ska användas till återkapitalisering av bankerna. Visserligen motsvarar stödlånet endast 0,1 procent av eurozonens BNP men lånet måste fortfarande kopplas till åtstramningsåtgärder för att vara konsekvent med hanteringen av andra stödländers lån. Förhandlingarna har nu strandat på grund av olika uppfattningar om behovet av åtstramningsåtgärder samt privatisering av företag. Samtalen har även försvårats av bilden av Cypern som ett skatteparadis med omfattande penningtvätt. Förhandlingarna väntas dock återupptas efter **valet den 17 februari** och **vår bedömning är att en överenskommelse om ett stödlån kommer att nås under våren**.

I **Slovenien** försvåras en svag makroekonomisk utveckling med **BNP-fall 2012 och svaga utsikter** av en **mycket bräcklig banksektor** som är beroende av lån från ECB. Trots att bankkapitalisering redan genomförts finns fortfarande ett stort behov av ytterligare kapital. Regeringens planer på att skapa en s k "dålig bank" har försenats och **det kan inte uteslutas att Slovenien tvingas ansöka om nödlån**.

Kraftig men tillfällig svacka för tysk tillväxt

Aktiviteten i den tyska ekonomin försvagades rejält under fjärde kvartalet och BNP bedöms ha sjunkit med 0,5 procent jämfört med föregående kvartal. Industriproduktionen har fallit tillbaka betydligt det senaste halvåret och investeringar har utvecklats svagt. Minskad osäkerhet kring eurozonens fortlevnad väntas dock förbättra viljan till investeringar och vi väntar oss en återhämtning under första halvåret. Detaljhandeln har däremot uppvisat bättre motståndskraft med stöd från hygglig arbetsmarknad vilket väntas hålla i sig. Ifo-index har förbättrats de tre senaste månaderna och inköpschefsindex för industrin steg rejält i januari även om det är en bit kvar till expansionsgränsen 50. Både inhemsk och utländsk orderingång har börjat vända uppåt. **Tysklands BNP steg med 0,7 procent 2012. 2013 väntas BNP öka med 0,6 procent följt av tillväxt på 1,6 procent 2014.**

Valrörelsen inför **förbundsdagsvalet i september 2013** har startat. Angela Merkels parti CDU ligger högt i opinionsmätningarna medan koalitionspartnern FDP riskerar att hamna under femprocentsspärren och därmed åka ur förbundsdagen. Detta skulle tvinga Merkel att istället söka samarbete med Socialdemokraterna. **Vårt huvudscenario är dock att den nuvarande koalitionen CDU/FDP fortsätter regera även efter valet.** Skillnaderna i ekonomisk politik mellan FDP och Socialdemokraterna som koalitionspartner till CDU bedöms vara små. I båda fallen väntas Tyskland fortsätta föra en försiktig ekonomisk politik med avsikt att upprätthålla goda offentliga finanser. Inte heller vad gäller tysk politik gentemot EU och EMU väntas några större omsvängningar vid en CDU/SPD-koalition, även om inställningen till krisländerna på marginalen kan bli något mjukare.

BNP

Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB * Grekland, Irland, Portugal, Spanien

I **Frankrike** fortsätter kräftgången för ekonomin. Tredje kvartalet 2012 steg visserligen BNP för första gången på fyra kvartal men ökningen hamnade på svaga 0,1 procent i kvartalstakt. I likhet med många andra euroländer fortsätter de franska hushållen att pressas av hög arbetslöshet samtidigt som investeringarna hämmas av överkapacitet i tillverkningssektorn och svag konkurrenskraft. Inte heller från offentlig konsumtion väntas något tillväxstöd; det kommer sannolikt att krävas ytterligare besparingsåtgärder om målet att reducera budgetunderskottet till 3,0 procent av BNP till slutet av 2013 ska kunna nås på grund av regeringens allt för optimistiska tillväxtprognoser. Vad gäller den ekonomiska politiken finns vissa ljuspunkter. President Hollandes regering har börjat backa från förslaget

med 75 procents marginalskatt för de med högst inkomster. Dessutom har en överenskommelse mellan arbetsgivare och fack om en viss reformering av arbetsmarknaden nåtts. Det finns dock **ett stort behov av mer omfattande reformer** och sammantaget ser tillväxtutsikterna dåliga ut. **BNP-tillväxten väntas hamna på strax över noll både 2013 och 2014.**

Fortsatt finanspolitisk åtstramning

De budgetunderskott som flera länder i eurozonen brottas med är på rätt väg, men mycket återstår fortfarande. Som på flera andra områden spretar utvecklingen. Som helhet är det offentliga budgetsaldot i eurozonen inte alarmerande stort utan ligger något över 3 procent av BNP. I Tyskland väntas det offentliga budgetsaldot 2012 ha landat på strax under noll samtidigt som GIPS-länderna fortsatt kämpar med underskott på mellan 5-10 procent av BNP. Tysklands situation tillåter en neutral eller svagt expansiv finanspolitik, även om landet väntas föra en försiktig politik för att säkerställa ett högt förtroende. Eftersom flera länder fortsätter att genomföra nödvändiga besparingar blir finanspolitiken i eurozonen fortsatt kontraktiv, men något mindre än tidigare år.

En lärdom från de senaste åren är att offentliga besparingar i en miljö med låg efterfrågan och redan låga styrräntor får en större negativ effekt på efterfrågan än vad tidigare tumregler indikerat. I och med att ECB i höstas lovade att göra allt den kan för att hålla ihop eurozonen, vilket bidragit till kraftigt fallande upplåningsräntor för krisländerna, minskar trycket på politiker nationellt och på EU/EMU-nivå att driva reformarbetet.

Vår bedömning är att reformarbetet kommer att gå något långsammare framöver och att **besparingspaketet kommer att bli urvattnade och mer baktunga**. Att fokusera på reformer som ger effekt först på några års sikt, men som är strukturella, ligger i linje med rekommendationer från bl a IMF och mildrar även en viss del av den negativa tillväxteffekten. Med tanke på kommande val i bland annat Tyskland hösten 2013 och till Europaparlamentet i juni 2014 kommer politiker, med tanke på hur kontroversiella flera frågor om ytterligare fördjupat samarbete inom eurozonen är, med stor sannolikhet vilja hålla en låg profil i EU/EMU-relaterade frågor.

BNP-prognoser – jämförelse SEB och IMF

Årlig procentuell förändring

	SEB		IMF	
	2013	2014	2013	2014
Tyskland	0,6	1,6	0,6	1,4
Italien	-0,9	0,4	-1,0	0,5
Spanien	-1,5	0,2	-1,3	1,0
Grekland	-4,4	-0,6	-4,0	0,0
Portugal	-1,9	0,3	-1,0	1,2
Irland	0,9	1,9	1,4	2,5

Källa: IMF, SEB

Sammantaget väntas **budgetunderskottet i eurozonen minska från 3,3 procent av BNP 2012 till 2,5 procent av BNP 2013** och det fortsätter därefter att falla ytterligare 0,5 procent av BNP under 2014. Åtstramningsdosen blir knappt 0,5 procent av BNP både 2013 och 2014 vilket är hälften så mycket som 2011 och något mindre än 2012. **Den offentliga skulden**

fortsätter att stiga och ligger 2014 på 94 procent av BNP

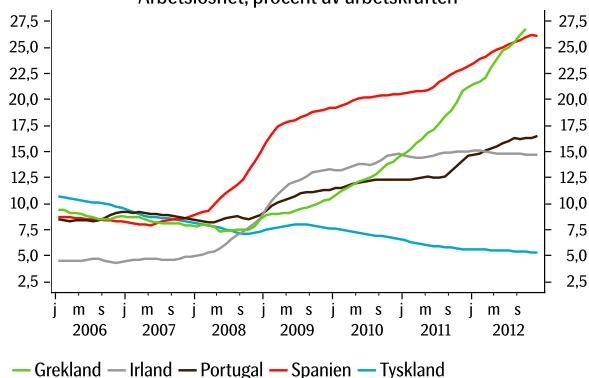
Risken är att de officiella tillväxtprognoserna kommer att behöva revideras ner; vår syn på den ekonomiska utvecklingen är generellt sett mer dystert än vad till exempel IMF förutspår. Detta ger även – om våra prognoser stämmer – negativa effekter även på ländernas offentliga finanser. Trots att besparingsbehoven kommer att öka så är bedömningen att de kommer att skjutas på framtiden och ske först åren efter 2014.

Spretig utveckling för arbetslöshet och inflation

Hushållen är fortsatt pressade. Hög och stigande arbetslöshet i kombination med fortsatta besparingsprogram i krisländerna – och strama budgetar överlag också i många andra EU-länder – ger låga inkomstökningar för hushållen. Därtill kommer att inflationen bara faller tillbaka långsamt. Samtidigt skiljer sig utvecklingen kraftigt åt mellan olika länder i eurozonen.

Utvecklingen på arbetsmarknaden skiljer sig åt

Arbetslöshet, procent av arbetskraften



Källa: Eurostat

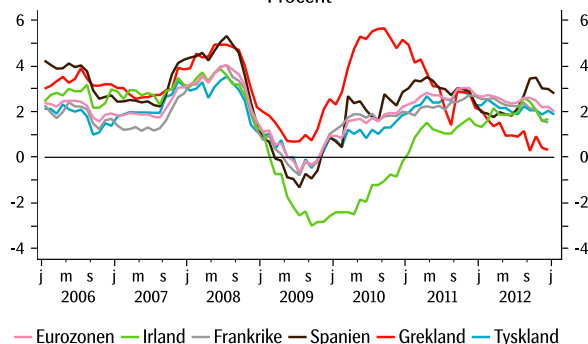
För eurozonen som helhet har arbetslösheten ökat från 10,8 procent i början av 2012 till 11,8 procent i november. Divergensen mellan olika länder fortsätter samtidigt. Ungdomsarbetslösheten har under samma period ökat från 21,9 till 24,4 procent; i Spanien och Grekland till över 50 procent för åldersgruppen 15-24 år. Även om arbetslösheten i Tyskland väntas öka något framöver blir skillnaden mellan nord och syd allt

större (se även ruta om tyska arbetsmarknaden) vilket skapar spänningar nationellt och ökad migration inom EU. Mätt som årsgenomsnitt **stiger arbetslösheten i år till 12,0 procent och till 12,4 procent 2014.**

Även inflationens utveckling divergerar mellan euroländerna. Under 2012 som helhet låg prisökningstakten inom eurozonen mätt som årsgenomsnitt klart över ECB:s mål men i januari föll HIKP-inflationen till 2,0 procent. Skattehöjningar har hållit upp inflationen i flera av krisländerna. Tidigare i Irland och nu i Grekland är prisutvecklingen svagare än snittet för eurozonen. **Mätt som årsgenomsnitt fortsätter inflationen att falla till 1,5 procent 2013 och 2014.** Kärninflationen har de senaste två åren i stort sett legat i intervallet 1,0-1,5 procent. Drivet av lediga resurser på arbetsmarknaden och låga löneökningar **väntas kärninflationen falla långsamt från 1,5 procent i december 2012 till 1,4 procent 2013 och 2014**, mätt som årsgenomsnitt.

Inflationen väntas falla men spretig utveckling mellan länderna

Procent



Källa: Eurostat

ECB kvar i vänteläge trots allt

ECB har inte kommit med några nya policyinitiativ sedan OMT-programmet presenterades i september och refinansieringen har legat kvar på 0,75 procent sedan sänkningen i juli 2012. Vid mötena i januari och februari 2013 var besluten om oförändrad

Tyska arbetsmarknaden fungerar bättre

Den tyska arbetsmarknaden har fortsatt att leverera positiva överraskningar. Arbetslösheten ligger på 20-årslägsta och är nu lägre än när krisen startade. **Flera tecken tyder på att den tyska arbetsmarknaden blivit mer effektiv** och att reformer såsom till exempel Hartz I-IV och 'Kurzarbeit' har gett klart positiva effekter.

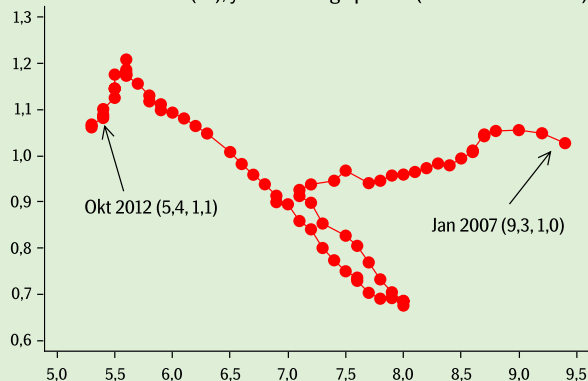
Två metoder, dels sambandet mellan BNP-tillväxt och arbetslöshet (den så kallade Okun-koefficienten), dels relationen mellan antal lediga platser på arbetsmarknaden och arbetslöshet (Beveridgekurvan), **stödjer detta**. Enligt våra skattningar leder 1 procentenhet lägre tillväxt till att arbetslösheten i eurozonen stiger med 0,4 procent. Mätt från 2000 fram till i dag är siffran för Tyskland något sämre än genomsnittet men för recessionsperioden 2008-2009 slår Tyskland samtliga andra länder med en koefficient på noll, det vill säga **den lägre BNP-tillväxten påverkade inte arbetslösheten**.

Relationen mellan antalet lediga platser och arbetslöshet tyder också på att **arbetsmarknaden i Tyskland fungerar**

mer effektivt i dag jämfört med för fem år sedan. Detta är troligen ett resultat av bättre matchning mellan utbud och efterfrågan på arbetskraft och större mobilitet.

Beveridge-kurvan tyder på bättre matchning

x-axeln: arbetslöshet (%), y-axeln: lediga platser (% av arbetskraften)



Källa: SEB, Deutsche Bundesbank, Eurostat, German Federal Statistical Office

ränta enhälliga. Den statsfinansiella krisen har blivit betydligt mindre akut och upplåningskostnaderna i krisländerna har fallit rejält. En räntesänkning skulle, bedömer vi, endast ha en marginell stimulanseffekt. Vi håller därför fast vid bedömningen att **refiräntan kommer att ligga kvar på 0,75 procent under prognosperioden** samt att inga nya policyinitiativ presenteras.

Samtidigt **sätts ECB:s politik under press** av utvecklingen på ett antal områden. Återbetalningen av ECB:s LTRO-lån, den senaste tidens stigande korta marknadsräntor där Eonia gått upp från 10 till 30 punkter, en starkare euro och annonsering av ytterligare expansiv politik från Fed, Bank of England och Bank of Japan under vintern **sätter press på ECB:s politik att om något blir mer expansiv**. I vilken utsträckning dessa faktorer sammantaget leder till en stramare penningpolitik är dock osäkert.

Även om **en räntesänkning med 25 punkter skulle ha en marginell stimulanseffekt** är det ett av verktygen som ECB kan behöva använda om en oförändrad penningpolitik på gäldsovan nämnda faktorer i praktiken får en kontraktiv effekt. ECB kan i ett sådant läge tvingas använda ett eller flera verktyg, t ex verbala interventioner för att **försvaga euron, sänka inlåningsräntan** under noll samt att **utlova ytterligare likviditetsfaciliteter** om situationen skulle förvärras.

Dessutom fortsätter bankutlåningen till företagen i eurozonen att utvecklas mycket svagt, vilket t ex ECB:s senaste *Bank Lending Survey* visar. Detta drivs dock i första hand av svag efterfrågan snarare än brist på likviditet. Därmed är ECB:s möjligheter att påverka utlåningen begränsade. OECD har uppskattat att det europeiska banksystemet har ett kapitaltillskottsbehov på 400 miljarder euro, vilket bidrar till att bankerna är försiktiga med att låna ut. Framför allt i Sydeuropa gör även konjunkturbilden att bankerna är återhållsamma med nyutlåning. I Europa sker ca 85 procent av företagsfinansieringen via banksystemet. Detta gör att en banksektor som håller emot ger större realekonomiska effekter än i till exempel USA där motsvarande siffra är klart lägre.

Ekonomi hittar fotfästet igen

- **Arbetslösheten faller sakta tillbaka**
- **Inflationen över målet 2013**
- **Bank of England sitter stilla i båten**
- **Folkomröstning om EU 2017?**

Jämfört med andra större ekonomier har Storbritannien haft den svagaste utvecklingen sett sedan 2009. Kraftigare finanspolitisk motvind är en förklaring. Hög offentlig skuldsättning, hushållens svaga balansräkningar och obefintlig produktivitetstillväxt utgör alternativa eller kompletterande förklaringar. Efter stagnationen i fjol är bedömningen att **BNP växer med 1,3 procent i år och 1,5 procent 2014**; oförändrat jämfört med novemberprognosen. Åtstramningspolitiken ligger fast samtidigt som svag export håller tillbaka tillväxten. På sistone har **inflationen varit överraskande hög** och 2013 överstiger inflationen tvåprocentsmålet för nionde året i rad. Därmed avstår Bank of England från utökade tillgångsköp.

Hushållens konsumtion har ökat med 0,5 procent i snitt 2010-2012. Ett skäl till kraftgången är urholkade förmögenhetsvärden; nettoförmögenheten som andel av disponibelinkomsten har fallit med en fjärdedel de senaste åren samtidigt som skattetrycket ökat. Detaljhandeln pekar på svag konsumtion kring årsskiftet och konsumentförtroendet ligger fortfarande ett par standardavvikelse under det historiska snittet. I den positiva vågskålen återfinns en motståndskraftig arbetsmarknad. Trots svag tillväxt **föll arbetslösheten oväntat tillbaka i fjol och rör sig sidledes kommande år**; ett fotbyte jämfört med tidigare bedömning. De senaste kvartalen har även reala disponibla inkomster vänt uppåt. Enligt bolånestatistiken har dessutom bostadsmarknaden börjat röra på sig och **huspriserna stiger försiktigt 2013-2014** efter flera års stagnation. Sammantaget är prognosen att **privat konsumtion växer med 1,3 procent i snitt 2013-2014** jämfört med 1 procent i fjol.

Återhämtningen i företagens investeringar har varit svag med historiska mått mätt. Krisen i eurozonen har smittat exportindustrin och efterfrågan har varit svag på hemmaplan. Efter premiärminister Camerons linjetal nyligen står det klart att **Storbritannien går till folkomröstning om EU 2017** om de konservativa sitter kvar vid makten (se ruta på sidan 8). För företagen innebär detta **flera års osäkerhet i ödesfrågan**. Samtidigt ser fundamentala faktorer hyfsat gynnsamma ut; företagen har starka balansräkningar vilket i kombination med bättre kredittillgång och gradvis ljusare global konjunktur talar för **uppväxling i investeringarna kommande år**. I den negativa vågskålen ligger **fortsatt ledig kapacitet** efter krisåren vilket kan fördröja rekyl. Sammanvägda inköpschefsindex

noteras neutralt. Valutaförsvagningen senaste halvåret, främst mot euron, återspeglas ännu inte i stigande export.



Källa: Macrobond, SEB

Mönstret från tidigare år har upprepats och konsumentpriserna har ökat snabbare än förväntat på sistone. Inflationen toppar strax under 3 procent vid halvårsskiftet 2013 och faller därefter tillbaka gradvis. Mätt som årsgenomsnitt blir **inflationen 2,4 procent i år respektive 2,0 procent 2014**. Envis inflation över målet talar emot ytterligare penningpolitiska stimulanser. Lägg därtill att flera inom Bank of England öppet ifrågasatt effekterna av ytterligare obligationsköp. Å andra sidan kan **tillträddande centralbankschefen Mark Carney röra om i grytan**. Tal av Carney har tolkats som att långtgående förändringar i centralbankens penningpolitiska regim som slopat inflationsmål till förmån för nominellt BNP-mål kan ligga i korten. Syftet är att hjälpa den stagnerande ekonomin på traven. Men om BNP utvecklas ungefär i linje med våra prognoser bedöms sådana förändringar vara osannolika. Istället **avstår Bank of England från att öka tillgångsköpen ytterligare** från nuvarande 375 miljarder pund samtidigt som den viktigaste styrräntan ligger kvar på 0,50 procent kommande år.

Den finanspolitiska åtstramningen fortsätter och **motsvarar 1,3 procent av BNP 2013 och 2014**; ungefär som i fjol. Budgetunderskottet går från 8,2 procent av BNP i fjol till 5,8 procent 2014. Sett sedan i somras har pundet försvagats mot euron och rörelsen har accelererat i år. Vi ser flera förklaringar till kraftgången. Trots besparingsåtgärderna är **Storbritanniens AAA-status i fara**; enligt ratinginstituten är utsikterna negativa. Lägg därtill att skuldkrisen i eurozonen verkar mindre akut, vilket missgynnar pundet som ses som "säker hamn" i orostider. Även mot dollarn har pundet försvagats, men i mindre grad. Efter fortsatt försvagning i det korta perspektivet stärks valutan och **EUR/GBP står i 0,82 i slutet av 2014** att jämföra med 0,85 i dag.

Stabilisering - men inget lyft i närtid

- **Fortsatt divergens i regionen**
- **Ryssland: God inhemsk efterfrågan stöttar**
- **Polen: Gradvis återhämtning efter djup inhemsk svacka**

Östeuropa avslutade 2012 svagt. En röd tråd i regionen är att industriproduktionen blivit nedpressad av främst försvagad efterfrågan i Västeuropa, där Tyskland är en nyckelmarknad för många centraleuropeiska länder och t ex utgör 30 procent av polsk och tjeckisk export. Samtidigt finns **tecken på stabilisering i de senaste månadernas indikatorskörd**, i linje med trenden i väst. Inköpschefsindex för industrin ligger dock på låga nivåer; några enheter under expansionsgränsen 50 i de flesta länder och något däröver i Ryssland (52,0 i januari) som visat bättre inhemsk motståndskraft. Mönstret går igen i konsumentförtroendet. Där finns tendenser till utplaning/svag vändning uppåt i t ex Polen, Tjeckien, Slovakien och Ungern, men alla uppvisar historiskt låga nivåer, särskilt Ungern. I Ryssland har hushållens framtidstro sjunkit något, men där ligger index relativt högt i ett historiskt perspektiv.

Något snart konjunkturlyft i Östeuropa är dock inte att vänta. Vi räknar med en **gradvis återhämtning senare i år och som fortsätter 2014**. Dämpad export och svaga investeringar håller tillbaka tillväxten ännu ett tag. På många håll ger heller inte konsumtionen nog stöd på svaga arbetsmarknader samt i ett flertal länder även budgetkonsolidering. Finanspolitiken förblir i år åtstramande i t ex Tjeckien, Slovakien, Polen och Ungern, även om åtstramningen lättar i de två senare; i Ungern som följd av valflask inför parlamentsvalet i april 2014.

Den **regionala divergens** som präglar Östeuropa under ett-två år **består även i år**. Ryssland och Polen visar bättre tillväxt än många andra, även om Polenprognosen för 2013 sänkts påtagligt efter en oväntat djup inhemskt driven tillväxtsvacka andra halvåret i fjol. Rysk tillväxt väntas bli 3,4 procent 2013 och 4,0 procent 2014, medan Polens BNP ökar med 2,1 respektive 3,5 procent. Ryssland och Polen gynnas av relativt goda fundamenta samt ett mindre bankberoende av EU; Polen är i grunden starkt beroende men har välkapitaliserade banker. Fortsatt högt oljepris stöttar även Ryssland och i Polen bidrar det senaste halvårets breda räntefall – och att centralbanken fortsätter sänka styrräntan två gånger till nivån 3,25 procent i vår – samt en skarp inflationsnedgång till att över tiden staga upp konsumtion och investeringar. Delar av den centrala och främst södra regionen är mer pressade; t ex reser sig Tjeckien och Ungern ytterst långsamt ur recession 2012 och både Slovenien och Kroatien kan komma att visa ännu ett minusår efter ca 2-procentiga BNP-fall i fjol.

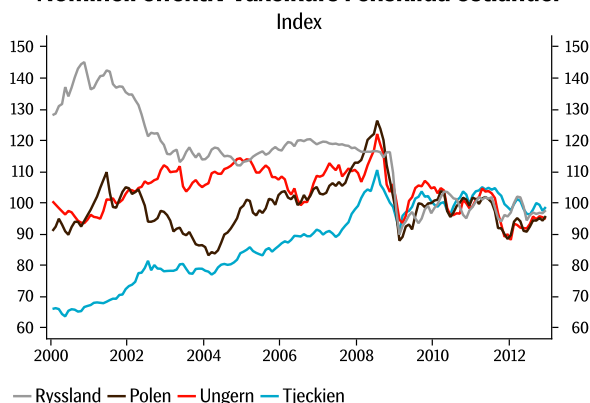
Inflationstrenden är i de flesta länder något nedåtriktad.

Svaga arbetsmarknader, relativt stabila råvarupriser samt valutaförstärkning håller tillbaka prisökningar. I Ryssland stiger dock inflationen en aning, från ca 5 procent 2012 till 6 procent 2013. Skälet är ett uppåtttryck i början av året från bl a skatte-/avgiftshöjningar på alkohol och tobak samt baseffekter från den nedtryckta inflationskurvan första halvåret 2012. I Ukraina vänder inflationen uppåt tydligt 2013 från en extremt nedpressad nivå 2012, delvis pådriven av höjda energipriser och en förväntad devalvering mot USD med minst 10 procent.

Kreditförhållandena i Östeuropa är nu åter i stort sett normaliserade efter det mycket strama läge som rådde i slutet av 2011 och första hälften av 2012. ECB:s LTRO-lån till banker i eurozonen för ett år sedan gav en positiv effekt även för banker i öst där västbanker har relativt stort ägande. Det senaste halvåret har också östbankers kreditförsörjning och finansieringskostnader på kapitalmarknaden avsevärt förbättras, som i väst. Likväl är bilden att kreditvillkoren mot kund bara tinar upp långsamt; notabelt är bl a en ny åtstramning i Polen i slutet av 2012 efter tidigare lättnader. Samtidigt är kredit efterfrågan allmänt låg. Kredit tillväxten under 2013 förblir därmed relativt svag, med undantag för enstaka länder som Ryssland där tillväxten är fortsatt stark.

Många östvalutor har stärkts i den globala vågen av förbättrad riskaptit. För rubel och zloty spår vi mindre apprecieringar på ett års sikt. Tillväxtfördelar och högre räntenivåer är två bärande argument.

Nominell effektiv växelkurs i enskilda östländer



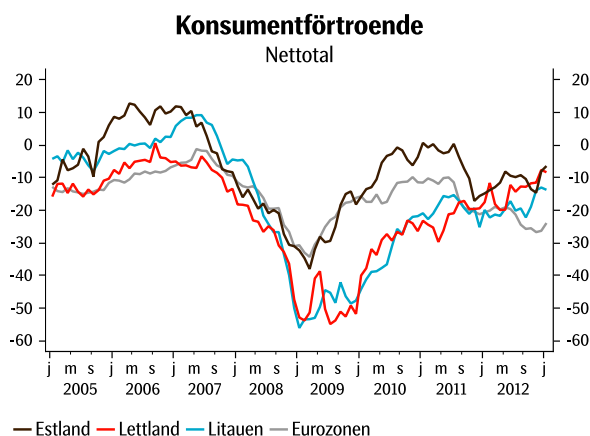
Källa: BIS

Viss dämpning i år men fortsatt god motståndskraft

- Hyfsad exporttillväxt trots svag efterfrågan
- Hushållen driver BNP-tillväxten
- Lettland övergår till euro 2014

Prognosen om fortsatt gradvis återhämtning i Baltikum kvarstår, även om det i år väntas ske en viss tillväxtdämpning i Lettland och Litauen och bara marginell ökning i Estland. Svag extern efterfrågan samt låg investeringsvilja i främst Litauen-Lettland fortsätter att hämma den ekonomiska utvecklingen i början av året. Privat konsumtion tuffar samtidigt på i god takt. **Estlands BNP ökar med 3,3 procent 2013, medan Lettlands och Litauens BNP växer med 3,8 respektive 3,2 procent.** Under 2014, när världsekonomin vänt upp, blir tillväxten bredbaserad och stiger något till potentiell takt ca 4 procent.

Under 2011 växte Baltikum, med Estland i spetsen med 8,4 procent; snabbast i EU. Trojkan behöll tätt positionerna även i fjol, trots en markant exportledd inbromsning i starkt exportberoende Estland till beräknade 3,1 procent och en mer bredbaserad dämpning i Litauen till 3,6 procent. Tidigare värst krisdrabbade Lettland har uppvisat en klart jämnare tillväxtprofil och nådde beräknade 5,2 procent 2012. Senaste månadernas barometrar har gett något blandade signaler. Industriindikatorer i Lettland och Litauen har varit relativt stabila, i Litauens fall efter tidigare dämpning. Estlands industri har fortsatt att svikta, delvis en följd av försvagning på de stora exportmarknaderna Sverige och Finland, men vände uppåt något i januari. **Hushållens framtidsstro har stärkts överlag;** i december noterade Lettland och Litauen de högsta nivåerna sedan 2007 respektive 2008. Notabelt är att konsumentförtroendet trendmässigt pekat uppåt under 2012 och inte rubbats av sviktande exportsektorer och kris i eurozonen.



Källa: EU-kommissionen

Exporttillväxten har repat sig en del under det senaste halvåret, oväntat mycket i Lettland och Litauen där 12-månaderstakten i löpande pris i november 2012 var ca 25 procent; historiskt goda takt. Dessförinnan hade det skett en tvär inbromsning från en årstakt på 60-70 procent i alla länder i början av 2011 till som lägst negativ takt i Litauen och Estland våren 2012. Exporten utvecklas alltså hyggligt trots ett svagt Västeuropa. Det tyder på god konkurrenskraft. Därtill får exporten stöd av att rysk efterfrågan hålls uppe väl; Ryssland är klart största marknad för Litauen och nummer tre för Estland och Lettland. Sammantaget räknar vi med att exporten ändå bara utgör en måttlig kraft för BNP-tillväxten 2013.

Draglok för tillväxten i Baltikum i år blir **alltjämt hushållen**. Konsumtionsutrymme och -vilja gynnas av ökad lönetillväxt, låga räntor samt gradvis förbättring på arbetsmarknaderna. Dock tror vi att de senaste tre årens successiva nedgång i arbetslöshet från runt 20 procent till knappt 10 procent i Estland och 12-13 procent i Litauen-Lettland under tredje kvartalet 2012 bromsas upp en del. Kvarhängande osäkerhet håller tillbaka nyanställningar.

Inflationen kvarstår låg i Lettland och relativt låg även i Litauen men **fastnar vid höga 4 procent i Estland** där impulser från löner och över tiden även från penningmängd är större. I Estland spår vi nominella löneökningar i år på så mycket som 7-8 procent - en lönetillväxt som om den blir bestående på sikt hotar att alstra kostnadstryck och åter urgröpa konkurrenskraft. Höjda elpriser är central uppkraft för inflationen i Estland och Litauen i början av 2013.

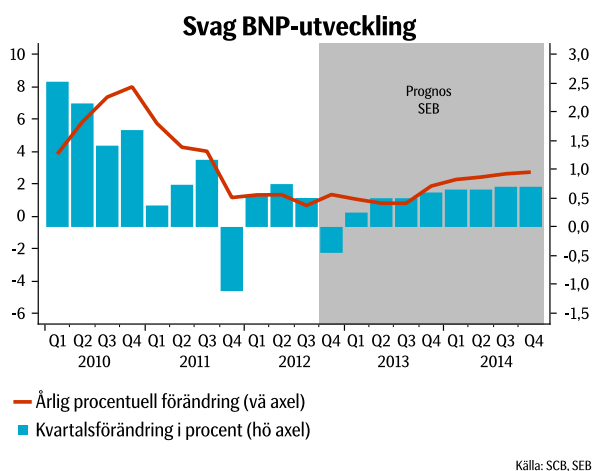
Offentliga finanser är solida. Estland och Lettland visar små budgetunderskott, medan Litauen även i år väntas få ett måttligt underskott vid eller något över 3 procent av BNP 2013. Finanspolitiken är lätt åtstramande i Lettland och Litauen, som båda siktar på eurointräde; 2014 respektive 2015.

Lettland, som ansöker om medlemskap i eurozonen, väntas med råge klara alla Maastrichtkriterier i ECB:s och EU:s genomsynning i vår. **Lettland** kan därmed **konvertera till euro den 1 januari 2014**. Vi är dock osäkra på om Litauen kommer att kunna visa tillräckligt låg - och uthålligt låg - inflation och budgetunderskott inför sitt mål 2015; chanserna är "50-50". För inträde 2015 krävs en tydlig dämpning av inflationen i år och in i början av 2014 samt att underskottet når ner under 3 procent av BNP i år. Hade inflationskriteriet synats i dag, så hade Litauen med sin inflation på 3,2 procent för 2012 hamnat en bra bit över kravet som hade varit 2,77 procent; senast tillgängliga 12-månadersgenomsnitt får vara max 1,5 procentenheter över de tre EU-länder med lägst inflation.

Fortsatt tillväxt under trend

- Återhämtning efter svag avslutning på 2012
- Stöd från både penning- och finanspolitik
- Arbetslösheten stiger
- Riksbanken håller låg ränta även 2014
- Lönertillväxten dämpas

Efter en svag avslutning på 2012 där mycket tyder på att BNP föll relativt kraftigt fjärde kvartalet jämfört med kvartalet innan, så har framåtblickande indikatorer återhämtat sig. Vi håller därför fast vid vår prognos att Sverige kan undvika en recession. **BNP växer i år med 1,2 procent och 2014 med 2,5 procent**, i stort sett en oförändrad bild jämfört med *Nordic Outlook* november. Tillväxt under trend både 2012 och 2013 leder dock till att arbetslösheten ökar under stora delar av 2013 och förblir hög under hela prognosperioden.



Svag arbetsmarknad, fallande resursutnyttjande och fortsatt låg inflation gör att **Riksbanken sänker reporäntan till 0,75 procent i februari**. Fortsatt expansiv politik från de stora internationella centralbankerna talar dessutom för att reporäntan hålls oförändrad på denna låga nivå under hela nästa år.

Regeringen har signalerat att finanspolitiken blir fortsatt expansiv för att dämpa inbromsningen och vi räknar med att en viss ytterligare stimulans presenteras i vårbudgeten i april. Den totala **finanspolitiska stimulansen blir ca 25 miljarder** motsvarande 0,7 procent av BNP både 2013 och 2014.

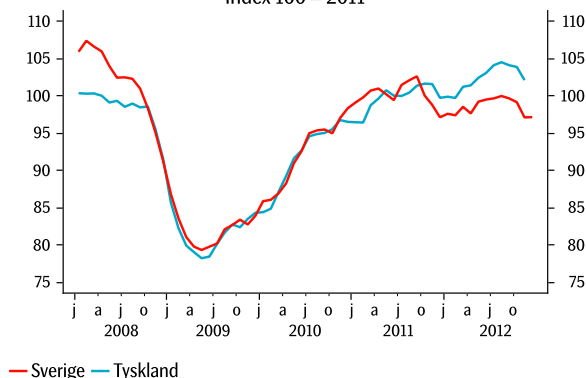
Avtalen för mer än två miljoner löntagare ska omförhandlas under 2013 och förhandlingarna går nu in i sin mest intensiva fas. Stigande arbetslöshet tyder på att löneökningstakten saktar in jämfört med 2012. Vi räknar med **att avtalen återigen blir ettåriga och har sänkt löneprognosen till under 3 procent**.

Exporten stiger från låg nivå

Signalerna om en inbromsning för exportindustrin haglade tätt i slutet av 2012 och månadsdata tyder på ett betydande fall i export och industriproduktion under fjärde kvartalet i fjol. Mer framåtblickande sentimentsindikatorer bekräftar dock samtidigt att återhämtningen i USA och tillväxtekonomierna nu sprider sig till Sverige och Europa. Nivåerna för de flesta indikatorerna är dock fortfarande låga och återhämtningen för varuexporten sker gradvis. Totalt räknar vi med att **exporten stiger med 2,0 procent under 2013 och med 4,3 procent under 2014**.

Bruttoinvesteringarna stod emot nedgången relativt väl under förra året. SCB:s investeringsenkät visar dock att företagen blivit mer försiktiga och till exempel industriföretagen planerar att minska sina investeringar med 3 procent 2013. Planerna för de inhemska sektorerna är mer blandade men tyder i allmänhet på en inbromsning jämfört med 2012. Svag efterfrågan och osäkra konjunktutsikter har en återhållande inverkan på investeringarna men en i utgångsläget låg nivå talar för att investeringarna kommer att öka ganska snabbt när tillväxten tar fart. Bostadsinvesteringarna beräknas ha fallit med 10-15 procent under 2012 men en stabilisering i antalet påbörjade lägenheter talar för att fallet gradvis bromsar upp i år (se temaruta *Prisboom utan byggboom?* sida 32). Sammantaget beräknas **investeringarna öka med 1-2 procent i år för att därefter växa med till 4-5 procent under 2014**.

Gradvis återhämtning av exporten framöver



Oroliga hushåll men konsumtionen stiger

Hushållen känner nu allt tydligare av att arbetsmarknaden försvagas och konsumentförtroendet föll under slutet av förra året till den lägsta nivån sedan 2009. Konsumtionen fortsätter trots det att öka och konfidensindikatorn återhämtade sig något i januari. Vi tror fortsatt att starka reala inkomstökningar och fallande boräntor gör att svenska hushåll inte kommer att minska konsumtionen. Risken för ett mer **markerat fall för huspriserna har också minskat**, även om ett husprisfall

fortfarande bedöms vara den största inhemska riskfaktorn. Bedömningen är att huspriserna kommer att vara oförändrade eller falla något under prognosperioden.

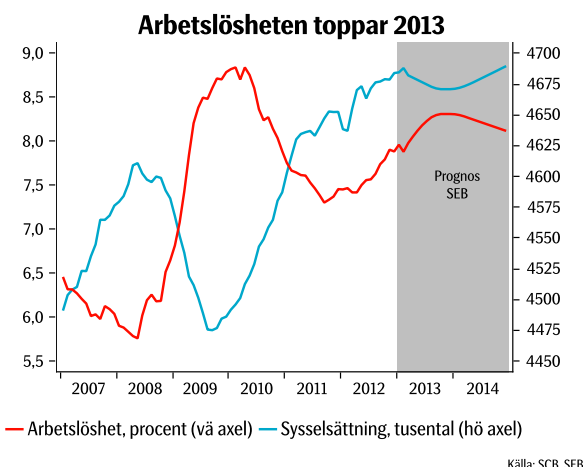
Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt	2011	2012	2013	2014
Konsumtion	2,1	1,5	2,0	2,3
Inkomster	3,5	2,6	2,1	2,5
Sparkvot, nivå	10,1	10,3	10,2	10,5

Källa: SCB, SEB

Arbetslösheten stiger

Det är tydligt att arbetslösheten sedan tre till fyra månader tillbaka är inne i en stigande trend. Uppgången drivs än så länge av stigande arbetsutbud medan sysselsättningen fortfarande ökar och har faktiskt varit något starkare än väntat. Kortsiktiga indikatorer försvagades dock mot slutet av 2012 vilket i kombination med svag BNP-tillväxt antyder en utplaning i sysselsättning. **Arbetslösheten stiger till knappt 8,5 procent i mitten av 2013** och sysselsättningen faller svagt. Arbetsmarknaden stabiliseras under andra halvåret men någon tydlig förbättring väntas inte under 2014.



Löneförhandlingar med stigande varsel

I likhet med 2012 kommer årets löneförhandlingar att äga rum under en period med relativt stor oro för konjunkturutvecklingen. Industriavtalen löper ut i slutet av mars vilket innebär att förhandlingarna kommer in i ett avgörande skede under den närmaste månaden. Vissa industriföretag har förhandlat sig till tillfälliga lönesänkningar i utbyte mot kortare arbetstid på samma sätt som skedde under finanskrisen 2009. Trots att antalet lönesänkande företag är för litet för att påverka det totala löneutfallet stöder avtalen bilden av måttliga löneökningar under 2013. De första lönekraven från facken ligger på ca 3 procent, vilket är lägre än vad kraven var under 2012. Vi har justerat ned löneprognosen och räknar nu med **totala löneökningar, inklusive löneglidning, under 3 procent**. Det osäkra läget talar för att avtalen återigen blir ettåriga.

Fallande KPI – låg KPIF

Inflationstrycket i Sverige har varit överraskande lågt och KPIF har fortsatt att pendla kring 1 procent. En starkare krona och måttliga löneökningar talar för att denna trend fortsätter i år och KPIF-takten förväntas i genomsnitt till och med vara under

1 procent det närmaste halvåret till följd av fallande energipriser. Avtagande nedåtryck från växelkursen och i viss mån gradvis minskat genomslag från restaurangpriser efter momssänkningen i januari förra året talar för något högre inflationstakt i år och nästa år. Men KPIF-inflationen beräknas likväl hamna klart under Riksbankens mål under hela prognosperioden. KPI-inflationen trycks ned av fallande räntekostnader för egna hem och har varit lägre än noll under vintern. Ytterligare en räntesänkning i februari beräknas öka nedåtrycket ytterligare och KPI-inflationen beräknas falla till -0,5 procent i april för att därefter gradvis vända uppåt till följd av baseffekter.

Tidpunkter då stora löneavtal löper ut 2013

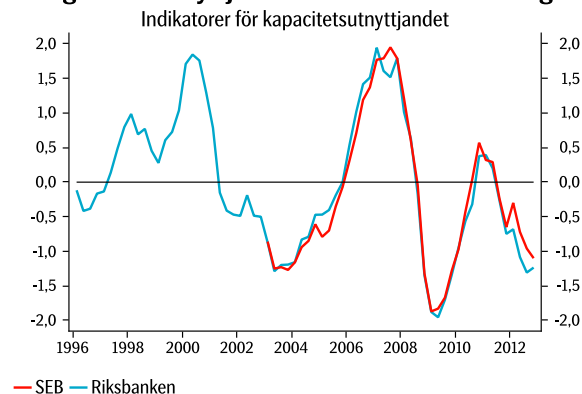
Tidpunkt	Antal anställda	Sektor
28 feb.	120 000	Transport, bygg
31 mar.	1 750 000	Industri, handel, kommun
30 apr.	142 000	Handel (tjänstemän)
31 maj	210 000	Hotel, restaurang
30 sep.	145 000	Statlig sektor

Källa: Konjunkturinstitutet, SEB

Riksbanken sänker till 0,75 procent

Framåtblickande indikatorer har återhämtat sig och det internationella risksentimentet har förbättrats. Vi står dock fast vid att **Riksbanken sänker reporäntan ytterligare en gång till 0,75 procent**. Huvudscenariot är att sänkningen kommer redan i februari; april är vårt andrahandsalternativ. Drivkraften bakom sänkningen är stigande arbetslöshet, fallande resursutnyttjande och inflation väl under målet. Fortsatt stigande hushållsupplåning är en upptrisk, men hushållens inkomster ökar nu lika snabbt som utlåningen. Detta är i linje med Riksbankens prognos; det senaste protokollet antyder att oron för ökad hushållsupplåning och bostadsmarknaden avtagit något bland de ledamöter som stöder den förda penningpolitiken. Stabila huspriser i kombination med låga bostadsinvesteringar talar enligt våra skattningar dessutom för att tillväxten i utlåning kommer att bromsa in snarare än att accelerera. Fortsatt mycket expansiv penningpolitik från de stora internationella centralbankerna talar för att det kommer att dröja innan Riksbanken börjar höja räntan, även om den antagligen kommer att ligga i framkant när räntehöjningscykeln väl inleds. Vi räknar med att **reporäntan ligger kvar på 0,75 procent under hela prognosperioden**.

Lågt resursutnyttjandet talar för räntesänkning



Något högre räntemarginal mot Tyskland

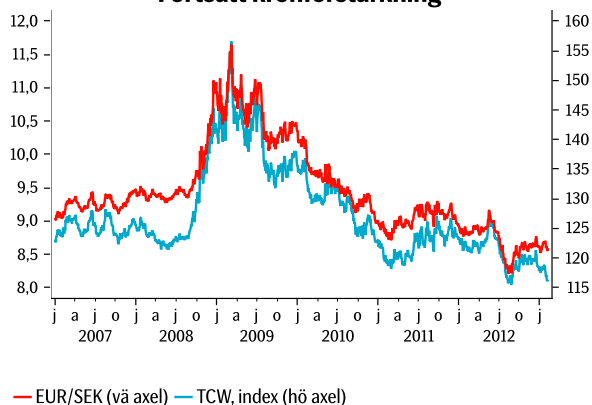
Efter att ha varit mestadels negativ efter finanskrisen 2008 så har marginalen för den 10-åriga statsobligationsräntan mot Tyskland stigit till över 30 punkter. Drivkraften bakom uppgången är i första hand stigande riskapitet som gjort att utländska köp av svenska statsobligationer som en trygg placering har avtagit. Dessutom har stigande räntor minskat pressen på försäkringsbolagens solvens vilket bidragit till mindre inhemsk efterfrågan på långa obligationer. Även förändrade regelverk som t ex Basel III har tidigare pressat ner långräntor; vi bedömer att denna effekt nu minskar.

Vidare har ett ökat utbud av obligationer med lång löptid (längre än tolv år), enligt regeringens nya riktlinjer för statsskuldens förvaltning, och Riksbankens begäran att Riksgälden lånar 100 miljarder till valutaservisen bidragit till att pressa fram en högre räntemarginal mot Tyskland. Även om upplåningen till Riksbanken kommer att göras i utländsk valuta kan det indirekt leda till lägre efterfrågan på obligationer i svenska kronor genom att en del investerare som efterfrågar Sveriges stabila AAA-rating kan komma åt denna utan att utsätta sig för växelkursrisker. En del av ovanstående faktorer väntas fortsätta lyfta svenska räntor framöver men enligt våra modeller har uppgången redan varit väl stor. Vi tror därför på en viss rekyl nedåt för räntemarginalen mot Tyskland under de närmaste månaderna, i första hand genom att de tyska räntorna stiger. Därefter räknar vi med att räntemarginalen stiger något på nytt. Sammantaget räknar vi med att den **svenska 10-åriga räntan stiger till 2,10 procent i slutet av 2013 och vidare till 2,40 procent i slutet av 2014.**

Gradvis starkare krona

Trots att kronan har försvagats ungefär fem procent mot euron från sin högsta nivå i mitten av förra året så är EUR/SEK-kursen på en lägre nivå än den varit någon gång under perioden 2006-2011. Till stor del är dessutom de senaste månadernas uppgång i EUR/SEK ett resultat av att euron stärkts mot alla valutor. I TCW-termer är kronan fortfarande knappt 1-2 procent från sin starkaste punkt under 2012. Bilden av att **kronan brutit det historiska mönstret med försvagning under lågkonjunkturer är således fortfarande intakt.**

Fortsatt kronförstärkning



Källa: Macrobond

Mycket tyder på att de "safe-haven"-flöden som gynnat kronan under de globala finansiella oroligheterna 2012 är över. Samtidigt tyder utvecklingen under de senaste månaderna på att kronan kommer att återgå till sitt historiska procykliska möns-

ter och stärkas i takt med att konjunkturutsikterna förbättras. Att både USA och eurozonen lider av strukturella problem och en mycket expansiv penningpolitik väntas också bidra till en starkare krona. Mot det står att kronan i utgångsläget befinner sig nära den starkaste nivån sedan 1996. Vi räknar därför med en försiktig nedgång i **EUR/SEK till 8,30 i slutet av 2013 och vidare till 8,10 i slutet av 2014.** Genom att dollarn förväntas stärkas mot euron beräknas USD/SEK-kursen stiga något. I **TCW-termer stärks konan till 112,0 i slutet av 2014**, vilket är 4 procent starkare än i dag.

Expansiv finanspolitik, svagare offentliga finanser

En fortsatt svag konjunktur och stigande arbetslöshet sätter spår i offentliga sektorns finanser. Avmattningen under hösten 2012 tvingade regeringen att redan några månader efter det att budgeten för 2013 presenterats revidera ned prognoserna för både tillväxt och offentliga finanser. Samtidigt utlovades inga ytterligare stimulanser utöver vad budgetpropositionen innehöll.

Den mer expansivt inriktade politiken fortsätter efter omsvängningen i budgetpropositionen i höstas som innehöll 23 reformmiljarder för 2013. Regeringen fick initialt en del kritik när den svängde från att sätta överskotts målet i första rummet. Den kritiken har i stort sett dött ut och det finns en politisk konsensus kring att finanspolitiken ska stimulera i det nuvarande konjunkturläget, även om det råder en oenighet om hur. Vår syn är fortsatt att budgetpolitiken kommer att vara expansiv även **2014** som är ett valår (både nationellt och EU-val), då vi förväntar oss **ytterligare 25 miljarder kronor**, 0,7 procent av BNP, i nya stimulanser. Flera skäl, förutom att det är valår, talar för en fortsatt expansiv politik. Mer stimulans är i linje med stabiliseringspolitiska principer och konjunkturläget gör att ekonomin skulle må bra av ytterligare stimulans. Låg statsskuld gör att underskotten inte riskerar att hota förtroendet för statsfinanserna, särskilt inte om reformerna har fokus på strukturella åtgärder som förbättrar tillväxtpotentialerna framöver.

Utvecklingen innebär en försämring av det finansiella sparandet från -0,5 procent av BNP 2012 till ca -1,5 procent av BNP per år 2013 och 2014. Statens lånebehov ökar under prognosperioden men det underliggande lånebehovet överdrivs 2013 av att Riksgälden lånar upp 100 miljarder kronor till Riksbanken för att förstärka valutaservisen. Det ökar lånebehovet och statsskuden med samma belopp, motsvarande 2,7 procent av BNP. Statens lånebehov blir 161 miljarder kronor 2013 och 63 miljarder 2014. Riksgäldens upplåning till Riksbanken är ett tungt vägande skäl till att statsskuden ökar under prognosperioden. I slutet av 2014 ligger statsskuden på 36 procent av BNP, lågt i ett svenskt historiskt och internationellt perspektiv.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2011	2012	2013	2014
Finansiellt sparande	0,2	-0,5	-1,5	-1,3
Offentlig skuld	38,3	37,0	40,4	40,5
Statsskuld (okonsoliderad)	33,1	33,2	35,8	36,2
Statens lånebehov, mdr	-68	25	161	63

Källa: SCB, SEB

Tema: Bostadsmarknaden

Prisboom utan byggboom

Det är förvånande att den långa perioden med **stigande huspriser sedan mitten av 1990-talet inte åtföljts av någon acceleration i bostadsbyggandet**. Trots att bostadspriserna stigit väl så mycket som i andra länder har bostadsbyggandet inte ens under de starkaste åren nått upp till det vi har sett i andra västländer, varken mätt som investeringarnas andel av BNP eller antalet nya bostäder som andel av befolkningen.

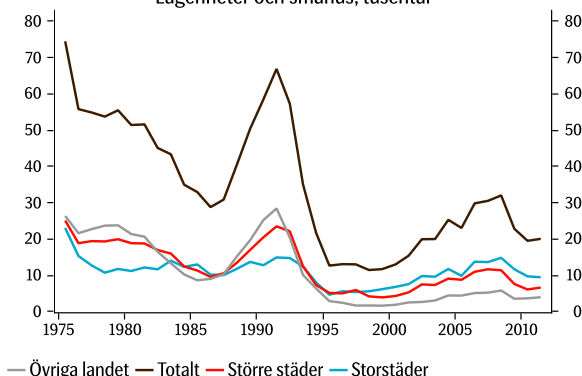
Vi har tidigare framhållit det låga byggandet som en faktor som kan göra att Sverige undviker ett stort huspriserfall, vilket drabbat många andra länder. Mycket talar för att denna slutsats är relevant. **Men fokus på skuldsättningen kan även vändas till en tillväxtrisk**, d v s att kombinationen av Riksbankens och Finansinspektionens strävan att begränsa bankernas utlåning tillsammans med politisk oenighet om bostadspolitiken försvårar bostadsbyggandet framöver. Detta trots att befolkningstillväxten talar för en starkt ökad efterfrågan på bostäder under de närmaste åren.

Faktorer som förklarar lågt byggande

Ett antal faktorer har antagligen bidragit till att byggandet uteblivit. En uppdelning av antalet färdigställda bostäder i storstäder, större tätorter och övriga visar att byggandet i storstäder är den enda kategori som återhämtade fallet efter den krasch som följde på 1980-talets byggbom.

Bostadsbyggandet på historiskt låg nivå

Lägenheter och småhus, tusental



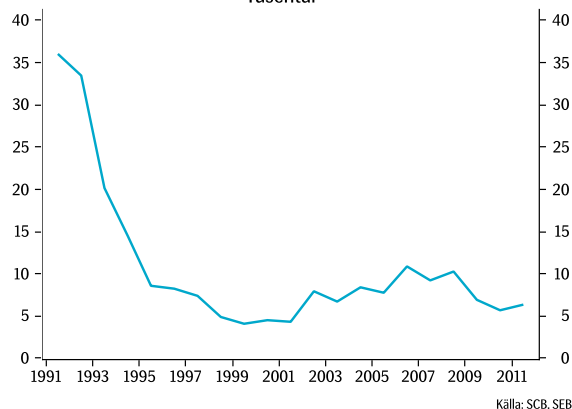
Källa: SCB, SEB

En förklaring som ofta lyfts fram till att bostadsbyggandet i storstäder inte ökat mer, trots hög efterfrågan, är att den svenska bygglagen ger stora möjligheter för närboende och andra att överklaga byggplaner vilket försvårar och fördröjer byggandet.

Förklaringen till att antalet nybyggda hyresrätter inte heller stigit efter 90-talskrisen, efter att ett stort utbudsöverskott av bostäder skapades under byggboomen på 1980-talet, är förmodligen kopplad till en kombination av hyresregleringar och avskaffande av ränteavdrag och andra subventioner under början av 1990-talet.

Låg nivå även på byggandet av hyreslägenheter

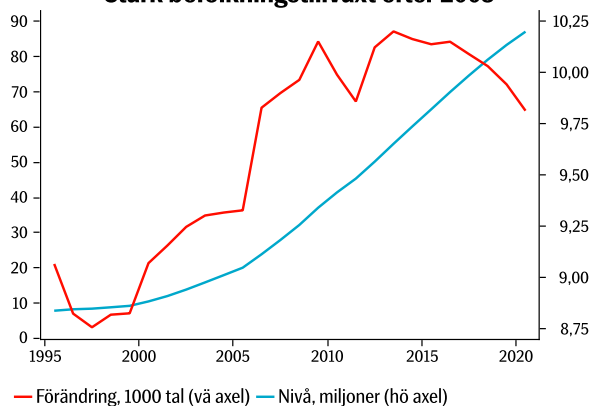
Tusental



Accelererande befolkningstillväxt

Ytterligare en bidragande faktor till det låga byggandet sedan mitten av 1990-talet kan vara att befolkningstillväxten var blygsam under perioden 1995-2005. Denna utveckling har dock brutits under de senaste fem-tio åren, då befolkningstillväxten istället varit stark.

Stark befolkningstillväxt efter 2005



Källa: SCB, SEB

Analyser av Boverket antyder att det måste byggas 30 000-60 000 lägenheter per år under en tid för att hålla jämna steg med befolkningstillväxten och ta igen tidigare lågt byggande. Detta är högre än byggandet varit något enskilt år sedan 2005. Boverkets antaganden om befolkningstillväxten fram till 2020 ser dessutom ut att överskridas betydligt enligt SCB:s senaste prognos. Även om Boverkets beräkningar gjordes för nästan tio år sedan så stöder det ändå vår bedömning att den **underliggande efterfrågan på bostäder kommer att vara hög under de närmaste tio åren**.

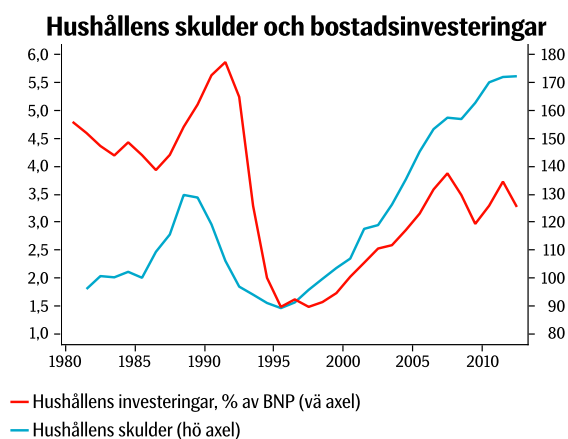
Kommer bostadsbyggandet att öka?

SCB:s senaste statistik tyder på att antalet påbörjade lägenheter hamnar på 15 000 under 2012 (vilket beräknas ge bostadsinvesteringar motsvarande ca 3,0 procent av BNP). Det innebär

att **byggandet och bostadsinvesteringarnas andel av BNP skulle behöva fördubblas** jämfört med dagens nivå för att nå upp till behovet enligt Boverkets beräkningar. Det finns dock flera skäl att ifrågasätta om byggandet i alla fall under de närmaste åren kommer att närma sig dessa nivåer.

Expansiv finanspolitik, svagare offentliga finanser

En fråga är om en **uppgång i byggandet kan äga rum med Riksbankens och Finansinspektionens (och regeringens) ambition att hushållens skuldsättning inte ska öka**. Även om korrelationen mellan hushållens skuldkvot och bostadsinvesteringarna som andel av BNP är långt ifrån perfekt så har **uppgången i investeringar både under hälften av 1980-talet och under 2000-talet gått hand i hand med stigande skuldsättning**; nedgången i hushållens skulder under början av 1990-talet sammanfaller med kraftigt minskande bostadsinvesteringar.

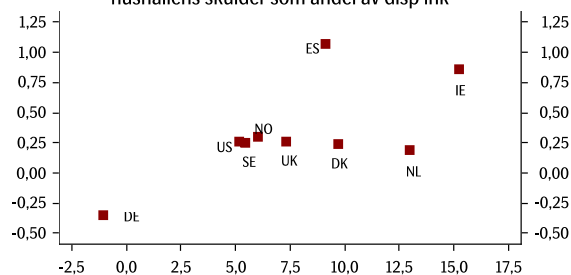


Källa: SCB, SEB

En internationell jämförelse visar föga förvånande på ett liknande mönster. Även om korrelationen mellan bostadsinvesteringar och hushållens skuldsättning är långt ifrån perfekt också här, så finns ett samband mellan ökningen i hushållens skulder och bostadsinvesteringar. Trots det något svaga sambandet är det **svårt att hitta perioder i något land där byggandet ökat snabbt utan att hushållens skuldsättning ökat**.

Korrelation mellan tillväxt i bostadsinvesteringar och utlåning till hushåll i olika länder under perioden 2000-2007

Y-axel: Bostadsinvesteringar, % av BNP; X-axel: Förändring i p.e. av hushållens skulder som andel av disp ink



Källa: Macrobond, SEB

Hinder även för hyresrätter

Ett sätt att få upp bostadsinvesteringarna utan ökad skuldsättning för hushållen skulle vara ett ökat byggande av hyresrätter. Det byggs idag mindre än en fjärdedel så många hyresrätter per år som i början av 1990-talet (se diagram på föregående sida). Om hänsyn tas till ombildande av hyresrätter till bostadsrätter så har till och med totala antalet hyresrätter minskat under de senaste tio åren.

Det finns dock starka skäl mot att förvänta sig en kraftig ökning av antalet hyresrätter under de närmaste åren. **Det låga byggandet av hyresrätter**, trots hög efterfrågan på bostäder, förklaras rimligtvis i hög grad av bristande lönsamhet till följd av en **politisk låsning**. Regeringen vill stimulera byggandet genom att lätta på den hårda hyresregleringen och förenkla beslutsprocessen för tillståndsärenden. Oppositionen säger dock nej till annat än små förändringar i hyressättningen och vill istället använda subventioner för att stimulera ökat byggande. Ingen av dessa linjer ser ut att få gehör i riksdagen, inte ens efter valet 2014, om nuvarande trender i opinionsmätningarna håller i sig.

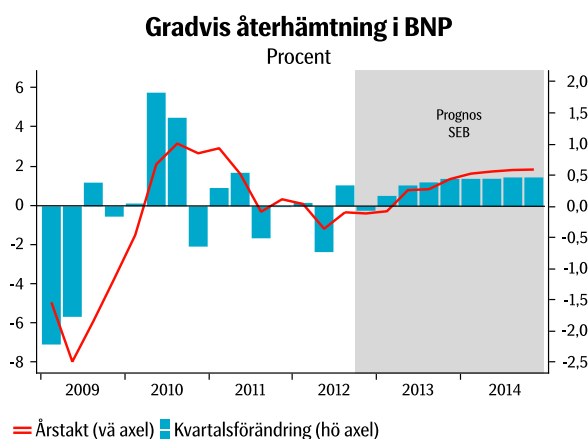
Ingen stark återhämtning för byggandet

Slutsatsen av vår analys blir att **bostadsbyggandet antagligen bara kommer att återhämta en del av fallet från 2011 och 2012** under de närmaste åren och att **bostadsbyggandet fortsätter att vara lågt relativt befolkningstillväxten**. En annan slutsats är att Riksbankens i och för sig förståeliga önskan att begränsa utlåningstillväxten till hushållen inte är okomplicerad, något som försvåras av de politiska motsättningarna avseende byggandet av hyresrätter.

Svagt tillväxtmomentum när konsumtionen vacklar

- **Nettoexport åter upp på global återhämtning**
- **Fortsatt motvind på husmarknaden**
- **Disinflationstryck dominerar**
- **Begränsad inverkan från negativa räntor utom i växelkursen**

Den danska ekonomin fortsätter att uppvisa svag tillväxt. Som en följd av ljummet momentum och stimulans har vi reviderat ned våra tillväxtestimat för 2013 jämfört med förra *Nordic Outlook*. **Vi räknar med en tillväxt på 0,7 procent 2013, följt av en ökning till 1,7 procent 2014.** Denna prognos betingas av en förbättring i global tillväxt.



Under det tredje kvartalet 2012 föll privat konsumtion, medan konsumentförtroende och bilregistreringar pekar på en fortsatt nedgång i början av innevarande år. Konsumenterna drar fortfarande ned på skuldsättningen och möter negativ real-lönetillväxt. Men nedgången i inflationen i år väntas resultera i nolltillväxt i reallöner.

Bostadsinvesteringarna har vänt nedåt igen, medan egna hempriser stabiliserades under andra halvåret 2012. Stabiliseringen i tillväxt kommer att ge bostadspriserna stöd, men andra faktorer verkar som motvikt. Hushållen är fortfarande pessimistiska och medvinden från lägre bostadsräntor blir mindre kraftig framöver. Dessutom höjer bolåneinstituten avgifter och blir mer restriktiva med de billiga amorteringsfria lånen till rörlig ränta som blåste upp bostadsbubblan. Som en följd av detta räknar vi med att egna hem-priserna sjunker marginellt under 2013.

Nettoexporten bidrog till att dra ned BNP-tillväxten under andra halvåret 2012 då aktiviteten bland viktiga handelspartner sänktes samtidigt som importen förblev överraskande stark. Exporten väntas förbättras i takt med den globala återhämtningen så att nettoexporten svänger om till att bli stödjande för tillväxten 2013. Företagens investeringar har förblivit relativt motståndskraftiga i skenet av den dämpade trenden i kapacitetsutnyttjande och väntas gradvis återfå fart när tillväxtutsikterna förbättras.

Finanspolitiken ger ännu ingen betydande lindring av den svaga ekonomiska utvecklingen. Utgifterna steg under 2012 efter en dos av åtstramning 2011 men har släpat efter budgeten avsevärt. Samtidigt riskerar motvinden från den privata skuldanpassningen att leda ekonomin in i en nedåtgående spiral. Enligt regeringens planer ska den offentliga konsumtionen öka med 0,8 procent per år framöver, men de senaste tecknen tyder på att konsumtionstillväxten blir lägre än så. Den låga skuldnivån innebär att det finns utrymme för att ytterligare lätta på finanspolitiken. Samtidigt överväger det disinflationistiska trycket.

Centralbanken höjer för att stötta kronen

Kombinationen av lägre spänningar i eurozonen och en negativ dansk inlåningsränta har haft en markerad effekt på kronen. Växelkursen EUR/DKK har stigit till nära paritet inom peggen, och sedan september har centralbanken gradvis trappat upp sina interventioner på valutamarknaden för att stödja kronen. Som ett andra led i försvarslinjen höjde den i slutet av januari inlåningsräntan till minus 10 baspunkter. Vi räknar med ytterligare en 10 punkters höjning under det andra kvartalet (så att inlåningsräntan hamnar i linje med ECB:s). Den prognosen vilar på antagandet om att en fortsatt läkningsprocess i eurozonen påverkar portföljflöden och att penningmarknadsräntor stiger marginellt p g a att likviditet dras tillbaka i eurosyste-

Lars Rohde, tidigare chef för den statliga pensionsfonden ATP, tog över som centralbankschef i början av februari. Detta väntas troligen inte leda till omedelbara förändringar i den penningpolitiska regimen eller operationella ramverket. Han kan komma att bli mer talför om inkonsistensen med ett stort bytesbalansöverskott och en valuta-peg och sålunda luta sig mot en mer tillväxtvänlig inriktning i offentliga anföranden framöver.

Bedömning av trendtillväxt och lediga resurser

Vi har gjort en djupare granskning av såväl trendtillväxt som lediga resurser i den danska ekonomin för att bedöma behovet och utrymmet för ekonomisk stimulans.

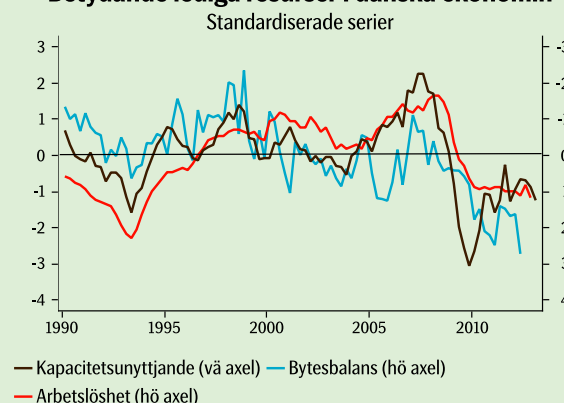
För att bedöma trendtillväxt har vi studerat en lång historik av förändringar i BNP och två olika mått på arbetslöshet. Vi föredrar att använda det enkätbaserade måttet, av flera skäl: Det är en internationell standard och inkluderar arbetslösa personer som inte är registrerade för stöd eller som har halkat ur stödsystemen. Det är också stabilt vilket gör det mer användbart för att utvärdera ledig kapacitet. Den typiska inhemska referensen är nettotalet (exkluderande personer med jobberbjudande) baserat på registrerade för stöd. De två måtten skiljer sig åt markant och ger en arbetslöshet på 8,0 respektive 4,8 procent.

De två måtten leder till liknande slutsatser för trendtillväxt: **Arbetslösheten börjar öka när tillväxten sjunker under 1-1,5 procent** och omvänt. En liknande övning för kapacitetsutnyttjandet ger en siffra som ligger i övre delen av detta intervall. Danmarks relativt låga trendtillväxt är kopplad till ett redan högt arbetsmarknadsdeltagande och dämpad befolkningstillväxt. Men produktivitetstillväxten är också den dämpad, något som kvarstår som något av en gåta men som kan kopplas till mätproblem.

Låg arbetslöshet och högt kapacitetsutnyttjande är generellt indikationer på att resurserna är ansträngda, vilket orsakar inflation och begränsar tillväxt. Ett **bytesbalansunderskott är också en begränsning, givet kronens peg mot euron.**

Peggen introducerades som en tvångströja för den ekonomiska politiken, och många av de senaste decenniernas stora reformer har varit en följd av en försämrad bytesbalans.

Betydande lediga resurser i danska ekonomin



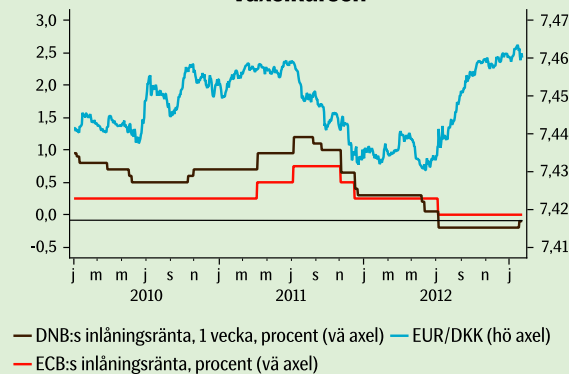
Källa: Macrobond

Den senaste tidens uppgång i bytesbalansen innebär inte att den utgör en begränsning. Tvärtom tyder den på att inhemska efterfrågan borde höjas för att valutapeggen ska bli hållbar. Även om kapacitetsutnyttjandet har stigit från sin botten är det fortfarande under sitt genomsnitt, vilket indikerar mer ledig kapacitet än genomsnittligt. Slutligen har arbetslösheten planat ut över det långsiktiga genomsnittet, vilket pekar på underutnyttjade resurser (även om det är en viss divergens i olika arbetsmarknadssignaler). **Ekonomin troligen under flera år kunna växa i en takt som ligger väl över 2 procent innan tillväxtbegränsningar slår till.**

Effekterna av en negativ ränta

Den negativa inlåningsräntan har sitt ursprung i den danska centralbankens **mål att upprätthålla peggen mellan kronen och euron** i ett läge med ett stort bytesbalansöverskott, periodvis osäkerhet om eurozonen som leder till nettoinflöden av portföljinvesteringar samt eurozonens räntor vid noll. Icke desto mindre kan lärdomarna av detta "experiment" ha bredare betydelse.

Negativ inlåningsränta hade stor effekt på växelkursen



Källa: Macrobond

Centralbanken hade i förväg flaggat för möjligheten att införa negativa räntor och **sänkningen i sig var ingen överraskning**. Penningmarknadsräntorna sjönk marginellt då den sista osäkerheten försvann och har därefter allmänt legat under noll. Med andra ord har **den negativa inlåningsräntan slagit**

igenom på interbankmarknaden. Det har också varit en **markerad effekt på valutan**, som nämnts ovan.

Genomsnittliga bankinlåningsräntorna för företag och hushåll har dock förblivit positiva, även om enstaka inlåningsräntor på företagssidan varit negativa. Bankernas utlåningsräntor minskade under andra halvåret 2012, vilket indikerar visst genomslag, med de kvarstod över 2010-nivåerna då styrräntor låg runt 1 procentenhet högre. De negativa räntorna verkar inte ha haft någon inverkan på penningmultiplikatorn. Bredare penningmängdsmått har fortsatt sin måttligt positiva trend sedan första halvan av 2012 och om något så har multiplikatorn kommit ned ett snäpp. **Rekapitalisering av banker och återhållen kreditefterfrågan till följd av skuldavveckling verkar sålunda ha dominerat över effekter som skulle ha kunnat komma av negativa räntor i kreditkanalen.**

Penningmarknaden har fungerat normalt. **Det har inte förekommit något uppsving i cirkulationen av DKK-papper** generellt eller i högdenominerade DKK-papper specifikt. Den begränsade ersättningen indikerar att kostnaden för kontanter är högre än 20 räntepunkter. En sidoeffekt är en kostnad för banker som har betydande inlåning hos centralbanken som en följd av ökningen i valutareserver.

Sammanfattningsvis har den negativa inlåningsräntan haft en begränsad inverkan utanför valutamarknaden, där målet att lätta på trycket mot danska kronen nåddes. **Det danska experimentet visar på små problem från att införa negativa räntor, men (utan en peg) heller inte några fördelar.**

Kraften i ekonomin har toppat - tillväxt nära trend

- **Försvagningen under slutet av 2012 har överdrivits**
- **Tillväxt nära trend för fastlands-BNP 2013**
- **Räntehöjningarna kommer något senare**

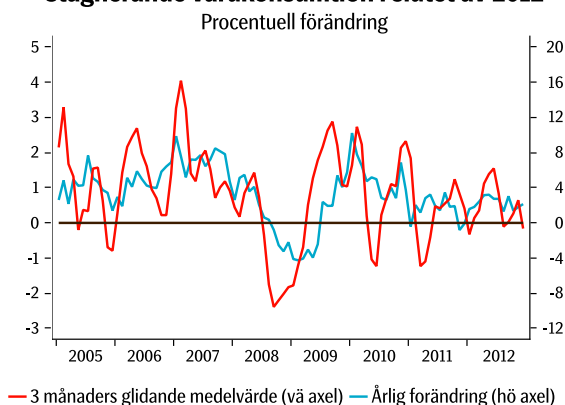
Ett antal indikatorer pekar på betydligt svagare aktivitet i ekonomin under andra halvan av 2012. På efterfrågesidan har privatkonsumtionen stagnerat, exporten har bromsat in medan produktionen i tillverkningsindustrin föll under sista kvartalet. Nedgångens omfattning reser varningsflaggor för att återhämtningen är på väg att börja svikta.

Även om tillväxttoppen nu verkar ha passerats bör inbromsningen vara tillfällig. **Tillväxten för fastlands-BNP** (exklusive olja/gas samt sjöfart) väntas lägga sig nära trend och **bromsar in från 3,3 procent 2012 till 2,9 procent 2013-2014**. Samtidigt väntas en mindre uppskruvad investeringstakt i oljesektorn samt en inbromsning för exporten av gas och olja resultera i en **ganska tydlig inbromsning för totala BNP-tillväxten från 3,0 procent 2012 (den högsta tillväxten på åtta år) till 2,4 procent 2013**. Prognoserna har reviderats ned något jämfört med *Nordic Outlook* november 2012.

Konsumtionen väntas återhämta sig i början av 2013

Inbromsningen har varit tydligast för konsumtionen av varor. Konsumtionen steg rejält andra kvartalet 2012 men bromsade in under tredje kvartalet och föll med 0,2 procent fjärde kvartalet vilket var det svagaste kvartalsutfallet sedan början av 2011. Utgifterna för tjänster och nettokonsumtion utomlands, vilket motsvarar nästan hälften av den totala konsumtionen, bedöms återigen ha lyft konsumtionen som helhet under fjärde kvartalet men jämfört med föregående kvartal väntas ökningen ha varit måttlig.

Stagnerande varukonsumtion i slutet av 2012



Källa: SSB

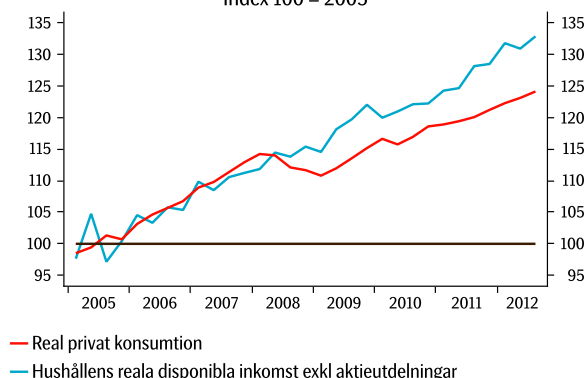
Den **privata konsumtionen** bedöms ha ökat med starka **3,2 procent** 2012 men den skarpa nedväxlingen under andra halvåret är tydlig. Vi väntar oss dock en återhämtning i närtid och en ungefär lika stor ökning under 2013.

Till att börja med motsvaras den kraftiga nedgången inte av en liknande förändring av sentimentet. Tvärtom har de kvartalsvisa utfallen för konsumentförtroendet stigit till strax över den genomsnittliga nivån vilket är i linje med en konsumtionstillväxt något över trend.

Det finns dock anledning att misstänka att den privata konsumtionen underskattas. Den senaste tidens tydliga ökning av hushållens sparkvot verkar överdriven och hushållens reala disponibla inkomster har dragit ifrån konsumtionen. Medan skillnaden 2008-2009 motsvarade en förhöjd osäkerhet är den tydliga ökningen av skillnaden under 2011 och 2012 en gåta.

Inkomsterna utvecklas starkare än konsumtionen

Index 100 = 2005



Källa: SSB

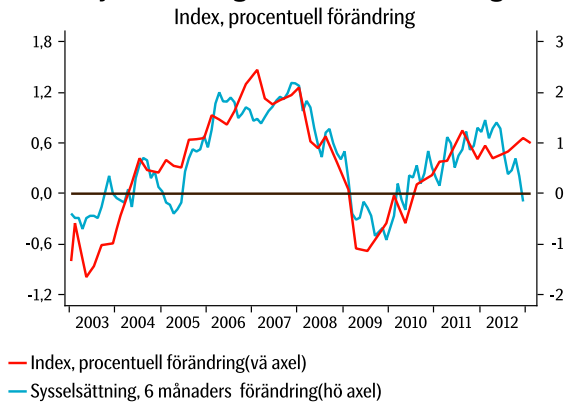
Dessutom finns en tydlig diskrepans mellan hushållens sparande som det mäts i nationalräkenskaperna jämfört med finansiella räkenskaperna. Enligt det första måttet har stora besparingar använts till reala investeringar (t ex bostäder), finansiella tillgångar och/eller lägre skulder men finansiella räkenskaperna pekar istället på fortsatt negativa nettoflöden för finansiella investeringar. Även om "sanningen" ligger någonstans däremellan så underskattas konsumtionen (och/eller investeringar i reala tillgångar).

Arbetsmarknadens svaghet överdrivs

Svagare varukonsumtion är i linje med vad som ser ut att ha varit en abrupt försämring på arbetsmarknaden. Enligt Arbetskraftsundersökningen (AKU) ökade jobbtillväxten med stabila 2,6 procent i årstakt under andra kvartalet 2012 men föll däremot med 0,2 procent under fjärde kvartalet. Under samma period ökade arbetslösheten enligt AKU från 3,0 procent till ett tvåårshögsta på 3,5 procent.

Bortsett från den senaste tidens utveckling är det svårt att hitta ett tydligt samband mellan sysselsättningen och varukonsumtionen. På längre sikt är den totala inkomsten den viktigaste förklaringsfaktorn och hushållens reala disponibelinkomst bedöms ha dragit ifrån konsumtionen under slutet av 2012. God lönetillväxt under 2013 väntas innebära att konsumtionsnedgången blir tillfällig.

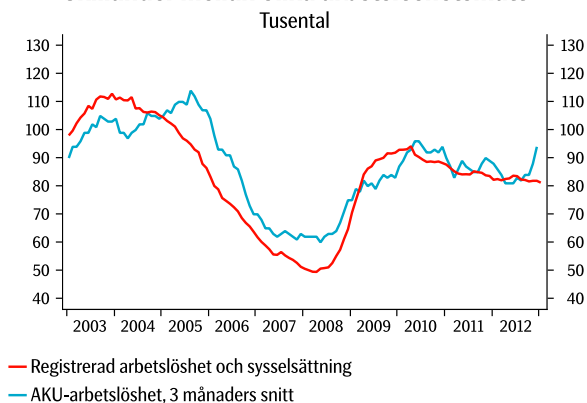
Sysselsättningen borde återhämta sig



Källa: SSB, Norges Bank

Även ökningen för AKU-arbetslösheten under slutet av 2012 verkar överdriven. I absoluta tal ökade antalet arbetslösa med 10 000 mellan tredje och fjärde kvartalet vilket var den kraftigaste ökningen på fyra år. Även om detta delvis speglar en ökande arbetskraft medan ekonomins avtagande kraft borde leda till en viss försvagning av arbetsmarknaden går försämrings styrka kraftigt på tvärs mot andra indikatorer. Framförallt minskade antalet personer som hos arbetsförmedlingen anmälde sig som arbetslösa något mellan tredje och fjärde kvartalet 2012 och fortsatte minska något i januari. Tidigare har den registrerade arbetslösheten varit en ledande indikator och den är dessutom betydligt mindre oregelbunden än Arbetskraftsundersökningen.

Skilnader mellan olika arbetslöshetsmått



Källa: SSB, NAV

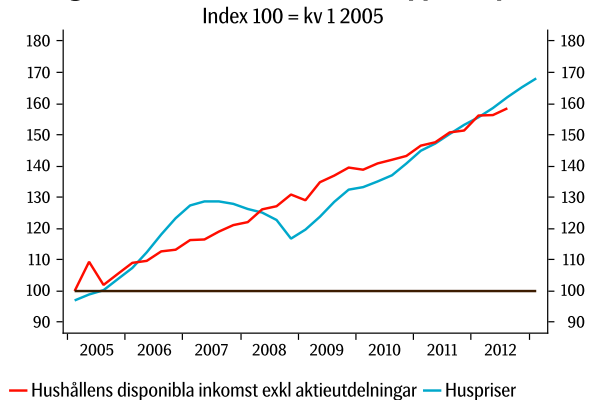
Framöver väntas sysselsättningen återhämta sig och AKU-arbetslösheten falla tillbaka. **Ökningen av antalet heltidstjänster väntas dock bromsa in från 1,9 procent 2012 till 1,0 procent 2013** medan **AKU-arbetslösheten stiger något från 3,2 procent till 3,3 procent**, mätt som helårsgenomsnitt.

Fundamenta ger stöd åt bostadspriserna

Just nu rasar en het debatt om huruvida det håller på att bildas

en bubbla på den norska bostadsmarknaden. I förhållande till inflationen och hyrorna ser bostadspriserna alldeles för höga ut. Bostadspriserna har stigit kraftigt sedan slutet av 2008 med uppgångar på 9,0 respektive 7,7 procent under 2011 och 2012. Priserna fortsatte stiga i januari då ökningen hamnade på 8,5 procent i årstakt (något lägre än i december).

Demografi och inkomster har hållit uppe huspriserna

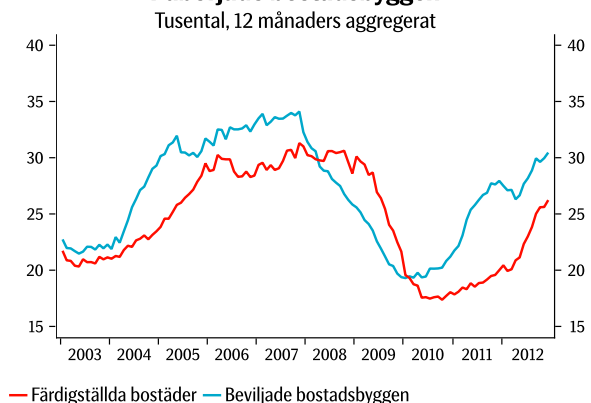


Källa: SSB, NEF

Vi har dock sedan länge haft en mer förtröstansfull syn på bostadsmarknaden (se *Nordic Outlook* februari 2012). En stor del av de senaste årens bostadsprisökning kan förklaras av ett alltför lågt byggande i förhållande till den mycket kraftiga befolkningsökningen, mycket god tillväxt för hushållens realinkomster samt av historiskt låga räntor.

Obalansen mellan utbud och efterfrågan minskar framöver. Delvis tack vare inflyttning från utlandet förblir befolkningsökningen stark. Samtidigt ökade bostadsbyggandet med en knapp tredjedel mellan 2011 och 2012 och nivån på 26 000 enheter var den högsta sedan 2008. Därmed utvecklas bostadsbyggandet nästan i linje med antalet nya hushåll (även om gapet från tidigare år fortfarande består). Påbörjade nybyggnationer visar att färdigställda bostäder fortsätter öka; påbörjade nybyggnationer ökade med robusta 39 000 uppräknat till årstakt under det fjärde kvartalet. Lägg därtill att myndigheterna står i begrepp att införa hårdare kapitalkrav för bostadslån vilket sannolikt dämpar kredittillgången samtidigt som högre räntor minskar köpkraften.

Påbörjade bostadsbyggen



Källa: SSB

Priserna på befintliga bostäder ligger stabilt i det korta perspektivet men en **korrektion är sannolik på två till tre års sikt**. Under förutsättning att ekonomin utvecklas i linje med

våra prognoser och att inkomsterna fortsätter upp är bedömningen att nedgången blir något större än 2007-2008 då bostadspriserna föll med 10 procent från toppen. Nedgångar liknande de i USA på 30-35 procent ligger dock inte i korten.

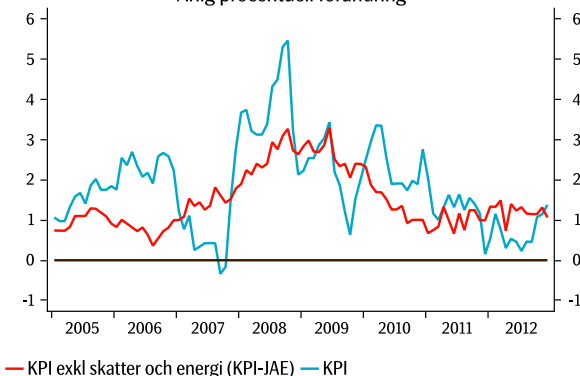
Kärninflationen förblir låg

Trots att produktionsgapet är stängt fortsätter konsumentpriserna öka svagt. I fjol blev den genomsnittliga ökningen 0,8 procent att jämföra med 1,2 procent 2011. Dämpningen i fjol förklaras av brant fallande energipriser (som dock hämtat sig på sistone). Men kärninflationen exklusive skatter och energi var fortsatt låg i fjol; mätt som årsgenomsnitt ökade kärninflationen med 1,2 procent 2012 att jämföra med 0,9 procent 2011.

Priserna på importerade varor väntas fortsätta falla i takt med att valutan stärkts. Att pristrenden för inhemska varor och tjänster är så pass låg är desto mer förvånande, även om ökningstakten under det fjärde kvartalet i fjol (2,0 procent) var högre jämfört med ett år tillbaka. Tjänster förklarar den något snabbare ökningstakten. Denna kategori innefattar hyror som dock visar förvånansvärt låga ökningstal mot bakgrund av den urstarka bostadsmarknaden. Istället är det lönerna som dominerar uppgången i tjänsteinflationen mot slutet av i fjol.

Fortsatt låg inflation

Årlig procentuell förändring



Källa: SSB

Kärninflationen utvecklas svagt även framöver och växer med **1,3 procent i genomsnitt 2013**. Vi ser framför oss gradvis högre ökningstal vilket också bidrar till att **genomsnittet för 2014 blir 1,9 procent**.

Styrräntan höjs i höst

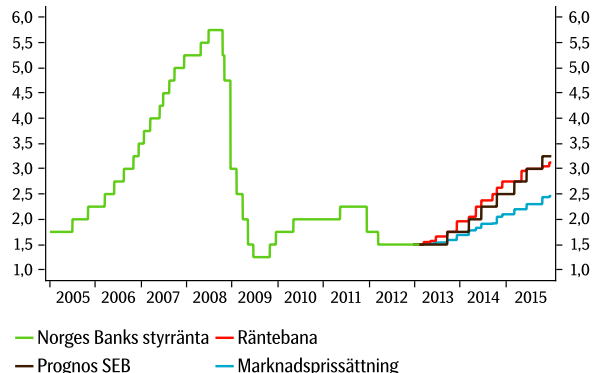
Inhemska faktorer motiverar högre räntor. Ekonomin har bromsat in men tillväxten väntas stabilisera sig nära trend. Produktionsgapet är stängt vilket i kombination med ökad tillväxt i hushållskrediter tyder på att behov av räntenormalisering trots låga inflationsförväntningar. Norges Bank hålls tillbaka av den starka kronen samt låga räntor utomlands och har tvingats sänka räntebanan för att hålla räntedifferensen stabil; en större ränteskillnad hade lett till att valutan stärkts mer än vad som kan motiveras av fundamentala faktorer. Å andra sidan hade inte räntesänkningar i syfte att försvaga valutan varit trovärdiga mot bakgrund av den starka inhemska ekonomin.

Grundbulten i vår prognos är att global tillväxt gradvis stärks. Därmed talar det mesta för att globala ränteförväntningar har passerat bottenläget. Detta möjliggör i sin tur för Norges Bank

att fokusera på inhemska faktorer även om låga styrräntor utomlands lägger band på normaliseringen. Nästa penningpolitiska rapport i mars kommer sannolikt att låta duvaktig; fotbyttet kommer istället innan sommaren. **Styrräntan höjs från 1,50 procent till 1,75 procent i september**. Höjningarna fortsätter till 2,50 procent i slutet av 2014 respektive 3,25 procent i slutet av 2015 enligt våra prognoser. Marknaden prisar för närvarande in två höjningar fram till slutet av 2014.

Norges Banks styrränta och förväntningar

Procent



Källa: Norges Bank, SEB

Myndigheterna har tagit regleringsinitiativ i syfte att dämpa utlåningen till hushållen. I mars kommer Finansinspektionen att presentera förslag som ökar bankernas riskvikt på bostadslån och begränsar möjligheterna att finansiera bolånen genom att ge ut covered bonds. Det slutgiltiga förslaget, tidsschemat och vilken effekt förslagen får är fortfarande oklart men trycket på Norges Bank lättar på sikt. Norges Bank har dock fortfarande det mest effektiva vapnet till hands när det gäller att bekämpa potentiella finansiella obalanser.

Stor efterfrågan på finansiella tillgångar

Valutaförstärkningen sett över det senaste året har drivits av starka fundamenta vilket i sin tur attraherat långsiktiga diversifieringsflöden. Lägg därtill att relativa ränteförväntningar och gynnsamma värderingar talat för kronen. Framöver gynnar dessa faktorer kronen även om förstärkningen i importviktade termer väntas bli liten när global riskaptit snarare än "alternativa säkra hamnar" driver utvecklingen på valutamarknaden. Även större ränteskillnader bidrar till att kronen stärks under prognosperioden. **Kronen handlas på 7,25 mot euron i slutet av 2014**. USD/NOK handlas högre på 6,04 i slutet av 2014.

Trots att Norges Bank påbörjar höjningscykeln i år väntas norska statsobligationer utvecklas väl gentemot tyska motsvarigheter. En permanent ökning av utbudet av statsobligationer på grund av exportrelaterad finansiering och låg likviditet har ökat ränteskillnaden senaste året. Att norska statsobligationer ska gå sämre av utbudsrelaterade skäl är dock inte motiverat eftersom stora förfall och kupongbetalningar är på gång, samtidigt som marknadsförutsättningarna förbättras.

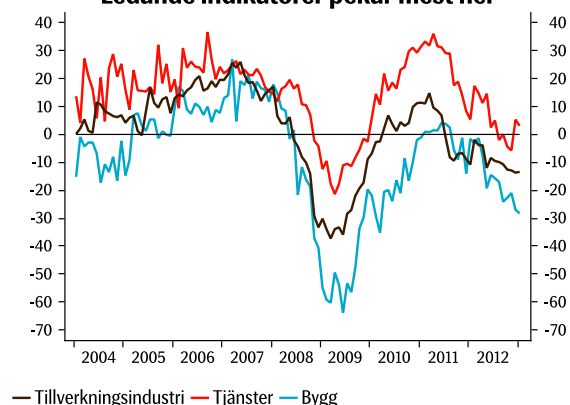
Skillnaden mellan en norsk och en tysk tioårig statsobligation minskar till som lägst 60-65 räntepunkter i år. Därefter leder Norges Banks räntehöjningar till att ränteskillnaden ökar igen till 70 räntepunkter i slutet av 2014. **Tioårsräntan ligger på 2,90 procent i slutet av 2014**.

Svag export tynger tillväxten

- **Arbetsmarknad och konsumtion håller emot**
- **Hög men fallande inflation**
- **Stabila statsfinanser men åtstramande politik bidrar till svag tillväxt**

Efter höstens recession väntar vi oss en svag, men ändå positiv, utveckling framöver. Ekonomin tyngs av exponering mot cykliska varor. Samtidigt har **arbetsmarknad och konsumtion visat viss motståndskraft**. Framåtblickande indikatorer har försämrats sedan 2011 med en sämre utveckling för exportinriktad industri än för tjänstesektorn. Sedan slutet av 2012 syns denna divergens tydligare. Vi bedömer att BNP föll med 0,1 procent 2012 efter en svag avslutning. Tillväxten tar långsamt fart i år och **BNP ökar med 0,4 procent 2013 och 1,7 procent 2014**.

Ledande indikatorer pekar mest ner



Källa: EU-kommissionen

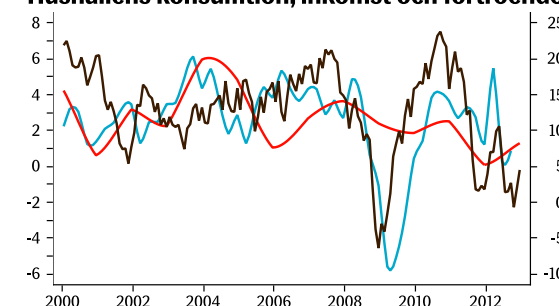
Svag tillväxt på Finlands viktigaste exportmarknader har tyngt exporten, även om den tredje största exportmottagaren Ryssland hållit emot nedgången. Vi räknar med en måttlig uppgång i exporten 2013 men att första halvåret blir svagt. Mätt som årsgenomsnitt **växer exporten med 2,8 procent 2013 och 5,8 procent 2014**.

Strukturella problem i IKT-sektorn, där förädlingsvärdet fallit kraftigt, har bidragit till att exportkvoten fallit med 10 procentenheter till 40 procent jämfört med innan krisen. Exportfallet har även försämrat bytesbalansen som efter att ha legat på plus sedan mitten av 1990-talet fallit till negativa tal. Exportens volymutveckling följer samtidigt en del problem; sjunkande terms-of trade bidrar till försvagad bytesbalans och även företagens möjligheter att klara av inhemska kostnads- och löneökningar. En svag exportökning framöver bidrar till **fortsatt underskott i bytesbalansen på drygt 1 procent av BNP** under prognosperioden.

Låg efterfrågan och fallande kapacitetsutnyttjande hämmar investeringarna som föll 2012. Utlåningen till hushållen ökar långsammare, nu med ca 5 procent i årstakt, och ökningstakten fortsätter minska vilket håller tillbaka konsumtion och bostadsinvesteringar. Den bleka ekonomiska utvecklingen i höstas som hållit tillbaka företagens investeringar börjar även synas i bankernas utlåning till företagen; ökningstakten i utlåning föll i slutet av förra året och ligger på en låg nivå jämfört med åren innan krisen.

Konsumentförtroendet har förbättrats de senaste månaderna men från en låg nivå. Hushållens konsumtion ökade 2012, även om avslutningen var svag. Löneökningstakten väntas växla ner och reallönerna pressas av hög inflation, uppdriven av skattehöjningar. **Hushållens konsumtion ökar med 0,8 respektive 1,6 procent 2013 och 2014**. Arbetsmarknaden har överraskat positivt och arbetslösheten föll i december till 7,7 procent, enligt AKU. Antalet lediga platser ligger fortfarande på en relativt god nivå. Arbetslösheten stiger under våren och toppar på ca 8,5 procent i mitten av 2013. Mätt som årsgenomsnitt blir **arbetslösheten 8,2 procent 2013 och 8,1 procent 2014**.

Hushållens konsumtion, inkomst och förtroende



Källa: Statistics Finland

Statsfinanserna uppvisar underskott och lågkonjunkturen tar bort en del av effekterna av regeringens sparprogram. Trots det är det internationella förtroendet gott. Det **offentliga underskottet landar på ca 1 procent av BNP både 2013 och 2014** och skulden planar ut på strax över 50 procent av BNP. På sikt kommer ytterligare besparingar att behöva genomföras för att säkerställa finanspolitisk hållbarhet, även om strukturella reformer såsom höjd pensionsålder kan lätta på det behovet.

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr DKK	2011	2012	2013	2014
BNP	1 792	1,1	-0,5	0,7	1,7
Privat konsumtion	875	-0,5	0,5	0,0	1,5
Offentlig konsumtion	508	-1,5	0,1	0,8	0,6
Bruttoinvesteringar	312	0,2	0,7	0,8	3,4
Lagerinvesteringar		0,3	-0,3	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	957	6,5	1,8	1,9	3,3
Import	863	5,6	2,9	1,8	3,3
Arbetslöshet (%)		4,1	4,8	5,1	4,9
KPI, harmoniserat		2,8	2,4	1,5	1,3
Timplöneökningar		1,7	1,5	1,5	1,5
Bytesbalans, % av BNP		5,6	6,0	6,0	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-1,8	-3,0	-2,0	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		46,4	45,4	43,4	42,8

FINANSIELLA PROGNOSE

	07 feb	jun 13	sep 13	dec 13	jun 14	dec 14
Utlåningsränta	0,30	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40
10-års ränta	1,59	1,70	1,75	1,80	2,00	2,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	-2	0	0	0	0	0
USD/DKK	5,57	5,49	5,65	5,83	6,02	6,22
EUR/DKK	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr NOK	2011	2012	2013	2014
BNP	2 575	1,2	3,0	2,4	2,3
BNP (Fastlandet)	2 037	2,5	3,3	2,9	2,9
Privat konsumtion	1 117	2,5	3,2	3,2	3,1
Offentlig konsumtion	569	1,8	1,9	2,1	2,2
Bruttoinvesteringar	518	7,6	6,6	6,3	4,5
Lagerinvesteringar		0,1	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 011	-1,8	2,0	1,6	2,1
Import	754	3,8	3,6	4,7	4,3
Arbetslöshet (%)		3,3	3,2	3,3	3,4
KPI		1,2	0,8	1,7	1,8
KPI-JAE		0,9	1,2	1,3	1,9
Årslöneökningar		4,2	4,3	4,0	4,2

FINANSIELLA PROGNOSE

	07 feb	jun 13	sep 13	dec 13	jun 14	dec 14
Folioränta	1,50	1,50	1,75	1,75	2,25	2,50
10-års ränta	2,56	2,25	2,35	2,40	2,65	2,90
10-års räntedifferens mot Tyskland	95	75	60	60	65	70
USD/NOK	5,53	5,33	5,45	5,66	5,85	6,04
EUR/NOK	7,41	7,25	7,20	7,25	7,25	7,25

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr SEK	2011	2012	2013	2014
BNP	3 500	3,7	0,8	1,2	2,5
BNP, dagkorrigerat		3,7	1,1	1,2	2,7
Privat konsumtion	1 673	2,1	1,5	2,0	2,3
Offentlig konsumtion	924	1,1	0,9	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	645	6,4	4,0	2,0	3,0
Lagerinvesteringar	42	0,5	-0,8	-0,2	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 749	7,1	-0,5	2,0	4,3
Import	1 532	6,3	-0,2	2,6	3,7
Arbetslöshet, (%)		7,5	7,7	8,2	8,2
Sysselsättning		2,1	0,6	0,1	0,1
Industriproduktion		6,8	-2,9	1,5	3,5
KPI		3,0	0,9	0,1	1,3
KPIF		1,4	1,0	1,1	1,5
Timlöneökningar		2,6	3,3	2,7	3,1
Hushållens sparkvot (%)		10,1	10,3	10,2	10,5
Real disponibel inkomst		3,5	2,6	2,1	2,5
Handelsbalans, % av BNP		2,6	2,1	2,1	2,4
Bytesbalans, % av BNP		7,2	6,9	6,3	6,4
Statligt lånebehov, mdr SEK		-68	25	161	63
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,2	-0,7	-1,3	-1,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38,3	37,0	40,4	40,5

FINANSIELLA PROGNOSE

	07 feb	jun 13	sep 13	dec 13	jun 14	dec 14
Reporänta	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75	0,75
3-månaders ränta, STIBOR	1,17	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
10-års ränta	1,95	2,00	2,05	2,10	2,20	2,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	34	30	30	30	20	20
USD/SEK	6,43	6,25	6,36	6,48	6,61	6,75
EUR/SEK	8,61	8,50	8,40	8,30	8,20	8,10
TCW	116,9	115,3	114,4	113,4	112,8	112,0

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr EUR	2011	2012	2013	2014
BNP	189	2,8	-0,1	0,4	1,7
Privat konsumtion	105	2,3	0,8	0,8	1,6
Offentlig konsumtion	46	0,4	0,2	0,0	0,2
Bruttoinvesteringar	37	7,1	0,7	1,8	3,5
Lagerinvesteringar		1,3	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	77	2,9	0,0	2,8	5,8
Import	79	6,1	1,7	4,0	6,0
Arbetslöshet (%)		7,8	7,7	8,2	8,1
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	-1,0	-1,0	-0,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		49,0	50,0	51,0	51,0

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2011				
	Mdr EUR	2011	2012	2013	2014
BNP	8 599	1,4	-0,5	-0,3	0,9
Privat konsumtion	4 855	0,1	-1,2	-0,7	0,6
Offentlig konsumtion	1 836	-0,1	-0,3	-0,4	0,2
Bruttoinvesteringar	1 627	1,6	-3,4	-0,6	2,1
Lagerinvesteringar		0,1	-0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	3 769	6,4	2,3	3,0	4,1
Import	3 533	4,2	-0,3	2,5	3,6
Arbetslöshet (%)		10,1	11,4	12,0	12,4
KPI		2,7	2,5	1,5	1,5
Hushållens sparkvot (%)		13,1	13,0	13,2	13,4

USA

Årlig procentuell förändring

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

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

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

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

FINANSIELLA PROGNOSE

		07 feb	jun 13	sep 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
Eurozonen	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	1,99	2,10	2,15	2,20	2,40	2,60
Japan	10 år	0,76	0,90	1,00	1,10	1,20	1,20
Tyskland	10 år	1,61	1,70	1,75	1,80	2,00	2,20
Storbritannien	10 år	2,11	2,15	2,15	2,20	2,40	2,60
Växelkurser							
USD/JPY		93	92	93	95	100	107
EUR/USD		1,34	1,36	1,32	1,28	1,24	1,20
EUR/JPY		125	125	123	122	124	128
GBP/USD		1,57	1,60	1,53	1,47	1,48	1,46
EUR/GBP		0,85	0,85	0,86	0,87	0,84	0,82

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring	2011	2012	2013	2014
BNP OECD	1,8	1,3	1,5	2,1
BNP världen	3,8	3,3	3,7	4,1
KPI OECD	2,7	2,3	1,8	1,8
Exportmarknad OECD	5,8	2,4	4,7	6,2
Oljepris Brent (USD/fat)	112,3	111,8	109,4	110,0



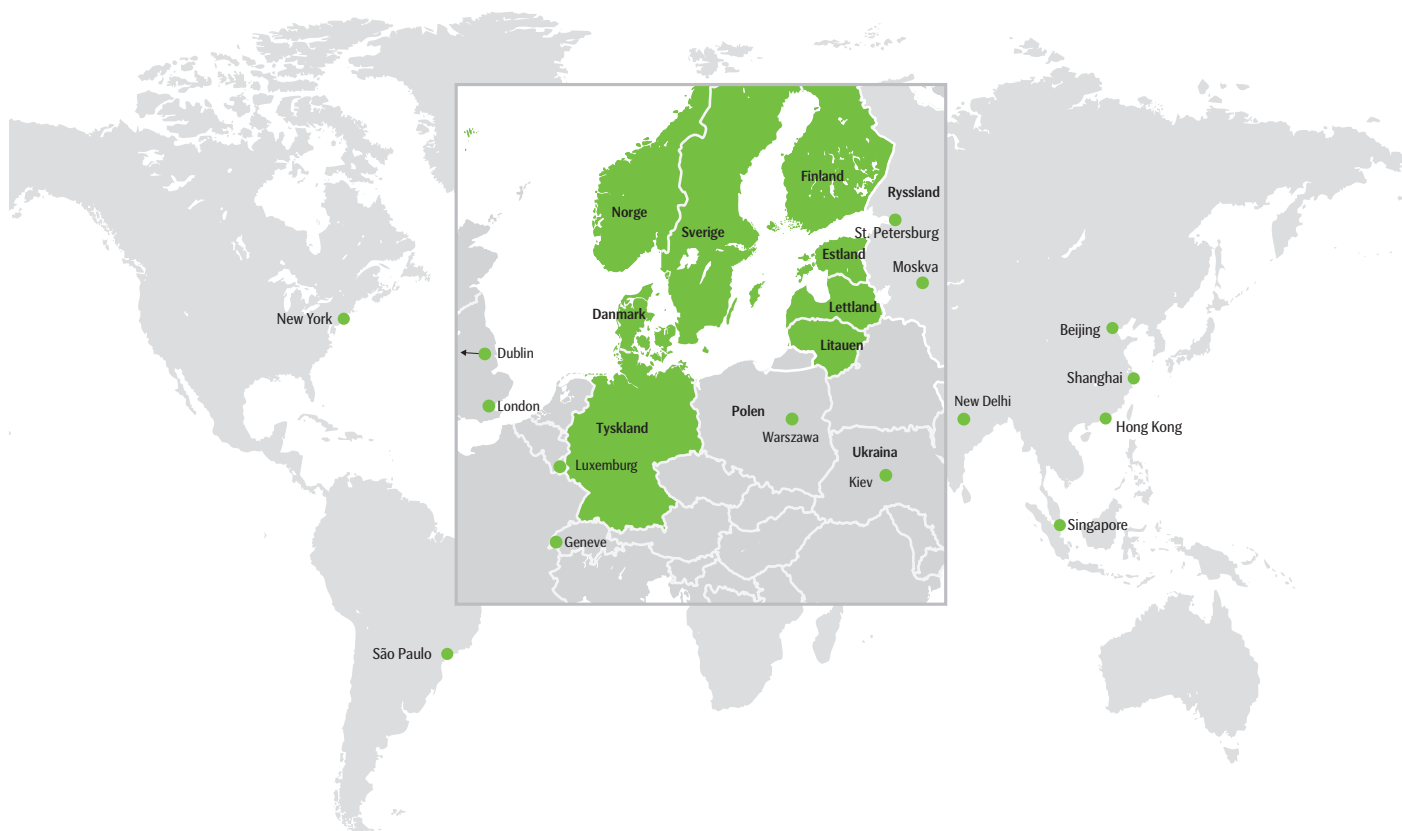
Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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 31 december 2012 uppgick koncernens balansomslutning till 2 453 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 328 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 500 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.