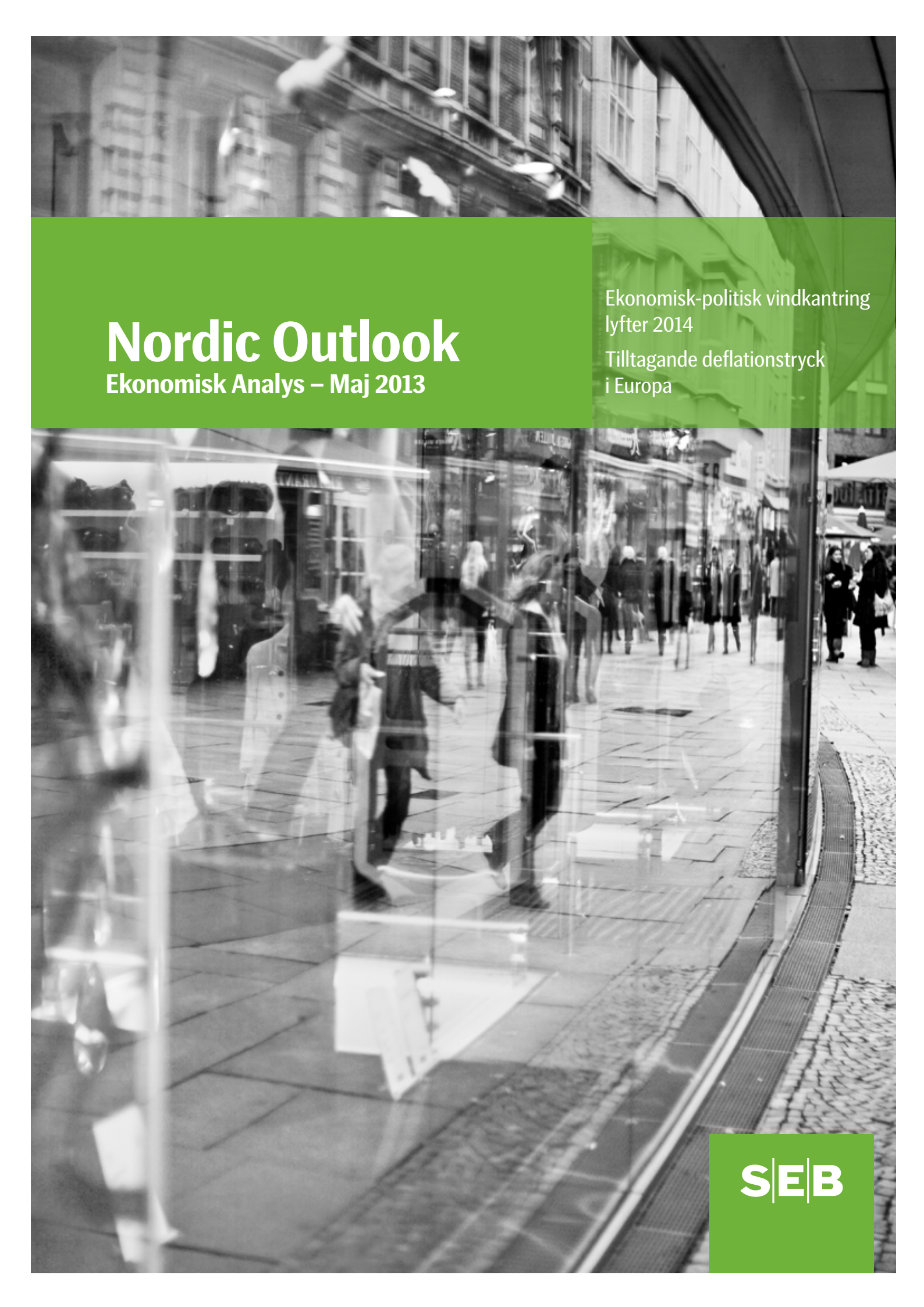




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Maj 2013

Ekonomisk-politisk vindkantring
lyfter 2014

Tilltagande deflationstryck
i Europa

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Finanspolitik	11
USA	13
Japan	17
Asien	19
Eurozonen	22
Storbritannien	27
Östeuropa	28
Baltikum	29
Sverige	30
Tema: Svensk arbetsmarknad i förändring	34
Tema: Svensk inflationsmålspolitik firar 20 år	35
Danmark	36
Norge	38
Finland	41
Nyckeldata	43

Fördjupningsrutor

USA: Skuldanpassningen snart över	14
USA: Åldrande befolkning pressar offentliga finanser	16
Japan: Abenomics – detta ska den leverera	17
Japan: Risker för finansmarknad & världsekonomi	18
Asien: Gott om långsiktiga risker och tillväxtutmaningar i Kina	20
Eurozonen: Ett år med Hollande i Elyséepalatset	23
Eurozonen: Läget för krisländerna i eurozonen	26
Sverige: Trögheter i bostadspolitik	31
Norge: Den återhållsamma inflationen beror inte på efterfrågan	39
Finland: Varför är återhämtningen svagare i Finland jämfört med Sverige?	42

Denna rapport publicerades den 21 maj 2013.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 16 maj 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

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 är gjord av Stein Bruun och Erica Blomgren, SEB Oslo. Den danska analysen är gjord av Thomas Thygesen och Jakob Lage Hansen, SEB Köpenhamn.

Återhämtning med allt tydligare divergens

- **Bred återhämtning lyfter USA 2014**
- **Centralbankerna testar gränser**
- **Ökade deflationsrisker i eurozonen**
- **Finanspolitiska åtstramningar mildras**
- **Liten uppgång i obligationsräntor**
- **USD stärks mot både EUR och JPY**

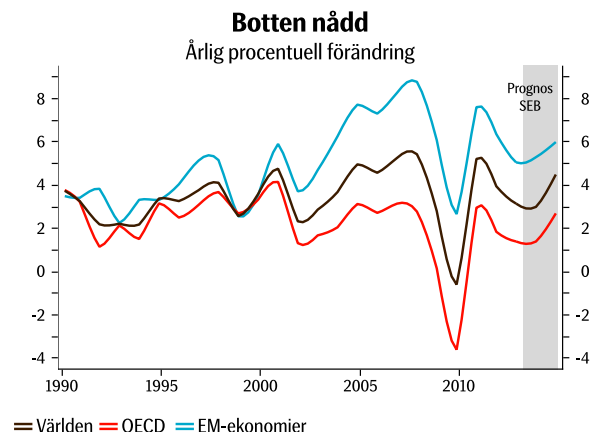
Världsekonomin är på väg att återhämta sig och tillväxttakten stiger gradvis 2013 och 2014. Återhämtningen är dock **divergerande och anemisk**. I den positiva vågskålen ligger framför allt cykliska krafter och ekonomisk politik. Globala lagernivåer är tillbakapressade och företagens balansräkningar är starka. **I USA lyfter husmarknad och investeringar** samtidigt som hushållens skuldnivåer nu ligger nära långsiktig jämvikt. Tillväxtekonomierna accelererar försiktigt, även om flera viktiga länder drabbats av bakslag. **Centralbankerna sätter nya monetära rekord**. Åtgärderna säkerställer historiskt låga räntenivåer och obegränsad tillgång på likviditet. Börserna har reagerat positivt och stigande hushållsförnögenheter gynnar den privata konsumtionen i många länder. Därtill sker nu en omsvängning i synen på åtstramningspolitik. I eurozonen får krisländerna ökad resit att nå sina mål, vilket innebär att regeringar avstår från att presentera nya besparingar.

Trots flera positiva krafter omges den globala återhämtningen av fortsatt osäkerhet. **Nedåtriskerna är främst kopplade till eurozonens stora problem**. Framsteg har visserligen gjorts i flera länder när det gäller konkurrenskraft och obalanser i utrikeshandeln, men de negativa krafterna fortsätter att dominera. Många ekonomier är fortfarande i recession och arbetslösheten fortsätter att stiga de närmaste åren. Detta för med sig bestående politisk osäkerhet. Integrationsprocessen går trögt och i nuläget finns fortfarande en risk att gemensamma och nationella institutioner inte förmår fatta nödvändiga beslut för att säkerställa eurons överlevnad. Den höga privata och offentliga skuldsättningen i de största industriländerna utgör därtill en broms för tillväxten på längre sikt. **Kinas snabba utveckling är också förknippad med risker**, inte minst på kreditmarknaden. Den ekonomiska politiken är under omprövning och konturerna är oklara.

Japan är en ekonomisk och finansiell joker för världsekonomin. Omvärlden och japanerna själva har gett grönt ljus för "Abenomics"; en mycket expansiv finans- och penningpolitik. Under prognosperioden 2013-2014 innebär politiken en positiv injektion för världsekonomin via högre tillväxt och press nedåt på globala räntor. På lång sikt utgör Japan istället en

riskfaktor. För att "Abenomics" ska lyckas uthålligt krävs att yenförsvagningen fortplantar sig till högre löneökningar och att deflationsspiralen på det sättet kan brytas. Strukturpolitik som leder till ett ökat arbetskraftsdeltagande, inte minst för kvinnor, är också en viktig del av strategin.

Sammantaget räknar vi med att BNP-tillväxten i OECD-området hamnar på 1,3 procent både 2012 och 2013 och därefter accelererar till 2,3 procent 2014. I tillväxtekonomierna sker en acceleration till 5,3 procent 2013 och 5,6 procent 2014. Sammantaget för hela **världsekonomin** (mätt i köpkraftskorrigerade PPP-termer) **stiger tillväxten från 3,3 procent 2012 till 3,6 respektive 4,2 procent 2013 och 2014**. Jämfört med *Nordic Outlook* februari innebär detta en nedjustering för 2013 men å andra sidan en snabbare uppgång 2014.



Källa: IMF, OECD, SEB

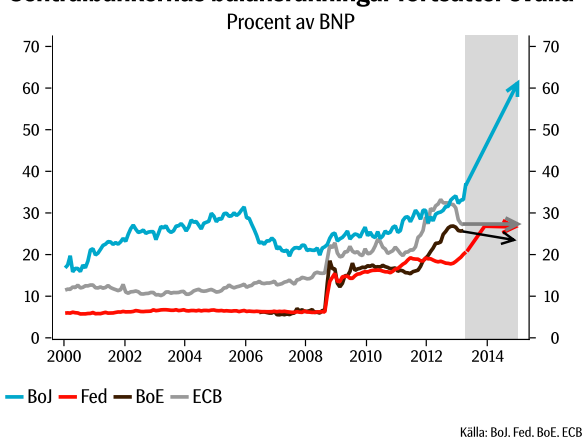
Bilden av ett lågt internationellt pristryck står sig: **om något har inflationen överraskat på nedsidan**. Detta ger stort manöverutrymme för centralbankerna. Framöver talar också lågt resursutnyttjande och press nedåt på löner för att låginflationsmiljön består. Inflationsförväntningarna är därtill stabila och råvarupriserna har den senaste tiden visat en fallande trend. Risken har ökat, främst i Europa, för en alltför låg inflation med inslag av japanska policyproblem.

Centralbankerna tänjer gränserna

Låga räntor, stigande inflationsförväntningar och högre börskurser tyder på att den ekonomiska politiken åtnjuter förtroende. **Men det är ett spel med höga insatser**; allt sker i en miljö med ekonomiska, finansiella och politiska regimskiften i efterdyningarna av globaliseringen och den globala recessionen. Beslutsfattare runt om i världen söker nya nationella och internationella konsensusuppfattningar kring t ex inflations-samband, finansiella infrastrukturer och samspel mellan penning-, finans- och regleringspolitik.

Den okonventionella penningpolitiken fortsätter i expansiv riktning. Federal Reserve behåller styrräntan på 0-0,25 procent medan de månatliga köpen av stats- och bostadspapper på i dag 85 miljarder dollar börjar **fasas ut försiktigt först i början av 2014**. Bank of Japan och Bank of England väntas inte ta ytterligare steg utöver de instrument/volymer som redan presenterats. **ECB, liksom Riksbanken, sänker styrräntan** med ytterligare 25 räntepunkter. Vi räknar dock inte med att ECB inför negativa styrräntor på grund av risken för oönskade effekter på interbankmarknadens funktionssätt och samhällsliga systemteknikproblem. I tillväxtekonomierna ligger räntorna kvar relativt stabilt på betydligt högre nivåer.

Centralbankernas balansräkningar fortsätter svälla



Centralbankerna brottas med tre huvudfrågor som kommer att styra penningpolitiken på lite längre sikt:

Nytt inflationsmönster? Centralbankerna är i dag osäkra på hur inflationens drivkrafter ser ut. Storleken på produktionsgapen är svårbedömda efter en relativt lång period med låga investeringar och hög arbetslöshet. Samtidigt innebär monetariseringen av ekonomierna nya risker. Att inflation och inflationsförväntningar är låga ger möjlighet att fortsätta bedriva en lågräntepolitik med ökat fokus på tillväxt och nya jobb. Risken för nya finansiella bubblor kan dock på sikt bli ett växande problem.

Snedvridning av prissättning? Långvarig monetär stimulans ökar risken för en felaktig prissättning av kredit- och marknadsrisker. Det är tydligt att mer riskfyllda tillgångar stigit i värde med hjälp av likviditet och låga räntor och att finansiella aktörer pressas till att fylla balansräkningar med mer risk.

Makrotillsynsverktyg? Instrument som direkt kan påverka kreditvolymer genom regleringar/krav som styr banksystemens balansräkningar (storlek/sammansättning) kommer att spela en större roll i framtiden. I dag råder dock oenighet, på såväl nationell som global nivå, kring olika instruments effektivitet och pålitlighet. Ansvarsfördelning mellan regeringar, centralbanker och tillsynsmyndigheter är också oklara i de flesta länder.

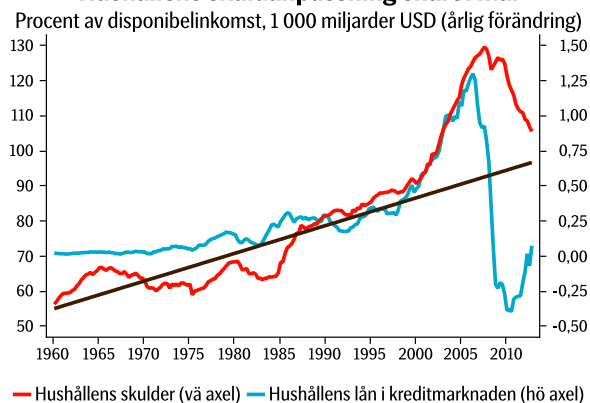
Penningpolitikens effektivitet och genomslag är beroende av finanspolitisk trovärdighet. I en temaartikel (sid 11) diskuteras mer ingående den förändring av finanspolitiken i mer neutral riktning på kort och medellång sikt som nu är på väg att ge-

nomföras. Det är viktigt att denna kompletteras med strukturåtgärder och långsiktiga planer för att få ned statskulden. Man kan också skönja vissa tecken på att penningpolitiken i ökad utsträckning håller på att utsättas för politisk styrning. Fortsätter denna trend kan inflationsförväntningar och räntenivåer på sikt drivas uppåt.

USA fortsätter uppåt efter tillfällig svacka

De underliggande förutsättningarna för en varaktig uppgång i USA blir allt bättre. **Husmarknaden är på väg att återhämta sig på allvar** samtidigt som hushållens skuldsättning i slutet av 2013 når ner till vad vi ser som en jämviktsnivå. Skulderna som andel av disponibelinkomsterna har sjunkit från en toppnivå år 2006 på 130 procent av inkomsterna ned till ca 100 procent. Därmed läggs grunden för en starkare privat konsumtion framöver. En renässans för den amerikanska industrin, inte minst inom energisektorn, bidrar också till att vi har reviderat upp **BNP-tillväxten till 3,2 procent för 2014**; vilket är högre än såväl trend som gällande konsensusprognos.

Hushållens skuldanpassning snart i mål



De kommande kvartalen ser vi dock en viss avmattning.

Flera ledande indikatorer har fallit tillbaka de senaste månaderna och den kraftiga finanspolitiska åtstramningen 2013 motsvarar ca 2 procent av BNP; något hårdare motvind än vad vi tidigare räknat med. BNP-tillväxten i år stannar därför på 2,0 procent.

Den amerikanska arbetsmarknaden fortsätter att förbättras i ganska långsam takt. Aprilsiffran var visserligen starkare än väntat, men de närmaste kvartalen kommer tillväxtsvackan att påverka sysselsättningen. Företagen strävar också efter att återställa produktivitetstillväxt och vinstmarginaler, vilket hämmar sysselsättningen. Vi räknar med att sysselsättningen 2013 ökar med i genomsnitt 140 000 i månaden. För 2014 är motsvarande siffra 220 000. Arbetskraftsdeltagandet fortsätter att falla och ligger i slutet av året på den lägsta nivån på 30 år. Detta bidrar till att arbetslösheten sjunker något under loppet av året. Arbetslösheten fortsätter sedan ned till 6,6 procent i december 2014. **Arbetslösheten ligger således över Feds riktmärke på 6,5 procent under hela prognosperioden.**

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Avmattning enligt plan i Kina

Efter en återhämtning i de asiatiska tillväxtekonomierna har aktiviteten åter dämpats i början på 2013. Vi räknar med att tillväxten de närmaste åren ligger något under den trendmässiga, men ändå klart högre än i OECD-länderna.

BNP-tillväxten i Kina mattades av till 7,7 procent i årstakt under första kvartalet. BNP-utfallet möttes av besvikelse på de finansiella marknaderna men utfallet ligger i linje med myndigheternas tillväxtmål på 7,5 procent för 2013, en takt som vi bedömer motsvara trendtillväxt. Att bidraget från konsumtion översteg investeringars var också ett steg i riktning mot en tillväxtmodell som i högre grad baseras på inhemsk konsumtion. Framöver räknar vi med att tillväxten accelererar något och som genomsnitt når **7,9 procent 2013 och 7,7 procent 2014**.

Det kinesiska ledarskiftet är nu formellt genomfört, men det är ännu **för tidigt att avgöra hur reformvillig den nya ledningen är**. Den ekonomiska politiken kommer den närmaste tiden ställas inför ett dilemma genom att kredit tillväxten ligger kvar på en hög nivå trots avmattningen i ekonomin. Det är framför allt kreditexpansionen vid sidan av den traditionella bankutlåningen som oroar. Centralbanken har sedan slutet av 2012 använt repotransaktioner för att dra in likviditet. Vår bedömning är att den avvaktar med styrräntehöjning till slutet av året då en höjning med 25 punkter sker till 6,25 procent.

Den ekonomiska aktiviteten i Indien bottenade troligen ur fjärde kvartalet 2012 då årstakten nådde svaga 4,4 procent. Det finns dock ännu inga tydliga tecken på återhämtning. Inköpschefsindex ligger t ex klart under det historiska genomsnittet. Sammantaget räknar vi ändå med att **BNP stiger med 5,5 procent 2013 och med 6,0 procent 2014**.

Ett rejält budgetunderskott utesluter finanspolitisk expansion. Dämpningen av inflationen de senaste månaderna ger dock visst stöd. I april var inflationen (WPI) 4,9 procent, vilket var den lägsta noteringen sedan slutet av 2009. Centralbanken har hittills i år sänkt styrräntan tre gånger och vi räknar med ytterligare sänkningar under andra halvåret 2013.

Eurokrisen rullar vidare

Eurokrisens utveckling präglas av både positiva och negativa trender. Krisländerna har kommit en bra bit på väg när det gäller att förbättra externbalanser och i flera länder har också kostnadsläget anpassats avsevärt. Ändå uppvisar de perifera euroländerna – Cypern, Grekland, Irland, Italien, Portugal och Spanien som tillsammans utgör ca 40 procent av eurozonen – en fortsatt farlig kombination av svag tillväxt, höga räntor, fortsatt stora budgetunderskott, höga statsskulder och politisk instabilitet. **Dessa allvarliga utmaningar gör framtiden för eurosamarbetet fortsatt osäker.**

De **ekonomiska utsikterna** framöver är svaga på grund av fortsatta anpassningar av balansräkningarna, framför allt i Sydeuropa. För hushållssektorn återstår, till skillnad från USA, större delen av anpassningen för att få ned skulderna till mer rimliga nivåer. **Finansiellt** har upplåningskostnader – och solvensrisken – för stater och banker reducerats kraftigt med hjälp av ECB:s LTRO- och OMT-program samt krisfonden ESM. **Politiskt** har en del strukturpolitik börjat bära frukt men frågetecken kvarstår kring regeringars och parlaments förmåga att hålla fast vid fattade beslut och samtidigt ta nya beslut kring tillväxt- och strukturpolitik. Därtill verkar stegen bli kortare och långsammare mot en politisk union för eurozonen. **Socialt** avspeglar sig eurokrisen i form av fortsatt stigande arbetslöshet i flera av krisländerna.

Ett grundproblem i Sydeuropa är att transmissionsmekanismen inte fungerar. Orsakerna till att även solventa företag har svårt att få krediter är flera. Bankerna pressas av underkapitalisering, låga vinstnivåer samt ökande andel dåliga lån. Huspriserna fortsätter nedåt i t ex Spanien och i flera länder återstår ytterligare anpassning. Lånekostnaderna för företag i eurokrisländerna är också ca 2 procentenheter högre jämfört med övriga euroländer, vilket negativt påverkar företagets konkurrenskraft.

Arbetet med att skapa en bankunion, vars uppgift är att bryta den direkta kopplingen mellan skuldtyngda stater och svaga banker, haltar en del. Framöver räknar vi också med att **Spanien och Slovenien får stödlån för att rekapitalisera banksektorn**.

Samttaget är prognosen att ekonomin i eurozonen totalt sett uppvisar nolltillväxt det tredje kvartalet efter nedgången under första halvåret. Först under fjärde kvartalet ökar BNP. **Mätt som årsgenomsnitt faller BNP med 0,7 procent 2013 för att sedan öka med lika mycket 2014.** Att ekonomin även 2014 växer under trend innebär att arbetslösheten fortsätter uppåt. Skillnader inom eurozonen är stora men även den tyska exportindustrin drabbas nu av krisen. BNP-tillväxten i Tyskland stannar i år på låga 0,3 procent för att öka till 1,3 procent 2014. Frankrike uppvisar i stort sett stagnation båda åren.

Riskbilden symmetrisk

Liksom i *Nordic Outlook* februari ser vi riskerna mot vårt huvudscenario som symmetriska. Trots en upprevidering av tillväxtprognosen **för USA dominerar fortfarande uppsidepotentialen**. Stigande förmögenheter från både hus- och aktiesidan kan bidra till en ännu tydligare konsumtionsledd återhämtning i USA.

På nedsidan ligger främst **riskerna för att den ekonomiska och politiska krisen i eurozonen blir djupare än vi räknar med i huvudscenariot**. Vi ser även vissa nedåtrisker i prognosen för Kinas ekonomi. Det gäller kanske främst effekter av demografiska förändringar på längre sikt men också under prognosperioden kan turbulens på kreditmarknaden leda till att den ekonomiska politiken får svårigheter att hålla tillväxten på önskad nivå.

Alternativscenarier

Årlig procentuell BNP-förändring	2013	2014
A. Fördjupad eurokris/Kinarisker (15%)		
USA	1,5	1,7
Eurozonen	-1,5	-1,0
OECD	0,5	0,8
EM-ekonomier	4,3	4,4
B. USA-ledd återhämtning (15%)		
USA	3,2	4,5
Eurozonen	0,5	2,0
OECD	2,5	3,5
EM-ekonomier	6,0	6,7

Sammantaget bedömer vi sannolikheten för huvudscenariot till 70 procent medan båda alternativscenarierna tillmäts en sannolikhet på 15 procent. Detta innebär lägre sannolikhet än tidigare för alternativscenarierna. Orsaken är att vi redan höjt grundprognosen för USA-tillväxten. På nedsidan beror den lägre sannolikheten på den nedgång i riskpremier som kan noteras i olika finansiella mått.

Divergerande utveckling också i Norden

Den senaste tidens ekonomiska signaler tyder på en allt mer divergerande utveckling också i ett nordiskt perspektiv. Trots att euron försvagats präglas ekonomierna i Danmark och Finland av stagnation. I båda länderna kombineras vikande export med sviktande inhemsk efterfrågan. BNP stiger med 0,2 procent i år i Danmark medan motsvarande nedgång noteras i Finland. En ljuspunkt är att en snabbt fallande inflationstakt stärker hus-hållens reala inkomster vilket bidrar till att tillväxten nästa år stiger till 1,6 procent i båda länderna.

Norden och Baltikum, BNP-tillväxt

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

Källa: OECD, SEB

I **Sverige** och framför allt **Norge** står den inhemska ekonomin emot betydligt bättre. Detta bidrar till att tillväxten hålls uppe i högre grad än i Västeuropa i allmänhet trots att export och investeringar hämmas av svag omvärld och apprecierande valutor. År 2013 ökar BNP med 1,3 procent i Sverige och med

1,7 procent i Norge. Därefter accelererar tillväxten 2014 till runt 2,5 procent i båda länderna.

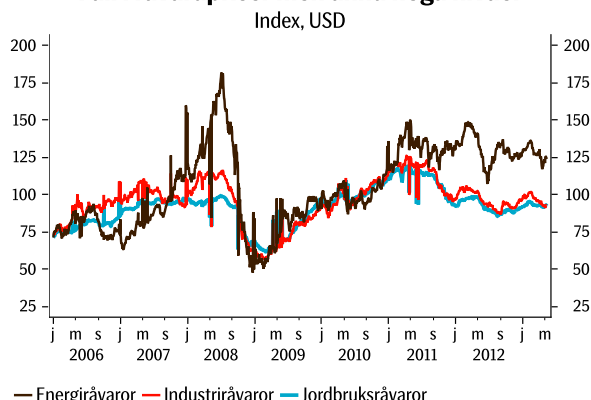
Baltikum kvar i EU:s tillväxttopp

Baltikums ekonomier fortsätter i år – för tredje året i rad – att växa snabbast i EU. Farten dämpas dock i **Lettland** och **Litauen** medan **Estlands** tillväxt blir i stort sett oförändrad jämfört med 2012. Lettland går under 2014 i fortsatt spets med en BNP-ökning på 4,8 procent medan Estland och Litauen växer med 3,7 respektive 3,5 procent. Tillväxten under 2013-2014 drivs främst av privat konsumtion men även exporten växer hyfsat tack vare god konkurrenskraft efter tidigare interndevalveringar. I Estland märks dock ett begynnande kostnadstryck i spåren av höga löneökningar. Inflationen dämpas i alla länder men förblir över 3 procent Estland. Vår bedömning ligger fast att Lettland får klartecken för inträde i eurozonen 2014 vid vårens utvärdering av EU-kommissionen och ECB. Vi bedömer att Litauen har 50 procent chans att nå målet om eurointräde 2015; det kan bli svårt att få ned inflationen tillräckligt snabbt för att klara kvalgränsen om ett år.

Råvarupriser åt olika håll

Utsikterna för råvarupriserna är blandade. Det senaste året har råvarupriserna fått stöd av ökad riskapitet och investerares jakt på högre avkastning. Därtill har en del utbudsstörningar, t ex väderrelaterade produktionsstörningar, pressat upp priser.

Fall i råvarupriser men ännu höga nivåer



Källa: HWWI

I februari 2013 bröts dock den trendmässiga prisuppgång som pågått sedan fjärde kvartalet 2011. Även efter rekyl ligger emellertid råvarupriserna generellt sett på historiskt höga nivåer. Prisrekyl har drivits av förnyad global tillväxtoro, inte minst för snabbväxande ekonomier som t ex Kina. I bakgrunden finns också positiva utbudseffekter efter de senaste årens stora investeringar i produktionskapacitet. Därtill finns för närvarande stora lager av vissa råvaror som t ex koppar. Det kraftiga priset i guld under våren – en gradvis nedgång inleddes redan i slutet av 2012 – beror delvis på minskande oro för att centralbankernas stimulans ska alstra inflation på sikt.

Vår huvudprognos för världsekonomin med gradvis återhämtning **lägger en grund till relativt stabil råvaruprisutveckling 2013 och 2014**. Guld och jordbruksråvaror är undantag med prispress nedåt.

De senaste två åren har oljepriset (Brent) handlats relativt stabilt runt genomsnittsnivån 105 dollar per fat. Under 2012 ökade

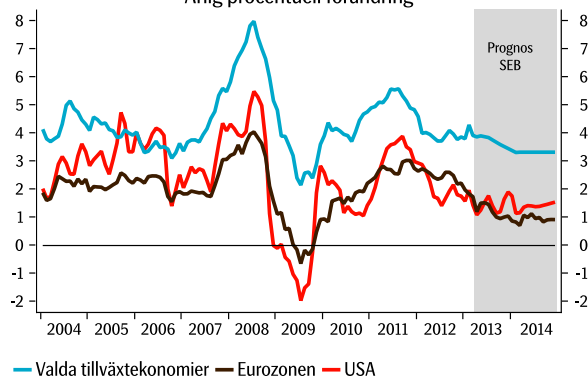
den globala efterfrågan på olja med 0,9 miljoner fat per dag samtidigt som produktionen ökade med 2,5 miljoner fat, vilket gav en lageruppbyggnad. Opec vill ha oljepriset nära 100 dollar per fat och har fortfarande förutsättningar att styra prisnivån. **Vår prognos för oljepriset är 110 dollar per fat som årsge-nomsnitt både 2013 och 2014.**

Ökande deflationsrisker

Inflationen har i huvudsak överraskat på nedsidan under inledningen av 2013. Sjunkande råvarupriser har varit en viktig faktor bakom detta. Därtill har en del skattehöjningar i eurozonen fallit ur tolv månaderstalen. Men en bredare nedgång i kärninflationen kan också spåras. Inflationförväntningarna har fallit tillbaka de senaste månaderna och ligger nu nära sina lägsta nivåer de senaste åren. I Japan har dock den nya politiken lyckats få upp inflationsförväntningarna. De faktiska priserna faller dock fortfarande.

KPI-inflationen faller tillbaka

Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, BLS, SEB

Även om råvarupriserna nu stabiliseras **räknar vi med fortsatt press nedåt på inflationen.** Löneökningarna i USA har visserligen stigit något, men i Väst Europa ser vi en sjunkande trend. Vår prognos är att HIKP i eurozonen drar sig ned **under 1 procent mot slutet av 2013.** Även den tyska inflationen ligger nu på en nivå runt 1 procent, vilket försvårar processen mot en rebalansering i eurozonen.

Pressen nedåt på inflationen illustreras av att t ex den svenska, norska och europeiska centralbanken nyligen tvingats till betydande nedrevideringar av sina inflationsprognoser. Detta innebär ett ökat utrymme att stötta tillväxt och arbetsmarknad. Men den fallande inflationen innebär också risker och policydilemman. **I eurozonen börjar man nu komma in i en deflationistisk spiral** med inslag av japanska drag, vilket kan fördröja återhämtningen och leda till en ny våg av prisfall på husmarknaden. I Norge och Sverige blir dilemmat för centralbankerna annorlunda. **De har utrymme för ytterligare räntesänkningar men riskerar då att pressa upp bopriser och hushållsupplåning ytterligare.** I denna miljö ökar behovet av effektiva verktyg för makrotillsynen som kan avlasta centralbankerna.

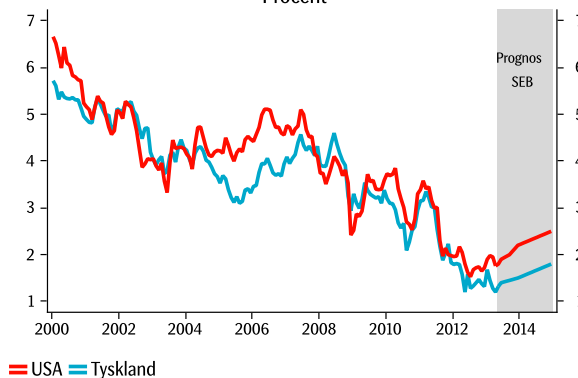
Bestående lågräntemiljö

Den globala lågräntemiljön består de närmaste två åren. Under våren 2013 har räntenivån för G7 återigen pressats ned mot historiskt låga nivåer. En tysk tioårig statsobligationsränta har

varit nära att sätta nya bottenrekord under 1,20 procent. Det innebär att obligationsmarknaden har trotsat nya börsrekord och oron för att extrem global monetär stimulans ska ge ett långsiktigt högre inflationstryck.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent



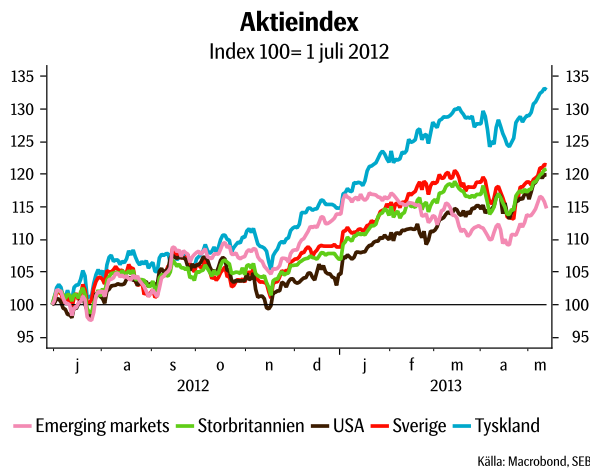
Källa: Macrobond, SEB

Så länge marknaden har förtroende för den ekonomiska politiken och för att låginflationsmiljön består **kommer räntorna att förbli nedpressade på hela avkastningskurvan.** Centralbankerna har tillräckliga redskap, bl a nästan obegränsad kapacitet att intervensera i marknaden, för att sätta kraft bakom sina nästintill löften om låga räntor. Viss kvarvarande konverteringsrisk (risken att euron försvinner) bidrar till att hålla nere räntorna i eurozonens kärnländer. Risken för stigande räntor är framför allt kopplad till att bl a kreditvärderingsinstitutet reagerar negativt på den mer flexibla hållningen till åtstramningspolitik och att centralbankernas oberoende ifrågasätts i större utsträckning.

De långa räntorna väntas stiga försiktigt, med totalt 40 till 60 räntepunkter fram till slutet av 2014. En tysk respektive amerikansk långränta (10 år) väntas därmed ligga på 1,80 respektive 2,50 procent i slutet av 2014. Högre nivå på styrräntan bidrar till att vi räknar med något högre långräntor i Norge och Sverige än i Tyskland. Räntespreaden mot Tyskland ligger i slutet av 2014 på 75 punkter för Norge och på 20 punkter för Sverige.

Börsen fortsätter uppåt

Aktiemarknaden i flera utvecklade ekonomier, t ex USA, Tyskland och Storbritannien, har under våren nått rekordnivåer trots en del konjunkturbesvikelser i både USA och Europa. Framför allt har den tyska utvecklingen varit stark det senaste halvåret, i hög grad drivet av ljusare utsikter i banksektorn. Råvarutunga börser i bl a Brasilien och Ryssland har däremot gått i motsatt riktning. Börsen globalt (MSCI) har stigit med 11 procent sedan årsskiftet och med 24 procent det senaste året. **De positiva drivkrafterna är främst kopplade till centralbankernas nya monetära lättnader och frånvaron av övertygande signaler om exitpolitik.** Delårsrapporterna har därtill i huvudsak överraskat positivt och landat mestadels över, eller i linje, med förväntningarna. De har också ofta innehållit en försiktig positiv guidning för framtiden.

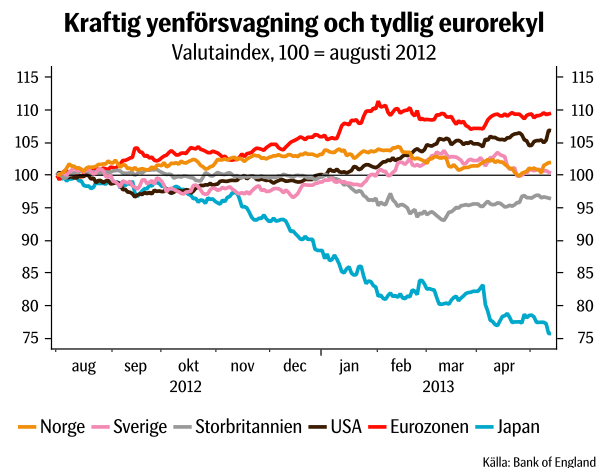


Vår slutsats om börsutvecklingen det närmaste året är generellt sett densamma som under det gångna halvåret: **försiktigt positiv**. Värderingarna är inte för höga; vår syn är att nivåerna är normala givet var vi är i konjunkturen, vår prognos och placeringsalternativ. Även om tillväxtbilden är något oklar i det korta perspektivet förväntas stabiliteten i USA:s återhämtning stötta den globala riskapiten. Låg inflation och stabila inflationsförväntningar adderar också förutsägbarhet och gör inte att förutsättningarna för centralbankernas expansiva politik ändras märkbart. Därtill bidrar en mildare åtstramningspolitik till ett gynnsamt börs klimat. Samtidigt minskar attraktionskraften hos alternativa tillgångsslag som t ex företagsobligationer och räntepapper med sammanpressade kreditspreadar och historiskt låga räntenivåer. Sammantaget ger detta ett fortsatt stöd för stabila och stigande börser framöver.

Centralbankerna avgör valutautvecklingen

Centralbankernas val av olika penningpolitiska strategier är den viktigaste drivkrafterna för valutamarknaden framöver. US-dollar väntas bli starkare under prognosperioden och nå 1,20 mot euron i slutet av 2014. **Dollarn får stöd av en förbättrad USA-konjunktur** och att Federal Reserve väntas börja fasa ut de månatliga köpen av stats- och bostadspapper fr o m kommande årsskifte. Därtill pressas euron av de mångfacetterade problemen i eurozonen. US-dollar har visat tecken på att röra sig i långsiktiga trender om sju-åtta år. Läget i dag innebär att dollarn, i effektiva termer, redan är på svaga nivåer. Trendanalysen ger stöd för en stabil till starkare dollar framöver.

Samtidigt väntas Bank of Japans penningpolitik öka pressen på japanska pensionsbolag att söka avkastning och exponeering utomlands, t ex i europeiska och amerikanska ränte- och aktiemarknader. Flödeseffekten är svårbedömd. Vår bild är dock att globala portföljförvaltare normalt sett valutasäkrar ränteportföljen. Det innebär att finansmarknaden bör räkna med att Bank of Japans politik får störst genomslag på räntor och i betydligt mindre utsträckning på valutamarknaden. Vår prognos att USD/JPY handlas till 110 i slutet av 2013 och till 120 i slutet av 2014 baseras därför i första hand på ökad aptit på yenen som finansieringsvaluta. Men till skillnad från för drygt tio år sedan är konkurrensen i dag om billiga finansieringsvalutor betydligt hårdare när många länder eftersträvar både nollräntor och svaga valutor.



Både den svenska kronan och norska kronen väntas bli starkare under prognosperioden. Styrräntedifferensen talar till de nordiska valutornas fördel, om än inte i samma utsträckning som för några månader sedan. **Vi räknar med att EUR/SEK handlas till 8,35 i slutet av året och till 8,10 i slutet av 2014. För EUR/NOK blir motsvarande prognoser 7,45 respektive 7,35.** Riskerna för europakonjunkturen och den expansiva utvecklingen på kredit- och bostadsmarknaden dämpar omvärldens intresse för placeringar i de nordiska marknaderna trots fortsatt starka intern- och externbalanser.

Från åtstramning till mer neutral finanspolitik

- **Lättare åtstramningar rekommenderas**
- **Mer neutral tillväxtimpuls 2014**
- **Stora långsiktiga utmaningar**

Under främst 1980- och 1990-talen förde finanspolitiken en undanskynd tillvaro; en utbredd konsensusuppfattning var att penningpolitiken skulle ta det helt avgörande stabiliseringspolitiska ansvaret. De senaste åren har **fokus på finanspolitiken tilltagit markant**. En viktig orsak till det är att euroländerna är hänvisade till finanspolitik för den nationella konjunkturpolitiken. Därtill kommer att den penningpolitiska ammunitionen i hög grad är uttömd med räntor nära noll och med oklar verkningssgrad av den okonventionella politiken.

Synen på finanspolitiken har hela tiden varit föremål för en livlig debatt. Riskerna för att en synkroniserad global åtstramning ska pressa ned världsekonomin i en depressiv spiral har ställts mot behoven av att stoppa statsskuldsexplosionen och bevara trovärdigheten för hållbarheten i de offentliga finanserna. För euroländerna blir detta dilemma extra stort eftersom avsaknaden av egen centralbank och tillgång till sedelpressar har skapat en reell risk för betalningsinställelser som tidigare inte förknippats med utvecklade ekonomier.

Finanspolitisk inriktning

Förändring av strukturellt saldo i procent av BNP

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

Källa: IMF, OECD, SEB

* Grekland, Irland, Portugal och Spanien

Man kan urskilja flera distinkta tidsperioder i världsekonomin under krisförloppet:

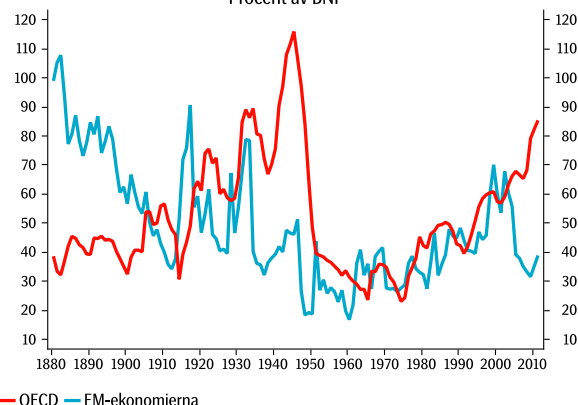
- **Under högkonjunkturen 2004 till 2007 var finanspolitiken relativt expansiv.** Under globaliseringens mest euforiska fas försattes därmed möjligheterna att pressa ned statsskuden för att förbättra beredskapen för framtida chocker.
- **Under finanskrisens akuta fas 2008 till 2009 hade finanspolitiken en tydligt expansiv inriktning i de**

flesta länder. Såväl specialdesignade stimulanspaket som verkan av automatiska stabilisatorer bidrog till detta.

- **Under de senaste åren (2011-2013) har en ganska kraftig åtstramningspolitik dominerat.** Efter ett mellanår 2010 framtvingades stora åtstramningar i eurokrisens spår. I Sydeuropa motsvarar åtstramningseffekten ca 2 procent både 2012 och 2013. I USA är effekten som störst 2013 då den uppgår till 2 procent av BNP.
- **Lättare finanspolitik 2014-2016.** Vi är nu på väg in i en fas med neutral finanspolitik. Tillväxten är fortsatt måttlig och resursutnyttjandet är lågt samtidigt som de faktiska budgetunderskotten kommit ner till mindre alarmerande nivåer.
- **Åtstramningar på längre sikt.** Den höga statsskulden i kombination med demografiska påfrestningar kommer på sikt att tvinga många utvecklade länder till besparingar. Det är troligt att denna finanspolitiska fas börjar när resursutnyttjandet på medellång sikt (tre-fem år) når normala nivåer.

Offentlig skuld i OECD & EM-ekonomierna

Procent av BNP



Källa: IMF

Många skäl till omsvängning i debattklimatet

Vår prognos baserad på IMF:s sammanställning av gällande åtgärdsprogram innebär att den sammantagna åtstramningseffekten i OECD-området minskar från 1,1 procent av BNP 2013 till 0,3 procent 2014. Det är inte troligt att nya åtstramningar kommer att lanseras. Internationella organisationer som OECD, IMF och EU-kommissionen börjar allt tydligare förorda en mer expansiv politik. De europeiska krisländerna får ökad respit att nå målet om ett budgetunderskott på 3 procent av BNP. Länder som USA och Storbritannien får dock också rådet att ta det lite lugnare med åtstramningarna. En regelrätt stimulanspolitik är fortfarande ovanlig. Japan utgör ett viktigt undantag på global nivå medan Norge och Sverige är exempel på mindre ekonomier som kan dra nytta av underliggande starka finanser.

Offentligt budgetsaldo

Procent av BNP	2012	2013	2014	Skuld*
USA	-8,5	-6,5	-5,4	109,2
Japan	-10,2	-9,8	-7,0	244,6
Storbritannien	-8,3	-7,0	-6,4	97,1
Eurozonen	-3,7	-2,9	-2,5	95,6
Sverige	-0,7	-1,5	-2,0	40,8
OECD	-5,9	-4,7	-3,8	109,5
EM-ekonomier	-2,4	-1,3	-1,3	23,0

* Bruttonskuld år 2014

Källa: IMF, OECD, SEB

Att synen på finanspolitik håller på att förändras beror på många faktorer.

- **De offentliga underskotten är på väg att sjunka betydligt i många länder.** I t ex USA går underskottet från över 10 procent av BNP 2009 till drygt 5 procent 2014. I eurozonen som helhet sjunker underskott ned under 3-procentsgränsen redan i år.
- Åtstramningarna i Sydeuropa har fått **större negativ effekt på ekonomierna än vad gällande tumregler antyder.** Förhoppningar har i hög grad gäckats om att effekterna skulle mildras av motkrafter som lägre upplåningsräntor eller minskat hushållssparande i linje med teorin för s k Ricardiansk ekvivalens.
- **Tilltagande deflationsrisker öppnar upp för generellt mer expansiv politik.** Allt annat lika innebär vår prognos om lägre inflationstakt att realräntan blir högre och penningpolitiken därmed mindre verksam (liquidity trap). Detta stärker motiven för en lättare finanspolitik.
- **Med fortsatt stigande arbetslöshet i Sydeuropa ökar de politiska riskerna.** Att kräva nya åtgärder i takt med att mörkare tillväxtutsikter försvagar de offentliga finanserna skulle öka spänningarna i eurozonen och alltmer undergräva legitimiteten för sittande regeringar. Riskerna för bestående hög arbetslöshet (s k hysteresis) blir också större ju längre arbetslösheten ligger kvar på rekordhög nivåer.
- Åtskilliga beslutsfattare har de senaste åren hänvisat till **slutsatser av de amerikanska ekonomerna Reinhart och Rogoff.** En empirisk studie tycktes visa att en nivå på 90 procent av BNP utgjorde en tydlig gräns för när hög statsskuld börjar hämma tillväxten. Studien visade sig dock innehålla tveksamt urvalsförfarande och tekniska fel. Även om det fortfarande finns många skäl att undvika en galopperande statsskuld har studiens haveri påverkat debatten.

Konkurrenskraft i flera dimensioner

I avsnittet om eurozonen diskuteras krisländernas konkurrenskraftssituation. Sydeuropas anpassning mätt i termer av enhetsarbetskostnader har kommit en bit på väg. Men konkurrenskraften kan också ses i ett bredare perspektiv. Vi ser nu hur företagsklimatet i allmänhet i ökad utsträckning blir ett konkurrensmedel t ex genom att bolagsskatten sänks i åtskilliga länder. Länderna i Sydeuropa ställs därigenom inför dubbla utmaningar. Samtidigt som de måste förbättra effektiviteten i skatteuppbörden måste man också kunna erbjuda konkur-

renskraftiga villkor för att motverka utflyttning av företag och kompetent arbetskraft.

Tvetydig tysk inställning

Tyskland har en nyckelposition när det gäller synen på finanspolitik och har dragit på sig kritik av flera skäl. Dels för att landet i alltför liten grad har bidragit till att balansera åtstramningarna i Sydeuropa, dels för att det så ihärdigt framhållit kraven på att Sydeuropa ska fullfölja åtstramningspolitiken.

Vår prognos tyder på att finanspolitiken i Tyskland i stort sett blir neutral 2013 och 2014 och att landet därmed fortsätter en relativt försiktig linje. När det gäller synen på Sydeuropas problem kan vi se en tvetydighet hos ledande tyska politiker med förbundskansler Merkel i spetsen. I realiteten börjar Tyskland ge efter och acceptera längre respiter när det gäller finanspolitiska mål i Sydeuropa och i Frankrike. Framför allt vill Tyskland ogärna komma i öppen strid med Frankrike eftersom oenighet mellan eurozonens två nyckelländer skulle kunna få breda förtroendekonsekvenser. Samtidigt är det tydligt att en hårdare linje är populär bland väljarna. Inför parlamentsvalet i höst är det troligt att Merkel fortsätter med ganska kärva uttalanden om att Sydeuropas problem är en konsekvens av tidigare försummelse och inte alls har att göra med de nödvändiga besparingar/uppföringar som nu görs.

Svenska stimulanser utan entusiasm

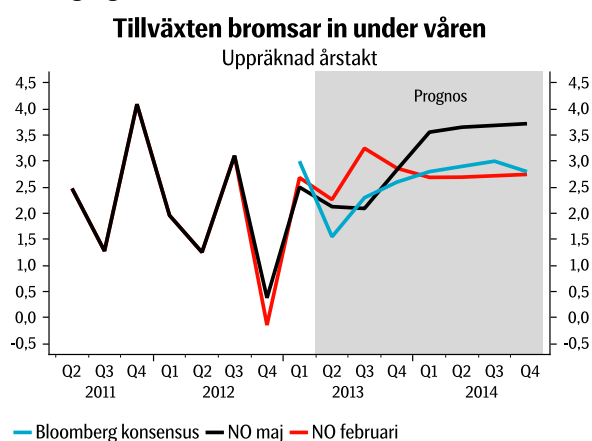
Den svenska finanspolitiken kommer att ha en expansiv inriktning motsvarande 0,7 procent av BNP 2013 och 0,9 procent 2014. Ändå finns tydliga paralleller mellan den tyska och svenska debatten. Trots att såväl statsskuldens nivå som resursutnyttjande talar för en mer offensiv politik tävlar regeringen och Socialdemokraterna om vem som är mest trogen det finanspolitiska ramverket. Den viktigaste orsaken till detta är nog historisk. Tidigare borgerliga regeringar under efterkrigstiden har misslyckats med att hålla kontroll på statsfinanserna. Att finansminister Anders Borg etablerat sig som den främste garanten för sunda statsfinanser har förändrat den politiska spelplanen. S-ledningen verkar tillmäta detta stor politisk vikt och är därför beredd att driva en politik som döms ut av såväl de flesta ekonomer som fackföreningsrörelsen. I denna miljö lär det dröja innan förändringar i det finanspolitiska ramverket genomförs trots att en rad ekonomiska skäl talar för att överskottsmålet är redo för en omprövning.

Hyfsad tillväxt trots åtstramning

- **BNP-tillväxt växlar upp 2014**
- **Huspriser upp med 7-10 procent per år**
- **Arbetslösheten sjunker under 7 procent**
- **Fed lättar på gasen i början av 2014**

En hygglig BNP-tillväxt under första kvartalet bidrar till att **tillväxten 2013 hamnar runt 2 procent**, mätt som årsgenomsnitt. Liksom åren 2010-2012 **bromsar dock ekonomin in under andra och tredje kvartalet**: denna gång som en följd av den finanspolitiska motvinden. Åtstramningsdosen tilltar från motsvarande 1,3 procent av BNP 2012 till 2,0 procent 2013. År **2014** bidrar en mindre stram finanspolitik till att vi förutser en acceleration av BNP-tillväxten till **3,2 procent**; över konsensus.

Att BNP-tillväxten dämpas de närmaste kvartalen ger Fed motiv att fortsätta med månatliga obligationsköp i oförminskad takt. **Först i början av 2014 lättar Fed på gasen** och under andra kvartalet 2014 upphör obligationsköpen när arbetslösheten faller under 7,0 procent. Styrräntan höjs först i början av 2015. **Arbetslösheten mätt som årsgenomsnitt uppgår till 7,6 procent i år och 6,9 procent år 2014**. Prognosen bygger på att arbetskraftsdeltagandet nästa år planar ut efter en längre tids nedgång.

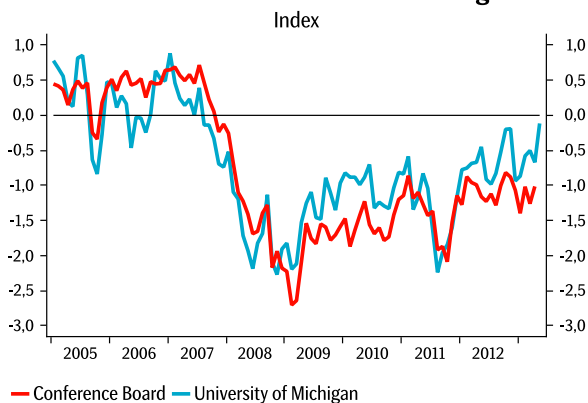


Rika hushåll drar konsumtionslasset

Kombinationen av skattehöjningar och högre bensinpriser har satt avtryck i form av lägre förtroendeindikatorer för hushållen. **Konsumtionen var dock oväntat motståndskraftig under första kvartalet 2013** och ökningstakten steg från 1,8 till 3,2 procent. Troligen bidrar stigande förmögenhetsvärden till att hushållen generellt sett är bekväma med nuvarande låga sparandenivå – **sparkvoten noteras på femårslägsta**. Framför allt gynnas de översta 20 procenten i inkomstfördelningen (som står för 40 procent av konsumtionen) av stigande

aktie- och huspriser. Högre skatter och bensinpriser slår hårdare mot låg- och medelinkomsttagare, vilket återspeglas i att lågpriskedjor som Wal-Mart har flaggat för svag försäljning. De närmaste kvartalen räknar vi med att finanspolitiska åtstramningar och temporärt lägre sysselsättningstillväxt bidrar till en inbromsning för konsumtionen. Mätt som årsgenomsnitt **växer hushållens konsumtion med 2,3 procent i år och 2,8 procent nästa år**.

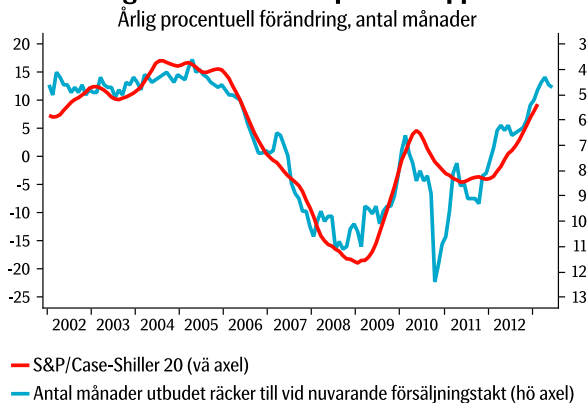
Förtroendet i hushållssektorn är lågt



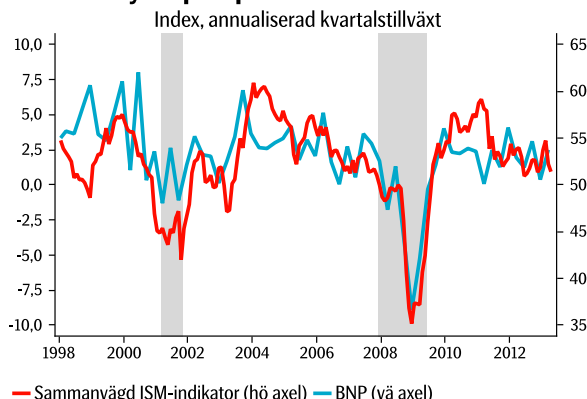
Snabbare prisuppgång på husmarknaden

Bostadsmarknaden fortsätter att stärkas. Såväl bostadspri-
ser som försäljningar steg i fjol och uppgångarna fortsätter kommande år. **Huspriserna** mätt enligt Case-Shillers index förväntas **stiga med 7-10 procent såväl i år som nästa år**. Att husprisprognosen har skruvats upp jämfört med tidigare bedömningar förklaras delvis av lägre utbud (mätt som antal månader stocken av bostäder räcker vid nuvarande försäljningstakt). Rekordlåga bostadsräntor samt index över vad hushållen har råd med pekar i samma riktning.

Lågt utbud driver huspriserna uppåt



ISM tyder på 2 procents BNP-tillväxt kv 2



Källa: ISM, Markit, SEB

Bilden av bostadsmarknaden är dock inte entydigt positiv. Framtidstron i byggsektorn noterar en rekyl nedåt enligt NAHB:s index. Därtill kommer att spekulativa kontantaffärer nu bidrar till ökad bostadsförsäljning. I krisens spår har nämligen många företag, däribland tunga institutionella aktörer som Blackstone, köpt konkursbon för renovering och uthyrning. Kombinationen av låga långräntor och jakten på avkastning driver utvecklingen och utgör en delförklaring till att försäljningen av nya bostäder sackar efter försäljningen av befintliga bostäder. Därmed finns det ett **spekulativt inslag i bostadsmarknaden igen**, även om det är för tidigt att flagga för en ny bostadsbubbla. En växande andel hyresrätter innebär också att hyrorna ökar betydligt långsammare än huspriserna för närvarande. **Bostadsinvesteringarna växer med 15 procent såväl i år som nästa år**, att jämföra med 12 procent i fjol.

Investeringslyft 2014

Efter en stark inledning på 2013 har företagsindikatorerna mattats. En sammanvägning av ISM i tillverkningsindustrin och tjänstesektorn tyder på BNP-tillväxt kring 2 procent under innevarande kvartal, i linje med vår prognos. Förtroendet i småföre-

tagen, som föll brant kring årsskiftet, har samtidigt återhämtat en del av tappet.

Investeringsaktiviteten har hittills under återhämtningen varit mycket låg, vilket inneburit att kapitalstocken minskat. **Om utvecklingen fortsätter skadas ekonomins utbudssida med ihållande svag produktivitet som följd.** Det senaste årets utveckling antyder att potentiell tillväxttakt i ekonomin redan sjunkit; trots real BNP-tillväxt på måttliga 2 procent har arbetslösheten fallit med drygt en halv procentenhet det senaste året. I termer av Okuns lag ligger därmed potentiell tillväxt runt 1 procent för närvarande. Utbudssidan mätt som produktivitet plus arbetskraftstillväxt pekar i samma riktning.

Utbudssidan utvecklas svagt



Vår bedömning är ändå att **tillväxtpotentialen i ekonomin inte har skadats permanent**. De senaste årens osäkra finanspolitiska spelplan har lagt hämsko på investeringarna. Men när nu osäkerheten lättar ligger en **investeringsrekyl i korten**, inte minst med tanke på teknologiska landvinningar inom bland annat olje- och gasutvinning som främst gynnar konkurrenskraften i industrin. Starkare företagsinvesteringar,

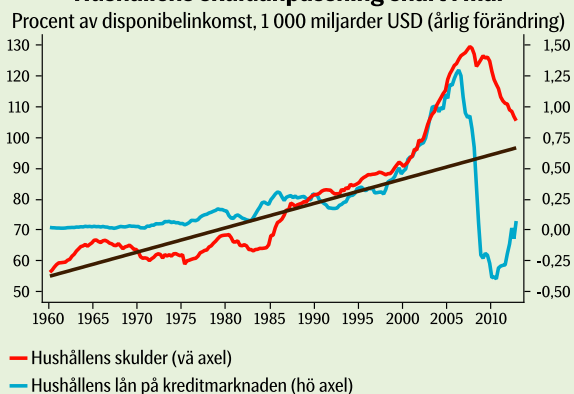
Skuldanpassningen snart över

Från slutet av 2007 till våren 2009 försvann en fjärdedel eller 16 000 miljarder dollar av hushållens förmögenhet. Empiriska studier tyder på att en förmögenhetschock påverkar konsumtionen under en treårsperiod och således skulle effekten av nedgången nu ha värkt ut. Att 90 procent av förmögenhetstappet därtill återtagits sedan 2009 **bidrar till att förmögenheten istället ger ett positivt bidrag till konsumtionen under prognosperioden**. Mätt i relation till inkomsterna är det dock en bit kvar till tidigare toppnivåer; hushållens nettoförmögenhet ligger nu på 544 procent av inkomsten jämfört med 653 procent i slutet av 2007.

Trots stigande förmögenhet de senaste åren har hushållens skuldanpassning fortsatt nedåt. En nyckelfråga för konjunkturåterhämtningen är nu hur länge skuldanpassningen fortsätter. I slutet av 2012 motsvarade hushållens skulder 105 procent av disponibelinkomsten; 24 procentenhet lägre än toppnoteringen 2007. En långsiktig trend, skattad perioden 1960 till 2000, tyder på att jämviktsnivån nu ligger något under 100 procent av inkomsten. Stigande huspriser minskar dock behovet av ytterligare skuldneddragning samtidigt som

kreditmarknadsstatistik pekar på stigande **hushållslån**. Dessa faktorer bekräftar vår tidigare bedömning att **skuldanpassningen upphör 2013**. Därmed skapas förutsättningar för en starkare konsumtionsledd återhämtning 2014.

Hushållens skuldanpassning snart i mål



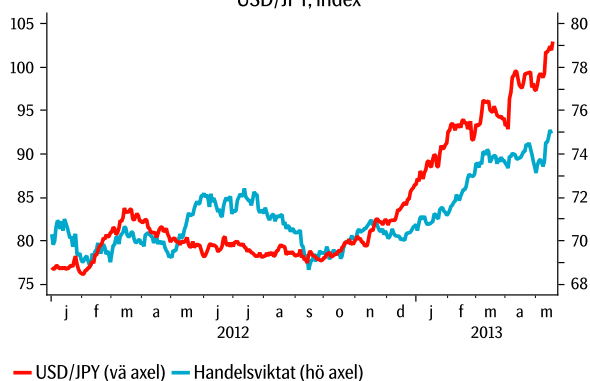
Källa: Federal Reserve, SEB

i kombination med robusta bostadsinvesteringar, bidrar till att BNP-tillväxten lyfter 2014. **Näringslivets investeringar växer med 7,5 procent i år och drygt 11 procent 2014.**

Stark dollar lägger hämsko på exporten

Det finns en tydlig koppling mellan amerikansk export å ena sidan och global efterfrågan och dollarförändringar å den andra. Importen är däremot relativt okänslig för dollarrörelser och påverkas i första hand av den inhemska efterfrågan. **I handelsviktade termer har dollarn stärkts 8 procent sedan i höstas.** Om dollarförstärkningen ligger fast dämpas exporten med 1,5 procentenheter i år enligt våra beräkningar. Givet exportens storlek (knappt 14 procent av ekonomin) blir effekten av dollarförstärkningen 0,2 procentenheter på BNP-nivå. **Utrikeshandeln ger svagt negativa tillväxtbidrag 2013-2014.** Att exportprognosen revideras ned jämfört med förra *Nordic Outlook* motverkas dock bland annat av starkare konsumtionstillväxt.

Starkare dollar
USD/JPY, index



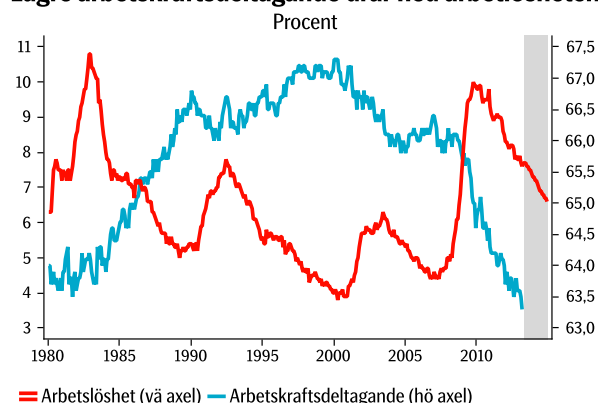
Källa: Macrobond, SEB

Arbetslösheten faller långsamt tillbaka

Sysselsättningen har i genomsnitt ökat med 196 000 per månad hittills under 2013, vilket kan jämföras med 182 000 i fjol. På liknande sätt som de senaste åren dämpas sysselsättningen under våren och sommaren; den här gången eftersom finanspolitiken sätter käppar i hjulen. **De automatiska nedskärningarna i budgeten** slår till med större kraft än vi räknade med i *Nordic Outlook* februari. Detta leder till uppsägningar, inte minst på federal nivå. Enligt kongressens budgetkontor (CBO) innebär nedskärningarna **750 000 färre jobb fram till årsskiftet**. Företagen strävar också efter att återställa produktivitetstillväxt och vinstmarginaler, vilket hämmar sysselsättningen. Sammantaget skruvar vi ned prognosen på kort sikt och spår att sysselsättningen ökar med 140 000 i månaden i snitt 2013. **För 2014 är prognosen att sysselsättningen ökar med 220 000 i genomsnitt per månad.**

Vår sysselsättningsprognos för 2013 är normalt förenlig med oförändrad arbetslöshet. Arbetskraftsdeltagandet, som påverkas av både strukturella (demografiska) och konjunkturella faktorer, fortsätter dock att falla och ligger i slutet av året på den lägsta nivån på 30 år. Detta bidrar till att arbetslösheten sjunker och når **7,6 procent som årsgenomsnitt 2013**. Arbetslösheten fortsätter sedan ned till **6,6 procent i december 2014** och hamnar på 6,9 procent som årsgenomsnitt. Prognosen för 2014 bygger på att arbetskraftsdeltagandet planar ut.

Lägre arbetskraftsdeltagande drar ned arbetslösheten

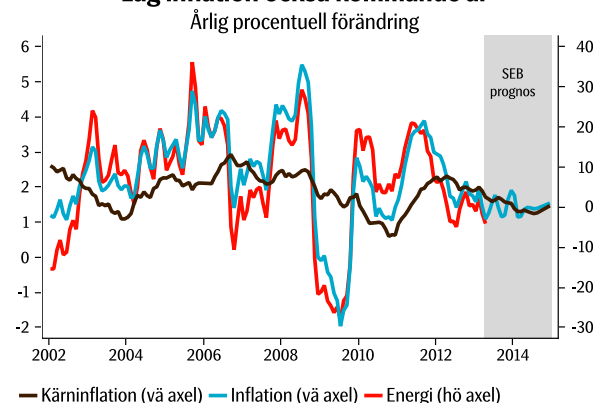


Källa: BLS, SEB

Låg inflation också kommande år

Trots penningpolitisk aktivism och sjunkande arbetslöshet består låginflationsmiljön. Vi räknar med att uppgången i konsumentpriserna stannar **på 1,6 procent 2013 och 2014**. Den bedömningen vilar på att det fortsatt finns en stor mängd lediga resurser i ekonomin. Man kan dock spåra flera orosmoln i inflationsbilden. I vissa branscher är kvalificerad personal en bristvara enligt Beige Book och genomsnittliga timlöner, som föll trendmässigt tills i höstas, har vänt uppåt senaste halvåret.

Låg inflation också kommande år



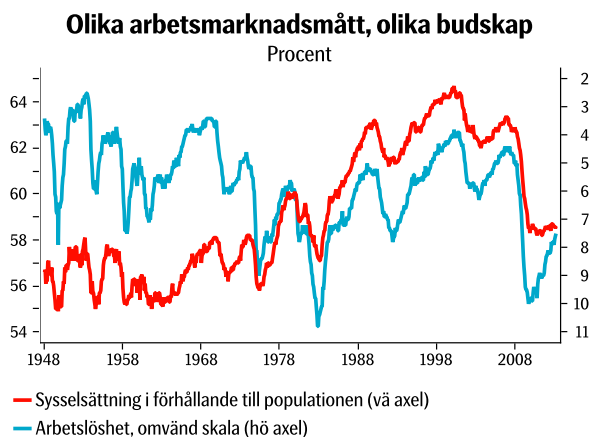
Källa: BLS, SEB

Finanspolitiken mer åtstramande i år

De utgiftssänkningar som trädde i kraft i våras bidrar till att den **finanspolitiska motvinden blir starkare** än vad vi tidigare räknat med och för helåret 2013 motsvarar den **2 procent av BNP**. Öväntat stor motståndskraft i ekonomin i kombination med att en del av utgiftssänkningarna redan låg i prognosbilden är förklaringen till att BNP-prognosen för helåret 2013 hålls oförändrad. Nästa år minskar den finanspolitiska åtstramningen till 0,6 procent av BNP. Den förda finanspolitiken bidrar till att budgetunderskottet minskar från 8,5 procent av BNP 2012 till 5,4 procent 2014. Statsskulden når en topp på 109 procent av BNP år 2014.

De beslutade åtgärderna löser dock inte de långsiktiga budgetproblemen. Enligt CBO:s beräkningar kommer budgetunderskottet att falla till strax över 2 procent 2015 för att därefter åter börja stiga. För en hållbar skuldtutveckling på sikt krävs sannolikt en kombination av utgiftssänkningar och skattehöj-

ningar också för medelklassen. Sedan 1960-talet har transferringar till hushållen ökat från 6 procent till 18 procent av hushållens totala inkomster. 1960 upptog välfärdsprogrammen en tredjedel av de federala utgifterna, att jämföra med två tredjedelar i dag.

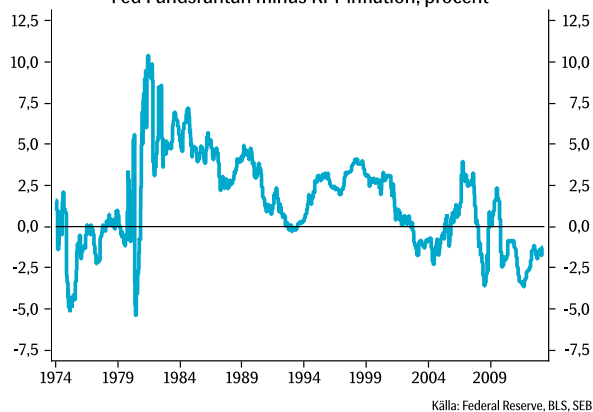


Fortsatta penningpolitiska lättnader 2013

I slutet av 2012 lanserade Fed den öppna arbetslösheten som en av ledstjärnorna för penningpolitiken. Feds forskning visar att arbetslösheten är den enskilt bästa arbetsmarknadsindikatorn. En given förändring i arbetslösheten har starkt förklaringsvärde framåt i tiden; sett sedan 1980-talet gäller att när arbetslösheten faller med en halv procentenhet under en sexmånadersperiod är sannolikheten för ytterligare fall under kommande sexmånadersperiod 75 procent. Men arbetslöshetsmåttet har också begränsningar. De senaste årens arbetslöshetsfall beror i hög grad på att många lämnat arbetskraften. Därmed är mängden lediga resurser i ekonomin troligen större än vad den öppna arbetslösheten indikerar. Detta är ett skäl till att Fed slagit fast att gränsvärdet på 6,5 procent inte nödvändigtvis behöver innebära startskottet för räntenormalisering.

Real styrränta negativ sedan 2009

Fed Fundsräntan minus KPI-inflation, procent



Den viktigaste styrräntan (Fed Funds) har legat på 0-0,25 procent sedan december 2008 och enligt vår prognos **höjs räntan först 2015**. I reala termer har styrräntan varit negativ sedan 2009. Även med eventuellt ny centralbankschef 2014 ligger penningpolitikens inriktning fast enligt vår bedömning. Tipset är att **Bernanke väljer att dra sig tillbaka från hetluften** när hans förordnande löper ut i januari 2014. President Obama får då i uppgift att nominera en efterträdare och ett namn som figurerar flitigt är Janet Yellen som räknas som ränteduva.

Vad gäller obligationsköpen är prognosen att Fed köper bostads- och statsobligationer i oförminskad takt (85 miljarder dollar per månad) till och med december i år. En uppskattning är att köpen motsvarar en räntesänkning med 10 punkter per månad. 2014 trappas köpen ned till 60 miljarder per månad under en tremånadersperiod. När obligationsköpsprogrammet avslutas i mars 2014 är **balansräkningens omslutning närmare 30 procent av BNP** att jämföra med 24 procent i dag. Arbetslösheten ligger då på 7 procent enligt våra prognoser vilket kan vara förenligt med den "påtagliga arbetsmarknadsförbättring" som Fed eftersträvar innan QE avslutas.

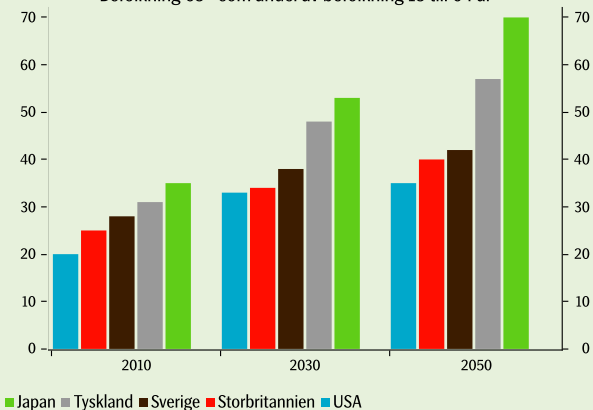
Åldrande befolkning pressar offentliga finanser

I såväl USA som i andra utvecklade länder sätter en åldrande befolkning press på de offentliga finanserna. Inom OECD beräknas andelen av befolkningen äldre än 65 år i förhållande till andelen av befolkningen i arbetsför ålder öka från 14 procent i dag till 34 procent 2050. Läget är mest allvarligt i Japan, men också för t ex Tyskland ser befolkningsutvecklingen dystert ut. För USA:s del är läget ljusare. Många 40-talister går visserligen i pension men inflödet i arbetskraften är betydande. 88 miljoner amerikaner är i åldrarna 10-29 år.

Även om befolkningsutmaningen är gigantisk på många håll finns ljusglimtar. Under krisåren har ett flertal länder, däribland Portugal, Italien och Grekland, genomfört reformer som neutraliserar budgeteffekterna av den åldrande befolkningen. Lägg därtill att prognoser så här långt fram i tiden är behäftade med stor osäkerhet; väldigt små förändringar i underliggande antaganden ger mycket stort utslag 40 år framåt i tiden.

Åldrande befolkning en utmaning

Befolkning 65+ som andel av befolkning 15 till 64 år

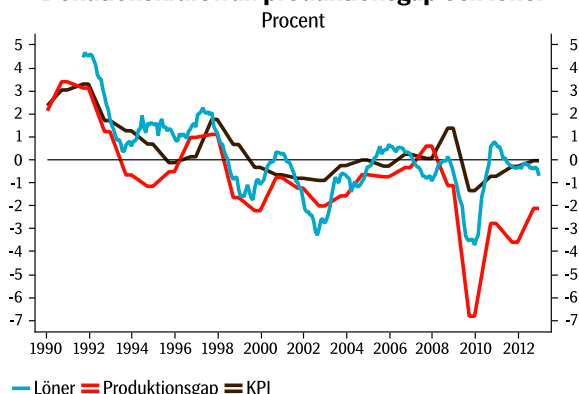


Svagt ljus i lång oprövd tunnel

- **Aggressiv ekonomisk politik ger tillväxt- och inflationslyft 2013-2014**
- **Högre löner och strukturreformer är nyckeln till att bryta 20-årig deflationsproblematik**
- **Abenomics kan lyckas – och misslyckas**

Det brådskar för Japan att stoppa deflationskrafterna, stabilisera statsskulden och hantera konsekvenserna av en snabbt åldrande befolkning. Den expansiva ekonomiska politiken (Abenomics), initierad av den nye regeringschefen Shinzo Abe, har fått såväl omvärldens som japanernas acceptans och väntas lyfta **BNP-tillväxten till 1,7 procent 2013 och 1,4 procent 2014**. Det är nästan en procentenhet över snittet de senaste 20 åren. De ekonomiska utsikterna **bortom 2014** är dock **oklara** och avhängiga stigande löner, ett ökat arbetskraftsutbud, politisk uthållighet och finansiella investerares förtroende.

Deflationskraft från produktionsgap och löner

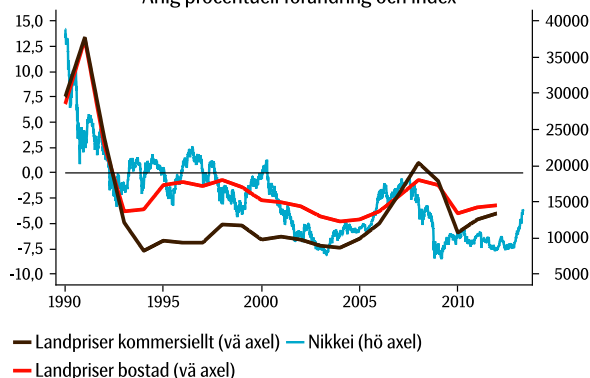


Källa: IMF

De finansiella reaktionerna på den ekonomiska politiken har varit kraftiga. **Tokyobörsen** (Nikkei) har stigit med 55 procent de senaste sex månaderna (motsvarande nästan 2 000 miljarder dollar). **Yenen** har under samma period försvagats med 25 procent i effektiva termer medan **långa räntor** stigit med ca 15 räntepunkter till 0,85 procent. Vår syn är att **yenen fortfarande är övervärderad med ca 10 procent**. Prognosen är därför att **USD/JPY** stiger till 110 i slutet av året och till 120 vid utgången av 2014.

Deflationskraft också från tillgångssidan

Årlig procentuell förändring och index



Källa: Statistics Bureau of Japan, Macrobond

Tillväxten väntas bli bredbaserad 2013-2014 och får stöd av deprecierande valuta, sjunkande realräntor och stigande förbrukningsmögenheter. Såväl privat som offentlig konsumtion ökar, liksom privata investeringar. Både hushåll och företag har reagerat positivt på Abenomics, vilket återspeglas i stigande förtroende i olika enkäter. Att tillväxten blir starkare 2013 än 2014 beror bl a på att en del konsumtion tidigare läggs till följd av kommande momshöjningar samt på en avtagande effekt av stimulanspaketet. Exporten gynnas av en svag yen och en robust expansion

Abenomics – detta ska den leverera

Japans premiärminister Shinzo Abe har givit namn åt en politik med tre pelare: i. ett betydande finanspolitiskt stimulanspaket (ca 2 procent av BNP) med bl a ökade offentliga investeringar; ii. en nästintill obegränsad expansiv penningpolitik med dubblad monetär bas genom omfattande köp av långa (upp till 40 år) statspapper, nytt inflationsmål på 2 procent samt minskat centralbanksberoende; iii. en tillväxt/strukturpolitik som inbegriper ökat arbetskraftsutbud, förbättrad utbildning/hälsovård och ökad effektivitet i jordbruks/energisektorn.

Abenomics ska åstadkomma följande:

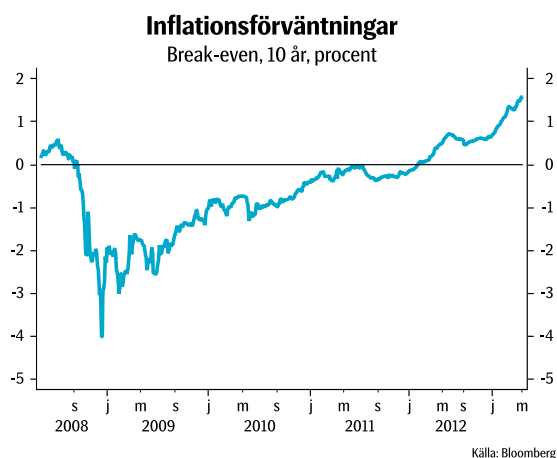
1. Svagare yen. En svag valuta ger manöverutrymme för att genomföra nödvändiga tuffa och tidskrävande reformer. En 10 procentig yenförsvagning ger en exportstimulans som

lyfter BNP-tillväxten med 0,2-0,3 procentenheter. Samtidigt stiger värdet på japanska tillgångar i utlandet. Hittills har värdeökningen motsvarat 1 500 miljarder dollar. Större kapitalbuffertar bidrar till att säkra landets kreditbetyg.

2. Högre löner. Politikernas målsättning är att deflationskraften ska minska och optimismen öka genom stigande löner. Löneökningar skulle mildra momshöjningens genomslag på konsumtionen. Japan får således en kombination av *extern "devalvering"* (svagare yen) och en *intern revalvering* (högre löner), vilket kan förklara den uteblivna globala kritiken mot penningpolitiken.

3. Låga räntor. Om politiken lyckas kan nominella långgräntor stabiliseras kring nivån 0,8 procent samtidigt som realräntorna blir negativa (högre inflation). Det gör att bl a Japans pensionärer får se sina ränteportföljer tappa i värde, ett tapp som delvis kan kompenseras av högre aktiekurser.

i den asiatiska regionen. Hela 25 procent av exporten går t ex till Kina. Tillväxtbilden innebär att **arbetslösheten ligger stabilt kring**, eller t o m faller något under, **4 procent**. Nya regionala konflikter som höjer spänningen i Asien utgör en risk för den japanska ekonomin.



KPI-inflationen exklusive livsmedel blir 0,3 procent 2013 och 2,5 procent 2014. Den viktigaste förklaringen är att momshöjningen 2014 och 2015 lyfter KPI-inflationen med 2,0 respektive 0,7 procentenheter. Stigande importpriser och något högre löner bidrar också till inflationslyftet. I nuläget är det dock för tidigt att avskriva deflationskrafterna. Japan har fortfarande en stor mängd lediga resurser och företagen har hittills varit försiktiga på lönesidan. Erfarenheterna av den lätta penningpolitiken 2001-2007 visar också hur seglivad deflationen är.

Den **offentliga skulden** är i dag 220 procent av BNP och väntas stiga till nära **250 procent i slutet av 2014**. Det är den högsta nivå som någonsin noterats för ett OECD-land. Efter att ha varit nere och vänt under 0,5 procent i slutet av mars/början av april har räntan på **10-åriga statsobligationer stigit till runt 0,9 procent**. Samtidigt har inflationsförväntningarna (B/E,

10 år) det senaste halvåret stigit från 0,5 till drygt 1,5 procent. Därmed har långa realräntor blivit negativa. **Vår prognos är att nominella långräntor förblir låga de närmaste två åren.**

Ägare av japanska statsobligationer

Banker	41 %
Försäkringsbolag	22 %
Pensionsfonder	13 %
Utländska aktörer	7 %
Hushåll	4 %
Övriga	13 %

Källa: Financial Times

För att stabilisera skuldnivån behövs både lägre utgifter och skattehöjningar. **Budgetunderskottet i år ligger nära 10 procent av BNP**, för femte året i rad. Underskottet väntas minska framöver när tidigare **stimulanspaket fasas ut**. Den planerade **momshöjningen** sker stegvis: från 5 till 8 procent 2014 och vidare till 10 procent 2015. På sikt förväntas ytterligare höjningar av momsen. Men steg måste också tas för att minska den åldrande befolkningens inverkan på de offentliga utgifterna. Regeringen förväntas senare i år presentera en medelfristig plan för hur de offentliga finanserna ska bringas in på en mer uthållig och trovärdig väg.

Arbetskraften har krympt med 0,2 procent årligen det senaste decenniet. Med nuvarande regelsystem kommer takten att accelerera till 0,6-0,8 procent per år de närmaste 10-20 åren. För att hantera situationen planerar Abe-administrationen åtgärder som ska höja förvärvsfrekvensen hos unga och kvinnor. Troligen kommer utökad barnomsorg, samt förändringar i skatte- och bidragssystem som ger incitament för kvinnor att återvända till arbetsmarknaden efter barnafödande, att utgöra viktiga inslag i politiken. Därtill behövs avregleringar och effektiviseringar av sektorer som t ex hälso- och sjukvård, utbildning samt energi och miljö. Regeringen ska inom ett par månader redovisa mer detaljer kring "tillväxtpaketet".

Risker för finansmarknad & världsekonomi

Främst finansiella effekter, inte realekonomiska (Japans ekonomi utgör ca 8 procent av världsekonomin), är det stora hotet mot global tillväxt om Abenomics misslyckas. Japans viktigaste importländer är Kina (24 procent av total import), USA (9), Saudiarabien (8), Australien (7) och Sydkorea (5). Snabbt stigande japanska räntor, sprungna ur sjunkande tilltro till Japans möjligheter att underhålla statsskulden samt stigande inflationsriskpremier, skapar problem (värdetapp) för i första hand japanska banker och pensionsbolag, vilka håller merparten av japanska statspapper. Det faktum att Japan har en nettofordran på resten av världen motsvarande 3 250 miljarder dollar (55 procent av BNP), bidrar till att mildra förtroendeproblemen.

I vårt **riskscenario** stiger japanska räntor **150-200 räntepunkter** (= en svagt positiv realränta plus en inflations- och kreditriskpremie på 2 procent). Det ger **banksystemet** en orealiserad **förlust** på 150 miljarder dollar. Enligt Bank of Japan är detta hanterbart även om mindre banker kan få problem. Resultatet blir troligen en **starkare yen** eftersom repatriering av utländska tillgångar behövs för att täcka

förluster; **börsfall** är därmed sannolikt. **Statens budgetunderskott** ökar med ca 1 procent av BNP; effekten är gradvis eftersom den genomsnittliga löptiden på statsskulden är ca 6 år. **Statsskulden höjs** ca 10 procentenheter på två år. Regeringen väntas reagera med **höjda skatter** för att minska budgetunderskottet vilket, tillsammans med sämre exportutsikter, sätter ekonomin i **recession**.

Effekterna på **resten av världen av ovanstående scenario är sannolikt hanterbara**. Situationen skulle förvärras om krisen blev än djupare med allvarliga förtroendeförluster och finansiella spridningseffekter. I ett sådant scenario skulle 1) ränteuppgången bli större, uppemot 400 räntepunkter, 2) även internationella räntor reagerar med uppgångar, 3) USA och Europa kvarstår i lågkonjunktur eller t o m recession. **Det som gör riktigt allvarliga riskscenarier mindre troliga är att Bank of Japan har instrument att förhindra kraftigt stigande räntor**. Genom att lyfta in ränte- och kreditrisk i balansräkningen avtar pressen uppåt på räntorna. Bank of Japan har obegränsade resurser för en sådan politik. Utmaningen blir dock att kunna fortsätta verksamheten med ett oskadat förtroende för ekonomin och ekonomiska politiken.

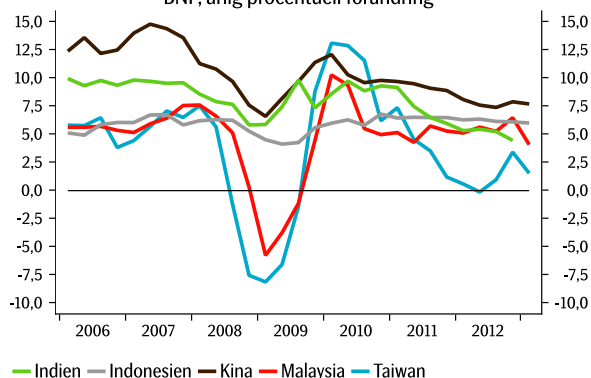
Svag extern efterfrågan bidrar till tillväxt under trend

- **Dämpat inflationstryck och expansiv penningpolitik**
- **Kina: Tillväxt nära trend**
- **Indien: Produktionen bottnar ur**

Efter en återhämtning i de asiatiska utvecklingsekonomierna under fjärde kvartalet 2012 har aktiviteten åter dämpats i början av 2013. **Tillväxten** hamnar även fortsättningsvis **under trend**, men ligger klart högre än i OECD-länderna. Inköpschefsindex har visserligen stigit i flera länder de senaste månaderna men nivåer strax över 50-strecket indikerar att industrin fortfarande har det kämpigt. Exporten har dock stärkts något de senaste månaderna, i första hand drivet av efterfrågan från andra utvecklingsländer. Förbättringen är dock blygsam och exportorderingen pekar på att återhämtningen börjar ebba ut. Den totala exportefterfrågan blir därför svag jämfört med tidigare år och bidrar till att hålla tillbaka tillväxten i regionen både 2013 och 2014.

Asien: Dämpad start på 2013

BNP, årlig procentuell förändring



Regionen har de senaste åren utvecklats i olika takt när vissa länder gynnats av stark inhemsk efterfrågan (Indonesien, Thailand) medan exportberoende ekonomier (Malaysia, Singapore, Taiwan) hämmats av svag extern efterfrågan. Denna divergens är nu på väg att mildras.

Inflationen har fallit tillbaka det senaste året i de flesta ekonomier och ligger på en historiskt låg nivå. Även kärninflationen är dämpad och det finns få tecken på att pristrycket är på väg att öka. Stabila utsikter för de globala råvarupriserna gynnar regionen som är nettoimportör av både metaller och energi. Samtidigt förstärker låga producentprisökningar bilden av en **låginflationsmiljö**. Den gynnsamma inflationsbilden skapar **förutsättningar för en fortsatt expansiv penningpolitik**.

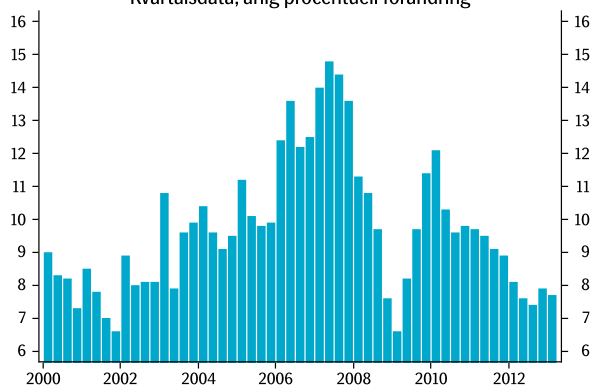
Styrräntorna har hittills under 2013 varit oförändrade i de flesta ekonomier men sänkts i bl a Indien. I slutet av 2013 och under 2014 räknar vi med att styrräntorna börjar höjas i beskedlig takt. Ett undantag är Indien där ytterligare uppmjukning av penningpolitiken väntas då den tidigare uppdrivna inflationen börjar dämpas.

Kina: Stabil tillväxt på lägre nivå

BNP-tillväxten första kvartalet föll tillbaka till 7,7 procent i årstakt jämfört med 7,9 procent fjärde kvartalet 2012. Inköpschefsindex brukar uppvisa en tydlig säsongsmässig förbättring i mars men uppgången blev i år betydligt mindre än vanligt och i april, som vanligtvis är en stark månad, föll index tillbaka. Hårddata för februari är svårtolkade då nyårsfirandet skiftar mellan januari och februari. Marssiffrorna för export och industriproduktion pekar på en svag avslutning av första kvartalet medan detaljhandeln visade bättre motståndskraft. Inledningen av andra kvartalet har varit dämpad; svaga jämförelsetal 2012 och kalendereffekter gör att aprilutfallen för detaljhandel och industriproduktion i själva verket är svagare än vid en första anblick. Sammantaget har bilden av en dämpad återhämtning förstärkts den senaste tiden. **Kinas BNP-tillväxt väntas hamna på 7,9 procent 2013 och på 7,7 procent 2014.**

BNP-tillväxten dämpades under första kvartalet

Kvartalsdata, årlig procentuell förändring



Det svaga BNP-utfallet för första kvartalet möttes av besvikelse på de finansiella marknaderna men myndigheterna verkar ha tagit utfallet med relativt lugn. Tillväxtmålet för 2013 ligger på 7,5 procent, vilket vi bedömer vara nära trendtillväxt. Det finns heller inga tecken på att arbetsmarknaden försvagats. Sett ur ett mer långsiktigt perspektiv var en fördel med BNP-utfallet att tillväxtbidraget från konsumtion översteg bidraget från investeringar. Detta måste fortsätta för att möjliggöra övergången från en tillväxtmodell baserad på investeringar och export till en modell driven av inhemsk konsumtion. Ledarskiftet i Kina är nu formellt genomfört, men det är ännu för tidigt att

avgöra hur reformvillig den nya ledningen är. Ett positivt tecken är dock att centralbankschefen **Zhou Xiaochuan**, som varit en tydlig förespråkare för reformer av den finansiella sektorn, fått förlängt mandat.

Att kredittillväxten ligger kvar på en fortsatt mycket hög nivå trots dämpningen i BNP-tillväxt är oroande. Både det bredaste måttet på kreditgivning, total social finansiering, samt den traditionella bankutlåningen accelererade rejält i mars och överträffade förväntningarna. Den snabba kredittillväxten bidrog till kreditvärderingsinstitutet Fitchs beslut att gradera ned Kinas kreditbetyg ett snäpp till A+ i april. De kinesiska myndigheterna oroar sig framför allt över den kredittillväxt som skapas vid sidan av den traditionella bankutlåningen och har därför börjat strama åt regleringen av kapitalförvaltningsprodukter (s k *Wealth Management Products*). Åtstramningen gör att kredit-tillväxten väntas plana ut under 2013.

Efter en väntad och tillfällig topp i februari, som ett resultat av det kinesiska nyåret, föll inflationen åter tillbaka. I april var inflationen 2,4 procent. Den tillfälliga toppen i februari drevs av prisökningar på livsmedel. Inflationen väntas accelerera något under resten av året, till viss del drivet av stigande fläskpriser. Mätt som årsgenomsnitt **hamnar inflationen på 3,3 procent 2013 och på 3,5 procent för 2014**. Generellt sett är pristrycket lågt med en kärninflation under 2 procent och med producentpriser som fortfarande faller i årstakt.

Bostadspriserna har börjat accelerera igen; mätt i 70 större städer steg priserna med över 10 procent i årstakt i april. Antalet bostadsförsäljningar är volatilt men sedan årsskiftet syns en ökande trend trots att försäljningarna föll tillbaka i april. Myndigheterna har meddelat att åtgärder ska sättas in för att bromsa uppgången på bostadsmarknaden men dessa väntas bli relativt milda för att inte äventyra den blygsamma BNP-tillväxten.

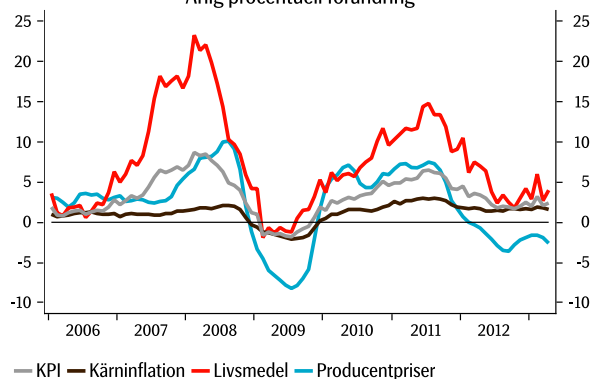
Gott om långsiktiga risker och tillväxtutmaningar

På **kort sikt** domineras riskbilden för den kinesiska ekonomin av den **snabba inhemska kredittillväxten** samt **svag extern efterfrågan**. Bortom vår prognoshorisont finns dock flera utmaningar som kan slå igenom på tillväxten. Den **geopolitiska utvecklingen** i Sydostasien har under det senaste året fått uppmärksamhet. Gränskonflikterna med grannländerna beror i grunden på svårigheter att hantera Kinas växande ekonomiska, politiska och militära inflytande. Ett stigande antal incidenter under senare tid tyder på en ökad risk för en begränsad konflikt mellan Kina och exempelvis Vietnam eller Filippinerna. En sådan konflikt skulle vara geopolitiskt allvarlig men behöver inte nödvändigtvis få så stora ekonomiska effekter. Kinas växande styrka har också bidragit till att i viss mån skifta USA:s fokus från Mellanöstern till Östasien.

Demografiska förändringar utgör en annan utmaning för den kinesiska tillväxten. Enligt Asiatiska utvecklingsbanken gav fördelaktig demografi ett tillväxtbidrag på omkring 0,7 procent per år i genomsnitt till Kinas BNP-tillväxt de senaste två årtiondena. Kina står nu inför en snabb demografisk omsvängning där en minskning av arbetskraften tillsammans med en åldrande befolkning i stället kommer att tynga tillväxten. Effekten kan dock begränsas genom en fortsatt över-

Fortsatt lågt inflationstryck

Årlig procentuell förändring



Källa: National Bureau of Statistics of China

Styrräntan har varit oförändrad sedan sänkningen i juli 2012 och ingen förändring av penningpolitiken väntas under det närmaste halvåret. **Vår bedömning är att styrräntan ligger kvar på 6,0 procent till fjärde kvartalet i år då en höjning med 25 punkter väntas. Under 2014 väntas ytterligare två höjningar upp till 6,75 procent.** Centralbanken har sedan slutet av 2012 fokuserat penningpolitiken på att använda repo-transaktioner för att försöka styra likviditeten i det finansiella systemet. Sedan slutet av 2012 har repotransaktionerna använts för att dra in likviditet. Penningpolitikens fokus har dessutom börjat skifta från utlåningsräntan till inlåningsräntan. Inlåningsräntan väntas höjas från den nuvarande nivån på 3 procent till 3,25 procent vid slutet av 2013 och till 3,5 procent vid slutet av 2014.

Apprecieringen av yuanen gentemot dollarn har under 2013 tagit ny fart och nya rekord har noterats. Centralbanken har accepterat en snabbare förstärkning gentemot dollarn men trycket från marknaden indikerar att apprecieringen egentligen borde gå ännu snabbare. Även i handelsviktade termer har

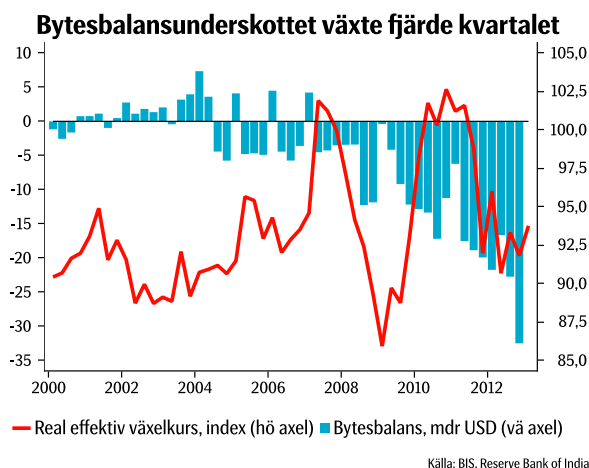
föring av arbetskraft från jordbrukssektorn till industri- och tjänstesektorerna vilket ger stöd till produktiviteten.

Samtidigt stiger missnöjet bland Kinas befolkning över **ojämlikhet, miljöproblem och korruption**. Både den demografiska utvecklingen samt det sociala missnöjet har återkopplingar till Kinas tillväxtmodell. Den nuvarande modellen baserad på statliga investeringar och export har kommit till vägs ände. En övergång till en modell baserad på konsumtionsdriven tillväxt skulle vara ett sätt att hantera både den demografiska förändringen och det folkliga missnöjet. Den åldrande befolkningen gör att behoven av både sjukvård och äldreomsorg ökar. Dessa behov behöver mötas genom utökad offentlig konsumtion vilket i sin tur ger stimulans till den privata konsumtionen genom ett minskat behov av hushållssparande. De lokala myndigheterna har dock ingen intäktskälla som kan användas för att bekosta ökade sociala utgifter. En fastighetsskatt, som redan har börjat prövas i vissa regioner, skulle kunna utgöra en sådan intäktskälla. Generellt har det nya ledarskapet ännu inte visat korten vad gäller Kinas långsiktiga tillväxtutmaningar.

yuanen tydligt stärkts under 2013. Vår bedömning är att apprecieringen av yuanen kommer att fortsätta men i långsammare takt och **USD/CNY väntas stå i 6,10 vid slutet av 2013 och i 6,00 vid slutet av 2014.**

Indien: Tillväxten bottenar ur

Tillväxten i den indiska ekonomin dämpades ytterligare under fjärde kvartalet i fjol och hamnade på historiskt svaga 4,5 procent i årstakt. BNP-tillväxten för helåret 2012 stannade därmed på 5,1 procent. Den **ekonomiska aktiviteten bottenade sannolikt ur under fjärde kvartalet** men det finns inga garantier för en tydlig återhämtning. Inköpschefsindex ligger kvar långt under det historiska genomsnittet och det sammanvägda indexet föll i april till den lägsta nivån sedan oktober 2011. Industriproduktionen har visserligen stabiliserat sig något, men i mars var ökningen blygsamma 2,5 procent i årstakt. Exporten har förbättrats de senaste månaderna och det stora underskottet i handelsbalansen föll tillbaka i februari och mars men ökade igen i april. Det redan omfattande bytesbalansunderskottet växte ytterligare under fjärde kvartalet i fjol. Den reala effektiva växelkursen har åter försvagats på sistone men vi räknar nu med en viss förstärkning mot USD framöver. **Rupien väntas ligga på 51,0 mot USD vid slutet av 2013 och på 48,0 vid slutet av 2014.**



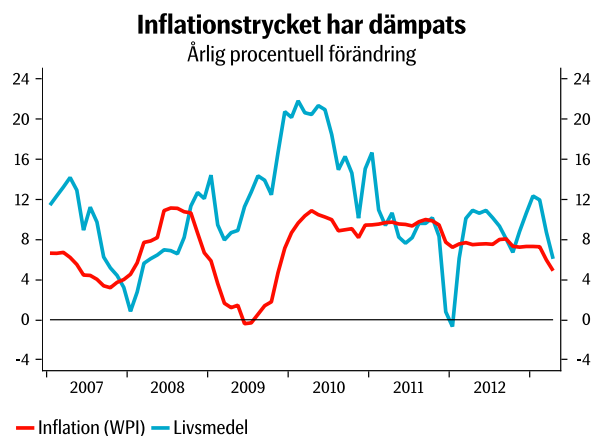
Även den inhemska efterfrågan är svag. Försäljningen av personbilar, som i avsaknad av detaljhandelsstatistik är en viktig indikator för konsumentefterfrågan, föll med över 10 procent i årstakt i april. Sammantaget **stiger BNP med 5,5 procent 2013 och med 6,0 procent 2014.** Ett rejält budgetunderskott kombinerat med begränsat utrymme för styrräntesänkningar gör dessutom att möjligheterna att stimulera ekonomin är relativt små på kort sikt.

Trots reforminitiativ från regeringen (t ex minskade bränslesubventioner och uppmjukade regler för utländska investeringar) finns det **frågetecken kring det fortsatta reformarbetet.**

Möjligheterna för regeringen att driva igenom fler reformer för att stärka tillväxten och minska budgetunderskottet kommer att försämrats ytterligare när parlamentsvalet i maj 2014 rycker närmare. Om inte reformarbetet tar ny fart kommer det uttalade målet att nå tillbaka till en tillväxt på 7-8 procent att förbli avlägset.

Budgetunderskottet har fallit tillbaka något det senaste året men ligger fortfarande på över 5 procent av BNP. Enligt den statsbudget som presenterades i slutet av februari ska minskningen av underskottet fortsätta men regeringen står inför en tuff uppgift. Nästa års val kommer att öka pressen på regeringen att öka utgifterna samtidigt som regeringens egna BNP-prognoserna ser alltför optimistiska ut.

Visst stöd till ekonomin kommer från dämpningen av inflationen de senaste månaderna. I april var inflationen (WPI) 4,9 procent, vilket var den lägsta noteringen sedan slutet av 2009. Mätt som årsgenomsnitt **hamnar inflationen på 5,9 procent 2013 och på 6,5 procent 2014.** Inflationsdämpningen har till stor del drivits av ett markant fall för livsmedelsinflationen och har i sin tur möjliggjort en uppmjukning av penningpolitiken. Centralbankens styrräntesänkning i slutet av januari följdes i mars och i maj upp med ytterligare sänkningar på 0,25 procentenheter vardera till 7,25 procent. **Inflationsdämpningen kombinerat med den mycket svaga tillväxten gör att centralbanken väntas mjuka upp penningpolitiken ytterligare något.** Vår bedömning är att **räntan sänks med ytterligare 0,75 procentenheter** under andra halvåret och därmed ligger på 6,50 procent vid slutet av 2013. Styrräntan väntas ligga kvar på denna nivå under 2014.



Krisen inte över trots massivt ECB-stöd

- **Ledande indikatorer har åter vänt nedåt**
- **BNP stabiliseras tredje kvartalet**
- **Inflationen under 1 procent**
- **ECB tvingas till ytterligare åtgärder**

Sedan förra sommaren har den **finansiella utvecklingen i flera avseenden gått åt rätt håll**. ECB:s åtgärder har minskat riskpremierna, vilket bl a avspeglas i klart lägre ränteskillnader mellan Tyskland och Sydeuropa. Samtidigt har anpassningen när det gäller kostnadsläge och utrikeshandel kommit en bit på väg. Perioderna av marknadsoro, som t ex under Cypernkrisen eller när Portugals författningsdomstol underkände delar av landets konsolideringsprogram, har varit relativt kortvariga med små spridningseffekter till övriga eurokrisländer.

Ändå återstår mycket stora utmaningar. Processen med fördjupad integration inom eurozonen fortskrider i långsam takt och kantas av besvikelser. Vissa steg har tagits mot en bankunion. En sådan skulle kunna bryta sambandet mellan enskilda staters finansiella problem och banksektorn. Vissa länder, framför allt Tyskland, tvekar av rädsla för att tvingas ta kostnader för krisbanker i andra länder. Regionen som helhet befinner sig därtill i fortsatt recession. En av flera viktiga orsaker till recessionen är just en dåligt fungerande transmissionsmekanism på kreditmarknaden som håller nere aktiviteten i Sydeuropa, främst på investeringssidan. Banksystemet i framför allt Sydeuropa tyngs dessutom fortsatt av stigande andel dåliga lån.

I denna miljö ställs olika **aktörer inför svåra avvägningar**. ECB tvingas gå mycket långt i rollen som krislösare och testar gränserna för sitt fördragsmässiga manöverutrymme. Enskilda regeringar pressas hårt när fortsatt recession trycker upp arbetslösheten på ett sätt som skapar sociala spänningar och politisk osäkerhet. Framtiden för eurosamarbetet är därför, i likhet med tidigare, fortsatt osäker.

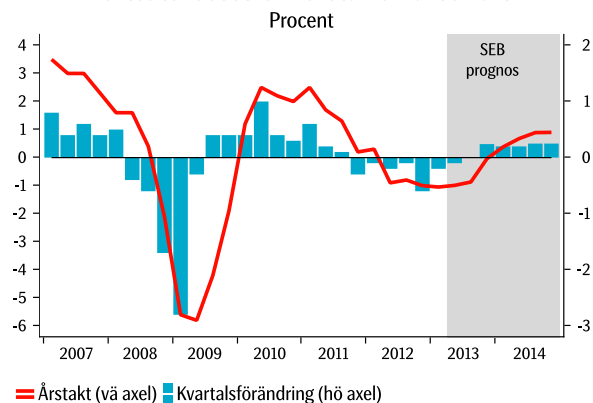
BNP krymper 2013, tillväxt under trend 2014

Indikatorbilden förbättrades i slutet av 2012 men under våren har både inköpschefsindex (PMI) och EU-kommissionens ESI-indikator åter vänt nedåt. Nivån skiljer sig åt mellan olika länder men också i Tyskland har PMI för tillverkningsindustrin glidit under 50-strecket. Tyska IFO-indexet ligger dock fortfarande på en nivå över det historiska genomsnittet. Industriproduktionen har visat en vikande trend det senaste året samtidigt som exporten de senaste månaderna legat på en oförändrad nivå på årsbasis.

Sammantaget fortsatte BNP att krympa under första kvartalet 2013. Nedgången bromsades dock upp till 0,2 procent på kvar-

talsbasis jämfört med 0,6 procent för fjärde kvartalet 2012. Indikatorbilden tyder på en mycket svag utveckling också den närmaste tiden. Vi räknar därför med att BNP faller även andra kvartalet för att sedan nå nolltillväxt under det tredje. Från och med fjärde kvartalet 2013 stiger BNP långsamt. **Mätt som årsgenomsnitt faller BNP med 0,7 procent 2013 medan en tillväxt på 0,7 procent nås 2014.** Vår prognos ligger under konsensus för båda åren och under hela prognosperioden ligger tillväxten klart under den trendmässiga.

Fortsatt recession första halvåret 2013



Källa: Eurostat, SEB

BNP

Årlig procentuell förändring

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

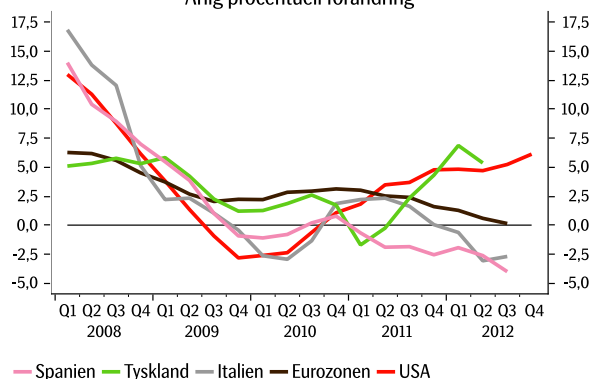
Källa: Eurostat, SEB

Bakom den bräckliga utvecklingen drar krafter åt olika håll.

Exporten visar en hygglig tillväxttakt och får framöver viss draghjälp från en starkare efterfrågan i omvärlden, inte minst från USA. En svagare euro bidrar också till exportuppgången. Den inhemska efterfrågan hämmas av en rad faktorer. **Hushållens framtidstro pressas av politisk osäkerhet, åtstramningar och stigande arbetslöshet.** Hittills har också en relativt hög inflation bidragit till att gröpa ur realinkomsterna, men inflationen är nu på väg ned i snabb takt. Att den finanspolitiska åtstramningsdosen minskar 2014 bidrar också till att motvinden för inhemsk efterfrågan mojnär något.

Skuldtutveckling för icke-finansiella företag

Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond

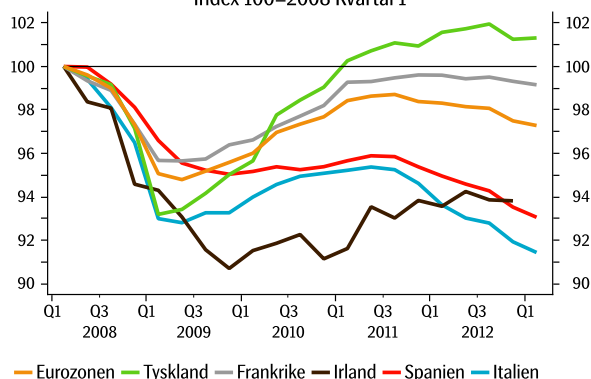
Problemen på kreditmarknaden utgör en viktig hämsko för ekonomierna i Sydeuropa. Trots rekordlåg styrränta fortsätter kreditvolymerna till hushåll och icke-finansiella företag att minska. IMF har exempelvis uppskattat att noterade icke-finansiella företag i Sydeuropa behöver dra ned sina lån med 20 procent; Spanien och Portugal är två länder som pekas ut som speciellt pressade. Även solventa företag har svårt att få tillgång till lån i en miljö där banker generellt krymper sina balansräkningar. Uppenbart krävs **alternativa verktyg till räntan för att komma till rätta med bristerna i transmissionsmekanismen.** En rekapitalisering av banksektorn och tydligare framsteg när det gäller eurosamarbetet för tillsyns- och garantifrågor utgör viktiga pusselbitar för att komma till rätta med problemet.

Ser man tillbaka på BNP-utvecklingen sedan krisens utbrott är det bara Tyskland, av de större länderna i eurozonen, som nu har en högre BNP-nivå än i början på 2008. Frankrike har också återhämtat sig, men BNP-nivån ligger fortfarande ca 1 procent-

enhet lägre än 2008. Irland, vars återhämtning lyfts fram som ett lyckat exempel bland krisländerna, har fortfarande en BNP-nivå som är ca 5 procent lägre än 2008. För de värst drabbade krisländerna fortsätter tappet jämfört med 2008. I Grekland låg BNP-nivån ca 20 procent lägre 2012 jämfört med 2008.

Få länder har återtagit BNP-tappet sedan 2008

Index 100=2008 Kvartal 1



Källa: Macrobond

Tyska exportmotorn hackar

Trots den relativa styrkan i tysk ekonomi märks nu en tydlig avmattning. Återhämtningen i omvärlden förmår inte kompensera den tyska exportindustrin för svagheter i närområdet. Efter återhämtningen 2010 har exporten mattats av och i löpande priser ligger nivån nu lägre än för ett år sedan. Industriproduktionen har fallit sedan sommaren 2012, men företagen väntar sig en förbättring enligt IFO:s barometer. Även aktiviteten i byggsektorn har försvagats, dock delvis som en följd av det kalla vinter- och vårvädret. Hushållens förtroende och detaljhandels försäljning ger olika signaler för tillfället; detaljhandeln föll i mars samtidigt som konsumentförtroendet förbättra-

Ett år med Hollande i Elyséepalatset

Det är nu ett år sedan socialistpartiets Francois Hollande vann det franska presidentvalet. **Hollandes stöd bland befolkningen har snabbt sjunkit till rekordlåg nivå;** från 60 procent strax efter valet till dagens 25 procent. En skatteflyktskandal runt en minister i regeringen har under våren bidragit till fallet men huvudförklaringen är den svaga hanteringen av Frankrikes ekonomiska problem kombinerat med brutna vallöften. Löften om att stoppa företagens uppsägningar av personal rimmar illa med en arbetslöshet som sedan presidentvalet ökat med 0,8 procentenheter och nått 11 procent. Med fyra år till nästa presidentval och starkt parlamentariskt stöd för Hollande finns i nuläget ändå inget uppenbart inrikespolitiskt hot.

Hollandes uttalade strategi är att **reformer ska genomföras i lugn takt.** De rent kontraproduktiva åtgärder som genomfördes strax efter regeringens tillträde i maj 2012 (ett delvis återtagande av höjningen av pensionsåldern samt ökade skatter) har dock på senare tid svängt mot mer tillväxtvänliga reformer. En mild uppluckring av arbetsmarknadslagarna har klubbats. En hårt reglerad arbetsmarknad fortsätter dock hämma en i grunden stark industrisektor med många ledande internationella exportföretag.

Länder som Spanien, Portugal och Irland har kommit betydligt längre i sina anpassningsprocesser. De har därmed vunnit konkurrenskraft gentemot Frankrike som fortfarande har stora underskott i utrikeshandeln. **Den ekonomiska kräftgången har också försvagat Frankrikes relation till Tyskland.** Frankrike har i praktiken alltid varit den svagare parten i samarbetet men skillnaderna har under de senaste åren blivit allt tydligare. Samtidigt utgör Frankrikes stora och internationellt exponerade banksektor (mer än 400 procent av BNP) en riskfaktor för den finansiella stabiliteten.

Trots den svaga ekonomiska utvecklingen har finansmarknadens förtroende för Frankrike stigit. Räntedifferensen jämfört med Tyskland på tioåriga statsobligationer har sjunkit tillbaka från en toppnivå på nästan 200 räntepunkter i slutet av 2011 till i nuläget 40-50 punkter. ECB:s allt kraftfullare åtgärder har således ökat förtroendet för ett fortsatt samarbete mellan eurosystelet kärnländer. Även om Frankrike och Tyskland har olika strategier och motiv för det framtida eurosamarbetet talar de senaste decenniernas politiska utveckling för att de till slut kan enas.

des. Löneavtal på arbetsmarknaden pekar på löneökningar på 2,5-3,0 procent vilket i låginflationsmiljön ger bra real ökning av köpkraften. Sammantaget räknar vi med **att BNP-tillväxten gradvis återhämtar sig** och som årsgenomsnitt hamnar på **0,3 procent 2013 och 1,3 procent 2014**. Det innebär att den tyska tillväxten båda åren ligger ca 1 procentenhet över genomsnittet för de andra länderna i eurozonen.

Finanspolitiken i Tyskland blir relativt neutral 2013 och 2014 efter en åtstramning motsvarande 1 procent av BNP 2012. Detta innebär att budgetsaldot ligger nära 0 procent av BNP under perioden 2012 till 2014. Tyskland ger således inte efter för omvärldens påtryckningar att föra en mer expansiv politik som motvikt till nedskärningarna i Sydeuropa.

I september 2013 genomförs parlamentsval i Tyskland. Förbundskansler Angela Merkels europapolitik har brett stöd och Kristdemokraterna (CDU/CSU) leder klart i opinionsmätningarna. Merkels liberala koalitionspartner (FDP) ligger dock nära 5-procentsgränsen för att åka ur parlamentet. Det EU-fientliga Alternative für Deutschland har vunnit viss mark men verkar enligt opinionsundersökningarna inte komma in i parlamentet. Mycket tyder därför på att regeringspartierna kommer att förlora majoriteten i parlamentet. Eftersom De gröna har motsatt sig samarbete med CDU/CSU är sannolikheten hög för att en stor koalition mellan Kristdemokrater och Socialdemokrater kommer att tvingas fram; i så fall för tredje gången under efterkrigstiden. Oavsett regeringskonstellation räknar vi med att den tyska europapolitiken ligger fast.

Frankrike i recession

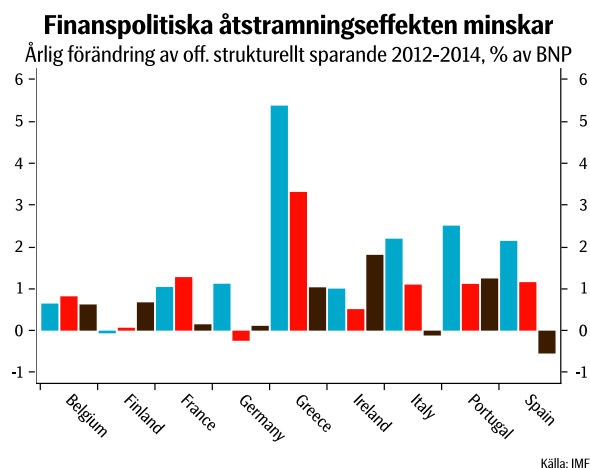
Den inhemska ekonomin i Frankrike visade en påtaglig motståndskraft under den kraftiga internationella ekonomiska nedgången 2008-2009. Under 2011 och 2012 bromsade dock den svaga tillväxten in och fjärde kvartalet 2012 föll BNP med 0,3 procent jämfört med föregående kvartal. Med ett BNP-fall på 0,2 procent första kvartalet i år befinner sig **Frankrike nu i recession**. Det sammanvägda inköpschefsindexet signalerar därtill en betydande risk för fortsatt fallande BNP.

Försvagningen av ekonomin är främst ett resultat av att **den tidigare motståndskraftiga privata konsumtionen** nu pressas av stigande arbetslöshet och besparingsåtgärder. Inte heller den svaga exportutvecklingen ger något tillväxstöd. Då de bräckliga statsfinanserna utesluter finanspolitisk stimulans har regeringen under våren reviderat ned sina BNP-prognoser rejält. Vår BNP-prognos är mer pessimistisk än regeringens och bedömningen är att **BNP faller med 0,2 procent 2013** följt av en **svag BNP-ökning på 0,6 procent 2014**. Den försämrade tillväxtbilden har tvingat regeringen att skjuta upp målet att nå ett budgetunderskottet på 3 procent av BNP; vi tror att det nås först 2015.

Mildare åtstramningspolitik i krisländer

Tecknen på policyshift där fokus flyttas **från framtunga besparingar till att mer tid ges** blir allt tydligare. Samtidigt kommer **än mer fokus att läggas på att lyfta fram strukturella reformer**. Tyskland får ge upp en del av sina tidigare ståndpunkter för att undvika att den negativa spiralen med stigande arbetslöshet och fördjupad politisk osäkerhet fortsätter. Å andra sidan får krisländerna acceptera att Trojkan (IMF,

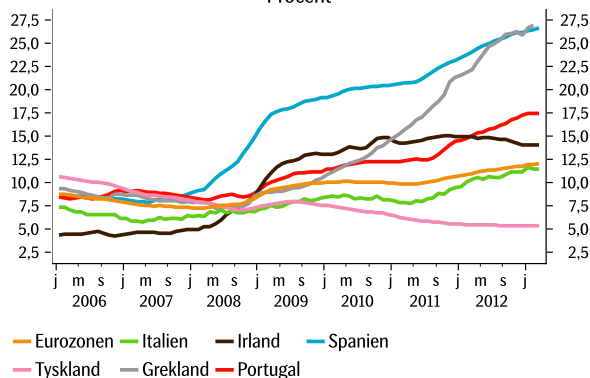
ECB och EU-kommissionen) sitter kvar som övervakare under en längre tid. Portugal har fått längre tid nå sina mål och Frankrike kommer inte att klara budgetmålen 2013 eller 2014. Även Spanien behöver mer tid för att nå de budgetmål som satts upp. Att målen inte nås är till stor del en följd av mörkare tillväxtutsikter. Detta är i sin tur en följd av att de åtstramningar som genomförts fått större negativa effekter på efterfrågan jämfört med traditionella tumregler. **Samttaget minskar åtstramningsdosen** (mätt som strukturellt sparande) från motsvarande 1,4 procent av BNP 2012 till 1,1 procent 2013 och neutral 2014. Det faktiska offentliga underskottet uppgick år 2012 till 3,7 procent av BNP; en klar minskning jämfört med toppnoteringen på 6,4 procent 2009. Underskottet fortsätter ned till 2,5 procent 2014.



Arbetslösheten fortsätter att stiga

Den svaga tillväxten gör att vändningen på arbetsmarknaden dröjer. För eurozonen som helhet steg **arbetslösheten till 12,1 procent i mars 2013**; 1,1 procentenhet högre än för ett år sedan. Divergensen är mycket stor; i Grekland och Spanien är arbetslösheten på väg mot 30 procent samtidigt som Tyskland noterar den lägsta arbetslösheten sedan återföreningen med en nivå på 5,4 procent.

Svag arbetsmarknad i syd



Vi väntar oss att arbetslösheten kommer att fortsätta stiga och att även Tyskland kommer att få känna av en svagare arbetsmarknad framöver. Arbetslösheten i eurozonen stiger till ca 12,5 procent mot slutet av 2013. De sociala och politiska problemen med den höga arbetslösheten utgör ett av de

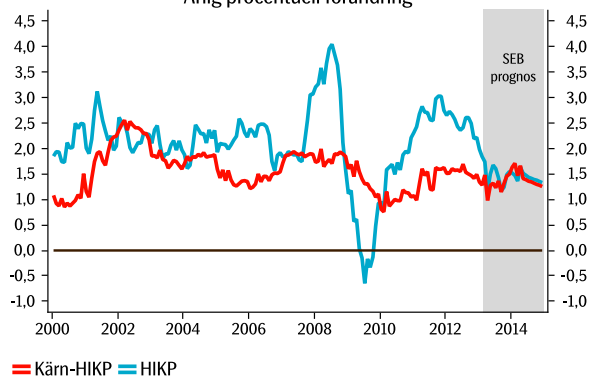
största hoten för den fortsatta reformprocessen. Stor divergens i arbetslöshet ökar pressen och incitamenten att flytta från länder med hög till länder med låg arbetslöshet. En mer rörlig arbetskraft inom eurozonen och EU är positivt, men i detta lågkonjunkturläge kan det även skapa populistiska strömmar och nationell protektionism om jobben.

Inflationen på väg under 1 procent

Inflationstakten har fallit de senaste månaderna och låg i april på 1,2 procent. Lägre energipriser och avtagande effekter av tidigare momshöjningar är två förklaringar till fallet. Svag efterfrågan och låga löneökningar börjar också på bredare front slå igenom i lägre prisökningar. Lägre inflationstakt är en gemensam trend i eurozonen även om det finns tydliga skillnader mellan olika länder. Grekland har deflation och i Irland ligger inflationen på låga 0,6 procent. I Spanien har inflationen fallit från 2,6 procent i mars till 1,5 procent i april. Även i Tyskland ser vi samma rörelse; inflationen var i april 1,1 procent.

Lågt inflationstryck

Årlig procentuell förändring



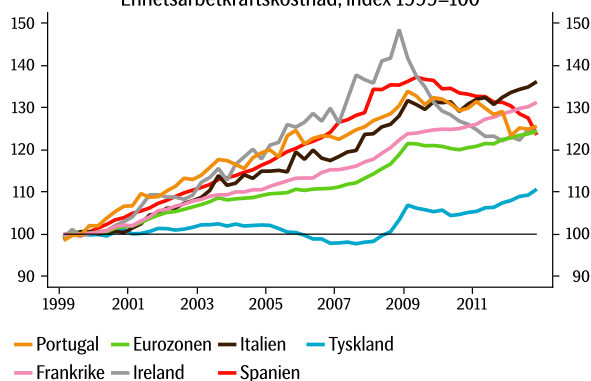
Källa: Eurostat, SEB

Fortsatt låg tillväxt och stigande arbetslöshet skapar ett disinflationstryck i eurozonen. Vi räknar därför med att inflationen fortsätter att pressas nedåt. **HIKP-inflationen når 1,1 procent i slutet av 2013 och 0,9 procent i slutet av 2014.** Mätt som årsgenomsnitt blir inflationen 1,4 procent 2013 och 1,0 procent 2014. Kärninflationen sjunker till i genomsnitt 1,2 procent 2013 och 1,0 procent 2014.

En låg inflation ökar utrymmet för ECB att fortsätta att bedriva en expansiv politik. Att inflationen även i Tyskland är mycket låg fördröjer dock rebalanseringsprocessen i eurozonen. Anpassningen har ändå i andra avseenden gått längre än vad inflationsbilden antyder. Enhetsarbetskostnaderna har fallit i t ex Grekland, Spanien och Portugal medan de stigit med drygt 10 procent i Tyskland de senaste tre till fyra åren. Oroande är att konkurrenskraften fortsätter att försämrans i länder som Italien och Frankrike. Bytesbalansen har också förstärkts relativt kraftigt de senaste åren i Sydeuropa. Detta beror dock främst på fallande import och i mindre utsträckning på ökade marknadsandelar för exportföretagen.

Konkurrenskraften förbättras i vissa länder

Enhetsarbetskraftskostnad, index 1999=100



Källa: OECD, SEB

ECB pressas till allt mer drastiska åtgärder

ECB:s uppdrag har blivit mer komplext det senaste året. Tillväxten är svag och divergerande samtidigt som inflationen visar en fallande trend med tilltagande deflationsrisker som följd. Perifera euroländer möter en utmanande kombination av låg eller negativ tillväxt, höga räntor, stora budgetunderskott samt hög offentlig och privat skuldsättning samt politisk osäkerhet.

ECB:s tydliga avsikt "att göra allt vad som krävs för att rädda euron" samt lanseringen av OMT-programmet har – tillsammans med krisfonden ESM – reducerat euroländers likviditetsproblem, sänkt upplåningskostnader och minskat solvensproblemet för länder som Spanien och Portugal. ECB har knappast något annat val än att fortsätta på den inslagna vägen. Att försöka "vänta ut" politiska strukturreformer riskerar att leda till ett destruktivt ställningskrig med mycket stora risker. Samtidigt kan förväntningarna på ECB som krislösare ibland te sig orimligt höga. Sannolikheten för besvikelser grundade på fördröjningar i struktur- och tillväxtpolitik är därför fortsatt höga.

ECB:s beslut att sänka refinansräntan till 0,50 procent i maj var ekonomiskt logiskt men löser inte kreditproblematiken i framför allt södra Europa. **Ytterligare en sänkning till 0,25 procent** (och en ännu snävare styrräntekorridor) **är trolig och kan motiveras.** Fokus ligger dock på att hålla EONIA-räntan nära 0 procent genom att erbjuda obegränsad likviditet till banksystemet. Vi tror att ECB avstår från att lägga inlåningsräntan under 0 procent eftersom de negativa effekterna för bl a interbankmarknadens funktionssätt samt de systemtekniska utmaningarna överväger de positiva effekterna.

Läget för krisländerna i eurozonen

Nedan följer en genomgång av den senaste tidens utveckling i eurozonens krisländer samt en sammanfattande tabell med ett stort antal variabler för alla euroländer. Syftet är att ta fram en sammanvägd riskbedömning utifrån dessa variabler och hur de ligger i jämförelse med olika typer av riktvärden.

I **Grekland** väntas reformarbetet fortsätta att gå långsamt. Recessionen fortgår och risken finns fortfarande att landet på sikt kan överge euron; risken är främst kopplad till politisk och social oro efter år av besparingar och hög arbetslöshet. Eventuella oenigheter med Trojkan i samband med utbetalningar av stödlån kommer inte att sätta stopp för fortsatta utbetalningar. Trots allt finns vissa ljusglimtar. Budgetunderskottet har fallit, dock mindre av väntat, och bytesbalansens förbättrats. Denna utveckling fortsätter om än i långsam takt. Den mjukare attityden till finanspolitisk åtstramning i eurozonen gör att ytterligare besparingar sannolikt skjuts på framtiden.

Tillväxten i **Irland** har överraskat på uppsidan och exporten har fått hjälp av förbättrad konkurrenskraft. Landet emitterade i mars en 10-årig statsobligation. Att landet nu åter har tillgång till marknadsfinansiering öppnar för en ansökan om att OMT-programmet aktiveras. Irland skulle därigenom kunna bli ett bra exempel på att ECB menar allvar med OMT.

I **Italien** har en bred center-vänsterkoalition tillträtt under ledning av premiärminister Letta. Regeringen har lovat att lätta på åtstramningarna med hänvisning till att landet annars kommer att "dö av enbart besparingar". Vi väntar oss därför en omsvängning bort från förra premiärministern Montis linje i riktning mot en mjukare finanspolitik. Det finns en risk att strukturellt viktiga reformer inom pensionssystemet och arbetsrätt skjuts på framtiden när politiken blir mjukare. Ekonomin förblir svag, men landet kommer troligen att undvika akuta finansieringsproblem. Risken för nyval om regeringen får problem att komma överens om den politiska inriktningen gör att den politiska osäkerheten finns kvar.

Recessionen i **Spanien** fortsätter. En viss uppmjukning av åtstramningarna sker alltså även här. Det är dock svårt att se något

slut på den negativa spiralen med offentlig och privat skuldneddragning som leder till stigande arbetslöshet och fortsatt bo-
prisfall som i sin tur bidrar till att andelen dåliga lån fortsätter att stiga. Huvudscenariot är fortsatt att Spanien kommer att behöva ytterligare stödutbetalningar för att kapitalisera upp banksektorn. Landet har utnyttjat nära 40 miljarder euro av 100 miljarder som har beviljats och resterande utrymme kommer sannolikt att räcka framöver. Den politiska osäkerheten förblir stor och hålls uppe av hög arbetslöshet, kritik mot besparingar och folkomröstningen i Katalonien 2014.

Portugals ekonomi påverkas i hög grad av krisen i Spanien dit närmare 25 procent av exporten går. Författningsdomstolens underkännande av delar av besparingsprogrammen under våren skapade en temporär oro men marknadsreaktionerna blev små och regeringen kom med nya besparingsförslag för att säkra fortsatta utbetalningar av stödlån och förlängning av löptider, bl a höjd pensionsålder till 66 år, minska antalet offentliganställda med 30 000 och öka arbetsveckan för offentliganställda från 35 till 40 timmar.

På **Cypern** genomförs nu åtgärder för att få ner det offentliga underskottet och krympa banksektorn. Detta leder till en djup recession och vi räknar med att BNP faller med 10-15 procent 2013-2014. De finansiella spridningseffekterna till omvärlden tycks ha blivit relativt begränsade.

En tidigare byggboom har skapat problem för banksektorn i **Slovenien** som nu är i ett bräckligt läge. Till det kommer en svag makroekonomisk utveckling och landet kommer troligen att behöva stöd inom en snar framtid. Tidigare kapitalinjectioner har inte varit tillräckliga för att skapa stabilitet. Ekonomin är större än Cyperns (0,4 procent av eurozonens BNP jämfört med 0,1 procent) men banksektorn är betydligt mindre. Omfattningen av ett stödpaket kan därför begränsas och spridningseffekterna till omvärlden blir troligen små. Regeringen har nyligen presenterat ett besparingsprogram för att försöka klara sig utan stöd som bl a innehåller privatisering och en höjning av moms.

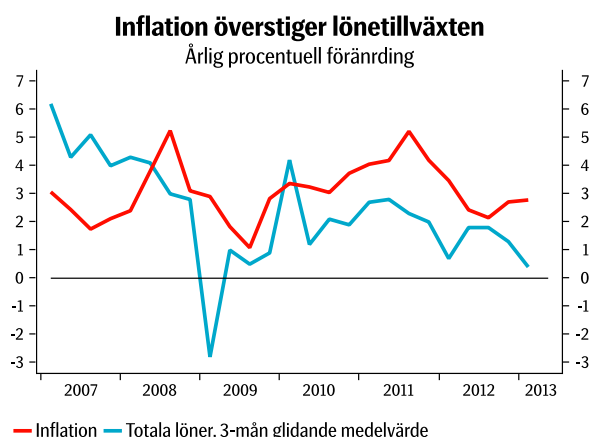
% **% av BNP	Storlek*	Offentlig skuld	Budget- saldo**	Privat skuld**	Bytes- balans**	Utlands- ställning**	Bank- system**	Dåliga lån*	Arbets- löshet*	Politisk risk	Total risk
Malta	0,07	73,1	-2,6	210	-1,5	5,7	800	8,2	6,5	82	Medel
Estland	0,19	10,5	-0,5	133	1,3	-57,8	125	3,7	9,4	66	Låg
Cypern	0,20	86,5	-5,5	288	-8,8	-71,3	750	10,7	14,2	64	Hög
Luxemburg	0,25	20,5	-1,5	326	7,0	107,8	2200	0,4	5,7	95	Låg
Slovenien	0,43	53,7	-4,4	128	0,6	-41,2	130	13,2	9,9	72	Medel
Slovakien	0,82	52,4	-4,8	76	-1,2	-64,4	75	5,3	14,5	78	Medel
Irland	1,59	117,2	-7,7	310	2,4	-96	900	18,7	14,1	83	Hög
Finland	1,80	53,4	-1,7	179	-0,6	13,1	310	0,5	8,2	98	Låg
Portugal	2,51	120,6	-5,0	249	-6,4	-105,0	325	9,0	17,5	70	Hög
Österrike	2,78	74,3	-3,0	161	2,2	-2,3	340	2,7	4,7	90	Låg
Grekland	2,82	161,6	-6,6	125	-7,7	-86,1	225	17,2	27,2	49	Hög
Belgien	3,48	99,8	-3,0	236	-0,2	65,7	320	2,8	8,2	75	Medel
Nederländ.	5,72	70,8	-4,1	225	9,3	35,5	400	3,1	6,4	89	Låg
Spanien	11,90	88,4	-10,2	218	-3,1	-91,7	325	11,2	26,7	51	Hög
Italien	17,91	127,1	-2,9	129	-2,4	-20,6	250	11,7	11,5	66	Medel
Frankrike	20,38	90,3	-4,6	160	-1,9	-15,9	410	4,3	11,0	67	Medel
Tyskland	27,15	81,6	0,1	128	6,5	32,6	320	3,0	5,4	73	Låg
Kritisk nivå		80	-3	160	-3	-35	300			70	

Källa: IMF, Eurostat, EU-kommissionen, Världsbanken, SEB

Pundförsvagning ger draghjälp till brittisk ekonomi

- **Recessionshotet avvärjs**
- **Inflation över målet i år också**
- **Inga nya penningpolitiska stimulanser**

Tillväxt under första kvartalet 2013 innebar att brittisk ekonomi undvek en ny recession, definierat som två kvartal i rad med negativ tillväxt. Pundförsvagningen ger exporten draghjälp framöver och vår bedömning är att **BNP växer med 1,1 procent i år och 1,6 procent 2014**; något över konsensusprognosen för 2013. Inflationen, som överstigit 2-procentsmålet sedan slutet av 2009, biter sig envist fast. **Inflationen blir 2,0 procent i år respektive 2,1 procent 2014**. Det senaste penningpolitiska protokollet stängde dörren för nya stimulanser men läget kan förändras när nye centralbankschefen Mark Carney tillträder i sommar.



Källa: ONS, SEB

Trots draghjälp från negativa realräntor och kvantitativa lättnader ligger **BNP per capita ca 7 procent under toppnivån 2007**. Vid motsvarande tidpunkt efter recessionerna på 1970-, 1980- och 1990-talen låg BNP per capita mellan 5,5 och 7,5 procent över tidigare topp. Ett skäl till att återhämtningen inte tagit fart är att **inflationen överstigit lönetillväxten** ända sedan 2008. Detta har urholkat köpkraften och därmed försvårat skuldanpassningen. Hushållens förtroendeindikatorer ligger kvar på fortsatt låga nivåer men bostadspriserna rör sig uppåt efter flera års stagnation. **Hushållens konsumtion växer med 1,4 procent per år 2013-2014**, långt under genomsnittet i förra konjunkturuppgången 1992 till 2007 på 3,5 procent.

Den svaga konsumtionen gör att ekonomin behöver andra tillväxtmotorer. **Industriproduktionen visar dock inga snara tecken på uppgång** och ett viktat genomsnitt av företagsenkäter tyder på en stagnerande ekonomi. Valutaförsvagningen

har hittills främst satt avtryck i form av stigande importpriser men vi räknar med att förbättrad konkurrenskraft efter hand **banar väg för en exportdriven återhämtning**. Detta förutsätter att eurozonen, den viktigaste exportdestinationen, gradvis finner något fastare mark under fötterna.

Ratinginstituten Moody's och Fitch nedgradering av Storbritanniens kreditbetyg var väntad och marknadsreaktionerna blev små. Beslutet var dock **en svår motgång för finansminister Osborne**. De finanspolitiska åtstramningarna har bl a motiverats av en ambition att behålla AAA-statusen. Den stagnerande ekonomin har medfört att **målet om strukturell balans skjuts på framtiden** och troligen inte uppnås förrän 2016-17. Vår prognos är att politiken ligger fast och åtstramningarna motsvarar 1 procent av BNP också 2013 och 2014. Striden lär dock bli allt hetare inför de allmänna valen 2015. Regeringen får inte bara kritik från oppositionen; även IMF rekommenderar en mindre åtstramande politik för att få fart på ekonomin. Samtidigt förvärras premiärminister Camerons huvudvärk angående europapolitiken. Det egna Torypartiet är splittrat och United Kingdom Independence Party vinner mark på profilfrågan att Storbritannien ska lämna EU. Folkomröstningen om Skottlands oberoende i september 2014 bidrar också till bilden av politisk osäkerhet.

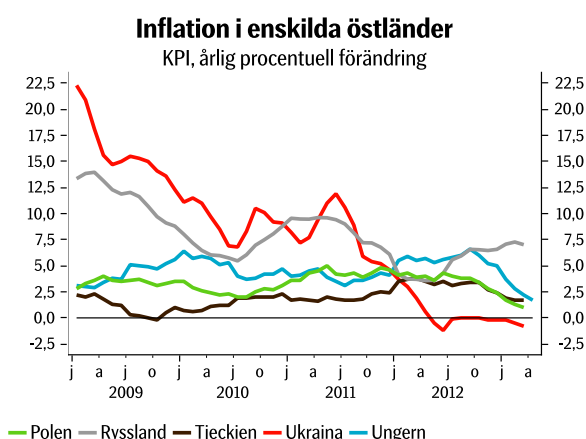
Trots en stagnerande ekonomi fortsätter inflationen överraska på uppsidan. I mars steg priserna med 2,8 procent och inflationsförväntningarna, mätt som skillnaden mellan nominella räntor och realränteobligationer, nådde sin högsta nivå på fem år. Risker **för stagflation som på 1970-talet** höjer ribban för ytterligare penningpolitiska stimulanser. Grundtipset är att **penningpolitiken ligger fast** också när Mark Carney, som tidigare flaggat för expansiva krafttag, har tillträtt som centralbankschef 1 juli. I förhållande till BNP är dessutom Bank of Englands balansräkning större än såväl ECB:s, Feds som Bank of Japans. **Den viktigaste styrräntan höjs dock inte under prognosåren**.

Sett sedan årsskiftet har **pundet tappat mark mot både euron och dollarn**. Efter det penningpolitiska protokollet i mars har dock pundet rört sig uppåt igen. Prognosen är att **EUR/GBP står i 0,84 i slutet av 2014** att jämföra med 0,84 i dag. Mot USD försvagas pundet från nuvarande 1,53 till 1,43. Ett svagare pund på sikt är nyckeln till en mer investerings- och exportdriven tillväxt.

Tillväxtbotten passerad, men trög återhämtning

- Inflationen fortsatt nedpressad
- Ekonomisk-politiska stimulanser sätts in
- Rysk broms, men stimulans och olja smörjer

Konjunkturen i Östeuropa har bottnat under det senaste halvåret. Men det blir en **trög återhämtning**, med start i höst. Indikatorer har sviktat på sistone och på kort sikt fortsätter tillväxten att hämmas av svag efterfrågan i Västeuropa, stigande arbetslöshet samt söderut även av pressade banksystem. Samtidigt stagas inhemsk efterfrågan upp av det senaste halvårets förbättrade externa finansieringsvillkor för stater och företag/banker samt av skarpa inhemska räntefall. I flera länder som t ex Polen och Ungern har även köpkraften stärkts efter betydande nedgång i inflation. Inflationen väntas förbli låg, i närtid nedpressad av vinterns globala råvaruprisfall.



Lägre pristryck och svag tillväxt öppnar även för ekonomisk-politisk stimulans, inte bara via fortsatta lättnader i penningpolitiken som i t ex Polen som väntas genomföra ännu en räntesänkning. **Tre exempel** på detta är: **1. Ungern**, som i april lanserade kreditstimulanser i det BoE-inspirerande programmet "Funding for growth" där bl a banker ska få låna hos centralbanken till nollränta förutsatt att pengarna lånas ut till små och medelstora företag. **2. Ukraina**, som nyligen i sin ekonomiska plan för 2013-2014 klart ökade investeringsanslagen. **3. Ryssland**, som är på väg att göra en extra infrastruktursatsning, med finansiering via välfärdsfonden för att inte belasta statsbudgeten, samt genomföra vissa kreditpolitiska stimulansåtgärder.

Sammanvägt **stärks Östeuropas tillväxt något på sex-tolv månaders sikt** med stöd av försiktigt ljusnande utsikter i väst men även av ökad konsumtion och investeringar. **Samtidigt**

består nord/syd-divergensen som präglar Östeuropa de senaste två åren. **Baltikum, Ryssland och Polen fortsätter att visa hyfsad tillväxt** 2013-2014, medan Tjeckien, Ungern och Ukraina reser sig sakta från runt nolltillväxt i år och Kroatien och Slovenien går mot recession även i år. Såväl Ukraina som Slovenien väntas i år få internationella stödlån för att reda ut externbalans- respektive bankfinansiell kris. Ukraina väntas även devalvera sin valuta. Att norra Östeuropa visar relativt sett bättre motståndskraft mot global avmattning och skuldskris i eurozonen beror i hög grad på att ekonomier och banksektorer där är i relativt gott fundamentalt skick.

Ryssland går sämre än väntat. Tillväxten inskränkte sig till 1,6 procent i årstakt första kvartalet i år. Industrins inköpschefsindex (PMI) är ännu över expansionsgränsen 50 men dalade i vintras från över 52 till 50,6 i april. Bakom detta ligger svagare extern efterfrågan och lägre oljepris. Därtill utvecklas investeringarna svagt och den tidigare så robusta detaljhandels- och kredit tillväxten har sviktat. Den låga arbetslösheten tenderar nu också att plana ut vid ca 5,5 procent (strax under jämvikt). Samtidigt finns positiva krafter för inhemsk efterfrågan framgent. Inflationen har sannolikt toppat under våren på strax över 7 procent och fortsätter sakta ned. Efter en längre paus sedan september 2012 sänks styrräntan i sommar-höst med 75 punkter till 7,50 procent. Därtill ruckar regeringen på budgetdisciplinen. Statsbudgeten 2013-2015 har som mål att finanspolitiken ska bli klart mindre expansiv, främst via dämpade utgifter. Men årets underskott tillåts nog bli något större än kalkylerat. Sist men inte minst antar vi att oljepriset – olja och gas står för hälften av statens intäkter – repar sig till 110 USD/fat. För budgetbalans krävs i år ett oljepris på 115-120 USD/fat. Sammanvägt återhämtar sig tillväxten andra halvåret i år. **BNP ökar med 2,5 procent i år och 3,2 procent 2014** - en **påtaglig nedrevidering** mot *Eastern European Outlook*, mars 2013, samt väl under konsensus. Riskerna är på nedsidan.

Polens tillväxt bromsade tvärt andra halvåret i fjol och har **visat fortsatt svaghet** i starten av 2013. Tillväxttakten första kvartalet i år dämpades till 0,4 procent och det svaga PMI-utfallet för industrin på 46,9 i april, från 48,0 i mars, tyder inte på snar bättring. Men konsumentförtroendet har bottnat och vänt uppåt något sedan i vintras. BNP-tillväxten repar sig under andra halvåret, med näring från stärkta reallöner för hushållen i spåren av inflationsfallet, historiskt låga räntor samt en hyggligt konkurrenskraftig export som stöttas av tysk efterfrågan. Nästa år lyfter investeringarna med stöd av EU-fondmedel. **Tillväxtprognosen sänks med några tiondelar per år** till följd av sänkta utsikter för västeuropeisk och rysk tillväxt, **till 1,8 procent 2013 och 3,3 procent 2014**; ännu väl över konsensus.

Balanserad tillväxt, i fortsatt EU-topp

- **Hushållen leder expansionen**
- **Konkurrenskraft under kontroll - med visst frågetecken för Estland**
- **Lettland får grönt ljus för eurointräde**

De baltiska staterna fortsätter i år - för tredje året i följd - att växa snabbast i EU, även om aktiviteten dämpas i Lettland och Litauen. **Lettlands BNP väntas öka med 3,5 procent, medan Estlands och Litauens BNP ökar med 3,3 respektive 3,2 procent.** Estlandprognosen har sänkts tydligt p g a oväntat svag tillväxt första kvartalet, delvis beroende på minskade offentliga investeringar finansierade med medel från utsläppsrätter vilka var stora under 2012. Ekonomierna **drivs av god inhemsk efterfrågan**, även om de senaste två årens höga investeringstillväxt i Estland och Lettland bromsar in kraftigt och Litauens investeringar bara ökar något efter fjolårets nedgång. Exporten visar hyfsade ökningstal trots svagt Väst-europa och inbromsning i rysk tillväxt; Ryssland är klart största marknad för Litauen (19 procent av total export) och nummer tre för Estland och Lettland. Under 2014, när världsekonomin får något bättre fart, blir de baltiska staternas tillväxt än mer balanserad. **Estlands BNP-ökning hamnar då på 3,7 procent medan Lettlands och Litauens tillväxt åter stärks, till 4,8 respektive 3,5 procent.** Under 2013-2014 når därmed bara Lettland upp över potentiell tillväxt som i alla tre länder bedöms ligga runt 4 procent.

EU-kommissionens sentimentindikator för företag och hushåll har under de senaste tre-fyra månaderna fortsatt att klättra i Litauen men backat något i Lettland och Estland. Dämpningen i de senare är i hög grad kopplad till den globala svackan och industrin. Hushållens relativt ljusa framtidsstro är robust.

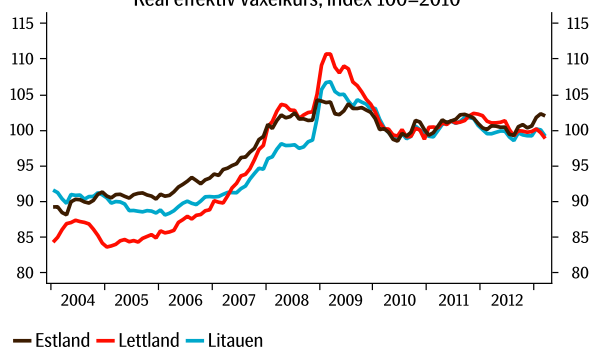
Privat konsumtion har gradvis repat sig efter den djupa ekonomiska krisen 2008-2010. Detaljhandens omsättning har inte varit spektakulär men tuffat på i god takt. Sedan ett år tillbaka har 12-månaderstakten legat vid plus 3-8 procent; högst i tidigare hårdast pressade Lettland. Under överhettningen 2005-2007 var ökningstakten 10-25 procent, påeldad av alltför snabb löne- och kredittillväxt. Ett uppdämt köpbehov efter krisen är en viktig faktor bakom återhämtningen i konsumtion. Hushållens köputrymme och -vilja gynnas också av växande löner, fortsatt gradvis nedgång i den ännu höga arbetslösheten, låga räntor samt i Lettland och Litauen av mildare finanspolitisk åtstramning. **Offentliga finanser är under kontroll** i alla länder och budgetunderskotten väntas i år bli små.

Exporten växer i år och 2014 i modest takt, med ca 5-9 procent, efter en nedväxling från höga, tvåsiffriga nivåer

de senaste två-tre åren. Detta är ändå en hygglig expansion jämfört med många andra länder. **Exportens konkurrenskraft har stärkts** och bevarats efter tidigare interndealveringar. Alla tre länder har mätt över den senaste femårsperioden vunnit marknadsandelar; Estland och Litauen med råge. Även i år blir det troligen marknadsvinster, om än små. Den **reala effektiva växelkursen har också varit påtagligt stabil** efter löne- och prissänkningarna åren 2008-2010. Men som vi tidigare framhållit är **en viss varning på plats för Estlands kostnadsutveckling**. Sedan slutet av 2012 finns en tendens till ett reallt apprecieringstryck i just Estland. Skälet är hög lönetillväxt. Produktivitetstillväxten har de senaste åren släpat efter löneökningarna och först på senare tid finns tecken på att produktiviteten börjat ta fart. Lönerna ökar med 7-8 procent i Estland i år, mot 3,5-4 procent i Litauen och Lettland. Olika löneutveckling påverkar delvis inflationsbilden. Inflationen blir i år fortsatt dämpad i Lettland och Litauen. Även i Estland sjunker inflationen i år men är ännu relativt hög på 3,3 procent trots att ekonomin växer under potential.

Stabil konkurrenskraft efter interndealveringar, men visst kostnadstryck i Estland

Real effektiv växelkurs, index 100=2010



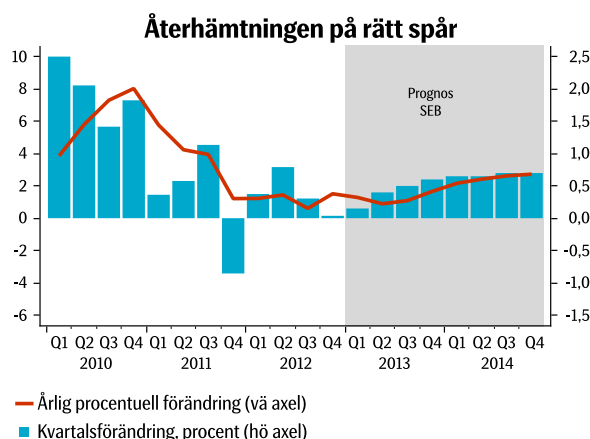
Källa: BIS

Lettland väntas planenligt gå över till euro 2014. Landet uppfyller med god marginal alla Maastrichtkriterier, inklusive kravet om hållbar nedväxling av inflation och budgetunderskott. Konvergens mot ett framtida eurointräde var också ett centralt delmål i det EU/IMF-ledda stödlånprogrammet 2008-2011. Ytterligare ett skäl till att vi tror att Lettland får klartecken efter vårens utvärderingar, som görs av EU-kommissionen respektive ECB, är att EU nog vill visa att europrocessen lever trots kris i flera euroländer. **Chanserna är "50-50" att Litauen klarar sitt mål om eurointräde 2015.** Det blir svårt att få ned inflationen tillräckligt snabbt inför en eventuell utvärdering våren 2014.

Långsam återhämtning fortsätter

- Eurozonen tynger industrin
- Starka hushåll fortsätter konsumera
- Arbetslösheten stiger ytterligare
- Riksbanken sänker på låg inflation

Efter en svag avslutning på 2012 ser tillväxten nu ut att återhämta sig, framför allt drivet av inhemsk konsumtion. Svagheterna i eurozonen fortsätter dock att hämma industrin, vilket leder till dämpad export och investeringstillväxt. Vi räknar därför med tillväxt under trend i år följt av en måttlig acceleration under 2014. Vår prognos är att **BNP växer med 1,3 procent 2013 och 2,5 procent 2014**; i stort sett en oförändrad bild jämfört med *Nordic Outlook* februari 2013. Sysselsättningen har varit starkare än väntat, men högre arbetsutbud talar för att arbetslösheten ändå stiger under större delen av 2013.



Källa: SCB, SEB

Fallande resursutnyttjande och fortsatt låg inflation gör att Riksbanken sänker reporäntan till 0,75 procent i juli. Fortsatt expansiv penningpolitik i omvärlden bidrar till att vi tror att Riksbanken ligger kvar på denna låga nivå under hela prognosperioden 2013 och 2014.

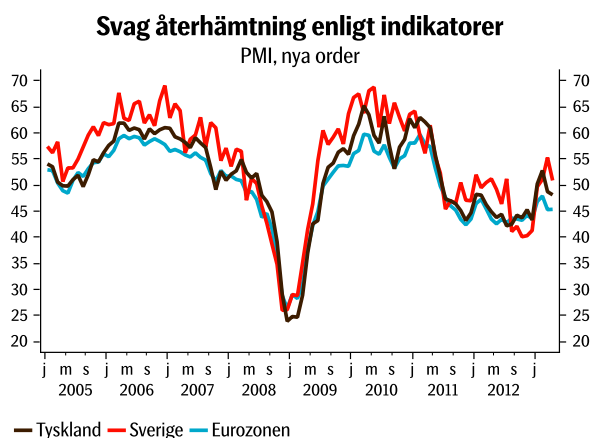
Regeringen har signalerat att finanspolitiken blir fortsatt expansiv under nästa år. Vi räknar med att den **finanspolitiska stimulansen** motsvarande 25 miljarder, 0,7 procent av BNP, 2013 **ökar ytterligare 2014 till 35 miljarder kronor** motsvarande 0,9 procent av BNP.

Skakig återhämtning för exporten

Indikatorer för exportindustrin har återhämtat sig efter fallet i slutet av 2012. Nivån för de flesta indikatorerna är dock fortfarande låg och signalerar att återhämtningen för varuexporten sker gradvis. **Exporten stiger med 1,5 procent under 2013**

och med 4,5 procent under 2014. Återhämtningen av världshandeln är den viktigaste drivkraften bakom den något starkare exportkonjunkturen. Den senaste tidens breda nedgångar av inköpschefsindex visar dock att omvärldskonjunkturen fortfarande är bräcklig. Den relativt starka kronan gör också svensk exportindustri extra känslig för omvärldsbesvikelser.

Investeringarna stod emot nedgången relativt väl under 2012 även om bostadsinvesteringarna föll med ca 10 procent. SCB:s investeringsenkät visar dock att företagen blivit mer försiktiga och industriföretagen planerar t ex en investeringsminskning under 2013. Planerna för tjänstesektorerna är mer blandade, men tyder i allmänhet på en inbromsning jämfört med 2012. Svag efterfrågan och fallande resursutnyttjande har en återhållande inverkan på investeringarna. En stabilisering i antalet påbörjade lägenheter talar för att fallet i bostadsinvesteringar gradvis bromsar upp i år. Sammantaget beräknas **investeringarna öka med 1-2 procent i år för att därefter accelerera till 3 procent under 2014.**



Källa: Markit

Hushållen på fastare mark

Återhämtningen för hushållssektorn har varit starkare än för företagen och hushållens förtroendeindikator ligger nu på högsta nivån sedan slutet av 2011. Hushållen får stöd av en stark inkomstillväxt och ett högt sparande. Det mesta tyder på att konsumtionen fortsätter stiga gradvis i ungefär samma takt som under 2012. En oväntat stark arbetsmarknad och tendenser till nya husprisuppgångar stärker ytterligare bilden av motståndskraftiga hushåll.

Risken för ett **fall i bostadpriserna på kort sikt har minskat betydligt**. Kortsiktiga indikatorer tyder på att huspriserna stiger med drygt 5 procent i år. Den högt uppdrivna prisnivån i kombination med åtgärder för att dämpa utlåningen talar för att huspriserna planar ut nästa år. En ny period med betydande

prisuppgångar i närtid skulle öka riskerna för oönskade prisfall längre fram. Vi tror därför att regering, Riksbank och Finansinspektion kommer att agera om priserna börjar trenda tydligt uppåt på nytt.

Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

	2011	2012	2013	2014
Konsumtion	2,1	1,5	2,0	2,3
Inkomster	3,5	2,5	2,9	2,8
Sparkvot, nivå	10,2	11,4	11,7	12,2

Källa: SCB, SEB

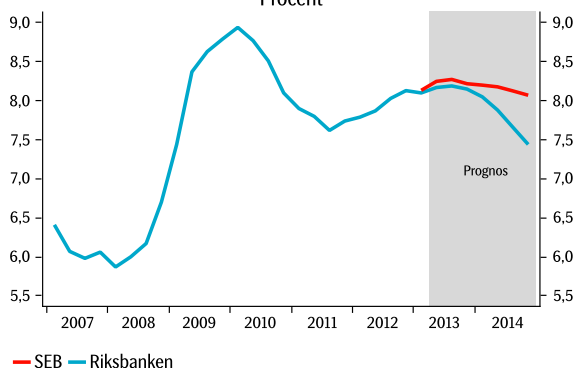
Trögheter i bostadspolitiken

Det strukturellt låga bostadsbyggandet bidrar till att pressa upp bopriserna. I en temaartikel i *Nordic Outlook* februari kontrasterades det låga bostadsbyggandet med den starka befolkningstillväxten under de senaste fem till tio åren. Problemet får gradvis allt större uppmärksamhet i den politiska debatten och trycket på ansvariga politiker ökar.

Regeringen verkar i nuläget fokusera på att luckra upp den hårda hyresregleringen samt minska den byråkratiska processen kring bostadsbyggandet. Vid årsskiftet beslutades till exempel om något friare hyressättning vid andrahandsuthyrning och i början av maj presenterades en statlig utredning med förslag på förändringar av plan- och bygglagen. Processen går dock mycket långsamt och regeringen lär få svårt att erhålla majoritet i riksdagen för sina förslag. Förändringarna i reglerna för andrahandsuthyrning blev till slut mindre omfattande jämfört med regeringens ursprungliga förslag. En förändring av plan- och bygglagen kan därtill träda i kraft tidigast i mitten på nästa år. Större åtgärder för att öka bostadsbyggandet kan komma tidigast 2015, men risken är att det politiska dödläget består även efter valet nästa höst. Samtidigt hämmas byggandet av villor och bostadsrätter av myndigheters strävan att begränsa utlåning till hushåll. Sammantaget tyder det mesta på att bostadsbyggande förblir lågt de närmaste åren.

Arbetslösheten fortsätter att stiga

Procent



Stigande sysselsättning, högre arbetslöshet

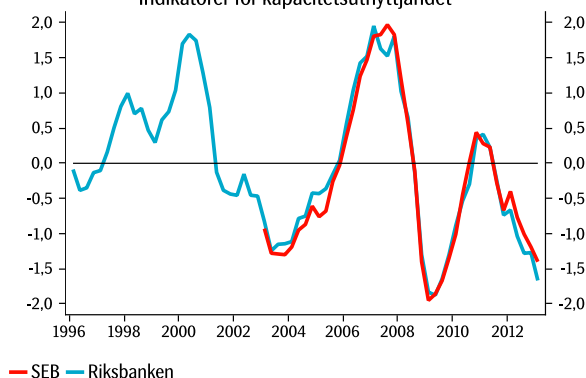
Sysselsättningen försvagades i slutet av förra året, men kortsiktiga indikatorer tyder nu på stabilisering. Vi har därför justerat

prognosen i mer optimistisk riktning och räknar med att den positiva trenden fortsätter i år och sedan accelererar något i takt med snabbare tillväxt 2014.

Trots ökande sysselsättning har arbetslösheten stigit sedan mitten av förra året. Orsaken är att arbetsutbudet ökat mer än i våra prognoser (se temaartikel). En viktig orsak är regeringens åtgärder för att minska sjukskrivningar och förtidspensioneringar. Starkare incitament för arbete via jobbskatteavdraget har antagligen haft betydelse. En annan orsak är ett ökat arbetskraftsdeltagande för personer över den officiella pensionsåldern (65 år). Vi räknar med att arbetskraftsdeltagandet fortsätter att stiga, vilket bidrar till att arbetslösheten stiger under större delen av 2013 och bara faller marginellt nästa år.

Resursutnyttjandet talar för räntesänkning

Indikatorer för kapacitetsutnyttjandet

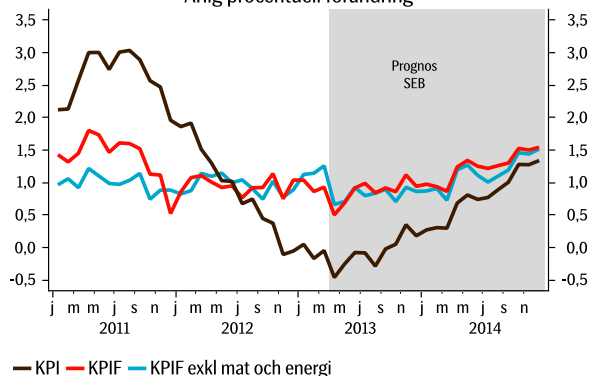


Avtalsrörelsen följer schemat

Avtalsrörelsen ser ut att landa väl trots visst gnissel och en del hot om strejker och lockouter. Treåriga löneavtal har nu slutits för stora delar av arbetsmarknaden och industrins avtal har i huvudsak fungerat som riktmärke. Flera förhandlingar återstår, men risken för större konflikter eller löner som avviker från industrinormen är små. Avtalen innebär kostnadsökningar på 2,2-2,3 procent årligen under de närmaste tre åren och löneökningar på runt 2 procent. Avtalen innebär en tydlig nedväxling jämfört med 2012 och är i nivå med de lägsta treårsavtal som slutits under de senaste 20 åren. Vi räknar med att de totala löneökningarna under de närmaste tre åren i snitt hamnar något under 3 procent per år.

Fortsatt lågt inflationstryck

Årlig procentuell förändring

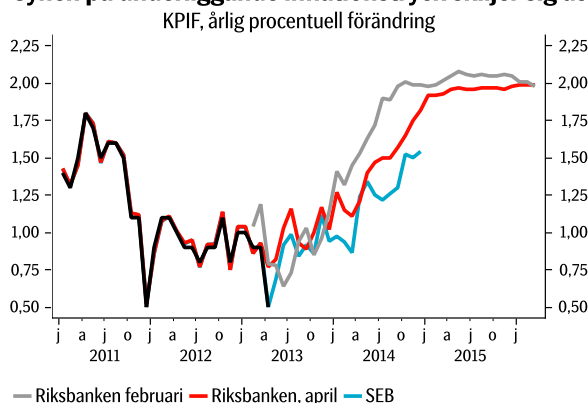


Trots stigande sysselsättning så har kombinationen av högre arbetslöshet och tillväxt under trend medfört att kapacitetsutnyttjandet fortsatt att falla. Nivån ligger nu nära bottenläget från 2009 och lägre än den bottennivå som registrerades i efterdyningarna av krisen i början på 2000-talet.

Inflationen förblir låg

Inflationstrycket fortsätter att vara mycket lågt med en KPI-inflation runt nollstrecket och underliggande inflation KPIF (KPI exkl räntor) som ligger på ca 1 procent. Inflationen skulle ha varit ännu lägre om effekten vid omviktningen i januari hade följt det normala mönstret. Nu noterades ett positivt bidrag till KPI med 0,1 procent att jämföra med ett genomsnitt på -0,25 procent.

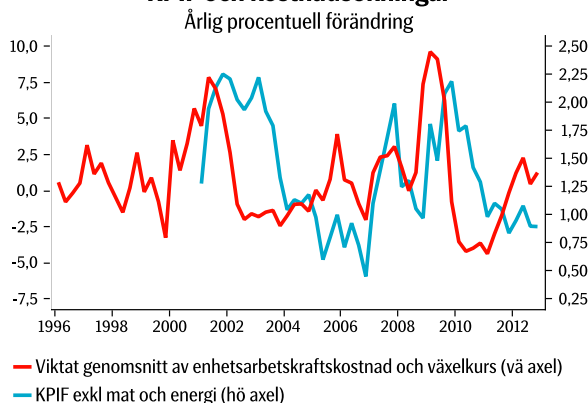
Synen på underliggande inflationstryck skiljer sig åt



Källa: Riksbanken, SCB, SEB

Det mesta talar för att inflationen förblir låg under de närmaste två åren. Kronan väntas stärkas ytterligare, vilket bidrar till att dämpa inflationen under hela prognosperioden. Stigande priser på energi och råvaror har hållit uppe inflationen de senaste åren, men framöver räknar vi med negativa bidrag såväl 2013 som 2014. Att löneökningstakten nu saktar in jämfört med 2012 bidrar också till att hålla nere inflationen.

KPIF och kostnadsökningar



Källa: SCB

Det enda inflationshotet härrör från den låga produktiviteten som driver upp enhetsarbetskostnaderna. En produktivetsdriven inflationsimpuls har i Sverige ofta kommit i situationer med låg tillväxt. Denna gång är dock ökningen i enhetsarbetskostnaden betydligt mindre än den var t ex 2001 och 2009. Inflationsuppgången under dessa år drevs dessutom av rejäla kronförsvagningar i lågkonjunkturernas spår; denna gång får

valutaeffekten motsatt effekt. **Högre enhetsarbetskostnader** är drivkraften för Riksbankens prognos med en snabb inflationsuppgång under 2014. Vår bedömning är dock att Riksbanken överskattar genomslaget på priserna.

Motvillig Riksbank sänker i juli

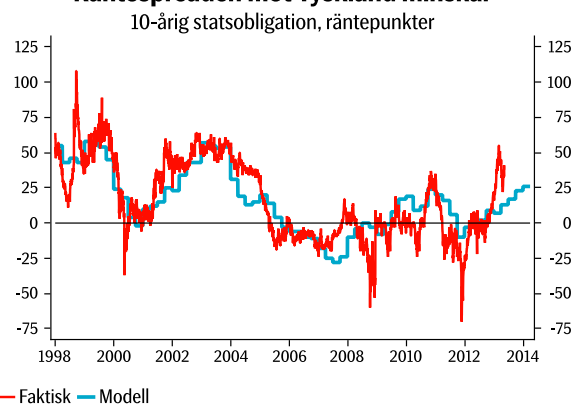
Riksbanken slits mellan å ena sidan en makroprognos som allt tydligare signalerar behov av lägre ränta och å andra sidan en oro för konsekvenserna av stigande bostadspriser och ökad skuldbörda för hushållen. Vår bedömning är att sjunkande resursutnyttjande, låg inflation och en återhämtning som inte riktigt tar fart väger över och att Riksbanken genomför en **sänkning av reporäntan till 0,75 procent i juli**. Fortsatt stimulans från flera av världens centralbanker påverkar också i viss mån beslutet, bl a indirekt via en apprecierande valutas effekter på inflationen.

Vi räknar därefter med att reporäntan ligger kvar på 0,75 procent under hela 2014. Vi tolkar den lägre räntebanan i den Penningpolitiska uppföljningen i april som ett första steg mot en signalering av en mer varaktigt låg räntenivå. Riksbankens dilemma att hantera kombinationen av låg inflation och stigande bopriser och hushållsupplåning blir dock allt tydligare. Troligen kommer Riksbanken allt mer explicit att efterlysa regleringar som dämpar hushållens upplåning. Åtgärder för att öka amorteringar på bolånen är mest troligt. Detta kan antagligen ske genom rekommendationer från Finansinspektionen och Bankföreningen snarare än genom lagstiftning. Ytterligare höjningar av bankernas riskvikter för bolån kan också bli aktuella.

Lägre obligationsspread mot Tyskland

Den svenska 10-åriga obligationsräntan har huvudsakligen legat lägre än den tyska sedan finanskrisen bröt ut 2008. Under de senaste tre till fyra månaderna har situationen varit den omvända; i februari nådde spreaden den högsta nivån sedan 2002. Förbättrad internationell riskaptit har medfört att investeringar i Sverige som en "safe haven" har minskat. Dessutom har Riksgäldens upplåning av 100 miljarder kronor till Riksbankens valutareserv under första kvartalet medfört en tillfällig utbudsökning av svenska obligationer.

Räntespreaden mot Tyskland minskar



Källa: Macrobond, SEB

De senaste månaderna har spreaden mot Tyskland återigen minskat. Vi tror att den trenden fortsätter och att spreaden i slutet av 2013 och 2014 ligger på 20 punkter. Våra styrränteprognoser innebär att ECB sänker sin refinänta till 0,25 procent

och därmed ligger 50 punkter lägre än Riksbanken. Detta talar för att den svenska obligationsräntan i ett lite längre perspektiv kommer att ligga något högre än den tyska. Med den måttliga uppgång som förutses för tyska räntor innebär det att den svenska 10-åriga obligationsräntan stiger till 2,00 procent i slutet av 2014.

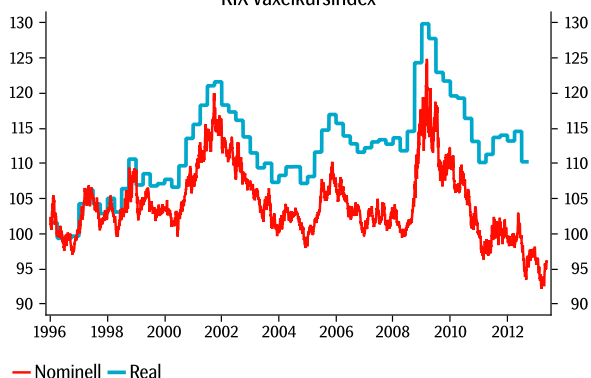
Kronan stärks ytterligare

Riksbankens överraskande nedjustering av räntebanan i april innebar att trenden sedan mitten av förra året bröts. Trots att växelkursindex fortfarande är nära sina starkaste nivåer sedan mitten av 1990-talet tror vi att kronförstärkningen kommer att återupptas andra halvåret 2013.

Kronan har historiskt gynnats när konjunkturutsikterna förbättras. Överskottet i bytesbalansen är fortsatt stort. Att både USA och eurozonen lider av strukturella problem och för en mycket expansiv penningpolitik väntas också bidra till en starkare krona. Mot det står att vår långsiktiga modell signalerar att kronan redan är nära sitt långsiktiga värde.

Kronan fortsätter att förstärkas

KIX växelkursindex



Källa: Macrobond, SEB

Vi räknar därför med en försiktig nedgång i EUR/SEK till 8,35 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 kronan till 111 i slutet av 2014, vilket är 5 procent starkare än idag.

Fortsatt expansiv finanspolitik

De offentliga finanserna försvagas något under prognosperioden som en följd av expansiv politik och låg tillväxt. Det marginella överskottet i det **offentliga sparandet** 2011 vändes 2012 till ett mindre underskott som i år växer till 1,5 procent av BNP 2013 och ökar därefter till 2,0 procent 2014. **Lånebehovet ökar från 25 miljarder 2012 till 154 miljarder 2013.** Ökningen är till viss del konjunkturdriven men beror till största delen på Riksgäldens upplåning åt Riksbanken för att förstärka valutareserven (denna effekt påverkar inte det offentliga sparandet). I motverkande riktning drar vårt antagande om försäljningar av statliga tillgångar för 17 miljarder per år. Exkluderas dessa engångseffekter ligger lånebehovet på ca 60-70 miljarder kronor miljarder. **Statsskulden ökar i år från 32,4 procent av BNP till 35,8 procent av BNP 2013.** Även här beror förändringen till största delen på Riksgäldens upplåning åt Riksbanken för att förstärka valutareserven.

Vi räknar med att finanspolitiken blir än mer expansiv 2014. Det innebär att regering fullföljer den omsvängning som påbörjades i förra budgetpropositionen. Totalt sett landar den **finanspolitiska expansionen** i år, inklusive vårbudgetens ytterligare satsningar på utbildning och infrastruktur, på **ca 25 miljarder** eller 0,7 procent av BNP – i linje med vår prognos. Vi väntar oss att **budgetpropositionen för 2014 innebär en stimulans som ökar till 35 miljarder eller 0,9 procent av BNP.** Flera faktorer talar för fortsatt expansion; hög arbetslöshet och stor mängd lediga resurser, svag efterfrågan och låg statsskuld. Att 2014 är valår samtidigt som flera av partierna i Alliansen kämpar med lågt stöd ökar trycket på ytterligare reformer för att tydliggöra politisk inriktning. Troliga reformförslag, förutom infrastruktur, utbildning och arbetsmarknadspolitik, är ytterligare ett jobbskatteavdrag, sänkt skatt för pensionärer, höjda barnbidrag och att skillnaderna i a-kasseavgift jämnas ut.

Offentliga finanser

Procent av BNP	2011	2012	2013	2014
Finansiellt sparande	0,0	-0,7	-1,5	-2,0
Offentlig skuld	38,3	37,4	40,7	40,8
Statsskuld	33,1	32,4	35,8	36,2
Statens lånebehov, mdr	-68	25	154	63

Källa: SCB, SEB

Debatten om det finanspolitiska ramverket blir allt hetare bland ekonomer och företrädare för intresseorganisationer. Mot bakgrund av den låga statsskuden och det svaga resursutnyttjandet förespråkar de flesta en förändring som öppnar för en än mer expansiv finanspolitik. Finansdepartementet och den socialdemokratiska ledningen håller dock fast vid dagens regelverk. Att framstå som den främste garanten för starka statsfinanser verkar tillmätas stort politiskt värde.

Debatten framstår dock ibland som onödigt polariserad. Det finns goda skäl att justera nivån på budgetmålet, men samtidigt ha kvar det finanspolitiska ramverket i övrigt. **Överskotts-målet har för statens del faktiskt blivit mer åtstramande över tiden.** Ålderspensionssystemets finansiella sparande ligger nu kring noll istället för det överskott på ca 1 procent av BNP som noterades 1998-2008. Antar man att kommunsektorn har balans krävs att staten har ett överskott på en procent av BNP för att målet ska uppfyllas. Tidigare räckte det med att statsbudgeten var i balans. Det var också en grundläggande tanke när målet formulerades på 1990-talet (då som ett överskott på 2 procent av BNP eftersom överskottet i premiepensionssystemet räknades in i det offentliga sparandet).

Trots att statsskuden som andel av BNP har halverats sedan slutet av 1990-talet har alltså målet implicit blivit stramare. Mot denna bakgrund skulle en förändring av budgetmålet till balans i det offentliga sparandet och därmed också i staten vara mycket logiskt. Att ha kvar ett mål som inte uppfylls under en ganska lång period riskerar att gröpa ur trovärdigheten för ramverket, speciellt mot bakgrund av att ingen diskussion förs bland ansvariga politiker om ett lämpligt mål för överskott och statsskuld i 2010-talets ekonomisk-politiska miljö.

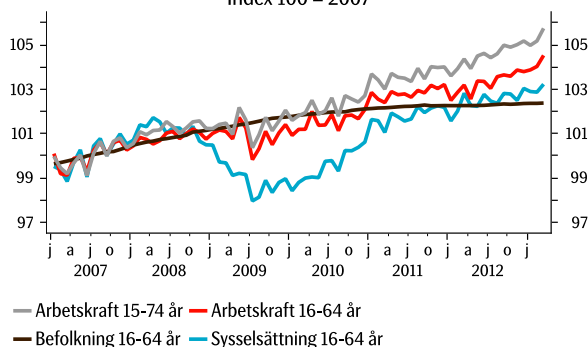
Tema: Svensk arbetsmarknad i förändring

- **Stigande utbud pressar upp arbetslösheten**
- **Kraftig minskning av sjukskrivna och förtidspensionerade**
- **Allt fler jobbar efter 65-årsdagen**

Kombinationen av stigande sysselsättning och ökande arbetslöshet beror på en stark underliggande trend i arbetsutbudet. Antalet personer i arbetskraften har ökat med mer än fem procent sedan krisen bröt ut 2007. Trots att sysselsättningen ökat med drygt 3 procent ligger arbetslösheten kvar på över 8 procent. Som framgår av diagrammet har sysselsättningen vuxit betydligt snabbare än befolkningen. Att arbetskraften ökar så kraftigt är särskilt anmärkningsvärt med tanke på det svaga konjunkturläget; perioder med svag sysselsättning kännetecknas ofta av minskat arbetsutbud.

Arbetskraft och sysselsättning ökar snabbare än befolkningen

Index 100 = 2007



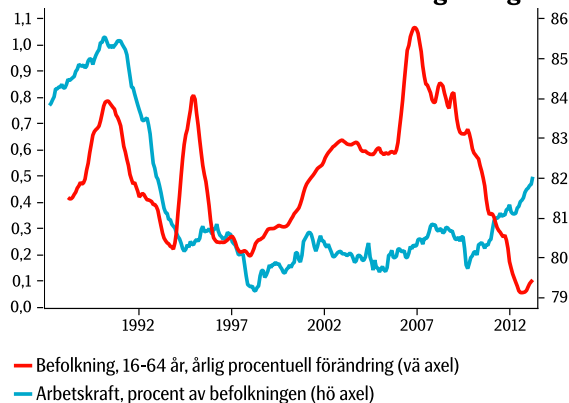
Källa: SCB

Det finns i huvudsak två trender som förklarar den starka tillväxten i arbetskraften. Den viktigaste komponenten är att arbetskraftsdeltagandet bland personer under den officiella pensionsåldern, 65 år, har stigit med nästan 3 procentenheter. En kraftig uppgång av antalet personer som fortsätter att arbeta efter den officiella pensionsåldern är en annan viktig förklaring. Antalet sysselsatta i åldrarna 65-74 år, som numera ingår i det officiella måttet på sysselsättning, har fördubblats till 150 000. Denna ökning motsvarar nästan hälften (1,3 procentenheter av 3) av den totala sysselsättningsökningen sedan 2007. Uppgången är delvis en effekt av att antalet personer i detta åldersintervall ökat, men sysselsättningsgraden (som andel av befolkningen) har ökat med 50 procent från 10 till 15 procent.

Kraftig minskning av antalet sjuka

Arbetskraftsdeltagandet låg länge kvar på en låg nivå efter fallet under krisen i början av 1990-talet. Delvis berodde detta på stigande genomsnittlig studietid bland de yngre. En väl så viktig förklaring var kraftiga ökningarna av antalet sjukskrivna och förtidspensionärer. Antalet personer i dessa grupper ökade med 125 000 under perioden 1999 till 2005.

Arbetskraftens andel av befolkningen stiger



Källa: SCB

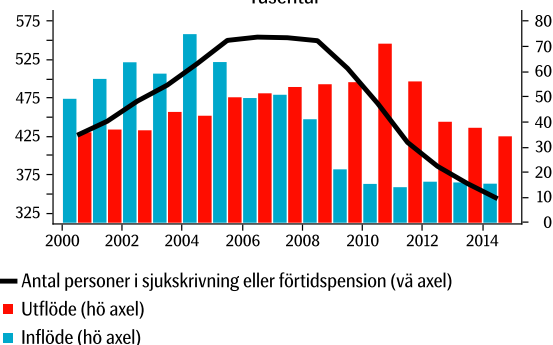
Regeringens översyn av sjukskrivningsprocessen samt ökade incitament för arbete har bidragit till att antalet sjuka och förtidspensionerade minskat med 200 000 de senaste fyra-fem åren. Denna nedgång är i stort sett lika stor som uppgången i arbetskraftsdeltagandet.

Trenderna fortsätter under 2014

Trots vissa tecken på att ovanstående trender håller på att mattas av tror vi att arbetskraftsdeltagandet fortsätter öka 2013 och 2014. Antalet personer som är sjukskrivna eller förtidspensionerade bedöms minska med 15 000-20 000 personer per år under 2013 och 2014. Samtidigt räknar vi med att andelen personer över 65 år som arbetar fortsätter att stiga om än i långsammare takt.

Minskat antal personer med sjukpenning eller förtidspension

Tusental

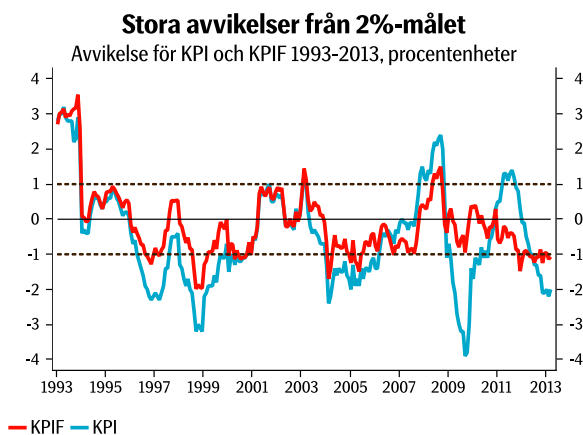


Källa: Konjunkturinstitutet

Att komma in i arbetskraften är dock bara ett första steg mot ett arbete. Riksbanken har t ex lyft fram att en ökande andel av de arbetslösa är lågutbildade och invandrare som av olika skäl har svårt att hitta arbete. Detta kan ha bidragit till en stigande jämviktsarbetslöshet. Ändå drar vi slutsatsen att stigande arbetsutbud bidrar till att risken för flaskhalsar på arbetsmarknaden är mycket liten under de närmaste åren, vilket bl a stöds av indikatorerna för resursutnyttjandet.

- **Växande inflationsmålsproblematik – det brådskar med makrotillsynsverktygen**
- **Asymmetrisk måluppfyllelse för KPI; målet har underskridits 70 procent av tiden**

Svensk inflationsmålspolitik fyller 20 år i år. Den har varit en viktig delkomponent i det stabiliseringspolitiska ramverk som tjänat Sverige väl alltsedan kriserna i början av 1990-talet. Men aldrig tidigare har **penningpolitikens både mål och medel varit föremål för en så intensiv debatt, även internationellt, som i dag; vilka tillkortakommanden har inflationsmålpolitiken, vilket ansvar har centralbankerna för den globala krisen, hur ska gränser dras mellan penning- och finanspolitiken?** Den kanske **viktigaste slutsatsen från de senaste 20 årens utveckling är att prisstabilitet inte automatiskt ger finansiell stabilitet.**



Sedan inflationsmålpolitiken blev operativ 1995 har KPI-inflationen **underskridit målet 2 procent nästan 70 procent av tiden**. Använder vi måttet KPIF (stabil ränta) blir motsvarande siffra 65 procent. KPIF-inflationen var i genomsnitt 2 procent under perioden 1995–2003. Sedan 2004 har **KPIF-inflationen** varit 1,5 procent och **under målet mer än 80 procent av tiden**. Lägg därtill att våra prognoser fram till slutet av 2014 visar att varken KPI eller KPIF når målet 2 procent samtidigt som realränteobligationer i dag prissätter en inflation under målet under lång tid.

Inflationsutfallet är inte symmetriskt. Det innebär att penningpolitiken kan ha varit för stram. Mätt som KPI borde den allmänna prisnivån vara 11 procent högre i Sverige för att vara i helt i linje med 2-procentsmålet sett över hela 20-årsperioden.

De första tio åren kunde styrräntan ha varit lägre. Den reala reporäntan föll visserligen men från en nivå kring 5–6 procent. Under samma period noterade Sverige ett negativt kreditgap (kredittillväxt under trend) som återspeglade både hushålls och företags skuldsanering i efterdyningarna av bubbeleko-

nomin under 1970- och 1980-talen. En jämförelse mellan Sverige, USA och eurozonen, med ett bredare mått för graden av expansivitet/kontraktion visar också att Sverige hade stramare förhållanden än omvärlden. Mer aggressiva sänkningar skulle knappast ha skapat några problem i en miljö där överskottsmålet för statsfinanserna fungerade. Motivet till den alltför strama politiken var att vinna förtroende för inflationsmålet.

De senaste tio åren är svårare att utvärdera. Inflationsmålet har visserligen underskridits men penningpolitiken har varit neutral eller expansiv. Det verkar ganska uppenbart att Riksbanken, liksom andra centralbanker, för sent fångade upp globaliseringens prispressande inverkan på produktionsprocesser. Att i det läget sänka räntan ytterligare, samtidigt som kreditgapet vände runt och blev positivt, hade ytterligare drivit på hushållens skuldsättning och priserna på husmarknaden.

Miljön för att bedriva penningpolitik har varit exceptionell de senaste fem-sex åren i o m den globala recessionen. Inflationen har pressats ned ytterligare men tillväxttakten i utlåning till hushåll/företag har legat kvar på relativt höga nivåer. Det är **dilemmat som Riksbanken fortsätter att konfronteras med:** det finns ett klart utrymme att sänka räntan utifrån ett rent inflationsperspektiv, ett utrymme som däremot inte finns om Riksbanken beaktar hushållens skuldsättning och uppåtgående huspriser.

Överraskande stabila nivåer för inflationsförväntningar för olika samhällsgrupper, och andra mätningar, visar att Riksbanken trots prognosfelen för både inflation och reporänta i förhållande till andra prognosmakare, åtnjuter förtroende. Detta är dock något som också gäller andra centralbanker. Löntagare är mer vinnare än förlorare på Riksbankens bitvis både lyckade och misslyckade penningpolitik. Inflationsmålet har varit en viktig utgångspunkt i löneförhandlingar. Att inflationen blivit lägre har skapat reallöneutrymme. Det är intressant att notera att den senaste avtalsrundan får svårt att ge reallöneökningar om två tre år om Riksbanken lyckas och inflation blir 2 procent. Mycket talar för att i praktiken är det fler som tror att inflationen blir lägre än inflationsmålet 2 procent.

En del hävdar att mer aggressiva räntesänkningar hade skapat fler jobb. De senaste åren är det dock svårt att finna företag som klagat över för höga styrräntenivåer. **Problemet har varit svag efterfrågan som till stor del bestämts av faktorer i vår omvärld.** Att kronan under de senaste 20 åren varit undervärderad borde samtidigt ha mildrat de negativa effekterna för främst exportindustrin av stigande reallönekostnader.

Tjugo år har passerat: *hur ser de kommande 10 åren ut?* Inte bara Riksbanken rör sig i okänd terräng. Inflationsmålpolitiken lär överleva i någon form, men trenden tyder på ökat fokus på någon form av nominellt BNP-mål. En viktigare fråga för såväl Riksbanken som andra centralbanker är dock vilka nya makrotillsynsverktyg som utvecklas och vem som ska äga dem.

Tillväxten dröjer, men gradvis återhämtning väntas

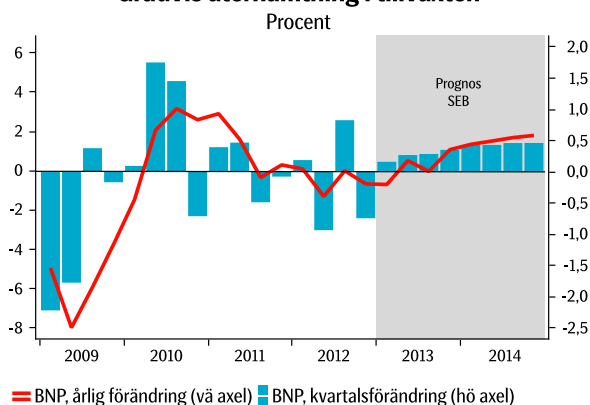
- **Lägre tillväxt drivet av minskande export**
- **Kraftigt inflationsfall höjer reallönerna**
- **Små effekter av tillväxtpaket**
- **Säsongsmässig nedgång i bytesbalansen**

Fjärde kvartalet 2012 föll BNP med 0,7 procent drivet av minskande export och indikatorerna pekar på svag tillväxtkraft i början av 2013. Utsikterna bör dock förbättras allt eftersom den globala återhämtningen fortsätter och tillväxten bottenar ur i eurozonen. Stabiliseringen för reallönerna efter det kraftiga inflationsfallet ger stöd. Tillväxtprognosen för 2013 har reviderats ned jämfört med *Nordic Outlook* februari; i första hand på grund av den svaga tillväxten under fjärde kvartalet 2012. **BNP bedöms öka med 0,2 procent i år och med 1,6 procent 2014.**

Reallöneökningar ger stöd

Den privata konsumtionen har rört sig sidledes i flera år på grund av fallet på bostadsmarknaden. Konsumentförtroendet är nedpressat och detaljhandel samt nybilsregistrering har fallit under början av 2013. Arbetslösheten håller sig visserligen relativt stabil men detta är inte alltigenom positivt. Den hyfsat stabila nivån förklaras delvis av ett utflöde ur arbetskraften när arbetslösas rätt till ersättning går ut.

Gradvis återhämtning i tillväxten

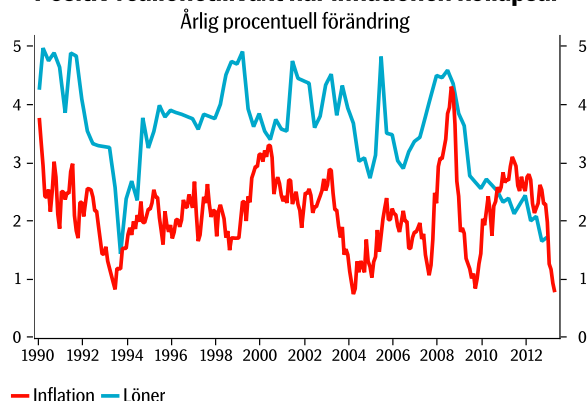


En positiv faktor är att bostadspriserna har stigit under de första två månaderna 2013. Detta kan till viss del förklaras av säsongseffekter, men huspriserna har ändå stigit med 2 procent och bostadsrättspriserna med 8 procent på årsbasis. Det danska bostadslänssystemet innebär att lägre räntor förs vidare till hushållen även om högre avgifter utgjort en motverkande faktor. Bolåneinstituten försöker dessutom få låntagarna att acceptera lån med längre löptider och minska andelen amorteringsfria lån. För att säkra den finansiella stabiliteten är

denna utveckling motiverad, men samtidigt utgör den en cyklisk motvind för tillväxten.

Reallönerna har den senaste tiden skiftat från tillväxthämmande till tillväxstödande. Den nominella lönetillväxten är fortfarande dämpad och väntas så förbli i närtid. En rejäl inbromsning för inflationen till 0,9 procent i årstakt i mars betyder dock att konsumenterna nu gynnas av reallöneökningar. Inflationsnedgången drivs delvis av lägre priser på livsmedel och drycker samt lägre transportkostnader. **Inflationen väntas hamna på 0,8 procent 2013 följt av en något snabbare prisökningstakt på 1,2 procent 2014.** Därmed bedöms reallöneökningarna fortsätta.

Positiv reallönetillväxt när inflationen kollapsar



Medan bostadsinvesteringarna rört sig sidledes under en period har företagens totala investeringar varit förvånansvärt motståndskraftiga och uppvisat stabila ökning under andra halvan av 2012. Då investeringarna nu tenderar att springa ifrån kapacitetsutnyttjandet kan en viss svaghet förväntas.

Aktiviteten i tillverkningssektorn har tappat kraft de senaste månaderna och försvagat förtroende indikerar att Danmark genomgår en kortsiktig korrektion i linje med den globala utvecklingen. En botten väntas dock inom de närmaste månaderna då den globala cykeln vänder.

Liten effekt av mer expansiv finanspolitik

Den offentliga konsumtionen steg rejält under tredje och fjärde kvartalet 2012 efter att ha släpat efter budgeterade ramar under första halvåret.

Regeringen har fått stöd i riksdagen för två "tillväxtpaket". Det första paketet innehåller främst en sänkning av bolagsskatten från 25 procent till 22 procent och en reducering av företagens energiskatter. Paketet är finanspolitiskt neutralt och innehåller även minskat studiestöd och en långsammare löneökningstakt i den offentliga sektorn. Sammantaget väntas en något negativ

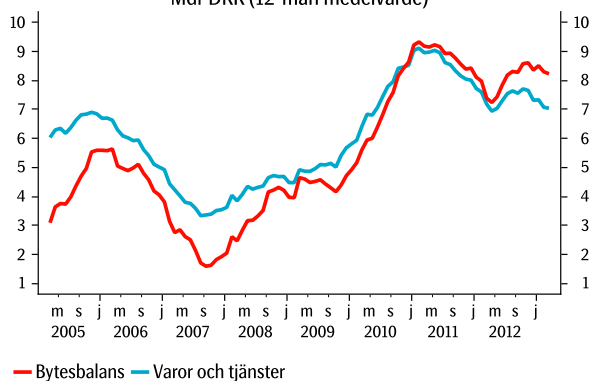
effekt på tillväxten på kort sikt. Det andra "tillväxtpaketet" förlänger skatterabatten på bostadsrelaterade tjänster och innehåller en sänkning av skatten på öl och läsk. Avsikten med den senare är att förbättra konkurrenskraften för återförsäljare nära gränserna. Även detta paket bedöms endast ge begränsade tillväxteffekter. Enligt ekonomi- och inrikesministern har det finanspolitiska utrymme som finns tillgängligt nu utnyttjats. Vi tror att stödet från finanspolitiken kommer att minska framöver jämfört med andra halvan av 2012.

Budgetunderskottet hamnade på 4,1 procent av BNP 2012 men en betydande del av underskottet orsakades av en förtida inbetalning till ett program för tidiga pensionsavgångar, vilket minskar statens långsiktiga åtaganden. **Budgetunderskottet bedöms minska till 1,5 procent i år och nästa år.** Regeringen väntas minska sin likviditetsställning hos centralbanken som byggts upp under flera år. Statsskulden väntas därför sjunka från 45,7 procent av BNP 2012 till 42,5 procent 2014.

Säsongsmässig försämring av bytesbalansen

Bytesbalansen har försämrats de senaste månaderna och utvecklingen kulminerade med ett underskott i mars. Svagare exporttillväxt, som en följd av den globala avmattningen, kombinerades med relativt motståndskraftig import. Exporten till EU-länder har generellt sett fallit, framför allt till Sverige och Storbritannien. Dessutom har transfereringarna minskat, speciellt i mars, men detta är ett säsongsfenomen. Bytesbalansen torde förbättras igen från och med april drivet av en normalisering av transfereringarna och bättre stöd från exporten som en följd av den globala återhämtningen. En förutsättning är dock att eurozonen bottenar ur, givet den omfattande danska exponeringen mot denna region.

Den underliggande bytesbalansen förbättras igen



Efterfrågan på danska värdepapper har varit god under 2013. Utländska investerare har varit nettoköpare samtidigt som inhemska återinvesterat utländska vinster i Danmark. Förklaringen ligger troligtvis i osäkerhet i eurozonen kopplad till det italienska valet samt stödpaketet till Cypern. Räntan på danska statsobligationer har stigit den senaste tiden och räntespreaden mot Tyskland har ökat något sedan årsskiftet.

Centralbanken följde ECB och sänkte utlåningsräntan

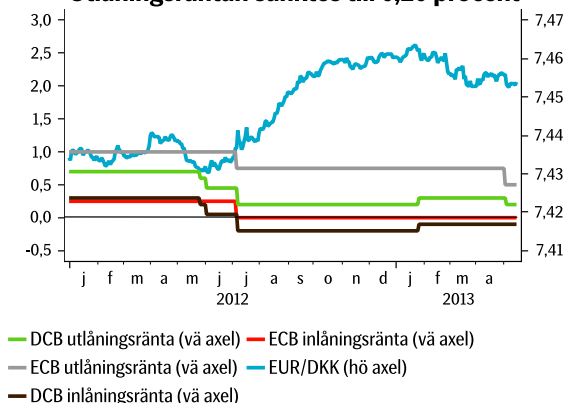
Kombinationen av bytesbalansöverskott samt nettoinflöden av portföljinvesteringar har resulterat i ett apprecieringstryck på kronen gentemot euron. För närvarande befinner sig valutan i neutralt territorium.

Räntespreaden mot Tyskland har stigit sedan årsskiftet



Efter att ECB sänkt refinansräntan från 0,75 procent till 0,50 procent sänkte den danska centralbanken utlåningsräntan från 0,30 procent till 0,20 procent. Normalt sett följer centralbanken ECB:s ränteförändringar fullt ut men hänvisade till begränsat manöverutrymme när räntenivåerna närmar sig noll. Om ECB som väntat sänker refinansräntan till 0,25 procent bedöms den danska centralbanken genomföra ytterligare en sänkning på 10 baspunkter. Inlåningsräntan fungerar i praktiken som styrränta givet den stora inlåningen och begränsade utlåningen från centralbanken. Inlåningsräntan ligger för närvarande på -0,10 procent. Som en guidning till ECB, som flörtar med negativ inlåningsränta, pekar de danska erfarenheterna på en begränsad effekt på kredittillväxten (se *Nordic Outlook* februari för en mer djupgående analys). För valutan finns dock en tydligt negativ effekt.

Utlåningsräntan sänktes till 0,20 procent



I februari tog Lars Rohde, tidigare chef för den statliga pensionsfonden ATP, över som centralbankschef. Han har fortsatt vara talför i den offentliga debatten och har signalerat ökad öppenhet genom att anordna presskonferenser i samband med centralbankens kvartalsgenomgångar. Han har dock inte tillkännagett några förändringar av den penningpolitiska regimen eller det operationella ramverket.

Fortfarande inte riktigt som andra länder

- Fastlands-BNP repade sig första kvartalet
- Svag export dämpar tillväxten 2013
- Norges Bank ligger still till sommaren 2014

Underliggande momentum i norsk ekonomi stärktes i början av 2013 efter en inbromsning i slutet av 2012. Som väntat återhämtade sig privat konsumtion av varor starkt under det första kvartalet. Men exporten var svag, tyngd av en skarp nedgång i exporten av olja och gas. Detta vara dock mer kopplat till produktionsstörningar än en nedgång i efterfrågan.

Likväl drar vi ned vår prognos, och spår en mer markerad inbromsning till följd av svagare export och hämmande utveckling från lagerkomponenten. **Total BNP väntas öka med 1,7 procent 2013**, klart under den 3,1-procentiga takten 2012, och med **2,4 procent 2014**. **Tillväxten i fastlands-BNP** – där olja/gas och sjöfart exkluderats – väntas bromsa in från 3,4 procent förra året till **2,7 procent under 2013 och 2,9 procent 2014**, en takt som är nära trend.

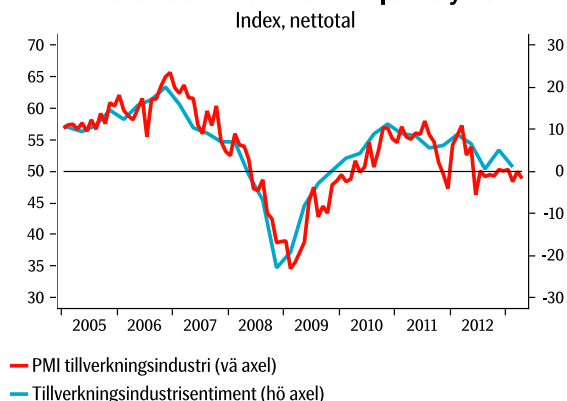
Hyggligt momentum i industrin

Den totala industriproduktionen har varit svag sedan mitten av 2012 och den 6,1-procentiga nedgången under det första kvartalet jämfört med det föregående kvartalet utgjorde den tredje kvartalsmässiga nedgången i rad. Svagheten har varit koncentrerad till olje- och gasutvinningen, som under det första kvartalet var 10 procent lägre än motsvarande tid 2012. Där är en viss återhämtning sannolik då särskilt gasutvinningen varit hämmad av produktionsproblem. Det gäller t ex störningar i det stora Troll-fältet i februari samt en stängning av det tredje största gasområdet under mars.

Produktionen i tillverkningsindustrin, d v s exklusive energi- och gruvsektorerna, har hållits uppe bättre. Den svängde om från en mindre nedgång under det sista kvartalet 2012 (den första minskningen på över ett år) till en uppgång med 1,0 procent första kvartalet mätt i konsekutiva termer.

Undersökningar pekar dock på sviktande momentum framöver. Tillverkningsindustrins inköpschefsindex har utvecklats trögt och har sedan i juni 2012 legat på eller under expansionsgränsen 50 till följd av svaghet i nya order. Vidare har den kvartalsvisa sentimentsundersökningen, som historiskt sett varit en bättre indikator, gått ned från ett netttotal på 5,1 i slutet av 2012 till 1,1 under det första kvartalet 2013. Även där har en trög orderingång varit den främsta förklaringen till nedgången och även lager av färdigställda varor har vuxit. Nivån på sentimentsindikatorn ligger marginellt under det långsiktiga genomsnittet, vilket implicerar att aktiviteten är strax under trend.

Barometrar indikerar dämpad styrka



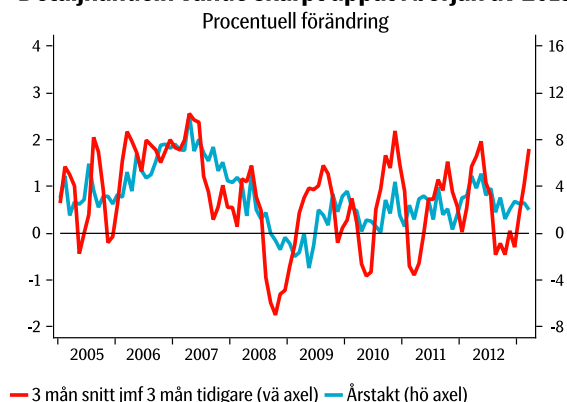
Källa: Statistics Norway, Macrobond

Samtidigt visar barometern att industriföretagen i alla de stora sektorerna förväntar sig en ökad efterfrågan, inklusive en förbättring av exportorder, under det innevarande kvartalet. På senare tid har dock inte sådana förväntningar infriats. Produktionsförväntningar, som i den förra undersökningen korrekt signalerade ett förbättrat momentum, är dock konsistenta med en fortsatt måttlig årlig tillväxt.

Stark konsumtion i början av året

Under det andra halvåret 2012 tappade privat konsumtion påtagligt fart, hämmad av avstannande inhemsk konsumtion av varor. Även om detta avspeglade en dämpad tillväxt i hushållens reala disponibla inkomster så var inbromsningen överraskande stor med tanke på det stigande konsumentförtroendet, som förstärktes ytterligare det första kvartalet.

Detaljhandeln vände skarpt uppåt i början av 2013



Källa: Statistics Norway

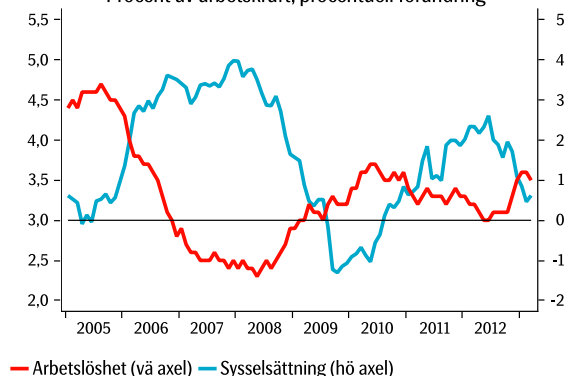
Under det första kvartalet skedde dock ett uppvaknande. Då ökade detaljhandeln, exklusive bilar, med starka 1,8 procent i reala termer och jämfört med kvartalet dessförinnan. Inhemska varuköp steg med 1,6 procent, enligt månadsindikatorn.

Uppgången där kom efter en marginell tillväxt i slutet av 2012. Den starka ökningen under det första kvartalet är än mer imponerande då indikatorn pressades tillbaka markant av ett väderrelaterat fall i konsumtionen av el och bränsle.

Denna solida återhämtning gör att vi höjer vår **helårsprognos för privat konsumtionstillväxt 2013 till 3,4 procent**, även om momentum skulle dämpas framöver. Samtidigt är återhämtningen i starten av året uppmuntrande mot bakgrund av att det sker en märkbar försvagning på arbetsmarknaden.

Ett skifte på arbetsmarknaden

Procent av arbetskraft, procentuell förändring



— Arbetslöshet (vä axel) — Sysselsättning (hö axel)

Källa: Statistics Norway

Arbetslösheten kryper uppåt

Efter att ha stigit i en stabil takt fram till mitten av 2012 sjönk sysselsättningen något under andra halvåret, enligt Arbetskraftsundersökningen (AKU). Sysselsättningen hölls uppe bättre mätt enligt den registrerade arbetslösheten (som även omfattar sysselsatta ej registrerade som bosatta i Norge).

Den återhållsamma inflationen beror inte på efterfrågan

Det är mycket svårt att argumentera för att de senaste årens återhållsamma kärninflation ska ha varit efterfrågedriven. Denna observation bör få konsekvenser för penningpolitiken. Den årliga tillväxten i hushållens inhemska konsumtion av varor och tjänster var starka 2,6 procent i genomsnitt under 2010-2012; totalt sett var konsumtionen starkare då köpen utomlands har ökat. Under motsvarande period har kärninflationen, enligt KPI-JAE-måttet, legat på i genomsnitt 1,2 procent; en procentenhet lägre än under 2007-2009 och hälften av det 2,5-procentiga medelfristiga mål som styr penningpolitiken.

Det mesta av nedväxlingen i kärninflation är knutet till livsmedel och icke-alkoholhaltiga drycker, kläder och skor, möbler och hushållsapparater samt post och telekommunikation. Sett till efterfrågan är det också intressant att notera att samma fyra grupper under den senaste treårsperioden uppvissat starkare tillväxt än den totala inhemska konsumtionen.

De dämpade pristrenderna har snarare återspeglat en starkare NOK, eftersom importinnehållet är mycket högt. Norges Bank kan påverka denna växelkurskanal via räntesättningen (även om sambandet mellan växelkursen och relativa räntor inte är konstant). Det är dock inte mycket centralbanken kan göra när det gäller generellt svaga prisimpulser från utlandet. Dessutom kan inte centralbanken påverka förändringar i ut-

AKU-sysselsättningen ökade dock med 0,3 procent under det första kvartalet. Den svaga ökningen är i linje med vår bedömning i *Nordic Outlook* februari 2013, men då arbetsutbudet ökade ungefär lika mycket som de nya jobben blev följden att AKU-arbetslösheten låg kvar på 3,5 procent under det första kvartalet. Detta innebar en ganska markerad ökning med norska mått mätt, från 3,1 procent det tredje kvartalet 2012.

Vår bedömning är att ökningen i AKU-arbetslösheten är något överdriven. Visserligen har det mindre volatila måttet registrerad arbetslöshet krupit uppåt, men hittills är ökningen mer måttfull och arbetslösheten inkluderande de personer som är i arbetsmarknadsprogram ligger på 3,1 procent, vilket är i nivå med som genomsnittet för 2012. **AKU-arbetslösheten väntas i år hamna på i genomsnitt 3,4 procent**, en uppgång från 3,2 procent 2012, medan **jobbstillväxten halveras från 1,9 procent till 0,9 procent innevarande år**.

Huspriser visar tecken på stabilisering

Bostadsinvesteringarna har vänt upp betydligt under de senaste åren och väntas även under 2013 fortsätta att bidra till total tillväxt. Påbörjade bostadsbyggen har dock saktat in sedan mitten av 2012. Men utvecklingen har tenderat att vara ganska skakig; den senaste dämpningen påminner om svackan i slutet av 2011 och början av 2012 som visade sig vara övergående, och orderutvecklingen tyder på en förnyad acceleration. Genomsnittsnivån under det första kvartalet var också 19 procent högre än ett år tidigare. Färdigställda bostäder visar ett liknande volatilt mönster, men noterbart är att 12-månadersagregatet i mars var det högsta sedan våren 2009.

ländska handelsmönster som påverkar priser på importerade varor eller strukturella förändringar i form av hård konkurrens i vissa marknadssegment. Förutom kursrörelser i kronen är således starkare inhemsk inflation avgörande för få till stånd något generellt pristryck uppåt.

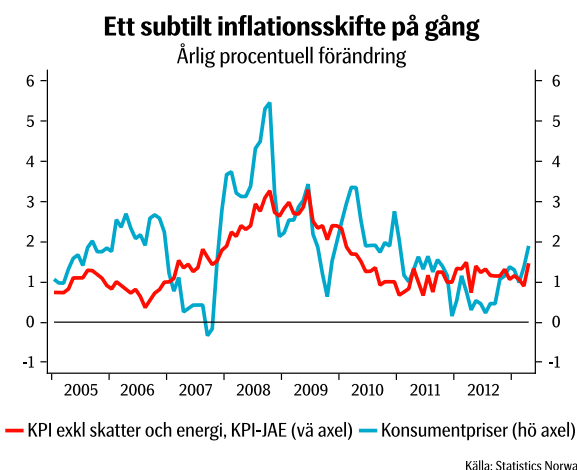
Eftersom efterfrågan är tillräckligt god i utgångsläget så har en lägre styrränta sannolikt inte någon märkbar effekt i sig. Självklart kan lägre räntor spä på den totala efterfrågan i sådan grad att den sätter ytterligare press på resurser och därmed på lönetillväxt. Med antagande om fortsatt lugna importpriser krävs troligen en bestående lönetillväxt på uppemot 4,5 procent för att lyfta inhemsk inflation tillräckligt för att uppnå det 2,5-procentiga inflationsmålet på medelfristig sikt.

Frågan kvarstår dock om det är önskvärt att använda penningpolitik genom att sänka räntor ytterligare för att påskynda takten i inflation via starkare lönetillväxt. Till att börja med har konkurrenskraften för norska exportörer minskat kraftigt under ett antal år då lönetillväxten konstant varit högre än bland utländska konkurrenter. Dessutom sätter bestående ekonomisk svaghet utomlands, särskilt på Norges viktiga europeiska marknader, en gräns för exporten. Även om kronen skulle depreciera något skulle relativt hög kostnadsökning som en väg till högre inflation i Norge leda till en ytterligare försvagning av konkurrenskraft. Detta kan inte vara vägen att gå. De två sista meningarna är ett citat från Norges Banks ordförande vid hans årliga framträdande i februari 2012.

Därtill börjar färdigställda bostäder nu komma i kapp bildandet av hushåll efter att ha släpat efter i flera år. Detta ger en förbättrad balans mellan utbud och efterfrågan som över tiden sätter ett tak för priser på befintliga bostäder, vilka visar tecken på att plana ut. Även om priserna i april ännu ökade med 6,6 procent i årstakt, så har de knappt stigit sedan slutet av 2012. Det är fortfarande alltför tidigt att dra långtgående slutsatser, men efterfrågan kan ha börjat avta. Detta är synbart i en dämpning av den kortfristiga kreditillväxten och i undersökningar som visar lägre kreditefterfrågan bland hushållen. Om det håller i sig ger dessa trender stöd åt vår prognos om en korrigering nedåt av bostadspriser, men tidpunkten är fortsatt osäker.

Till sist överraskade inflationen uppåt

Underliggande konsumentpriser har varit lugna sedan mitten av 2010. De har inte visat tecken på något skift uppåt i trenden trots relativt hög lönetillväxt och en ekonomi som befinner sig vid ett normalt kapacitetsläge. En delförklaring till den låga kärninflationen är en ihållande nedgång i priser på importerade varor (som i viss grad reflekterar en starkare krona), men överraskande återhållsam inhemsk inflation har varit en lika viktig faktor.



Kärninflationen steg dock ganska påtagligt i april då årstakten i KPI-JAE-måttet studsade upp från 0,9 procent till 1,5 procent, den högsta takten sedan mars 2012. Den största delen av lyftet var i och för sig snävt baserad, men det finns tecken på att en subtil, om än måttlig, acceleration är på gång. Lönetillväxten väntas sakta in från 4,0 procent 2012 till 3,5 procent 2013. Men överraskningen i aprilinflationen gör att vi ändå låter vår prognos för kärn-KPI vara oförändrad. **KPI-JAE förutspås öka med 1,3 procent under innevarande år och med 1,9 procent 2014.**

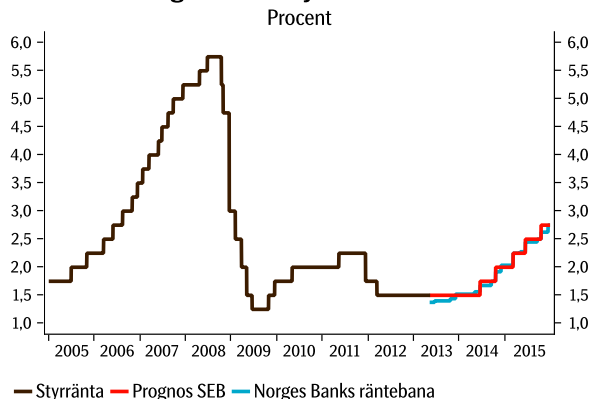
Norges Bank ligger still fram till nästa sommar

Norges Bank lät folioräntan vara oförändrad på 1,50 procent vid det penningpolitiska mötet i maj. Banken argumenterade då att den senaste utvecklingen hade varit i huvudsak som förväntad, medan en NOK-kurs på den svaga sidan av dess bana sannolikt var en viktig faktor bakom beslutet att ligga still.

Det neutrala uttalandet efter mötet stod i ganska skarp kontrast mot den bestämt duvaktiga hållningen i mars. Vid den

tidpunkten sänkte Norges Bank sin inflationsprognos och förutsåg att kärn-KPI-inflationen under prognoshorisonten skulle ligga kvar väl under det 2,5-procentiga medelfristiga målet och vara på 2,1 procent i slutet av 2016. Vidare sänktes den optimala räntebanan så att tre höjningar fram till och med slutet av 2014 togs bort.

Norges Bank höjer räntan 2014



Den uteblivna räntesänkningen i mars, trots en mycket lägre inflationsprognos, i kombination med beslutet i maj om orörd ränta med en 50/50-chans till en sänkning implicerad i räntebanan talar sammantaget för att centralbanken accepterar att inflationen förblir låg en längre tid. Styrräntor har lämnats oförändrade för att hålla penningpolitiken "robust", en av bankens tre kriterier för "en lämplig räntebana", även om inflationsmålet är det viktigaste.

Uppenbarligen är en förändring i nyckelvariabler – särskilt växelkursen – nödvändig för att Norges Bank ska genomföra någon räntesänkning. Vi räknar dock med att **folioräntan ligger kvar på 1,50 procent fram till nästa sommar. I juni 2014 påbörjar centralbanken en försiktig höjningscykel och genomför därefter ytterligare en 25 punkters höjning i slutet av 2014.**

Mjuk penningpolitik håller NOK i schack

Den norska valutan fortsätter att gå starkt i en relativ jämförelse bland G10-länder. Sedan en tid tillbaka har Norges Bank försökt att motverka den NOK-förstärkning som kommit efter stora utländska portföljförvaltares köp av kronor, genom en ackommoderande penningpolitisk hållning. Flöden har också försvagats i kölvattnet av lägre oljepriser. Vi räknar med att EUR/NOK fastnar i intervallet 7,30-7,70 under resten av året. En markerad appreciering skulle utlösa förväntningar om räntesänkningar som i sin tur åter skulle försvaga kronen. Skulle kronen å andra sidan försvagas skulle det attrahera ytterligare utländska NOK-köp mot bakgrund av Norges solida fundamenta.

Norska statsobligationer fortsätter att stödjas av Norges Banks duvaktiga hållning och låga globala räntor. Därtill är räntenivån nedpressad av förfallet av NOK 66 mdr i den kortaste statsobligationen. Obligationsutbudet uppgår i år till NOK 70 mdr, av vilka 34-39 mdr gäller andra halvåret. I slutet av 2013 väntas en tioårig ränta vara 2,10 procent och spreaden mot Tyskland ligga på 60 punkter.

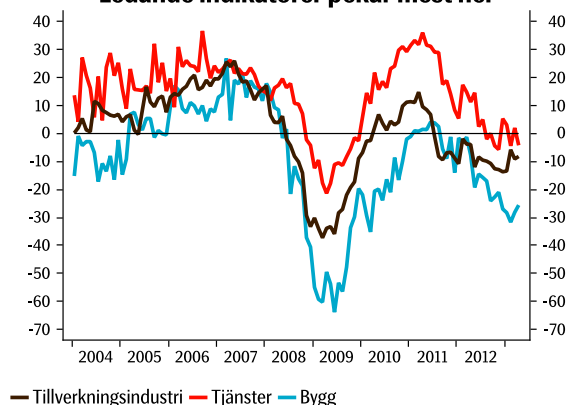
Nolltillväxt 2013 och svag återhämtning

- **Strukturella problem hämmar tillväxten**
- **Fallande inflation stöttar hushållen**
- **Fortsatt stram finanspolitik**

Indikatorerna har den senaste tiden **överraskat på nedsidan** och utsikterna för ekonomin ser svaga ut. BNP föll med 0,5 procent fjärde kvartalet jämfört med kvartalet innan och inledningen av 2013 har varit svag. Export och industriproduktion har fallit de senaste månaderna. Hushållens inkomster stärks något av löneökningar och fallande inflation men den stigande arbetslösheten håller nere förtroende och konsumtion. Finlands Statistiks BNP-indikator pekar också på ett svagt första kvartal. Vår prognos för första kvartalet är nolltillväxt vilket innebär att Finland precis klarar sig undan en ny recession. Därefter sker en måttlig återhämtning. Förutom en svag internationell utveckling hämmas ekonomin av strukturella problem inom tillverkningsindustrin. För helåret **2013 faller BNP med 0,2 procent för att därefter växa med 1,6 procent 2014.**

Det finns inga tecken på en snar vändning. EU-kommisionens indikator för tillverkningsindustrin har legat på i stort sett samma svaga nivå sedan slutet av 2011. Tjänstesektorn höll emot 2012, men indikatorn har nu fallit och har de senaste månaderna pendlat kring nollstrecket. Sämst framtidsutsikter finns inom byggsektorn där osäkerhet bland både hushåll och företag pressar investeringarna.

Ledande indikatorer pekar mest ner



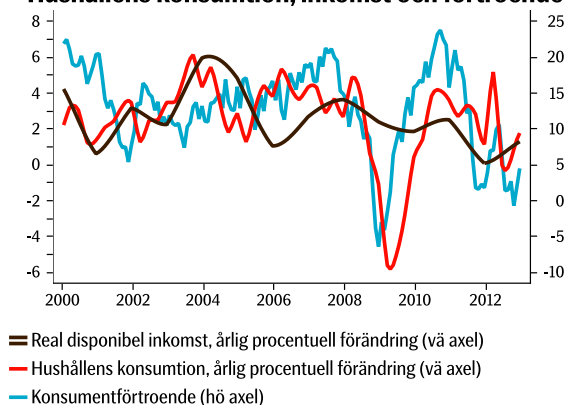
Källa: EU-kommisionen

Exporten har utvecklats svagt och föll i löpande priser med 4,3 procent första kvartalet 2013 (se fördjupningsruta). Även jämfört med länder som Sverige och Tyskland har exporten varit svag särskilt om man beaktar det kraftigare fallet i Finland 2009. Låg investeringsnivå i omvärlden slår hårt mot finsk industri. Vi räknar dock med att nedgången bromsas upp under

året och produktionen ökar under andra halvåret. Mätt som årsgenomsnitt **ökar exporten med svaga 0,5 procent 2013 och 3,0 procent 2014.** Underskottet i bytesbalansen ligger kvar på runt 2 procent av BNP båda åren.

Investeringarna föll med 2,9 procent 2012 och utvecklingen var särskilt svag under slutet av året. Indikatorbilderna är svaga, framför allt för bygginvesteringar. Med undantag av de akuta krisåren 2009 och 2010 ligger kapacitetsutnyttjandet på den lägsta nivån under 2000-talet. **Totalt sett blir investeringarna oförändrade 2013 jämfört med 2012 och ökar med 3,5 procent 2014.** En viss ökning av byggandet håller upp investeringarna i år.

Hushållens konsumtion, inkomst och förtroende



Källa: Statistics Finland

Hushållens konsumtion drev tillväxten 2012 och kommer att förbli en viktig kraft också 2013 och 2014. Utsikterna för hushållen ser dock sämre ut än tidigare. Arbetsmarknaden har försvagats mer än väntat, vilket avspeglar sig i ett lågt konsumentförtroende. Cykliska delar som bilförsäljning faller liksom detaljhandels försäljning exkl bilar. Motverkande faktorer är att löneökningarna ligger på hyfsade dryga 3 procent och att inflationen fallit vilket stärker den reala köpkraften. **Hushållens konsumtion ökar med 0,4 procent 2013 och 1,3 procent 2014.**

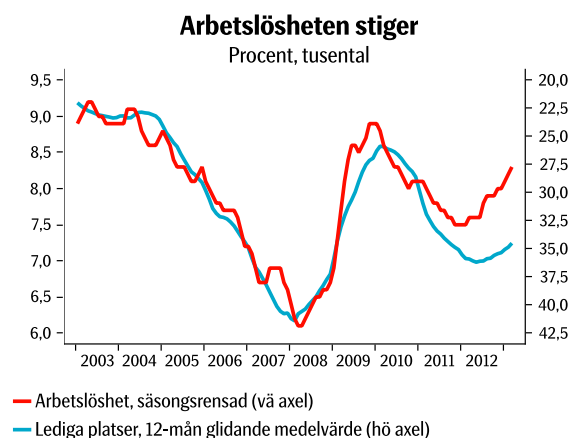
Arbetsmarknaden stod emot den svaga tillväxten under första halvåret 2012, men därefter har arbetslösheten ökat från 7,6 procent i juni 2012 till 8,3 procent i mars 2013. **Sysselsättningen och antalet arbetade timmar faller nu;** jämfört med Sverige beror arbetslöshetsuppgången på färre jobb, inte ökat arbetsutbud. Med tillväxt under trend fortsätter arbetslösheten att öka ytterligare något till strax över 8,5 procent mot slutet av 2013 innan den planar ut och börjar falla. Mätt som årsgenomsnitt blir **arbetslösheten 8,4 procent både 2013 och 2014.**

Lönerna stiger med drygt 3 procent per år vilket stärker hushållens inkomster, men försvagar konkurrenskraften i en miljö där flera länder inom eurozonen noterar mycket låga ökningar eller till och med fallande löner.

Efter en topp i december 2012 då HIKP-inflationen låg på 3,5 procent har inflationen nu fallit snabbt. Höjd moms och indirekta skatter har tidigare hållit uppe inflationen men dessa effekter faller nu bort. I mars var inflationen 2,5 procent och vi väntar oss ett visst fortsatt fall. **Inflationen (HIKP) blir 2,3 procent 2013 och 2,1 procent 2014.** Kärninflationen fortsätter att utvecklas i linje med HIKP.

De offentliga finanserna har överraskat negativt. Finanspolitiken har varit stram för att få ner budgetunderskotten men den svaga konjunkturen verkar i motsatt riktning. År 2012 ökade underskottet till 1,9 procent av BNP. Sedan 2008 har den offentliga bruttoskulden ökat från 34 procent av BNP 2008 till 53 procent 2012. **Finanspolitiken förblir fortsatt stram** men den svaga konjunkturen gör att underskottet ligger kvar på 2 procent av BNP 2013 för att därefter minska något. Den offentliga skulden fortsätter att stiga. Trots underskott och skuldökning har landet **fortsatt gott förtroende på finansmarkna-**

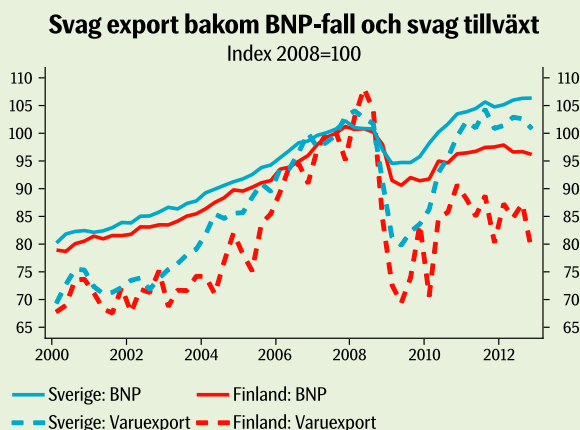
dena. Den finska statslåneräntan (tio år) har fallit under 2013 och ligger nu på en historiskt låg nivå. Spreaden mot Tyskland har stigit något under 2013 men har den senaste tiden pendlat mellan 20 och 30 räntepunkter.



Källa: Statistics Finland

Varför är återhämtningen svagare i Finland jämfört med Sverige?

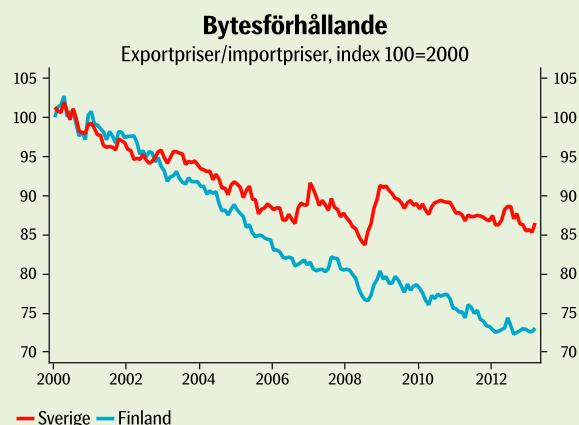
Svensk och finsk ekonomi uppvisar både likheter och olikheter. Branschstrukturen har stora likheter och båda länderna genomförde stora saneringsprogram och strukturella reformer under 1990-talet.



Källa: Eurostat

Sedan krisen slog till 2008 har utvecklingen dock divergerat. Efter det kraftiga BNP-fallet 2009 har Sverige återtagit klart mer av den förlorade terrängen än Finland. Finsk export har som andel av BNP fallit från nära 50 procent av BNP till runt 40 procent. Bytesbalansen har försvagats under en längre tid och gått från ett överskott på ca 8 procent av BNP till underskott motsvarande 2 procent av BNP. Samtidigt visar det offentliga saldoto underskott. Den sämre utvecklingen i Finland beror till stor del på fallande varuexport och kan kopplas till problemen inom IKT-sektorn där förädlingsvärdet fortfarande

ligger långt under nivån före krisen. Även skogindustrin har noterat stora produktionsfall.



Källa: Statistiska centralbyrån, Statistics Finland

Landets bytesförhållande (exportpriser i relation till importpriser) har därtill generellt försämrats under flera år. Utvecklingen under slutet av 1990-talet och början av 2000-talet var i linje med den svenska, men har därefter varit betydligt sämre i Finland. Prisutvecklingen inom IKT-sektorn har särskilt bidragit till en svag utveckling för exportpriserna.

Konkurrenskraften har försämrats relativt Sverige och när nu flera krisländer inom eurozonen håller på att anpassa sitt kostnadsläge pressas Finland ytterligare. Sammantaget har dessa faktorer bidragit till att bytesbalansen försämrats och även satt press på de offentliga finanserna genom lägre skatteintäkter och högre utgifter för arbetslösa.

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr DKK	2011	2012	2013	2014
BNP	1 820	1,1	-0,5	0,2	1,6
Privat konsumtion	901	-0,5	0,6	0,3	1,5
Offentlig konsumtion	520	-1,5	0,2	1,8	0,6
Bruttoinvesteringar	323	0,2	2,2	1,3	3,0
Lagerinvesteringar		0,3	-0,3	0,2	-0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	992	6,5	0,9	-0,2	3,3
Import	912	5,6	2,5	0,3	3,2
Arbetslöshet (%)		4,1	4,6	5,0	4,8
KPI, harmoniserat		2,8	2,4	0,8	1,2
Timlöneökningar		1,7	1,5	1,5	1,5
Bytesbalans, % av BNP		5,6	5,6	6,0	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,0	-4,1	-1,5	-1,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		46,4	45,7	44,0	42,5

FINANSIELLA PROGNOSE

	16 maj	sep 13	dec 13	jun 14	dec 14
Utlåningsränta	0,20	0,10	0,10	0,10	0,10
10-års ränta	1,37	1,45	1,50	1,65	1,80
10-års räntedifferens mot Tyskland	5	0	0	0	0
USD/DKK	5,77	5,87	5,91	6,11	6,21
EUR/DKK	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr NOK	2011	2012	2013	2014
BNP	2 655	1,2	3,1	1,7	2,4
BNP (Fastlandet)	2 106	2,5	3,4	2,7	2,9
Privat konsumtion	1 151	2,5	3,0	3,4	3,3
Offentlig konsumtion	579	1,8	1,8	2,1	2,1
Bruttoinvesteringar	560	7,6	8,0	6,5	4,7
Lagerinvesteringar		0,1	-0,2	-0,5	-0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 029	-1,8	1,8	-1,1	2,4
Import	772	3,8	2,4	2,5	4,6
Arbetslöshet (%)		3,3	3,2	3,4	3,4
KPI		1,2	0,8	1,8	1,7
KPI-JAE		0,9	1,2	1,3	1,9
Årslöneökningar		4,2	4,3	3,5	3,8

FINANSIELLA PROGNOSE

	16 maj	sep 13	dec 13	jun 14	dec 14
Folioränta	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00
10-års ränta	2,08	2,05	2,10	2,35	2,55
10-års räntedifferens mot Tyskland	76	60	60	70	75
USD/NOK	5,82	5,91	5,91	6,07	6,13
EUR/NOK	7,51	7,50	7,45	7,40	7,35

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr SEK	2011	2012	2013	2014
BNP	3 555	3,7	0,8	1,3	2,5
BNP, dagkorrigerat		3,7	1,2	1,3	2,7
Privat konsumtion	1 718	2,1	1,5	2,0	2,3
Offentlig konsumtion	957	1,1	0,8	0,8	0,7
Bruttoinvesteringar	670	6,4	3,4	2,0	2,9
Lagerinvesteringar	-9	0,5	-1,1	-0,1	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 733	7,1	0,7	1,4	4,4
Import	1 514	6,3	-0,1	2,0	3,7
Arbetslöshet, (%)		7,8	8,0	8,2	8,1
Sysselsättning		2,3	0,6	0,5	0,3
Industriproduktion		6,8	-2,9	1,2	3,5
KPI		3,0	0,9	-0,1	0,8
KPIF		1,4	1,0	0,9	1,2
Timplöneökningar		2,6	3,3	2,7	2,9
Hushållens sparkvot (%)		10,2	11,4	11,7	12,2
Real disponibel inkomst		3,5	2,5	2,9	2,8
Handelsbalans, % av BNP		2,6	2,5	2,4	2,7
Bytesbalans, % av BNP		7,3	7,0	6,3	6,4
Statligt lånebehov, mdr SEK		-68	25	154	63
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		0,0	-0,7	-1,5	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38,3	37,4	40,7	40,8

FINANSIELLA PROGNOSE

	16 maj	sep 13	dec 13	jun 14	dec 14
Reporänta	1,00	0,75	0,75	0,75	0,75
3-månaders ränta, STIBOR	1,20	1,00	1,00	1,00	1,00
10-års ränta	1,70	1,70	1,70	1,85	2,00
10-års räntedifferens mot Tyskland	38	25	20	20	20
USD/SEK	6,64	6,69	6,63	6,72	6,75
EUR/SEK	8,58	8,50	8,35	8,20	8,10
TCW	116,9	115,8	113,5	112,1	111,2

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr EUR	2011	2012	2013	2014
BNP	194	2,8	-0,2	-0,2	1,6
Privat konsumtion	110	2,3	1,6	0,4	1,3
Offentlig konsumtion	48	0,4	0,8	0,0	0,2
Bruttoinvesteringar	38	7,1	-2,9	0,0	3,5
Lagerinvesteringar		1,3	-1,6	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	77	2,9	-1,4	0,5	3,0
Import	78	6,1	-3,7	1,5	3,0
Arbetslöshet (%)		7,8	7,7	8,4	8,4
KPI, harmoniserat		3,3	3,2	2,3	2,1
Timplöneökningar		2,4	2,9	3,0	3,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,5	-1,9	-2,0	-2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-0,8	-1,9	-2,0	-1,6
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		49,0	53,0	53,0	52,5

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr EUR	2011	2012	2013	2014
BNP	9 487	1,6	-0,6	-0,7	0,7
Privat konsumtion	5 451	0,2	-1,3	-1,0	0,4
Offentlig konsumtion	2 040	-0,1	-0,4	0,0	0,1
Bruttoinvesteringar	1 749	1,6	-4,1	-1,5	1,5
Lagerinvesteringar		0,1	-0,7	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	4 326	6,6	2,7	2,5	3,8
Import	4 072	4,4	-0,9	2,5	3,8
Arbetslöshet (%)		10,1	11,4	12,3	12,4
KPI		2,7	2,5	1,4	0,9
Hushållens sparkvot (%)		8,0	7,7	7,6	7,7

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr USD	2011	2012	2013	2014
BNP	15 864	1,8	2,2	2,0	3,2
Privat konsumtion	11 250	2,5	1,9	2,3	2,8
Offentlig konsumtion	3 050	-3,1	-1,7	-3,4	-1,6
Bruttoinvesteringar	2 095	6,6	8,7	7,5	11,4
Lagerinvesteringar		-0,2	0,1	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	2 191	6,7	3,4	2,4	5,2
Import	2 721	4,8	2,4	2,3	5,3
Arbetslöshet (%)		8,9	8,1	7,6	6,9
KPI		3,1	2,1	1,6	1,6
Hushållens sparkvot (%)		4,2	3,9	3,3	4,5

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

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

ÖSTEUROPA

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

FINANSIELLA PROGNOSE

		16 maj	sep 13	dec 13	jun 14	dec 14
Officiella räntor						
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Euro-zonen	Refiränta	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Obligationsräntor						
USA	10 år	1,87	2,00	2,20	2,35	2,50
Japan	10 år	0,83	1,00	1,10	1,20	1,20
Tyskland	10 år	1,32	1,45	1,50	1,65	1,80
Storbritannien	10 år	1,86	2,05	2,10	2,25	2,40
Växelkurser						
USD/JPY		102	106	110	115	120
EUR/USD		1,29	1,27	1,26	1,22	1,20
EUR/JPY		132	135	139	140	144
GBP/USD		1,53	1,48	1,45	1,42	1,43
EUR/GBP		0,84	0,86	0,87	0,86	0,84

GLOBALA NYCKELTAL

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

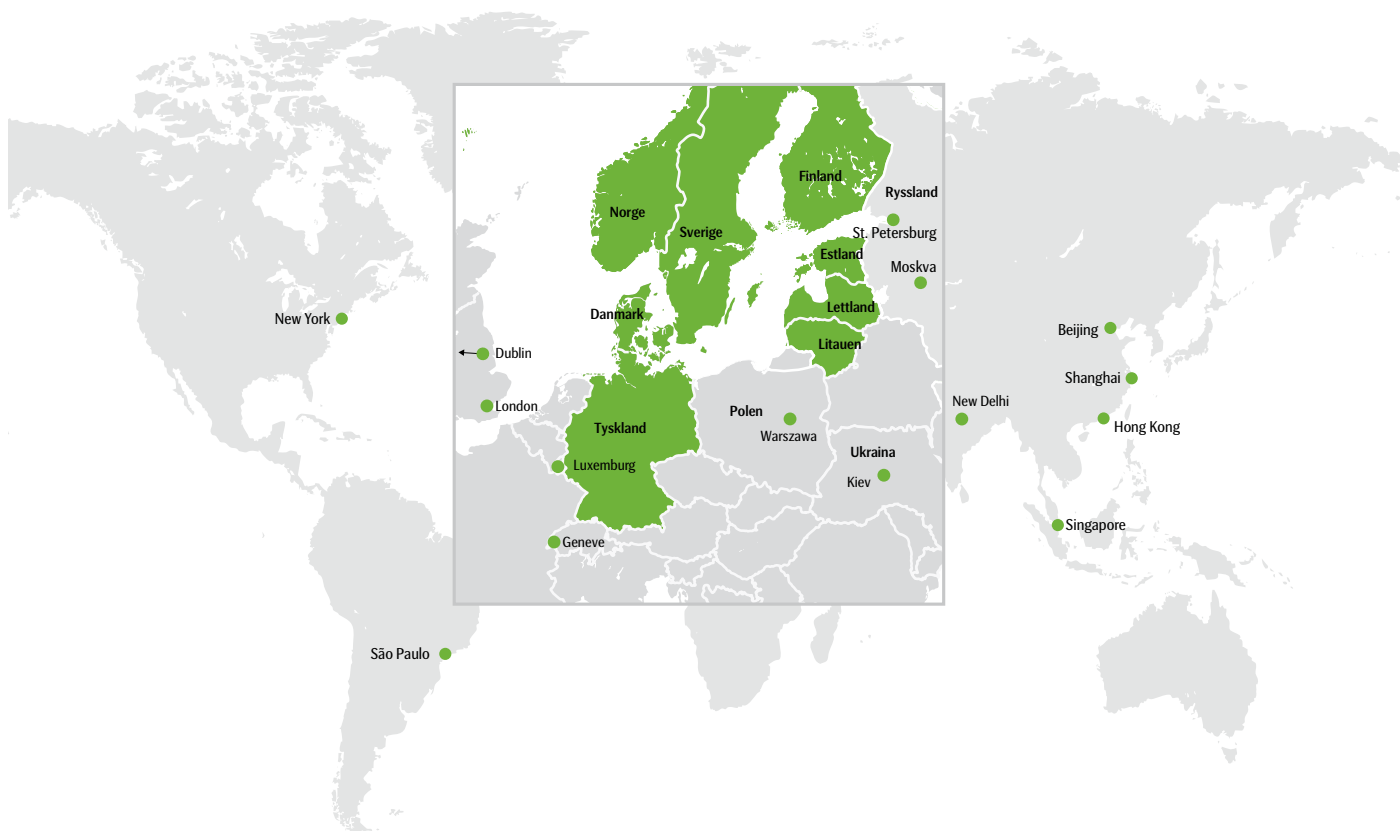
Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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 mars 2013 uppgick koncernens balansomslutning till 2 580 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 374 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 000 anställda. Läs mer om SEB på www.sebgroup.com.

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

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten Ekonomisk Analys. Utifrån konjunkturläget, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt.

En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige. I Eastern European Outlook behandlas Baltikum, Polen, Ryssland och Ukraina. Den utkommer en gång i halvåret.