

Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Augusti 2013

USA-ledd återhämtning
i olika takt

Låg inflation fördröjer
styrräntehöjningar

SEB

Internationell översikt	5
Tema: USA:s penningpolitik och långräntans färdriktning	13
USA	17
Japan	21
Asien	23
Eurozonen	26
Storbritannien	31
Östeuropa	32
Baltikum	33
Sverige	35
Tema: Inflationstrender och måluppfyllelse	40
Danmark	41
Norge	43
Tema: Norska valet	46
Finland	48
Nyckeltal	50

Fördjupningsrutor

Internationell översikt: Omvälvningar på energimarknaden	8
Internationell översikt: Svag inflationsrespons ger bryderi för exitpolitiken	9
USA: Energirevolution och industriell renässans	19
Asien: Vikande demografiskt tillväxtstöd	24
Eurozonen: Nya utmaningar väntar	29
Sverige: Högre korrelation med tysk tillväxt men trenden följer USA	35

Denna rapport publicerades den 27 augusti 2013.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 22 augusti 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

Susanne Eliasson
Analytiker privatekonomi
+ 46 8 763 65 88

Johanna Wahlsten
Analytiker
+ 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.

USA-ledd återhämtning men stora tillväxtskillnader

- **Ekonomisk stabilisering men fortsatta politiska utmaningar i eurozonen**
- **Strukturella problem hämmar BRIC-länder**
- **Fortsatt låg inflation**
- **Exitpolitik med stora utmaningar påbörjas**
- **Långräntor stiger måttligt - ränteskillnad mellan USA och Tyskland består**
- **Skillnader i tillväxt och penningpolitik stärker USD**

Utsikterna för en starkare global återhämtning har förbättrats den senaste tiden. Ledande indikatorer har signalerat ökad framtidstro bland hushåll och företag i de flesta industri-länder. Samtidigt har de finansiella marknaderna präglats av stigande riskaptit. De närmaste åren förbättras också de underliggande förutsättningarna för en global BNP-acceleration. Den finanspolitiska motvinden avtar samtidigt som fortsatt stark penningpolitisk medvind stöttar tillväxten. USA står inför ett ganska kraftigt och hållbart tillväxtlyft 2014-2015, bl a drivet av en tydlig uppgång på husmarknaden.

Den amerikanska tillväxten ger stöd till övriga delar av världsekonomin. Eurozonen får ökade möjligheter att återskapa ekonomisk, finansiell och politisk stabilitet. USA-tillväxten ökar också global riskvillighet och ger stöd till aktiemarknaden. Företagssektorn, som en längre tid haft starka balansräkningar, kommer i denna miljö troligen att öka investeringarna och nyanställningarna under 2014 och 2015.

Vårt generellt ganska positiva scenario för världsekonomin grundar sig på prognosen att **inflationen förblir låg**. Stora produktionsgap i USA och Europa i kombination med avsaknande tillväxt i Asien skapar press nedåt på löner samt råvaru- och energipriser. Det talar för en långsam normalisering av den globala inflationen. Detta ger i sin tur centralbankerna manöverutrymme att senarelägga räntehöjningar. Därmed underlättas också genomförandet av viktiga strukturpolitiska åtgärder och fortsatt statsfinansiell sanering, även om det fortfarande är osäkert i vilken grad denna möjlighet tas till vara.

Men även med bibehållen låg inflation ställs centralbankerna inför stora utmaningar när de ska påbörja en normalisering av penningpolitiken. Exitpolitiken ska genomföras i en miljö där nya finansiella bubblor på sikt hotar att dyka upp. Därför är det särskilt viktigt att politiker och centralbanker under 2014 kan enas om effektiva makrotillsynsverktyg som reducerar risken för tillgångsprisinflation och finansiella obalanser.

Olika delar av världsekonomin befinner sig nu i olika faser, bl a beroende på att läkeprocesserna efter krisen kommit olika långt. De cykliska skillnaderna kommer att bestå de närmaste åren. Eurozonens fortsatta finansiella och politiska svagheter gör att återhämtningen blir trög och först 2015 når man upp till trendtillväxt. Den japanska ekonomin är nu på väg uppåt stimulerad av expansiv politik. De närmaste åren dämpas dock BNP-tillväxten i takt med att stimulans effekterna klingar av och politiken ställs inför svårare strukturella utmaningar. I snabbväxande ekonomier sker nu en inbromsning och strukturella problem gör att BNP-tillväxten inte heller kommande år når upp till tidigare nivåer.

Sammantaget stiger ändå BNP-tillväxten ganska kraftigt de närmaste åren. I OECD-området ökar tillväxten från 1,2 procent 2013 till 2,4 respektive 2,8 procent 2014 och 2015. **På global nivå (köpkraftskorrigerade PPP-termer) stiger tillväxten från 3,2 procent i år till 4,0 procent 2014 och 4,2 procent 2015.**

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring	2012	2013	2014	2015
	USA	2,8	1,6	3,3
Japan	2,0	1,9	1,4	1,0
Tyskland	0,7	0,5	1,7	2,0
Kina	7,8	7,5	7,4	7,0
Storbritannien	0,2	1,5	2,3	2,6
Eurozonen	-0,6	-0,5	0,8	1,7
Norden	1,2	0,8	2,4	2,5
Baltikum	4,2	2,9	3,8	4,4
OECD	1,5	1,2	2,4	2,8
EM-ekonomier	4,9	4,8	5,3	5,4
Världen, PPP	3,4	3,2	4,0	4,2
Världen, nom.	2,7	2,5	3,2	3,5

Källa: OECD, SEB

Finanspolitisk motvind avtar

Åtstramningprogram i syfte att få kontroll på den offentliga skulden fortsätter att genomföras i flera länder. Åtstramningarnas tillväxthämmande effekt avtar dock gradvis. I eurozonen minskar dosen från 1,5 procent av BNP 2012 till 0,8 procent 2013 för att sedan, enligt gällande planer, nå neutral nivå 2014 och 2015. I USA toppar åtstramningarna i år, då de motsvarar 2,2 procent av BNP, för att sedan minska till 1,0 respektive 0,7 procent 2014 och 2015.

Finanspolitisk åtstramning

Förändring av strukturellt saldo i procent av BNP

	2012	2013	2014	2015
USA	1,3	2,2	1,0	0,7
Japan	-0,8	-0,4	0,5	1,1
Storbritannien	1,1	1,1	0,9	0,7
Eurozonen	1,5	0,8	0,1	0,1
varav GIPS*	2,5	1,3	0,1	0,1
Norden	0,0	0,2	0,2	1,0
OECD	1,2	1,0	0,5	0,6

Källa: IMF, OECD, SEB * Grekland, Irland, Portugal och Spanien

Åtstramningar och stigande tillväxt gör att budgetunderskotten sjunker i hyfsad takt de närmaste åren. I många länder är underskotten ändå så stora att den offentliga skulden, som andel av BNP, fortsätter upp i ett klimat med ganska svag tillväxt. I USA och eurozonen toppar skulden 2014 på 110 respektive 96 procent av BNP men i Japan planar skulden ut först 2015 på 248 procent.

Offentligt budgetsaldo

Procent av BNP

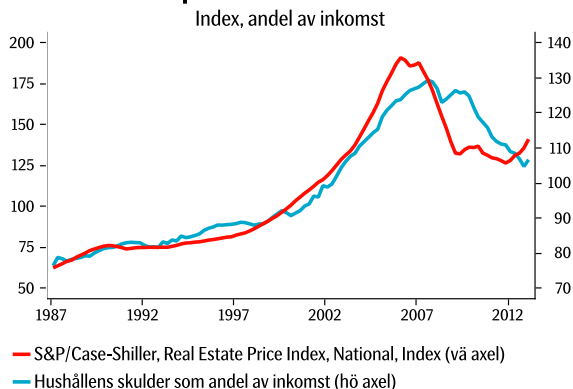
	2013	2014	2015	Skuld*
USA	-5,5	-4,5	-3,5	104
Japan	-9,8	-7,5	-6,5	248
Storbritannien	-7,0	-6,4	-5,6	100
Eurozonen	-2,9	-2,5	-1,9	95
OECD	-4,0	-3,5	-3,0	110

* Bruttoskuld år 2015

Källa: IMF, OECD, SEB

USA: Bitarna i tillväxtpusslet på plats

Den kraftiga finanspolitiska motvinden bidrar till att BNP-tillväxten i år faller tillbaka till 1,6 procent; den lägsta noteringen sedan krisåren. Ändå pekar allt flera faktorer på en rejäl acceleration de närmaste åren. Husmarknaden är nu inne i en snabb uppgångsfas med stigande priser och ökande byggaktivitet. Hushållens balansräkningar gynnas också av stigande börskurser med flera breda index på rekordhög nivå. Investeringsaktiviteten är också på väg att ta fart, driven av bland annat stigande kapacitetsutnyttjande och starka balansräkningar i företagssektorn. Därtill kommer den kraftiga expansionen av energiproduktionen som sker i spåren av teknologiska landvinningar. Sammantaget räknar vi med att **BNP-tillväxten i USA nästa år blir 3,3 procent för att sedan öka ytterligare något till 3,7 procent 2015.**

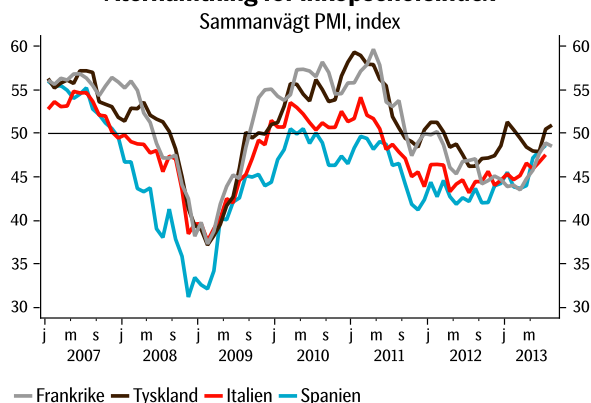
USA: Huspriser och hushållens skulder

Källa: Federal Reserve, Standard & Poor's, SEB

Arbetslösheten har de senaste åren sjunkit betydligt snabbare än vad den hittills måttliga tillväxten normalt skulle föra med sig. Förbättringen på arbetsmarknaden har stabiliserat efterfrågan i ekonomin, men den reser också frågor om hur stor mängden lediga resurser verkligen är. Vår syn är att nedgången i arbetsutbud nu är avslutad och att produktivitetstillväxten framöver stiger i takt med ökande resursutnyttjande. Det innebär att nedgången i arbetslöshet sker i fortsatt ganska långsam takt framöver, trots accelerationen i BNP-tillväxt. **Arbetslöshetsnivån når 7,0 procent i mitten på nästa år och 6,0 procent under tredje kvartalet 2015.**

Eurozonen: Stabilisering men fortsatt stora utmaningar

Eurozonen fortsätter att utgöra **den svagaste delen av världsekonomin**, men även här har en viss stabilisering skett. Hushållens och företagens framtidstro har förbättrats något, om än från låga nivåer. Andra kvartalet uppvisade en positiv BNP-tillväxt efter sex kvartal med krympande ekonomi. Immunförsvaret mot krishärdar tycks ha stärkts under 2013, vilket t ex sommarens politiska kriser i Grekland och Portugal visat. Orsakerna är flera. ECB:s stora balansräkning eliminerar eurozonens olika likviditets- och solvensrisker. USA:s och Tysklands ekonomier visar kraft som stöttar exportsektorn i södra Europa. Utsikterna förbättras också genom konkurrenskraftsförstärkningar i flera krisländer via bl a lägre löner. Sammantaget ser vi därför utsikter för en långsamt stigande BNP i eurozonen. Nästa år blir tillväxten 0,8 procent; fortfarande under trend. Först 2015 sker en tydligare återhämtning när BNP växer med 1,7 procent.

Återhämtning för inköpschefsindex

Källa: Markit Economics

Krisen är dock långtifrån över. Många komplexa problem återstår att lösa och processerna ser ut att bli utdragna. Fragmenterad kreditmarknad med fortsatt högt ränteläge utgör en viktig hämsko för ekonomierna i Sydeuropa. I Spanien brottas bankerna med fortsatt svag bostadsmarknad och hög andel dåliga lån. I denna miljö får även solventa företag problem med kreditförsörjningen. Vårt euroskenario inkluderar ytterligare stöd till Grekland genom en ny skuldrekonstruktion, sannolikt under första halvåret 2014. Sannolikheten är hög att även Portugal och Irland kommer att kräva ytterligare skuldåtgärder. Den rekordhög arbetslösheten är ett högt pris krisländerna får betala för tidigare försummelser och funktionella brister i eurosystelet. Protester mot såväl åtstramningpolitik som nödvändiga steg mot ett fördjupat ekonomisk-politiskt samarbete

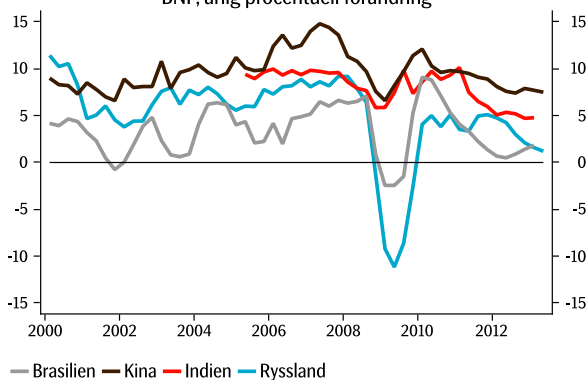
sätter stark press på regeringarna. Valet till EU-parlamentet i maj 2014 kan också minska beslutskraften till dess ett nytt parlament och ny kommission är på plats hösten 2014.

Strukturella tillväxthinder i BRIC-länderna

Inbromsningen i snabbväxande ekonomier fortsätter i främst Asien och Latinamerika. Jämfört med förra decenniet har **tillväxten saktat in i samtliga fyra BRIC-länderna**. I Brasilien, Indien och Ryssland har tillväxttakten grovt räknat halverats och även den kinesiska ekonomin bromsar nu in. En **återgång till tidigare höga tillväxttall är inte sannolik**. Orsakerna skiljer sig åt inom gruppen men gemensamt är att det är strukturella faktorer som ligger bakom. **Reformer snarare än stimulanser är lösningen** för att få upp tillväxten från nuvarande nivåer.

Inbromsning i BRIC-länderna

BNP, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Kinas utveckling under 2013, efter att nytt ledarskap tillträtt i mars, har visat på svårigheterna att få till stånd en stafettväxling från export och investeringar till privat konsumtion.

Utsikterna för en mjuklandning av ekonomin är dock goda eftersom det finns utrymme för den ekonomiska politiken att stötta ekonomin.

Norden gynnas av internationell återhämtning

Avmattningen 2012 påverkade de nordiska länderna i olika grad. Trots draghjälp från en svagare euro drabbades Danmark och Finland hårdast. Den internationella återhämtningen ger dragkraft till samtliga länder 2014 och 2015. De inhemska drivkrafterna skiljer sig dock åt mellan länderna. Sverige, Norge och Danmark växer 2014 och 2015 över trend, medan Finland i högre grad brottas med strukturella problem. I **Sverige** bidrar stigande sysselsättning och expansiv finanspolitik till att den privata konsumtionen lyfter tillväxten 2014 och 2015. I **Danmark** faller inflationen och bostadspriserna har stabiliserats, vilket bidragit till att hushållens förtroende stigit till femårs-högsta. I **Finland** håller lågt kapacitetsutnyttjande, hög arbetslöshet och en stram finanspolitik tillbaka investeringar och konsumtion. Även om en viss återhämtning sker de kommande åren är den svagare än i övriga nordiska länder. I **Norge** mattas den kraftiga investeringstillväxten av 2014, men exporten och goda realinkomstökningar för hushållen ger tillväxtkraft.

Norden och Baltikum, BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
Sverige	0,7	1,2	2,6	3,2
Norge	3,1	1,1	2,7	2,3
Danmark	-0,4	0,4	2,0	2,5
Finland	-0,8	-0,3	1,3	1,6
Estland	3,2	1,5	3,3	3,5
Lettland	5,6	3,5	4,8	5,0
Litauen	3,7	3,2	3,5	4,5

Källa: OECD, SEB

Baltikum kvar i EU-toppen

Baltikum har varit i EU:s tillväxttopp sedan 2011. Regionen fortsätter att växa snabbast i EU även de närmaste åren, med undantag för att Estland i år får en tydlig tillväxtdipp. Tillväxten i hela regionen drivs i hög grad av växande privat konsumtion. Exporten ökar i måttlig takt men högre än i många andra länder. Länderna har lyckats bevara sin konkurrenskraftsförbättring efter interdevalveringarna. En hotbild som kan ge en sämre ekonomisk utveckling ligger dels i Rysslands inbromsning, dels i strukturella arbetsmarknadsproblem.

Lettlands euro-inträde 2014 sätter små ekonomiska avtryck på kort sikt. Litauens regering strävar hårt mot en litauisk euro-an slutning 2015. Vi tror ännu att chansen för att Litauen ska kvala in är ungefär 50 procent. Det blir svårt att tillräckligt snabbt få ned inflationen inför konvergensrapporter våren 2014. Övrigt svagt pristryck på senare tid i kombination med politiska ingrepp för att påverka prisutvecklingen kan dock komma att öppna dörren för medlemskap redan 2015.

Riskbilden: This time is different?

Den relativt kraftiga återhämtningen i USA får finansiella och reala konsekvenser för hela världsekonomin. Ändå landar vi i en prognos där olika regioner befinner sig i ganska olika konjunkturefaser. Inhemsk faktor spelar således en avgörande roll i tillväxtförloppet. Eurozonen fortsätter att präglas av sviterna av den djupa systemkrisen där åtstramningar, osäkerhet och fragmenterad kreditmarknad hämmar tillväxten. I Japan drivs utvecklingen i hög grad av den nya ekonomiska politikens (Abenomics) utförande och mottagande. I tillväxtekonomin dominerar interna strukturproblem utsikterna. Även i de nordiska länderna har landspecifika förhållanden en relativt stor betydelse för prognoserna.

Uppsiderisken i prognosen ligger främst i att USA-återhämtningen om/när den väl realiserats får större spridningseffekter än vi räknat med. Det är en ganska vanlig tendens att "särkopplingsdiskussioner" dyker upp i början på internationella upp- och nedgångar. Så var t ex fallet 2008 i en spegelvändning av dagens situation. Då argumenterade de flesta för att Tyskland och eurozonen, genom nya handelsmönster och mindre tendenser till finansiella bubblor, skulle kunna stå emot den amerikanska nedgången. I slutändan brukar dock korrelationen mellan ekonomier visa sig vara större än vad prognoserna förutspår. Det gäller särskilt relationen mellan ekonomierna i västvärlden.

Alternativscenarier

Årlig procentuell BNP-förändring

2014 2015

A. Tydligare spridningseffekter från USA-uppgång (20%)

USA 3,5 4,2

Eurozonen 1,3 2,5

OECD 2,6 3,4

EM-ekonomier 6,2 6,4

B. Allvarigare ekonomiska konsekvenser av exitpolitik (20%)

USA 2,4 2,5

Eurozonen -0,5 0,5

OECD 1,3 1,7

EM-ekonomier 4,0 4,0

Källa: SEB

Nedåtrisen ligger främst i att centralbankernas normalisering av penningpolitiken (exitpolitiken) visar sig bli svårare att genomföra och får större konsekvenser för den reala ekonomin än vi räknat med. Det gäller till en del inhemska risker avseende den finansiella reaktionen på räntehöjningar såväl i USA som i andra delar av världen. Men framför allt ligger riskerna i att förändringar i USA:s penningpolitik kan orsaka problem för länder/regioner i avvikande konjunkturfaser. Detta gäller såväl eurozonen som tillväxtekonomier. Till bilden hör att den globala skuldsättningen i dag är högre än 2007, vilket innebär att högre räntor får stort genomslag på konsumtion,

Omvälningar på energimarknaden

Teknologiska landvinningar (horisontell borrhning kombinerat med ny sprängteknik) har skapat möjligheter för en betydande ökning av främst nordamerikansk olje- och gasutvinning ur skiffersten. Framstegen har långtgående konsekvenser för energimarknaden **när det gäller handelsmönster, geopolitik och prisdynamik**. En konsekvens är att uppsiderisken för råoljepriset de närmaste åren minskat markant genom att utbudet ökar snabbare än efterfrågan. Produktionstörningar i Mellanöstern och Nordafrika utgör dock fortfarande en potentiell risk för högre råoljepriser.

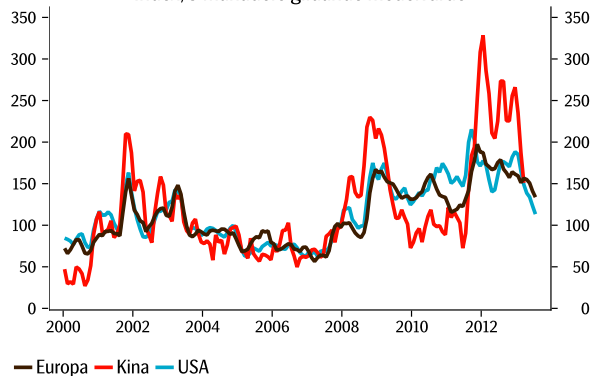
USA är på väg att återta sin gamla roll som världens största oljeproducent. Det är ändå inte troligt att man blir självförsörjande på råolja. Endast i ett mycket positivt scenario kan detta ske och då inte tidigare än år 2035. Stigande råoljeproduktion i USA och Kanada har dock redan förändrat de globala handelsmönstren. T ex är länderna runt Atlanten numera nettoexportörer av råolja. Oljeproducenter i Västafrika har därigenom använt sin överskottsproduktion till att konkurrera med OPEC om marknadsandelar i Asien.

Kapaciteten för produktion av råolja kommer troligen att växa snabbare än efterfrågan de närmaste åren. Det innebär att OPEC:s reservkapacitet kommer att öka med nästan 50 procent från 2013 till 2014 (från 2,8 till 4,0 miljoner fat/dag) och ytterligare något 2015. OPEC kommer därför att behöva skära ned produktionen för att hålla priset stabilt runt 100 USD/fat. En sådan nedskärning är hanterbar för OPEC som helhet och speciellt för Saudiarabien. Vi räknar därför med att råoljepriset, trots det nya utbudet av skifferolja, **kommer att handlas runt 100 USD/fat under 2014 och 2015**. Detta är också i linje med terminspriserna. Om militära och politiska

investeringar, kreditgivning och statsfinanser. **Sammantaget landar vi i slutsatsen att riskbilden är ganska symmetrisk**. Vi bedömer att såväl ett scenario med snabbare återhämtning som ett scenario med nya tillväxtbaktåg har 20 procents sannolikhet.

Ekonomisk-politisk osäkerhet

Index, 3 månaders glidande medelvärde



Källa: Economic Policy Uncertainty

Graden av ekonomisk-politisk osäkerhet innebär både risker och möjligheter. Index för ekonomisk-politisk osäkerhet grundar sig bl a på storleken på nyhetsflödet kring frågor relaterade till politik och prognosdivergens. Osäkerheten har minskat de senaste åren, men ligger fortfarande på en hög nivå. Bud-

konflikter i Mellanöstern och Nordafrika skulle mildras, t ex genom minskad spänning kring det iranska kärnprogrammet, kan dock överskottsutbudet nå nivåer som skapar allvarigare spänningar inom OPEC och pressar priserna nedåt.

På längre sikt kommer utvinning av skifferolja att starta också i andra delar av världen. Det amerikanska energidepartementet uppskattar dock att tekniskt utvinningsbar skifferolja bara utgör cirka 10 procent av de totala globala oljereserverna. Detta innebär att nyinvesteringar i traditionell (ej skifferolja) råoljeproduktion också kommer att behövas på längre sikt. Uppskattningar visar att sådana investeringar inte är lönsamma om råoljepriset tydligt understiger 100 USD/fat. **Oljepriset bör således inte kunna stanna betydligt under 100 USD/fat någon längre tid utan att nödvändiga investeringar i nya traditionell oljeutvinning börjar hämmas.**

Men även om vår analys landar i ett huvudscenario med relativt stabilt oljepris kan man i förlängningen se stora geopolitiska konsekvenser av den nya situationen på energisidan. Det är t ex inte orimligt att **USA tydligare omvärderar sitt breda och kostsamma engagemang i Mellanöstern** i en situation med kraftigt minskat oljeberoende. Fyndigheter av skifferolja i flera tidigare Sovjetrepubliker kan **förändra maktbalanserna i denna del av världen till Rysslands nackdel**. Det gäller inte minst Ukraina, som med hjälp av skifferolja skulle stärka sin position i den spända relationen med Ryssland. I ett riskscenario där oljepriset sjunker kan **de inrikespolitiska konsekvenserna i Mellanöstern och Nordafrika bli betydande**. Efter den "arabiska våren" 2011 står många länder inför stora utmaningar att hantera befolkningarnas ökande krav på social välfärd. Dessa kan bli omöjliga att tillgodose om oljeintäkterna minskar kännbart.

getbråken i USA:s kongress, krishantering inom eurozonen och vårens ledarskifte i Kina har sannolikt bidragit till att hålla uppe osäkerheten. Konsekvensen är t ex att företag avstår från att investera och nyanställa för att de uppfattar de långsiktiga ekonomisk-politiska spelreglerna som oklara. Analyser av Fed tyder t ex på att denna osäkerhet pressat upp arbetslösheten i USA med 1-1½ procentenheter. **Det finns således en global tillväxtpotential om osäkerheten kan reduceras.**

Fortsatt starka disinflationskrafter

Det generella inflationsklimatet i OECD-länderna fortsätter att domineras av starka disinflationskrafter kopplade till det låga resursutnyttjandet i industriländerna. Att tillväxtekonomierna nu bromsar in skapar nedåtpress också på råvarusidan. Därtill pressas energipriserna av den ökade produktionen av råolja och gas i Nordamerika. Livsmedelpriserna på råvarumarknaden har också visat en fallande trend senaste tiden, vilket på sikt kan få betydande genomslag i konsumentpriserna.

Risken för att inflationen ska komma ned på obekvämt låga nivåer är störst i eurozonen. De mindre krisländerna är redan i deflation och inflationen är på väg ner också i Italien och Spanien. Det finns vissa tecken på att stigande löner i Tyskland ska kunna underlätta rebalanseringsprocessen i regionen, men den tyska inflationen ser inte ut att hamna speciellt långt från genomsnittet i eurozonen. Vi räknar med att den svaga återhämtningen gör att inflationen **ligger kvar så lågt som på ca 1 procent under hela prognosperioden.**

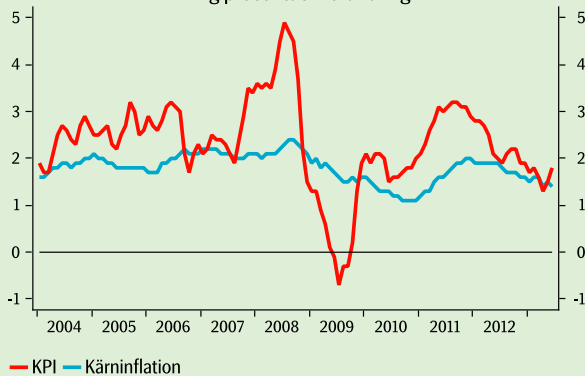
I andra västekonomier är bilden något annorlunda. I **USA** ligger kärninflationen på 1,7 procent och takten i nedgången har dämpats. Inflationen förblir låg, men vi räknar med att tillväxten framöver är tillräckligt stark för att inflationen långsamt ska vända upp i slutet av prognosperioden. En liknande profil är också trolig i **Sverige och Norge** även om inflationen inte når upp till centralbankerna mål. I **Storbritannien** har vi sett ett avvikande mönster med inflation över målet. Vår bedömning är

Svag inflationsrespons ger bryderi för exitpolitiken

Ser man inflationsprocessen i OECD-området i ett längre perspektiv är det slående hur stabil den underliggande inflationen varit. Under den period med finansiella excesser 2004-2007 som föregick krisen var den underliggande inflationen låg och stabil trots ett högt resursutnyttjande. Sedan krisen bröt ut har inflationsresponsen, till följd av det exceptionellt låga resursutnyttjandet, också varit ganska begränsad.

Stabil kärninflation i OECD-området

Årlig procentuell förändring



Källa: OECD

Att underliggande pris- och lönebeteende varit relativt okänsligt för förändringar i den ekonomiska aktivitetsnivån har såväl positiva som negativa sidor. Trögheten har bidragit till att en generell deflationsprocess kunnat undvikas trots lågt resursutnyttjande och fallande tillgångspriser. Löneökningarna har visserligen dämpats, men ändå bidragit till att hushållens köpkraft hållits uppe hyggligt. Trögheterna på inflationssidan fördröjer dock olika anpassningsprocesser. Stela reallöner i olika sektorer och regioner gör att arbetslösheten hålls uppe. T ex utjämnas skillnaderna i konkurrenskraft mellan Syd-europa och Tyskland i mycket långsam takt.

För centralbankerna är den stabila kärninflationen på flera sätt positiv. Den har bidragit till att förankra de långsiktiga inflationsförväntningarna. Detta har i sin tur varit viktigt för

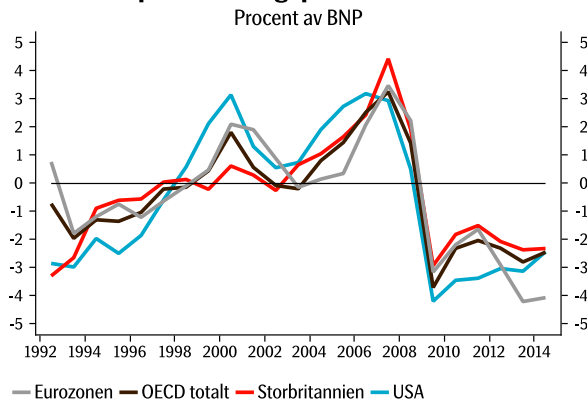
att den exceptionella stimulanspolitiken har kunnat genomföras utan större trovärdighetsproblem. Samtidigt har trovärdigheten en baksida. Att den underliggande **inflationen är så stabil gör också att den fungerar dåligt som signal-system för stabiliseringspolitiken.** Ekonomiska aktörers tilltro till inflationsmålen kan därigenom paradoxalt nog lura centralbankerna till penningpolitiska misstag.

I själva verket har idén om ett stabilt samband mellan resursutnyttjande (produktionsgap) å ena sidan och underliggande inflation å den andra varit en viktig grund för inflationsmålspolitiken. IMF har i några viktiga arbetspapper (Rethinking Macro Policy, Blanchard m fl) analyserat konsekvenserna av sammanbrottet för detta samband som man kallar "det gudomliga sammanträffandet (the divine coincidence)". Nyttänkandet sker på två olika huvudspår:

- När inflationen inte tillräckligt tydligt signalerar hur högt resursutnyttjandet och därmed riskerna för överhettning är kan centralbankerna komplettera guidningen av marknaderna med att sätta tröskelnivåer för arbetslösheten (och inflationsförväntningarna). Dessa kan sedan vara mer eller mindre kopplade till explicita bedömningar av svärfångade jämviktsmått på arbetslösheten. Att utveckla signaleringen på detta sätt verkar nu vara ganska okontroversiellt i centralbanksvärlden.
- En mer kontroversiell fråga är hur risken för bubblor på tillgångsmarknader ska hanteras. Under förra decenniet invaggades centralbankerna i falsk trygghet av låg inflation. Ränthöjningarna kom i ett sent skede, och då som en reaktion på stigande råvarupriser som därtill redan orsakat en rejäl uppbromsning. Utvecklingen av makrotillsynen som ett eget självständigt politikområde kan avlasta räntepolitiken i ganska hög grad när det gäller hanteringen av tillgångspriser och finansiell stabilitet. Men diskussionen om räntepolitikens användbarhet på detta område kommer troligen att förbli en tvistefråga inom de flesta centralbanker.

att inflationen toppade på 2,9 procent i juni och att pristrycket viker det närmaste året när mat- och råvaruinflation dämpas och tryck från tidigare administrativa höjningar och punddepreciering bortfaller.

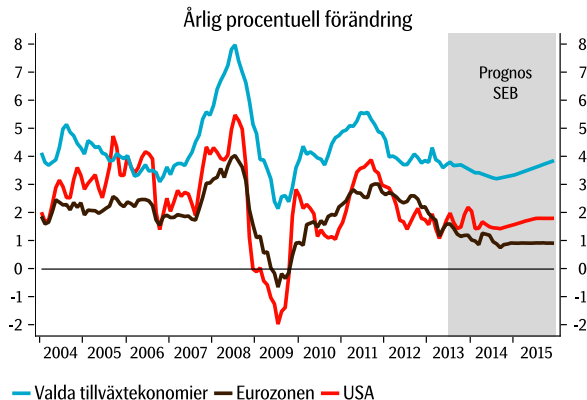
Stora produktionsgap i industriländerna



Källa: OECD

Den låga produktivitetstillväxten de senaste åren utgör en viss uppåtrisk i inflationsprognosen genom att den pressar upp enhetsarbetskostnaden. Däremot tror vi inte att centralbankernas expansion av balansräkningarna innebär något större inflationstryck. Dels är pengarna trögflytande och i t ex eurozonen ökar breda penningmängdsmått fortfarande mycket långsamt. **Därtill är sambandet mellan penningmängd och inflation också svagt på kort och medellång sikt.** Inte förrän resursutnyttjandet når så höga nivåer att flaskhalsproblem börjar pressa upp löner och vinstmarginaler ser vi därför någon betydande inflationsrisk. Notabelt är också att den senaste tidens ränteuppgång i t ex USA inte beror på ökade inflationsförväntningar utan istället drivits av stigande realränta. Det tyder på att inflationsförväntningar är väl förankrade, vilket ytterligare talar emot en monetärt driven inflationsprocess.

KPI-inflationen faller tillbaka



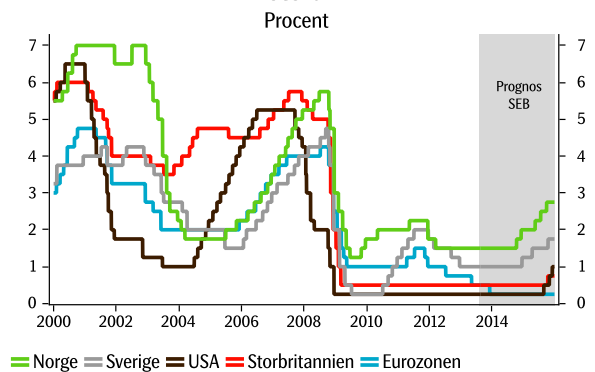
Källa: Eurostat, BLS, SEB

Renässans för exitstrategierna

Den globala penningpolitiken närmar sig ett **vägska**. Större finansiell stabilitet och ljusare konjunkturutsikter minskar behovet av brandkärsuttryckningar från centralbankernas sida. Gradvis ökar istället fokus på att **säkerställa en normalisering av inflationstakten och på att undvika att finansiella obalanser åter byggs upp.**

Låginflationsmiljön skapar manöverutrymme och bidrar till att både konventionell (räntan) och okonventionell politik (centralbankernas balansräkning) förblir kraftigt expansiv under hela prognosperioden. Det finns dock många aspekter som penningpolitiken måste beakta när exitstrategierna utformas: 1) finanspolitikens inriktning och trovärdighet, 2) stigande tillgångspriser och risken för att nya bubblor på sikt skapas, 3) utvecklingen av alternativa verktyg i makrotillsynen och 4) ekonomiernas känslighet för stigande räntor. Just nu provas nya kommunikativa grepp och signalsystem av centralbankerna. De innebär bl a att kommande förändringar i ränta eller värdepappersportfölj kopplas till siffrsatta tröskelvärden t ex för arbetslösheten. Därigenom vill man **styra marknadens ränteförväntningar** mot fortsatt låga nivåer. Ett annat syfte är att i så hög grad som möjligt öka genomslaget **från den nationella penningpolitiken** och frikoppla förväntningarna från konsekvenserna av en uppgång i amerikanska marknadsräntor.

Styrräntor kvar på låga nivåer- Fed höjer först av de stora



Källa: Macrobond

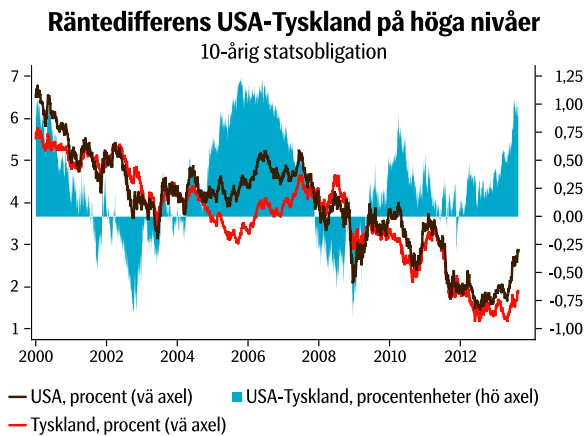
Det närmaste året förväntas i första hand Bank of Japan, och i avtagande takt Fed, fortsätta med att utöka sina värdepappersportföljer. Även ECB väntas tillhandahålla mer likviditet via en ny omgång av LTRO-lån. ECB sänker dessutom refinansräntan från 0,50 till 0,25 procent i slutet av 2013.

Fed avvaktar till hösten 2015, då arbetslösheten nått ned till 6,0 procent, innan en försiktig räntehöjningscykel inleds. Styrräntan ligger på 1,0 procent i slutet av prognosperioden. Dessförinnan sker en gradvis åtstramning genom att Feds obligationsportfölj tillåts minska. Bank of England påbörjar räntehöjningscykeln i slutet av 2015 medan ECB och Bank of Japan avstår från höjningar under prognosperioden.

De nordiska centralbankerna påbörjar räntehöjningarna före Fed. Riksbanken höjer första gången i slutet av 2014 och sedan vidare till 1,75 procent i slutet av 2015. Norges Bank höjer styrräntan med 50 punkter redan under andra halvåret 2014 och med ytterligare 75 punkter under 2015 till en nivå på 2,75 i procent i slutet av året. Uppdrivna husprinsnivåer skapar främst huvudbry för Bank of England och de nordiska centralbankerna eftersom huspriskorrigeringar nedåt i dessa länder i stort sett lyst med sin frånvaro under krisåren.

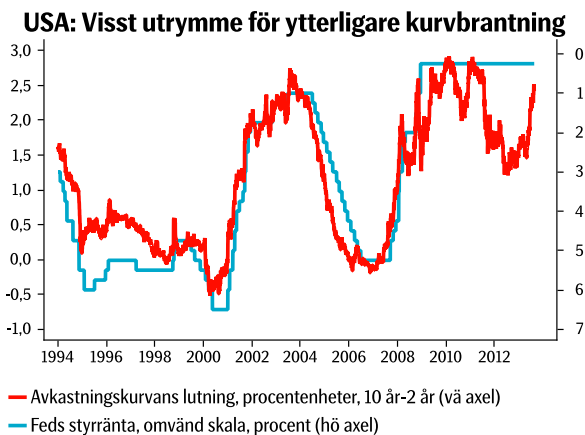
Räntedifferensen mellan Tyskland och USA består

Fed och den amerikanska långräntan sätter tonen för den globala räntemarknaden de närmaste åren. Vår slutsats är att räntan på en tioårig amerikansk statsobligation ligger på 3,15 procent i slutet av 2014. I slutet av 2015 ligger motsvarande ränta på 3,70 procent. Det innebär en måttlig uppgång på 80 räntepunkter jämfört med augusti 2013. Det historiska mönstret indikerar att risken ligger på uppsidan och att ytterligare kurvbrantning genom stigande långränta kan ske. I takt med att Fed inleder sina räntehöjningar andra halvåret 2015 blir avkastningskurvan flackare.



Källa: Macrobond

Långräntedifferensen mellan USA och Tyskland ligger nu på ca 100 räntepunkter, vilket varit maxnivån de senaste decennierna. De ekonomiska och finansiella förutsättningarna för eurozonen och Tyskland jämfört med USA talar inte för att räntedifferensen ska minska framöver. Räntenivån i Tyskland förväntas därför i stora drag följa sin amerikanska motsvarighet och ränteskillnaden på ca 100 räntepunkter består i stort de närmaste åren. Vi förutser att en tysk tioårig obligationsränta ligger på 2,70 procent i slutet av 2015.

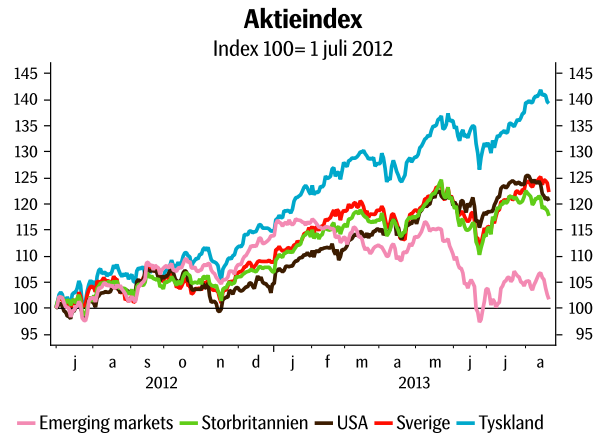


Källa: Macrobond, Federal Reserve

Ränterörelsen uppåt begränsas av att låginflationsmiljön består och marknaden är inställd på att centralbankerna står beredda att utvidga/återuppta köpen av räntepapper om utvecklingen äventyrar återhämtningen eller den finansiella stabiliteten.

Goda möjligheter för fortsatt börsuppgång

Aktiemarknaden i t ex USA, Tyskland och Storbritannien har nått nya rekordnivåer de senaste månaderna. Börserna tycks således vara relativt okänsliga för negativa nyheter avseende t ex fortsatt politisk osäkerhet i Sydeuropa eller sämre konjunktursignaler från tillväxtekonomierna. Inte heller Feds besked att tidpunkten närmar sig för en nedtrappning av QE-politiken fick varaktiga effekter. Företagen har levererat en försiktigt positiv guidning i sommarens delårsrapporter. Börsen globalt (MSCI) har hittills i år stigit med 14 procent.



Källa: Macrobond, SEB

Vi upprepar slutsatsen från de senaste utgåvorna av *Nordic Outlook* – **försiktigt positiv kursutveckling**. Attraktionskraften i alternativa placeringar som t ex obligationer förblir svag. Värderingarna av börserna ser fortfarande inte ut att vara alltför höga. Även om marknaden behöver "vänja sig" vid Feds nedtrappning av värdepappersköpen förblir centralbankernas politik kraftigt expansiv de närmaste åren. USA:s förbättrade tillväxtutsikter är viktiga för såväl den globala konjunktoren som riskaptiten generellt sett. Därtill räknar vi med att energi- och råvarupriserna kvarstår under nedåtpress, vilket förbättrar företagens vinstutsikter samtidigt som det möjliggör en fortsatt lågräntepolitik. Den måttliga långräntepågången vi förutser är också förenlig med försiktigt stigande börser. En kraftigare räntereaktion uppåt utgör dock en nedåtrisk för börsen.

Penningpolitik driver valutamarknaden

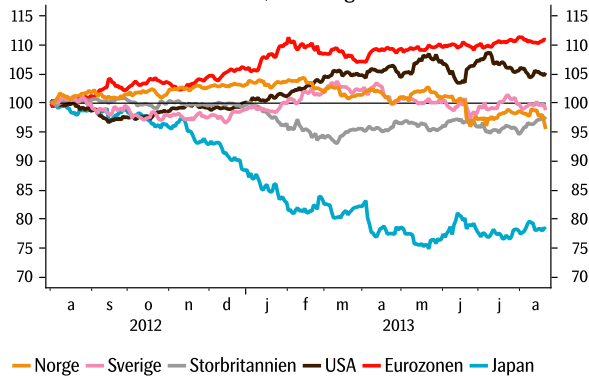
Skillnader i återhämtningens styrka och divergerande penningpolitik kommer att vara avgörande för valutamarknadens utveckling de närmaste åren. Vi räknar med att dollarn på sikt kommer att stärkas mot ett flertal valutor, bl a euron och yenen. Stabiliseringen i eurozonen har dock medfört att riskpremien relaterad till euron har fallit avsevärt. Vidare ser vi tecken på att investerare åter köper eurotillgångar vilket medför europositiva kapitalflöden. Sammantaget gör det att vi senarelägger dollarförstärkningen något och räknar med att **EUR/USD handlar på 1,33 i slutet på 2013**, men att dollarn sedan stärks ytterligare och att **EUR/USD faller till 1,20 i slutet av 2015**.

Den japanska yenen har försvagats kraftigt under 2013 som en konsekvens av centralbankens kraftfulla åtgärder för att få upp inflationen. Vi tror att politiken på sikt kommer att öka pressen

på japanska investerare att öka vikten för utländska placeringar med ytterligare yenförsvagning som följd. **Vi räknar med att USD/JPY gradvis stiger till 110 i slutet av 2014 och till 115 i slutet av 2015.**

Kraftig yenförsvagning och viss eurorekyl

Valutaindex, 100 = augusti 2012

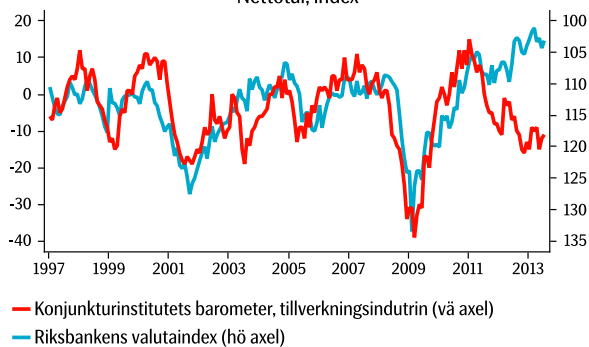


Källa: Bank of England

Svag ekonomi och expansiv penningpolitik har bidragit till att det brittiska pundet (GBP) har legat kvar på svaga nivåer efter den kraftiga deprecieringen under finanskrisen. De senaste månaderna har det dock kommit fler tecken på att ekonomin håller på att repa sig. Återhämtningen väntas dock gå relativt långsamt och att penningpolitiken förblir expansiv under flera år framöver. Ett svagt pund behövs också för att upprätthålla brittisk konkurrenskraft framöver. Vi räknar därför med att pundet försvagas mot USD, om än i mindre omfattning än vad euron gör mot USD. **I slutet av 2015 står GBP/USD i 1,48 men EUR/GBP sjunker ned till 0,81.**

Svenska kronan brukar stärkas i konjunkturuppgångar

Nettotal, index



Källa: Konjunkturinstitutet, Riksbanken

Den svenska kronan har etablerats på starkare nivåer jämfört med perioden före finanskrisen. Tidigare har låg värdering varit en tydligt positiv drivkraft för den svenska kronan, men nu ligger den inte så långt från sin jämviktskurs. Attraktionskraften från kronans starka fundamenta mattas också i takt med tecken på en stabilisering i eurozonen. En mer positiv utveckling i Europa bör dock vara gynnsamt för kronan som traditionellt har stärkts när världskonjunkturen har förbättrats. **Vi räknar med att EUR/SEK handlas till 8,40 i slutet av 2014 och att kronan därefter stärks ytterligare till 8,20 i slutet av 2015.**

Den norska kronen förefaller alltjämt något undervärderad men markant ytterligare förstärkning motverkas effektivt av den norska centralbanken. Även om det fortfarande dröjer är de skandinaviska centralbankerna sannolikt bland de första att strama åt penningpolitiken, vilket på sikt lär gynna valutorna. **Vi räknar därför med att EUR/NOK står i 7,70 i slutet av 2014 och i 7,65 i slutet av 2015.**

- **Räntehöjningar sker först 2015 p g a låg inflation och nya makrotillsynsinstrument**
- **“Cost-benefit”-analys och makrobild motiverar att QE-köpen börjar fasa ut snarast**
- **Svår balansakt – kommunikation och bra verktyg minskar exitpolitikens ränterisk**
- **Långräntans tre byggstenar talar för en mjuk ränteuppgång de närmaste åren**

Rekord i expansiv penningpolitik

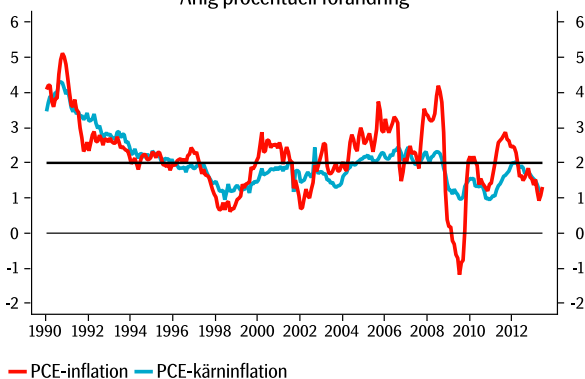
Sedan december 2008 ligger USA:s styrränta på 0-0,25 procent. Dessförinnan, under en dryg 12-månadersperiod, **sänktes räntan med 5 procentenheter**. Därtill har Feds **balansräkning de senaste fem åren fyrfaldigats**, från 800 miljarder till 3 200 miljarder dollar (ca 20 procent av BNP), främst genom en växande värdepappersportfölj. Förändringen motsvarar konventionella räntesänkningar med ytterligare **3 procentenheter** enligt IMF/SEB-beräkningar.

Feds värdepappersportfölj Mdr USD	Statspapper	Övriga värdepapper	Totalt
Januari 2007	779	0	779
Augusti 2013	1 982	1 314	3 296
Förändring	+1 203	+1 314	+2 517

Källa: Federal Reserve

Lågt inflationstryck - klart under målet på 2 procent

Årlig procentuell förändring



Källa: BEA

Den ultralätta politiken har motiverats av en **stor mängd lediga resurser** (produktionsgap), d v s hög arbetslöshet och outnyttjad industrikapacitet motsvarande **4-6 procent** av BNP under och efter recessionen 2008-2009. Detta är ett historiskt stort produktionsgap. Pressen nedåt på bl a löner och energipriser har medverkat till att ge ett lågt inflationstryck. Feds favoritmått för inflationen, den privata konsumtionsdeflatorn

(PCE), ligger kring 1 procent vilket är en bra bit under Feds mål på 2 procent. **Låg inflation framöver ger Fed stora frihetsgrader att prioritera tillväxt och sysselsättning.**

Två (o)beroende penningpolitiska verktyg

Feds penningpolitiska strategi har reviderats ett par gånger. I dag (aug 2013) används följande två huvudverktyg – styrränta respektive värdepappersköp – vilkas syfte är att dels påverka priset på pengar, dels guida/styra kortränteförväntningar, dels leda till kvantitativa lättnader (QE/CE-politik):

- **Styrräntan** ska ligga på 0-0,25 procent åtminstone så länge som 1) arbetslösheten överstiger 6,5 procent, 2) Feds prognos för inflationen på 1-2 år inte ligger över 2,5 procent och 3) inflationsförväntningarna är stabila.
- **Köpen av stats- och bostadspapper** för totalt 85 miljarder dollar per månad kan reduceras och modifieras 1) på grund av förändringar av utsikterna för arbetsmarknad och inflation eller 2) om en "cost-benefit"-analys (se rutan nedan) av köpen ger en annan slutsats än dagens. Fed tycks ha nått konsensus att då arbetslösheten ligger kring 7 procent bör värdepappersköpen vara avslutade.

Dessa båda huvudstrategier kompletterar varandra men är inte ömsesidigt beroende. Det betyder att **avveckling av värdepappersköpen inte ändrar utsikterna för räntehöjningar.**

En växande värdepappersportfölj - syftena

Transmissionen mellan den okonventionella penningpolitiken, t ex köp av stats/bostadspapper, och ekonomin går via olika kanaler: 1) pressa upp **relativpriset** på obligationer/aktier; 2) **tillföra pengar** och underlätta **monetär expansion** och ökad **kreditgivning**; och 3) **signalera** framtida expansiv penningpolitik och således stärka hushålls, företags och finansiella aktörers framtidstro.

En växande värdepappersportfölj - riskerna

En alltför expansiv okonventionell penningpolitik riskerar att ge: 1) **överdrivet risktagande** och **felallokering** av resurser till reala/finansiella investeringar, 2) **senareläggning av anpassningar av balansräkningar**, 3) **politisk passivitet** och frånvaro av reformer, 4) en sämre fungerande **interbankmarknad** och 5) **monetär inflation** när kreditmultiplikatorn fungerar bättre (i dag blir det bara 3 dollar i banksystemet av varje skapad Feddollar mot normala 8-9 dollar).

Många faktorer inverkar på Feds beslut

Förutom detta av Fed själv skapade makroekonomiska "kontrollbord" för penningpolitiken finns **ytterligare faktorer** som Fed och USA på något sätt måste förhålla sig till:

- **Förtroendeperspektivet.** En överdrivet stor värdepappersportfölj på Feds balansräkning kan under mer normala ekonomiska förhållanden ses som en orimlig och subventionerande centralbanksfinansiering av statens underskott/

skuld och bostadsmarknaden och är klart avvikande från historiska mönster.

- **Globala implikationer.** Det finns en växande irritation över USA:s exitpolitik. Sommarens ränteuppgång försvårar den ekonomiska återhämtningen i t ex Europa och skapar en önskad kreditstramning i utvecklingsekonomierna. Länder vars valuta är kopplad till US-dollar, t ex i Mellanöstern, tvingas också acceptera stigande räntor. De negativa smittoeffekterna på omvärlden minskar om huvudmotivet till exitpolitiken är en starkare amerikansk ekonomi som stödjer global tillväxt.
- **Ökad politisering.** Centralbankens självständighet är i dag mer ifrågasatt än på många år. Fed möter kritik från olika håll i samhället för att prioritera Wall Street (banksystemet) före Main Street (hushåll/företag). En exitpolitik som driver upp bostadsräntorna kan dra till sig ny kritik från både politiker och väljare. Det kan också leda till att valet av ny Fedordförande får mer politiska inslag än vad som är bra ur ett oberoendeperspektiv.
- **Makrotillsynsverktyg.** Alternativa instrument vid sidan av styrräntan kommer att verka tillbakahållande på framtida räntehöjningar. Tidpunkten för när en tillräckligt kraftfull och effektiv arsenal finns på plats är dock osäker.
- **Finansiell stabilitet.** En exitpolitik som driver fram snabba ränteuppgångar riskerar att skapa orealiserade kursförluster i bl a det amerikanska finansiella systemet. Det kan i sin tur leda till en kreditkontraktion som försvårar återhämtningen. IMF-beräkningar visar att en uppgång på 150 punkter skapar orealiserade förluster på i storleksordningen 500 miljarder dollar
- **Finanspolitiken.** Om, vilket är osannolikt, kongressen enas om en statsfinansiell plan som snabbare minskar budgetunderskottet ökar trycket på Fed att sjösätta exitpolitiken senare och i ett långsammare tempo.

Steg mot sjösättning av exitpolitik

Ur en rent teknisk synvinkel besitter Fed både enkla och effektiva verktyg att genomföra exitpolitiken såväl konventionellt som okonventionellt. Utmaningen är att hitta den optimala tidpunkten ur ekonomiska, finansiella och politiska perspektiv.

När tidpunkten infunnit sig är det rimligt att Fed verkställer exitpolitiken enligt följande tågordning:

- 1) De månatliga värdepappersköpen reduceras gradvis under en 9-12-månadersperiod och upphör så småningom helt. Men så länge Feds balansräkning växer rör sig penningpolitiken i en mer expansiv riktning. Vi räknar med att beslut om en nedtrappning av de månatliga köpen tas nu i september och att de är avslutade senast nästa sommar.
- 2) Fed upphör helt/delvis med att återinvestera förfallande stats- och bostadspapper, vilket gör att balansräkningens både tillgångs- och skuldsida krymper. Penningpolitiken blir därmed mindre expansiv. Detta förväntas äga rum under hösten 2014.

- 3) Fed lägger fokus enbart på förändringar av sammansättningen på **balansräkningens skuldsida** och binder upp likviditeten genom att t ex ge ränta på bankreserver, använda omvända repor eller emittera centralbankscertifikat. Åtgärden minskar risken för monetär inflation. En likviditetsindragning väntas ske under 2015.
- 4) Fed väljer, efter tydlig kommunikation och guidning, att **höja styrräntan från dagens 0-0,25 procent**. Vår prognos är att höjningarna inleds under andra halvåret 2015 och att räntan i slutet av året ligger på 1,0 procent. Räntehöjningarna kompletteras med en ökad användning av olika makrotillsynsverktyg.

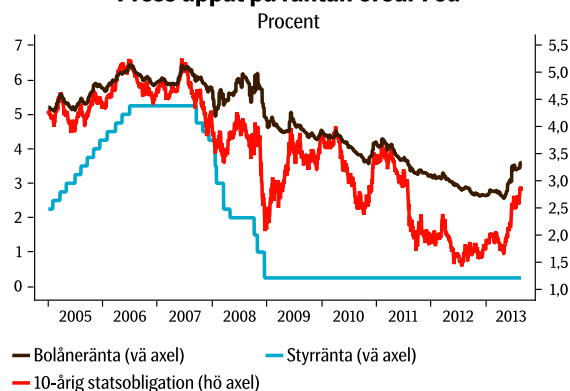
Även om Fed tidigare har funderat över möjligheten att aktivt börja minska sin värdepappersportfölj genom **direkta försäljningar framstår ett sådant scenario i dagsläget som mycket osannolikt**. T o m ett passivt agerande genom att tillåta gradvisa förfall av portföljen kan te sig något för aggressivt; enligt IMF tar det runt fem år för statspappersportföljen att normaliseras "automatiskt". För den bostadsrelaterade portföljen kan det ta uppemot 30 år. En utmaning för Fed blir att motivera det stora innehavet av bostadspapper.

Det är inga stora problem för Fed att under många år framöver **ligga kvar med en stor obligationsportfölj** (se tidigare riskdiskussion). Eventuella ränteuppgångar kan visserligen skapa orealiserade kursförluster för Fed men om värdepappren hålls till förfall uteblir förlusten. **Feds resultat** påverkas dock negativt eftersom finansieringen av obligationsportföljen fördyras i takt med att styrräntan rör sig uppåt.

Länders innehav av amerikanska statspapper, mdr USD

Land	Innehav	Land	Innehav
Kina	1 316	Luxemburg	144
Japan	1 111	Hongkong	138
Opecländerna	266	Irland	126
Brasilien	256	Singapore	92
Karibien	253	Norge	74
Taiwan	189	Tyskland	63
Schweiz	187	Turkiet	60
Belgien	171	Kanada	60
Storbritannien	155	Mexiko	59
Ryssland	151	Övriga	807

Press uppåt på räntan oroar Fed



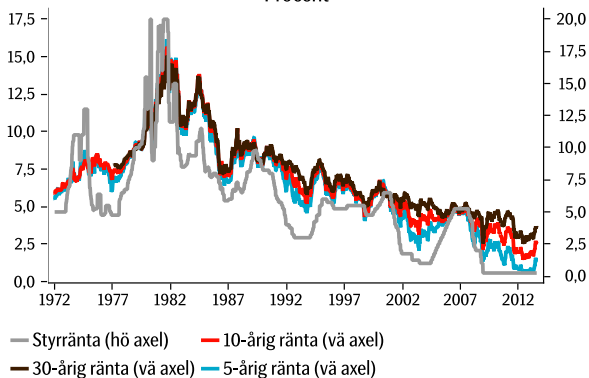
Källa: Federal Reserve, Macrobond

De närmaste månaderna lär Feds strategi vara att försöka **motverka snabba långräntepuppångar**. Tydligheten i penningpolitiken behöver då öka. Fed sänder nu signaler som vill sätta ökat fokus på inflationsläget. Det är viktigt då det ger ett större manöverutrymme att verkställa reduceringen av de månatliga köpen och samtidigt understryka att det kommer att ta tid innan första räntehöjningen kommer. Vi förväntar oss att Fed tar steg mot ökad tydlighet genom att t ex göra inflationsmålet symmetriskt och införa en nedre toleransgräns på 1 eller 1,5 procent. Utsikterna för låg inflation gör också att Fed kan sänka tröskelvärdet för arbetslösheten från 6,5 procent till en nivå som Fed anser vara den långsiktiga, d v s 5,5-6,0 procent.

Fed – en av långräntans tre byggstenar

Utsikterna för Feds penningpolitik spelar en viktig roll för hur amerikanska långräntor förväntas utvecklas framöver. De senaste 30 åren har en amerikansk 10-årig ränta fallit från 8 till 2 procent. Sedan början av maj 2013 har räntan stigit med drygt 1 procentenhet. Uppgången kan delvis ses som en effekt av minskad osäkerhet om USA:s ekonomiska utveckling. Den kan dock också reflektera oro för minskande efterfrågan på statspapper när Fed avslutar sina köp samtidigt som behovet bland globala investerare att söka extra säkra investeringar minskar. Ränterörelsen vi noterat hittills kan bara delvis (ca 25 procent) förklaras av stigande inflationsförväntningar under perioden.

Räntor på låga nivåer
Procent



Källa: Federal Reserve, Macrobond

Utvecklingen sätter åter strålkastarljuset på situationen våren **1994**. Då skulle Fed normalisera penningpolitiken efter en med dåtidens ögon sett lång period, 17 månader, med låg ränta (3 procent). Reaktionen blev stark och den 10-åriga räntan steg med runt 200 punkter under 1994. I mångas ögon ses 1994 som ett **operationellt och kommunikativt Fed-misslyckande** även om det var uppenbart att penningpolitiken behövde stramas åt.

Globalisering av produktionskedjor och finansiella system samt internationellt samarbete kring ekonomisk-politiska ramverk är en bidragande faktor till en hög samvariation mellan långräntor i olika länder, trots skillnader i ekonomiska, finansiella och institutionella förhållanden. Även om räntepuppången i t ex Europa hittills inte varit lika stor som i USA kommer utvecklingen i USA-räntor att i hög grad påverka den globala räntemiljön.

Inflationsförväntningar och realränta (10 år)



Källa: Macrobond

För att tydliggöra bilden av långränteutvecklingen framöver tar vi utgångspunkt i räntans **tre huvudsakliga byggstenar: förväntad kort[real]ränta, förväntad inflation** samt **löptidspremie**, d v s ersättning för den extra risk som det innebär att hålla en placering under en viss utsträckt tidsperiod. De tre boxarna nedan redovisar våra **slutsatser kring krafterna** och deras underliggande komponenter för det närmaste året.

Byggsten No 1: Förväntad kort styrränta

Sammantaget: press nedåt (↓) på långräntan

- | | | |
|---|---|---|
| 1 | Aktuell styrräntenivå | → |
| 2 | Centralbankens avsikter och kommunikation | ↓ |
| 3 | Marknadens kortränteförväntningar | ↑ |
| 4 | Alternativa policyverktyg | ↓ |
| 5 | Avkastningskrav på reala investeringar | → |

USA:s **styrränta** ligger i dag på 0-0,25 procent, vilket onekligen också påverkar långa räntor. Lägg därtill att Feds **avsikt** och **kommunikation** är tydlig: centralbankens egna bedömningar visar att en räntehöjning dröjer till 2015. Feds strategi just nu är, som tidigare nämnts, att få omvärlden att öka fokus på inflationsläget. Resurserna i ekonomin tas i anspråk i långsam takt och därför är inflationsutsikterna fortsatt gynnsamma. Att Feds kommunikativa förmåga fortsätter att utvecklas talar också för en nedåtpress på långräntan tack vare en lägre riskpremie för oväntade och oönskade policysteg.

Marknadens förväntningar väntas likväl pressa långräntan uppåt i takt med att tillväxtutsikterna förbättras. När **alternativa verktyg** (makrotillsyn) är på plats, som påverkar t ex hushållens skuldsättning och minskar risken för tillgångspris-inflation, kan framtida höjningar senareläggas. Avkastningskraven på reala investeringar påverkas bl a av **ekonomins underliggande styrka**. Några krafter drar åt olika håll t ex högre strukturell arbetslöshet, ogynnsam demografitrend, hög offentlig skuldsättning och mer förutsägbart energilandskap. Sammantaget talar mycket för att företag och finansiella investerare kommer att tvingas röra sig i riktning mot sänkta avkastningskrav.

Mycket talar för att **centralbankernas trovärdighet** bidragit till att stabilisera inflationsförväntningarna på en bekväm nivå. Det är rimligt att förvänta sig att den trovärdigheten består.

Byggsten No 2: Förväntad inflation

Sammantaget: press nedåt (↘) på långräntan

- 1 Centralbankens trovärdighet →
- 2 Inflationens fluktuation →
- 4 Ekonomisk och monetär utveckling ↘
- 5 Symmetrin i inflationsriskbilden ↘

Därutöver har **volatiliteten** i inflationen minskat, trots stora fluktuationer i råvaru-/energi priser de senaste åren relaterade till vädereffekter och geopolitiska konflikter. Framöver räknar vi också med prispress nedåt på energisidan. Centralbankerna innehar också de verktyg som behövs för att undvika att monetär expansion slår igenom i högre inflation. De får även fortsatt hjälp av att **globaliseringen av produktionskedjor** medverkar till prispress nedåt. Därtill fortsätter världsekonomin att arbeta med lediga resurser. I dagsläget är **riskan fortfarande stor att inflationen istället blir alltför låg.**

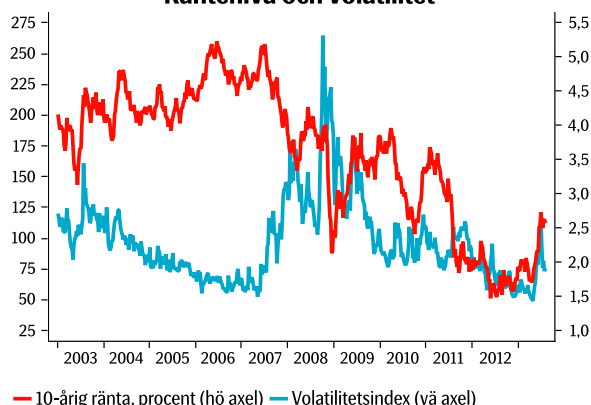
Byggsten No 3: Löptidspremien

Sammantaget: press uppåt (↗) på räntan

- 1 Räntevolatilitet ↘
- 2 Automatisk hedging mot ränterörelser ↗
- 3 Strukturella (safe-haven-flöden) investeringar ↗

Variationer i räntenivån kan kopplas till cykliska och strukturella krafter. **Volatiliteten** har gått ned under en längre period även om den ökat på senare tid från rekordlåga nivåer. Det är sannolikt kopplad till den låga räntenivån och en asymmetrisk risk vad gäller framtida kapitalvinster. Löptidspremien har också pressats tillbaka för en finansiell portfölj tack vare **automatisk hedging** då stigande/fallande räntor gått hand i hand med fallande/stigande börskurser. En stigande ränta (= kursförlust) har således kompenserats av en stigande börs. Det riskreducerande sambandet har dock inte funnits de senaste åren.

Räntenivå och volatilitet



Källa: Macrobond

Att mönstret brutits har rimligen sin förklaring i **strukturella kapitalflöden**, d v s att Fed sjösat en kraftfull okonventionell penningpolitik genom obligationsköp samtidigt som t ex konverteringsrisken för eurozonen och stora sparöverskott i Asien kanaliserat investeringskapital till amerikanska statsobligatio-

ner. Dessa flöden har minskat, och minskar ytterligare framöver, vilket pressar långräntan uppåt. Effekten mildras sannolikt av att dollarmarknaderna kan stöttas av konjunkturella kapitalflöden när den amerikanska ekonomin intar ledarpositionen i den globala återhämtningen. Samtidigt består dollarns roll som världens viktigare reservvaluta vilket i sig gör amerikanska obligationer fortsatt attraktiva.

Autohedge mellan aktie- och ränteportfölj



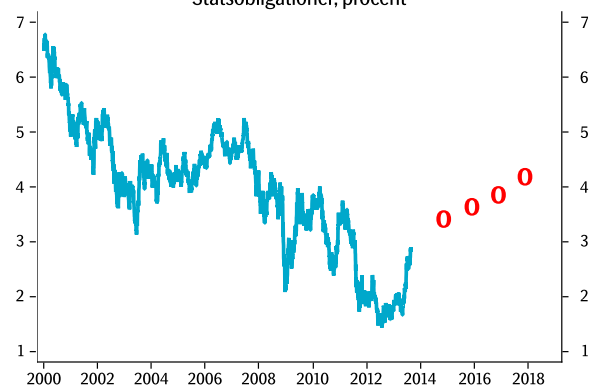
Källa: Standard & Poor's, Macrobond

Vart är USA:s tioåriga ränta på väg?

Vår genomgång av långräntans tre huvudsakliga byggstenar, inklusive analysen av Feds penningpolitik, stödjer bilden av **en långsam anpassning uppåt av räntenivån**. Den ränteuppgång på drygt 100 punkter som redan har ägt rum, och som medverkat till en lika stor uppgång i en amerikansk bolåneränta med samma löptid, har oroat inte bara amerikanska beslutsfattare utan även regeringar runt om i världen. Det finns en risk att vårens ränteuppgång lägger grunden till en ytterligare uppgång i löptidspremien p g a ökad volatilitet. Därtill kan också framtida ränteuppgångar gå hand i hand med aktiekurser som pressas nedåt vilket tar bort det "automatiska" ränteskyddet och ökar risk- och därmed löptidspremien. De strukturella positiva flödena till stöd för räntan minskar också p g a Fed, men i viss mån kan ränteeffekten mildras genom att konjunkturella flöden pressar räntan nedåt. Fed lär dock fortsätta bygga förtroende och argument kring sin bedömning och sina penningpolitiska strategier att det tar tid innan räntan höjs. Vi delar den slutsatsen liksom även att inflationsbilden är gynnsam för ett försiktigt långräntescenario.

10-årig ränta & marknadsprognos (forwardräntor)

Statsobligationer, procent



Källa: Macrobond

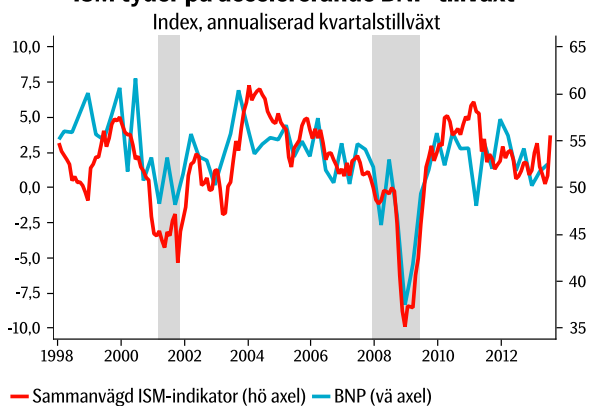
Allt starkare tillväxtförutsättningar

- **BNP-tillväxt över 3 procent 2014 och 2015**
- **Husprisuppgången har accelererat**
- **Investeringarna tar fart 2014**
- **Fed höjer räntan till 1 procent under 2015**

Den amerikanska ekonomin har hittills kännetecknats av en trög återhämtning sedan det dramatiska BNP-fallet 2008-2009. Under perioden 2010-2012 hamnade den årliga **BNP-tillväxten runt 2 procent**. I år är det främst en mycket stram finanspolitik som gör att tillväxten stannar på 1,6 procent. Visserligen undvek kongressen det budgetmässiga stup ("fiscal cliff") som hotade i början på 2013, men man tillät ändå breda automatiska utgiftsnedskärningar ("sequester") att slå igenom under våren.

De underliggande förutsättningarna för en återhämtning blir dock allt bättre. Husmarknaden är nu inne i en snabb uppgångsfas med stigande priser och ökande byggaktivitet. Hushållens balansräkningar gynnas av stigande börskurser med flera breda index på "all time high"-nivåer. Industrin är också inne i en expansionsfas och inköpschefsindex (ISM) låg i juli på 55,4; den högsta nivån sedan 2010. Nästa år avtar därtill den finanspolitiska motvinden när åtstramningsdosen minskar från knappt 2 till 1 procent av BNP. Sammantaget räknar vi med att **BNP-tillväxten nästa år accelererar till 3,3 procent**. År 2015 förstärks efterfrågesidan ytterligare samtidigt som restriktioner från utbudssidan ännu inte gör sig gällande. **BNP-tillväxten stiger då till 3,7 procent**.

ISM tyder på accelererande BNP-tillväxt

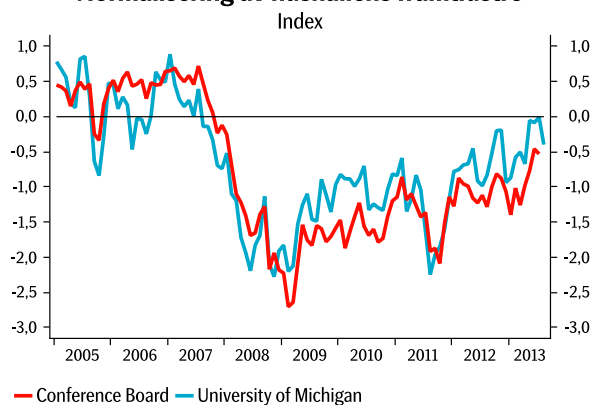


Fed väntas annonsera en nedtrappning av de månatliga värdepappersköpen redan nu i september och avsluta köpen i mitten av nästa år. Styrrentan börjar höjas tredje kvartalet 2015. Vi räknar då med att den öppna arbetslösheten har nått 6,0 procent.

Allt gynnsammare konsumtionsklimat

Kombinationen av skatthöjningar och högre bensinpriser ledde till sviktande konsumentförtroende i början av 2013. Därefter har förbättrad arbetsmarknad och stigande tillgångspriser lyft stämningläget och förtroendeindikatorerna ligger nära sina högsta nivåer sedan 2007.

Normalisering av hushållens framtidstro



Hushållens konsumtion steg med 1,8 procent under första halvåret. Finanspolitiska åtstramningar dämpar utvecklingen även andra halvåret, vilket bidrar till att ökningen för helåret stannar vid 2,0 procent. På lite längre sikt talar det mesta för en tilltagande konsumtionstillväxt, bl a en mindre åtstramande finanspolitik och en starkare arbetsmarknad. Den viktigaste drivkraften bakom konsumtionstillväxten kommer dock från förmögenhetseffekter och förändringar i hushållens balansräkning:

- **Hushållens skulder** motsvarade fjärde kvartalet 2012 110 procent av inkomsterna, en nedgång på 24 procentenheter sedan toppen år 2007. Under första kvartalet steg skuld-kvoten till 111 procent, den första kvartalsvisa uppgången på fyra år. Det är fortfarande för tidigt att avgöra om ett trendbrott redan skett, men vi står fast vid vår tidigare bedömning att skuldanpassningen avslutas under loppet av 2013.
- **Hushållens förmögenhet** har i stort sett återhämtat tappet motsvarande 16 000 miljarder dollar mellan 2007 och 2009. Mätt i nominella termer ligger nu förmögenheten över 2007 års nivå. Mätt i relation till inkomsten utgör brutoförmögenheten i finansiella och reala tillgångar nu 700 procent, vilket kan jämföras med 789 procent år 2007.

Empiriska studier tyder på att förmögenhetsförändringar påverkar konsumtionen under en treårsperiod. Effekterna av de tidigare tappen har nu värkt ut; framöver blir det **de senaste**

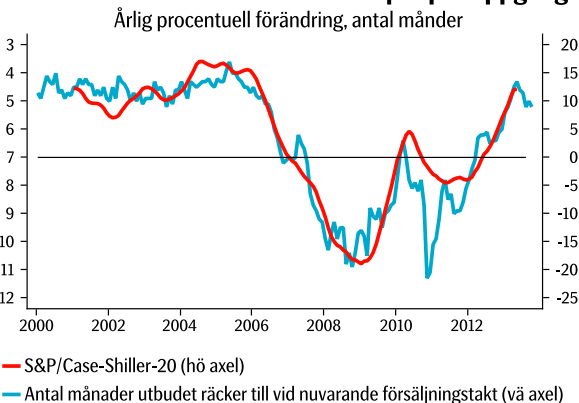
årens förmögenhetsuppgång som dominerar konsumtionseffekterna. Uppgången de senaste åren är dock främst hänförlig till stigande aktiekurser medan återhämtningen av huspriser ännu är i sin linda. Detta dämpar effekten på konsumtionen eftersom den finansiella förmögenheten i högre grad är koncentrerat till höginkomsttagare med låg känslighet för förändringar i tillgångspriser. Framöver kommer däremot uppgången i huspriser att bli den dominerande kraften.

Sammantaget räknar vi med att situationen avseende skulder och tillgångar gör att hushållen kommer att dra ned sitt sparande ytterligare något, trots att sparkvoten på 4 till 4½ de senaste månaderna är den lägsta på 5 år. Vi tror dock inte att den ytterligare fallhöjden i sparkvoten är speciellt stor. En betydande del (ca 2/3) av nedgången i skuldsättningen beror på bankers avskrivning av skulder till hushåll med svag återbetalningsförmåga. Detta kommer troligen att leda till en **betydligt större försiktighet hos kreditgivare än vad som gällde före krisen**. Sannolikheten för excesser av den typ som då präglade lånemarknaden är därför låg. Detta bidrar till att dämpa uppgången på konsumtionssidan. Sammantaget räknar vi med att konsumtionen mätt som årsgenomsnitt växer med **2,7 procent 2014 och med 3,1 procent år 2015**.

Snabb prisuppgång på bostäder

Den senaste tiden har uppgången i amerikanska huspriser accelererat. Ökningstakten för Case-Shillers-20 index (20 största städerna) ligger nu på drygt 12 procent på årsbasis; **bara de fem senaste månaderna har priserna stigit med över 7 procent**. Det är en kraftigare uppgång än vad vi räknat med tidigare. Återhämtningen har drivits av rekordlåga bostadsräntor samt det generellt förbättrade ekonomiska läget, inte minst på arbetsmarknaden. Även utbudet av bostäder har varit gynnsamt för prisutvecklingen då antalet tvångsförsäljningar minskat stadigt samtidigt som nybyggnationen ännu inte har tagit ordentlig fart. Det har medfört att antalet hus ute till försäljning har minskat snabbt de senaste åren och nått historiskt låga nivåer.

Husmarknad: Växande utbud dämpar prisuppgång



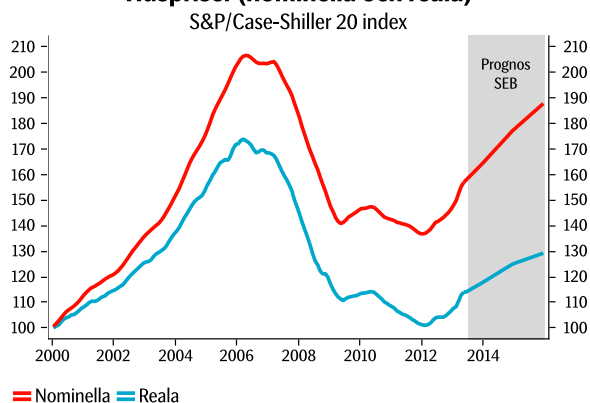
Flera skäl talar för att prisökningstakten kommer att mattas något framöver. Den allra senaste tiden har bostadsräntorna rekylat uppåt samtidigt som antalet hus till försäljning åter ökar. Uppgången beror på att nybyggnation av småhus sakta repar sig samtidigt som befintliga bostäder i ökad utsträckning kommer ut till försäljning stimulerade av en högre

prinsnivå. Fortfarande ligger dock försäljningen av nya bostäder på låga nivåer vid en historisk jämförelse.

Det förekommer därtill ett spekulativt inslag på husmarknaden, som antagligen har bidragit till den snabba prisuppgången på senare tid. Det handlar framförallt om institutionella investerare som köper upp konkursbon för uthyrning. Det syns dock flera tecken på att **intresset för denna verksamhet mattas i takt med att huspriserna stiger betydligt snabbare än hyresnivåerna**.

Sammantaget finns det alltså skäl som talar för en mer dämpad prisutveckling framöver. Men även med lite lägre månatliga ökningstal under andra halvåret bidrar baseeffekter till att ökningen i Case-Shillers-20 index för **helåret 2013 når upp till 12 procent. Därefter räknar vi att ökningstakten mattas till 8 procent 2014 och till 6 procent 2015**. Den nominella prisnivån i slutet av 2015 skulle därmed enligt prognosen ligga ca 10 procent under toppnivån från 2006. Detta innebär att ca 70 procent av prisfallet under krisåren återtagits i slutet av prognosperioden. **Mätt i reala termer (deflaterat med KPI) har dock endast 40 procent av prisfallet återtagits.**

Huspriser (nominella och reala)



Framtidstron i byggsektorn låg länge på nedpressade nivåer förenliga med fallande aktivitet. Stigande priser har dock bidragit till att utsikterna ljusnat avsevärt de senaste månaderna enligt NAHB:s index. Mycket talar för att byggandet kommer att fortsätta att öka framöver. Bland annat uppger en rekordstor andel av hushållen att de planerar husköp framöver. Sammantaget bidrar detta till att bostadsinvesteringarna växer i god takt de närmaste åren. Under andra kvartalet ökade bostadsinvesteringarna med över 13 procent i uppräknad årstakt och vi räknar med en **tillväxt runt 15 procent årligen under perioden 2013 till 2015**. Bostadsinvesteringarna skulle därmed 2015 motsvara ca 4 procent av BNP, vilket kan jämföras med toppnoteringen 6½ procent år 2005 samt en lägsta nivå på 2½ procent under 2010.

Investeringslyft på väg

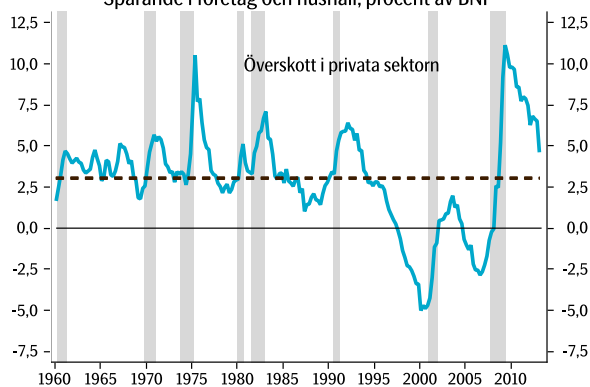
Investeringsaktiviteten exklusive bostäder har hittills under återhämtningen varit låg, vilket inneburit att kapitalstocken minskat. Förutom lågt kapacitetsutnyttjande har också osäkerheten kring finanspolitiken lagt en hämsko för investeringsaktiviteten; inte minst tydligt under 2013. De låga investeringarna tycks ha fått negativa återverkningar på ekonomins utbudssida.

Mätt som produktivitet plus arbetskraftstillväxt pekar data på att den **potentiella tillväxttakten** sjunkit så lågt som till **runt 2 procent**. Före krisen pekade de flesta bedömningar på en potentiell tillväxttakt runt 3 till 3½ procent.

När nu osäkerheten lättar ligger en **investeringsrekyl i korgen**. Teknologiska landvinningar inom olje- och gasutvinning (se fördjupningsruta) bidrar till att förstärka denna tendens. Starkare investeringar är den viktigaste drivkraften bakom tillväxtyftet 2014 och 2015. **De totala investeringarna accelererar från 5,5 procent 2013 till 11,3 respektive 12 procent 2014 och 2015**. Detta är en förklaring till att vi tror att BNP-tillväxten framöver blir mer produktivtetsdriven och att estimaten för potentiell tillväxt åter kommer att stiga.

Fortsatt fallhöjd för privat sparande

Sparande i företag och hushåll, procent av BNP



Budgetåtstramningarna mildras 2014

De automatiska utgiftsminskningarna (sequester) kombinerat med vissa skattehöjningar har bidragit till att det offentliga saldot förbättras snabbt. Därtill har effekterna på budgeten av skattehöjningar och förbättrad konjunktur underskattats. Därmed har den en **finanspolitiska åtstramningen blivit kraftigare än väntad, strax över 2 procent av BNP i år**.

Förutom att hålla ner tillväxten riskerar de breda och framtida besparingarna att **skada tillväxten på sikt** genom lägre

Energirevolution och industriell renässans

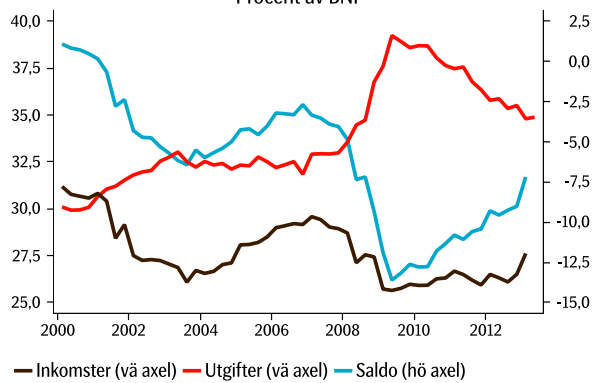
Den nya tekniken att utvinna olja och gas ur skiffersten har inneburit en vändning uppåt för USA:s energiproduktion efter en lång period med nedåtgående trend. Produktionen av råolja och andra petroleumprodukter har ökat med 30 procent den senaste femårsperioden samtidigt som naturgasproduktionen stigit med 25 procent. Utvinningen ur skiffersten stod 2012 för 30 procent av total råoljeproduktion och för 40 procent av produktionen av naturgas.

Energiboomen har redan haft positiva effekter på USA:s ekonomi. Energiproduktionen i USA motsvarar 1,5 procent av BNP vilket gör att direkta produktionseffekten bara ger ett BNP-bidrag på 0,1 procent av BNP år 2012. Tekniska restriktioner för gasexporten har dock lett till att den inhemska prisnivån pressats långt under omvärldens. Detta har gett amerikanska företag en konkurrensfördel och samtidigt bidragit till att frigöra köpkraft för hushållen.

investeringar, mindre satsningar på utbildning och en högre arbetslöshet som riskerar att bli strukturell. Eftersom USA, till skillnad från Sydeuropa, haft marknadens förtroende och därmed större frihetsgrader ter sig finanspolitiken som onödigt stram och framtung.

Offentliga saldot förbättras snabbare än väntat

Procent av BNP



Trots det förbättrade läget riskerar man att åter slå i skuldtaket under hösten. Vår bedömning är att taket kommer att höjas. Åtstramningarna är redan hårda och vi tror inte att någon vill ta politiskt ansvar för ytterligare nedskärningar som pressar tillväxten.

Åtstramningarna mildras 2014 till en effekt motsvarande ca 1 procent av BNP.

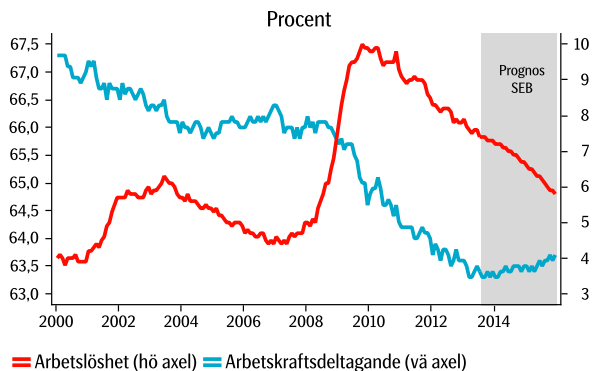
Det offentliga underskottet faller till 5,5 procent av BNP 2013 och vidare till 3,5 procent 2014 och 2015, vilket innebär att skulden som andel av BNP stabiliserar på 105 procent av BNP. Det federala underskottet sjunker från 4,5 procent 2013 till 3,0 procent 2015. Saldoförbättringen kan eventuellt gå ändå snabbare på grund av inbetalningar till statskassan från tidigare mottagare av krisstöd. Exempelvis har bolåneinstituten Fannie Mae och Freddie Mac hittills under budgetåret 2013 betalat in USD 82 miljarder (motsvarande 0,5 procent av BNP).

På längre sikt kan den nya situationen leda till att företag flyttar tillbaka produktion till USA i energiintensiva branscher som t ex petrokemi och metallindustri. I debatten har ibland ganska långtgående slutsatser dragits om att landvinningarna på energiområdet ska kunna bidra till en bredare industriell renässans i USA. Andra bidragande faktorer till att produktion på den amerikanska hemmamarknaden skulle bli mer attraktivt är t ex högre lönekostnader i tillväxtekonomier samt mer volatila fraktkostnader inom sjöfarten. Kalkyler från IMF pekar dock på att de direkta effekterna av energiboomen i ett 10-årsperspektiv ackumulerat stannar vid 1 procent av BNP. För att USA:s industri på allvar ska återta förlorad mark behöver ett förbättrat kostnadsläge kompletteras med en längre period med högre investeringsnivå samt strukturella insatser inom t ex utbildningsområdet.

Starkare arbetsmarknad

Sysselsättningen har i genomsnitt ökat med strax över 190 000 per månad under 2013. Sysselsättningen väntas accelerera något under hösten och för helåret 2013 väntas ökningen därmed hamna på omkring 200 000 per månad i snitt. Vi räknar med att ökningen fortsätter i en takt av 210 000 nya jobb per månad 2014, för att sedan öka till 220 000 per månad 2015.

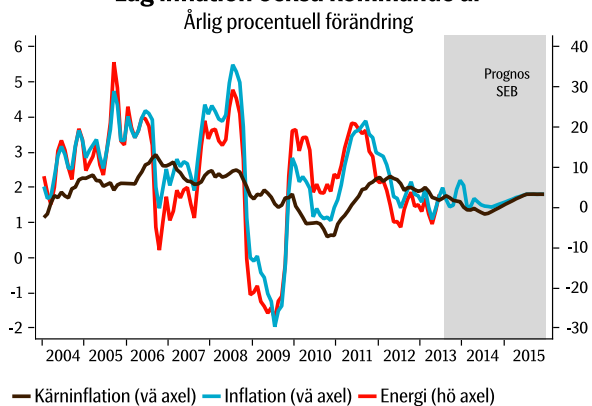
Lägre arbetskraftsdeltagande drar ned arbetslösheten



Arbetslösheten var i juli 7,4 procent och bedöms i juni 2014 ha sjunkit till 7,0 procent och under tredje kvartalet 2015 nå 6,0. Mätt som helårsgenomsnittet hamnar **arbetslösheten för 2013 på 7,5 procent och för 2014 på 7,0 procent. 2015 faller snittet ytterligare till 6,2 procent.** Vid slutet av 2015 ligger arbetslösheten på 5,8 procent; strax över jämviktsnivån.

Prognoserna för sysselsättning och arbetslöshet bygger på antaganden om en bättre fungerande utbudssida i ekonomin. Att sysselsättningsuppgången endast växlar upp marginellt 2014 och 2015, trots betydligt starkare BNP-tillväxt, beror på att vi räknar med en starkare produktivitetstillväxt framöver. Därtill räknar vi med att arbetskraftsdeltagandet stabiliseras och vänder upp något under senare delen av prognosperioden.

Låg inflation också kommande år



Fortsatt lågt inflationstryck

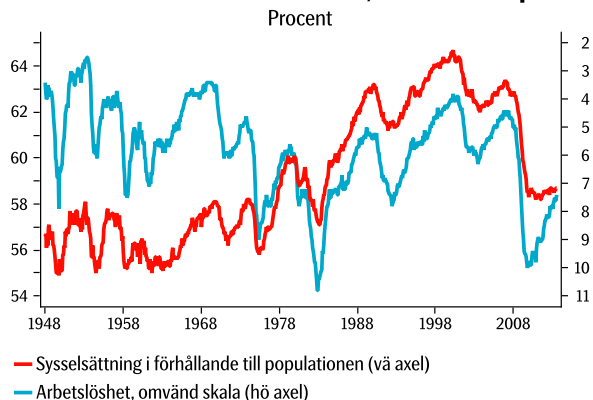
Inflationstakten har accelererat de senaste månaderna och var 2,0 procent i juli. Uppgången har till stor del drivits av stigande bensinpriser; kärninflationen noteras lägre på 1,7 procent. Dämpningen i kärninflationen har dock gått långsammare de

senaste månaderna och **deflationsoro borde inte utgöra ett hinder för att Fed ska inleda nedtrappningen av obligationsköpen i september.** Den generella bilden av en låginflationsmiljö väntas dock bestå framöver bl a drivet av fallande energipriser och lågt resursutnyttjande. **Vår bedömning är att KPI-inflationen hamnar på 1,7 procent 2013 och 1,6 procent 2014. 2015 stiger inflationen svagt till 1,7 procent.**

Exitpolitik i olika steg

Kopplingen mellan makroprognosen och räntepolitiken har blivit tydligare när nu Fed angett en explicit koppling till inflations- och arbetsmarknadsbilden (se vidare temaartikel USA:s penningpolitik och långräntans färdriktning). Enligt nuvarande signaler ska styrräntan ligga kvar på 0-0,25 procent åtminstone så länge som 1) arbetslösheten överstiger 6,5 procent, 2) Feds prognos för inflationen på 1-2 år inte ligger över 2,5 procent och 3) inflationsförväntningarna är stabila. När det gäller den okonventionella politiken tycks Fed nått en konsensus om att köpen av värdepapper ska vara avvecklade när arbetslösheten nått 7,0 procent.

Olika arbetsmarknadsått, olika budskap



Några faktorer komplicerar bilden och kan kräva ytterligare förtydliganden av Fed. Det gäller t ex riskerna för att inflationen ska bli önskat låg. Vi tror därför att Fed kommer att lansera en toleransgräns också på nedsidan motsvarande 1 eller 1½ procents inflation. Det faktum att nedgången i arbetslöshet i så hög grad beror på att många i uppgivenhet lämnat arbetskraften tror vi också kan påverka. Att mängden lediga resurser i ekonomin är större än vad den öppna arbetslösheten indikerar gör troligen Fed mer benägen att avvakta längre. Vi tror därför att **Fed kommer påbörja räntehöjningarna först när arbetslösheten kommit ned till 6,0 procent.**

Mot bakgrund av vår makroekonomiska prognos räknar vi med att Fed beslutar om en **försiktig nedtrappning av värdepappersköpen i september 2013** och att köpen avslutas runt halvårskiftet 2014 då arbetslösheten ligger på 7,0 procent. Under tredje kvartalet 2015 när arbetslösheten enligt vår prognos ligger på 6,0 procent påbörjas styrräntehöjningar och **mot slutet av 2015 ligger Fed fundsräntan på 1,0 procent.**

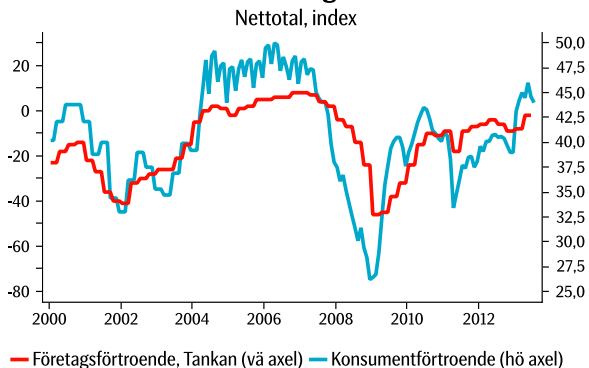
Japan hoppas på Abenomics

- **Indikatorerna pekar försiktigt uppåt...**
- **...men de ekonomiska utsikterna förblir osäkra**
- **Ökat politiskt manöverutrymme men Abe svajar kring strukturpolitik och höjd moms**
- **Bank of Japan fortsätter stötta kraftfullt**

Den japanska återhämtningen visar på **fortsatt momentum** på bred front, men aktivitetsnivån är överlag fortfarande relativt svag efter en stark inledning på 2013. Sommarens val till överhuset har gett **Abe-administrationen en starkt politisk ställning** genom egen majoritet i parlamentets båda kamrar. Därmed ökar manöverutrymmet att genomföra "Abenomics" sista och tredje steg – struktur- och reformpolitiken – efter sjösättningen av en aggressiv expansiv finans- och penningpolitik.

Frågetecknen är dock många kring politikens fortsatta innehåll, genomförande och medelfristiga effekter. **BNP-tillväxten väntas i år landa på 1,9 procent**, något högre jämfört med *Nordic Outlook Maj*, för att sedan backa tillbaka till **1,4 procent 2014** (oförändrat) och **1,0 procent 2015**, över den trendmässiga nivån hela perioden. Det underliggande deflationstrycket kvarstår. **Inflationen passerar i år nollstrecket (0,3 procent)** för att sedan öka till **2,5 procent 2014** och **1,5 procent 2015**. Prognoserna är starkt avhängiga regeringens planerade beslut i september/oktober om en momshöjning från 5 till 8 procent 2014 och till 10 procent 2015.

Abenomics lyfter framtidstron bland hushåll och företag



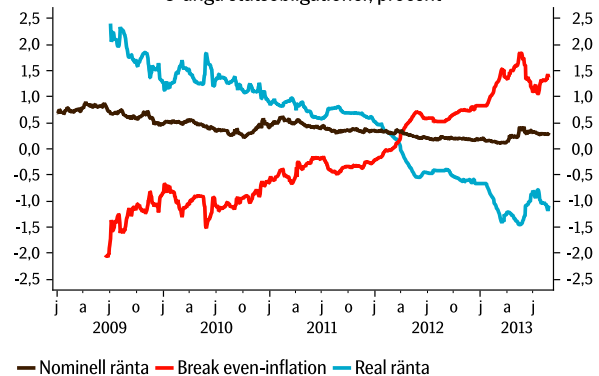
Företagens (tillverkningsindustri/tjänstesektor) **men framför allt hushållens framtidstro har stärkts de senaste månaderna**. Industrin (enligt Tankan) noterar sin högsta nivå på mer än fem år och 26 av 31 sektorer har bättre utsikter. Bland hushållen märks ökad framtidstro i de flesta åldersgrupper, inte

enbart hos de äldre som sett sina aktieinnehav stiga i värde. Hushållens förtroende har nått nivåer som inte registrerats sedan strax före Lehman-kollapsen hösten 2008. De positiva förväntningseffekterna på Abenomics är ett resultat av stigande aktiekurser, svagare yen och ökade offentliga investeringar. **Hushållens konsumtion har visat ökad stabilitet samtidigt som företagens investeringar slutat falla** alltmedan vinstnivåerna stiger främst i exportindustrin. Men för att framtidstron ska omsättas i ytterligare konsumtion, produktion och investeringar, och ett uthålligt tillväxtlyft och stigande inflation, krävs att Abe-administrationen fortsätter att leverera målmedvetet.

Abenomics – detta ska den leverera

Premiärminister Shinzo Abe har givit namn åt en politik med **tre "pilar"**: 1) ett stort **finanspolitiskt stimulanspaket** (2 procent av BNP) med bl a ökade offentliga investeringar; 2) en nästintill obegränsad **expansiv och radikal penningpolitik** med dubblad monetär bas genom omfattande köp av långa (upp till 40 år) statspapper, nytt inflationsmål på 2 procent (inom två år) och mindre centralbanksberoende; 3) en **tillväxt- och strukturpolitik** som inbegriper ökat arbetskraftsutbud, förbättrad utbildning/hälsovård och ökad effektivitet i jordbruks- och energisektorn.

Break even-inflationen stiger



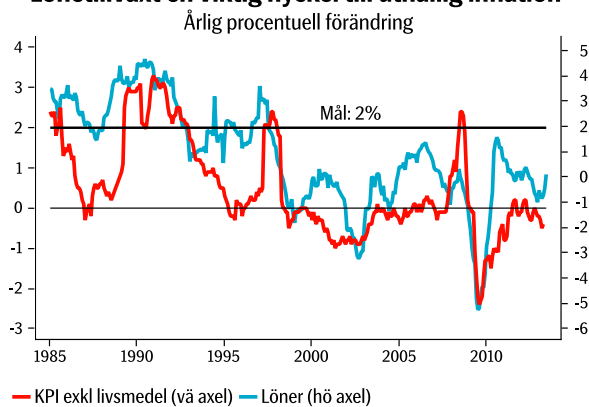
Liberaldemokraterna LDP och Nya Kometio fick tillsammans 135 av överhusets 242 platser. **Ett möjligheternas fönster har därmed öppnats politiskt då nästa val hålls först om tre-fyra år**. Regeringen har därmed ingen ursäkt för att inte utnyttja det politiska läget att föra en radikal politik. Politiken har överlag väljarnas stöd men det finns fortfarande inslag av skepticism återspeglad i t ex lågt deltagande i sommarens val till överhuset, vikande opinionsstöd för regeringen samt motstånd mot reformpolitiken inom Abes eget parti. Att Abe även antyder tendenser till att spela på nationalistiska strängar visar

regeringens oro för att stödet för den ekonomiska politiken ska svikta. I en väntad regeringsombildning under hösten bedöms Abe försöka stärka sin egen ställning i regeringsunderlaget.

Inflationen har under sommaren varit den högsta på fem år, mycket till följd av den 20-procentiga yenförsvagningen som höjt priset på bl a importerad ersättningsenergi efter att mycket av japansk kärnkraft varit inaktiv efter Fukushima-katastrofen.

Även inflationsförväntningarna har stigit bland såväl fö-retag som hushåll och investerare, vilket reflekterar det faktum att importerad inflation och momshöjningar väntas lyfta KPI-inflationen upp mot Bank of Japans inflationsmål på 2 procent. Likväl har ekonomin en fortsatt stor mängd lediga resurser motsvarande 2 procent av BNP samtidigt som landet känner av prispressen från omvärlden vilket skärper de disinflationistiska krafterna.

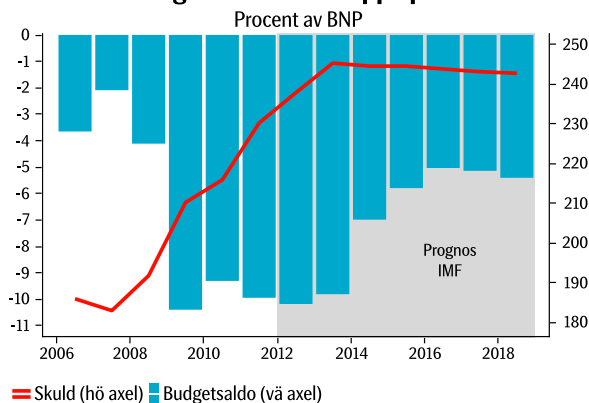
Lönetillväxt en viktig nyckel till uthållig inflation



Källa: Statistics Bureau of Japan, Japanese Ministry of Health

För att en **uthålligt stigande inflation** ska realiseras inom loppet av de närmaste åren krävs att **lönerna stiger** och pressar upp den underliggande inflationen. Det betyder i sin tur att den vinstuppgång som exportsektorn uppnår genom att yenen försvagats även kommer löntagarna till godo. Arbetslösheten väntas hålla sig stabilt på eller strax under 4 procent. Men utan stigande löner blir det svårt att höja moms. Abe-administrationen har börjat vackla i momsfrågan, väl medveten om att premiärministrarna Takeshita (1988) och Hashimoto (1997) tvingades bort från makten när försök gjordes att höja moms.

Offentlig skuld väntas toppa på 245%



Källa: IMF

En eller flera momshöjningar har varit Japans "löfte" till G20 att ta åtminstone något steg i en långsiktig plan för att stabilisera den offentliga skulden och förmå den att minska som andel av BNP. Med antagandet att momsen höjs kan den offentliga skulden **plana ut på runt 250 procent av BNP under den senare delen av prognosperioden**, den högsta nivå som någonsin noterats för ett OECD-land. Under 2014/2015 väntas det offentliga underskottet minska i takt med att tidigare stimulanspaket fasas ut. De statsfinansiella utmaningarna ökar samtidigt i ett medel- och långfristigt perspektiv. Den snabbt åldrande befolkningen sänker Japans produktionsförmåga och ökar samhällets kostnader för pensioner, sjuk- och hälsovård. Ett nödvändigt inslag i Abenomics "tredje pil" är en politik som **ökar kvinnors deltagande på arbetsmarknaden**.

En tioårig japansk statsobligationsränta har sedan i våras stigit från 0,50 till runt 0,85 procent. Det är uppenbart att Bank of Japan vill undvika räntevolatilitet. Centralbanken har i dag som mål att köpa statsobligationer för 50 000 miljarder yen per år (ca 500 miljarder dollar, vilket motsvarar 10 procent av BNP och därmed hela Japans budgetunderskott). En isolerad japansk ränteuppgång, om den inträffar, drabbar i första hand japanska investerare, och Bank of Japan, då endast en begränsad del av statspappersstocken återfinns i utlandet. **Vår prognos är att centralbanken försöker – och lyckas – stabilisera de japanska långräntorna nära eller strax under 1 procent.**

Abenomics riskerar trovärdighetsproblem om inte politiken lyckas leverera uthålligt högre tillväxt och stigande inflation. Att spendera offentliga medel med hjälp av centralbankens sedelpressar och samtidigt få en svag valuta är den lätta delen av politiken eftersom inga uppoffringar krävs kortsiktigt av japanerna. Strukturpolitiken innehåller däremot mer sociala och politiska utmaningar. Om en plan samtidigt saknas för att hantera statsskulden långsiktigt ökar risken för att investerare kräver högre ersättning för investeringar i t ex japanska statspapper. **Det kan snabbt ändra utsikterna för Japans ekonomi.**

Bank of Japan arbetar nu aktivt och kommunikativt, i likhet med Fed, Bank of England och ECB, med att övertyga omvärlden om att det låga styrränteläget ska bestå under lång tid. Kampen om att vara **världens finansieringsvaluta No 1 skärps således**. Vi räknar med att Japan vinner den kampen, vilket inverkar försvagande på yenen. Samtidigt förväntas japanska investerare öka diversifieringen av inhemska portföljer och attraheras av högre räntor i bl a USA. Vår bedömning är att yenen fortfarande är ca 10 procent övervärderad (effektiva termer). **Prognosen är därför att USD/JPY i slutet av 2013 ligger på 102 för att nå 115 i slutet av 2015.**

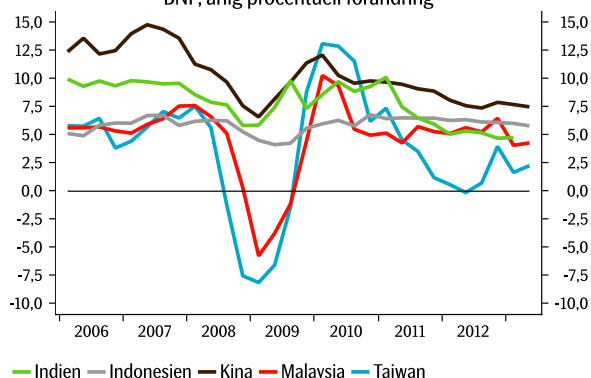
Fortsatt tillväxt under trend

- **Oro kring Feds QE-nedtrappning slår mot asiatiska marknader**
- **Kina: Hög tolerans mot lägre tillväxt**
- **Indien: Ingen tydlig återhämtning i sikte, finansiell turbulens**

Trots **fortsatt tillväxt under trend** är de asiatiska utvecklingsekonomierna fortfarande den grupp av länder som växer snabbast i den globala ekonomin. Efter en bred tillväxtdämpning under början av 2013 **bedöms tillväxten ha bottnat ur under andra kvartalet**. Exporten går dock fortfarande trögt och volymerna ligger lägre än för ett år sedan för de flesta ekonomier i regionen. Europa är det största sänknet men även Kinas svaga import slår mot grannländernas export. Råvaruexportörer som Indonesien och Malaysia är mest utsatta eftersom de också drabbats av lägre råvarupriser. På något års sikt finns dock tydliga förbättringsmöjligheter för exporten genom ökad efterfrågan från USA. **Tillväxten i regionen ligger kvar kring 6 procent under 2013 och 2014 följt av viss acceleration 2015.**

Asien: Dämpad start på 2013

BNP, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Trots en viss ökning den senaste tiden är **inflationstrycket** i regionen **fortsatt lågt**. Tillväxt under trend samt svag underliggande prispress innebär att pristrycket väntas fortsätta vara dämpat. Lågt inflationstryck skapar i grunden möjligheter för en fortsatt expansiv penningpolitik men den press som valutorna i regionen utsatts för senaste tiden gör att fler **centralbanker**, i likhet med Indonesien, ändå **kan tvingas höja styrräntorna** för att motverka valutaförsvagnig.

Spekulationer kring nedtrappning av Feds kvantitativa stimulanser har slagit hårt mot de asiatiska utvecklingsekonomiernas finansiella marknader. Med undantag för yuanen **försvagades**

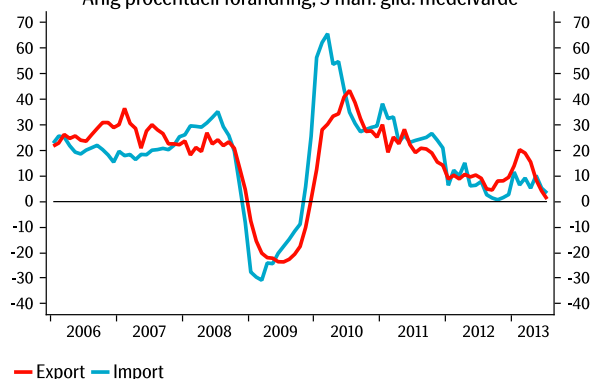
de flesta valutor under slutet av maj och under juni. Under juli och början av augusti skedde en återhämtning men **den allra senaste tiden har oron tilltagit** och den indiska rupien och indonesiska rupiahn har drabbats extra hårt. En valutaförsvagnig kan vara en fördel för exportberoende ekonomier som brottas med svag extern efterfrågan. För Indiens del är den dock förknippad med en rad stabiliseringspolitiska problem. **Börserna i regionen har också tagit stryk**. Rörliga växelkurser, omfattande valutaserver och starka statsfinanser gör dock att **ekonomierna i grunden är mer motståndskraftiga mot finansiell turbulens** än under 1990-talets kris.

Kina: Hög tolerans mot lägre tillväxt

Andra kvartalet steg BNP med 7,5 procent i årstakt; en inbromsning jämfört med första kvartalets 7,7 procent. Tillväxten drivs fortfarande till största delen av investeringar som låg bakom 5,9 procentenheter av BNP-ökningen. Det finns **tecken på att tillväxten nu stabiliseras**. Officiellt inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har rört sig sidledes strax över 50-strecket de senaste tre kvartalen. Markit/HSBC:s index backade rejält under sommaren (sannolikt drivet av en större andel små- och medelstora företag i urvalet, se *Nordic Outlook* maj 2012) men det preliminära utfallet för augusti pekar på en tydlig förbättring. **Exporten utvecklas svagt även om handelsdata för juli var bättre än väntat**. Det råder större osäkerhet än vanligt kring handelsstatistiken då myndigheterna slagit ned på felaktig rapportering som görs av skattemässiga skäl. Bedömningen är dock att den underliggande exporttillväxten ligger mellan 5 och 10 procent.

Svag utveckling för export och import

Årlig procentuell förändring, 3 mån. glid. medelvärde



Källa: National Bureau of Statistics of China

Den senaste tidens utveckling för industriproduktion och detaljhandel pekar på en stabilisering. Aktiviteten i byggsektorn har planat ut, men ett stort antal färdigställda fastigheter kommer att hålla tillbaka husbyggandet framöver. Bostadspriserna fortsätter stiga men i långsammare takt.

Regeringen satte i mars i år tillväxtnålet för 2013 till 7,5 procent vilket därmed utgjorde golvet för tillväxten. Bilden av att **regeringen är beredd att tolerera lägre tillväxt** har den senaste tiden växt sig starkare och under sommaren uppstod oklarhet om nivån på målet. Den nedre gränsen för tillväxten verkar nu ligga på 7 procent. **Sannolikheten att tillväxten understiger 7 procent i år är dock mycket liten** och denna bild förstärktes av juliutfallen som pekar på en stabilisering eller viss förbättring för tillväxten den närmaste tiden. På längre sikt gör dock skiftet av tillväxtmodell att inbromsningen fortsätter. **Kinas BNP-tillväxt väntas hamna på 7,5 procent 2013 och på 7,4 procent 2014. 2015 bromsar tillväxten in till 7,0 procent.**

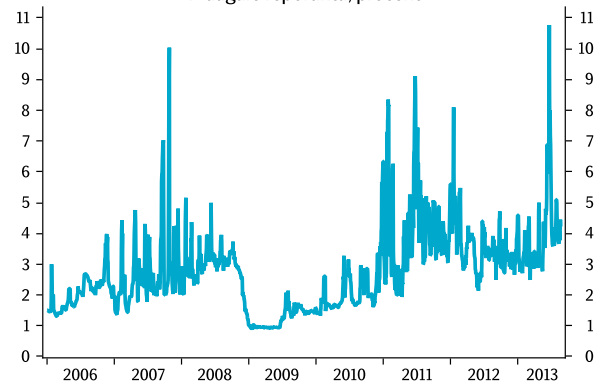
I juli aviserade regeringen **åtgärder för att stötta tillväxten**. Dessa innefattar bl a skattesänkningar för mindre företag samt minskad regelbörda för exportföretag. Dessutom ska redan planerade **infrastruktursatsningar påskyndas och kompletteras med nya initiativ** i form av bl a förbättrade elnät och avloppssystem i städer. Satsningarna löper dock över lång tid och det är inte frågan om ett nytt stort stimulanspaket. Om inbromsningen skulle tillta ökar dock sannolikheten för mer omfattande stimulanser.

Regeringens huvudprioritet är att **undvika försämringar på arbetsmarknaden**. Under tillväxtinbromsningen 2009-2010 försvagades den kinesiska arbetsmarknaden kraftigt och ett omfattande stimulansprogram sjösattes för att stötta ekonomin. Det finns än så länge **inga tydliga tecken på att inbromsningen har slagit igenom på arbetsmarknaden**. Den sysselsättningsnedgång i tillverkningssektorn som indikeras av delindex i PMI har hittills motverkats av en förbättring i tjänstesektorn. Demografiska förändringar (se ruta) bidrar till att ekonomin klarar lägre tillväxt utan kraftigt stigande arbetslöshet.

Motviljan mot att lansera omfattande stimulanser trots tillväxtinbromsningen innebär att den nya politiska ledningen tydligt har markerat en omsvängning gentemot tidigare politik. Policyn är i linje med målet att överge den gamla tillväxtmodellen som till stor del drivits av investeringar och export. Den senaste tiden har även bilden av en mer **reformvillig ny politisk ledning** klarnat. Expertgrupper har tillsatts med uppdrag att bl a gå igenom finans- och penningpolitik, landreform samt förut-sättningar för en minskad byråkrati. Förslag väntas i oktober. Tydliga exempel på reformer finns även i finanssektorn. I juni uppstod omfattande **likviditetsbrist**, bl a drivet av säsongef-

teknier kopplade till skattebetalningar i samband med halv-årsskiftet. Dessa effekter är inget nytt, det nya var att centralbanken avvaktade med att tillföra likviditet vilket orsakade en kraftigare och mer ihållande ränteeökning än tidigare.

Centralbanken disciplinerar marknadsaktörerna
7-dagars reporänta, procent



Källa: ChinaMoney

En förklaring till agerandet är att **centralbanken vill disciplinera marknadsaktörerna** för att dessa inte ska ta tillgången till billiga interbanklån för given. Visserligen backade centralbanken till slut och tillförde likviditet, vilket fick interbankräntorna att falla tillbaka. Resultatet har ändå blivit en åtstramning av kredit tillväxten; i juli dämpades ökningen av den totala sociala finansieringen (bredaste måttet på kreditgivning) men kredit tillväxten är dock fortfarande ohållbart hög och behöver fortsätta dämpas. En avmattning slår mot tillväxten på kort sikt men minskar samtidigt risken för en hårdlandning på längre sikt, vilket är en orsak till myndigheternas tolerans för lägre tillväxt.

I juli **tog centralbanken bort golvet för bankernas utlåningsräntor**. Då räntorna i nuläget ligger långt över det tidigare golvet väntas inga större effekter på kort sikt. Åtgärden har dock **stor symbolisk betydelse** och understryker marknads-krafternas allt större roll. Nästa viktiga steg blir att ta bort taket för bankernas inlåningsräntor. En sådan åtgärd kräver dock att en banksättningsgaranti finns på plats.

Inflationstakten låg kvar på 2,7 procent i juli. Inflationen väntas stiga något framöver drivet av livsmedelspriser, men huvud-bilden av ett **lågt inflationstryck kvarstår**. Kärninflationen

Vikande demografiskt tillväxtstöd

Förutsättningarna skiljer sig mellan länder men **för många asiatiska tillväxtekonomier** såsom Kina, Sydkorea och Singapore **avtar nu stödet till den ekonomiska tillväxten från en gynnsam demografisk utveckling**. Kinas BNP har de senaste tre årtiondena gynnats av en stigande andel av befolkningen i arbetsför ålder. Asiatiska utvecklingsbanken (ADB) uppskattar att gynnsam demografi gav ett årligt bidrag på två procentenheter till BNP-tillväxten/capita under 1980-talet. De senaste två årtiondena har dock bidraget varit mindre och legat kring 0,7 procentenheter per år.

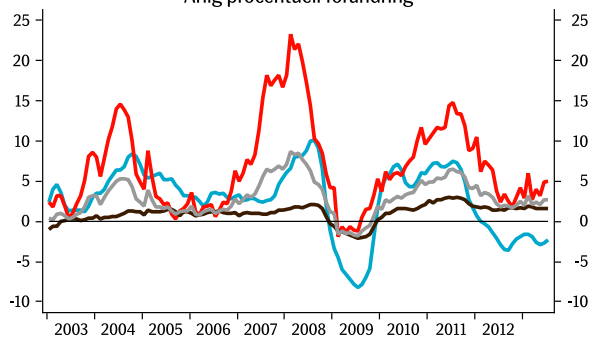
Kina står nu emellertid inför en mycket **abrupt omsvängning** och **demografin kommer att tynga tillväxten**. Ande-

len av befolkningen i arbetsför ålder väntas kulminera redan 2015, medan den totala befolkningen når sin topp runt 2030. Kina börjar nu känna av effekterna av en barnspolitiken samt tidigare årtiondens sociala förändringar i form av senare giftermål och barnafödande, vilket lett fram till en mycket låg fertilitet. Resultatet har blivit en kraftigt ökande andel äldre i befolkningen. På kort sikt finns ingen lösning på problemet i sig men de negativa tillväxteffekterna kan mildras genom ökad immigration, ökad kvinnlig förvärvsfrekvens samt höjd pensionsålder. Även en barnspolitiken håller på att luckras upp ytterligare. En konsekvens av ett lägre arbetsutbud är dock att **den kinesiska ekonomin kan växa i betydligt långsammare takt utan att arbetslösheten börjar stiga**.

är under 2 procent och producentpriserna faller i årstakt. Som helårsgenomsnitt väntas **inflationen 2013 hamna på 2,8 procent och på 3,2 procent för 2014. År 2015 bedöms inflationen bli 3,4 procent.**

Fortsatt lågt inflationstryck

Årlig procentuell förändring



— KPI — Kärninflation — Livsmedelspriser — Producentpriser

Källa: National Bureau of Statistics of China

Styrräntan har varit oförändrad på 6,0 procent sedan sänkningen i juli 2012. **Vår bedömning är att styrräntan ligger kvar på 6,0 procent till andra kvartalet 2014 då en höjning med 25 punkter sker.**

Yuanen har under 2013 fortsatt appreciera gentemot USD. Hittills i år ligger förstärkningen strax under 2 procent. Myndigheternas vilja att släppa fram en valutaförstärkning i ett läge där tillväxten bromsar in och exporten utvecklas mycket svagt förstärker bilden av en kursändring i politiken. En förklaring är att myndigheterna vill få växelkursen att närma sig en mer marknadsmässig nivå. Vår bedömning är att apprecieringen av yuanen kommer att bromsa in framöver för att inte sätta ytterligare press på exportsektorn. **USD/CNY väntas stå i 6,10 vid slutet av 2013 och i 6,00 vid slutet av 2014. Vid slutet av 2015 står USD/CNY i 5,90.**

Indien: Ingen tydlig återhämtning och kraftig valutapress

Tillväxttakten accelererade något första kvartalet till 4,8 procent i årstakt från 4,7 procent föregående kvartal vilket indikerar att ekonomin har bottenat ur. Än syns dock **inga tecken på en tydlig återhämtning**. Inköpschefsindex ligger kvar på historiskt låga nivåer. Den svaga utvecklingen för industriproduktionen fortsätter; i maj var produktionen 1,6 procent lägre än i maj 2012. Fortsatt svag icke-oljeleraterad import och trög personbilsförsäljning förstärker bilden av en mycket dämpad inhemsk efterfrågan. Exporten har utvecklats trögt även om utfallet i juli visade på en rejäl ökning. **BNP stiger med 5,0 procent 2013 och med 5,6 procent 2014. 2015 accelererar tillväxten ytterligare till 6,0 procent.**

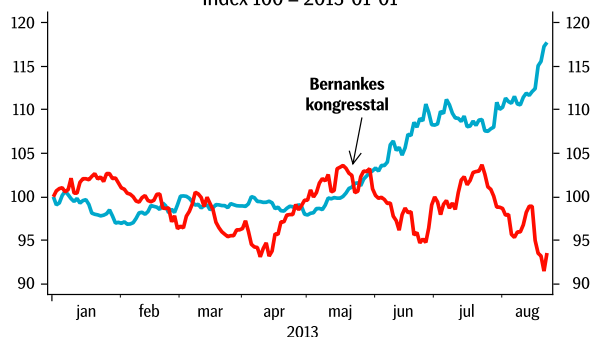
Rupien är en av de EM-valutor som drabbats hårdast av oron kring en nedtrappning av Feds kvantitativa stimulanser. Sedan Bernankes kongresstal den 22 maj har valutan försvagats med mer än 15 procent gentemot dollarn. Det omfattande underskottet i bytesbalansen (cirka 5 procent av BNP för räkenskapsåret som slutade sista mars) gör att rupien är mycket känslig för svängningar i marknadssentimentet. Centralbanken stramadade åt likviditeten under andra halvan av juli, vilket bidrog till att

tillfälligt stabilisera valutan. Oroande är dock att rupien åter har försvagats och ligger på rekordlåg nivå gentemot dollarn. Den nye centralbankschefen Raghuram **Rajan** som tillträder i början av september kommer att tvingas fokusera på ytterligare åtgärder för att försöka stabilisera rupien. **Rupien bedöms ligga på 65,0 mot USD vid slutet av 2013 och på 60,0 vid slutet av 2014. Vid slutet av 2015 bedöms rupien vara 55,0 mot USD.**

Även obligationsmarknaderna har drabbats av oron och räntan på tioåriga statsobligationer har stigit med mer än en procentenhet sedan slutet av maj. I likhet med utvecklingen för andra EM-ekonomier försvagades börsen rejält under juni. Efter en återhämtning i juli har nedgången skjutit ny fart senaste tiden. Den relativt tunna omsättningen på börsen samt utländska investerarens stora inflytande gör att effekterna av ett försämrat globalt marknadssentiment blir extra kraftiga.

Oro kring QE-nedtrappning slår mot börs och valuta

Index 100 = 2013-01-01



— Sensex 30 — USD/INR

Källa: Bombay Stock Exchange, Macrobond

Valutaförsvagningen ger exportstöd men slår även igenom som stigande importpriser. Inflationstakten (mätt med WPI) har planat ut de senaste månaderna men steg till 5,8 procent i juli. Ökningen drevs främst av stigande livsmedelspriser. Mätt som årsgenomsnitt **hamnar inflationen (WPI) på 5,7 procent 2013 och på 6,0 procent 2014 och 2015.**

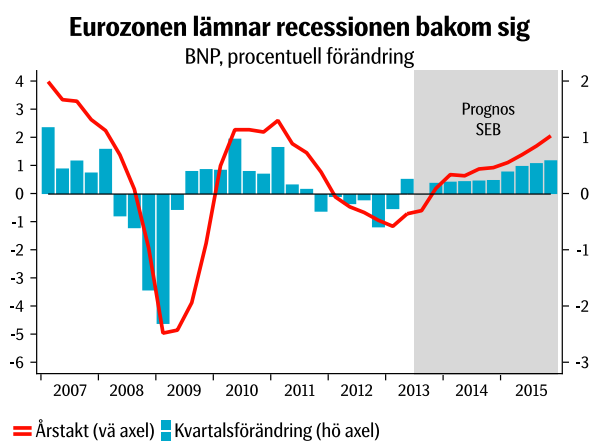
Styrräntan har sedan den senaste sänkningen i maj legat kvar på 7,25 procent. **Centralbanken prioriterar valutastabilisering** och möjligheterna till uppmjukning av penningpolitiken har därmed försvunnit då räntesänkningar skulle motverka ansträngningarna att stötta rupien. Bedömningen är att **centralbanken höjer räntan två gånger under 2013 till 7,75 procent**. Under 2014 väntas valutan ha stabiliserats vilket skapar utrymme för **två räntesänkningar**.

Finanspolitiken hämmas alltjämt av det stora budgetunderskottet. Rupieförsvagningen gör dessutom att kostnaderna för energisubventioner ökar då huvuddelen av energin importeras. Positivt är dock att **regeringen den senaste tiden fört en något mer aktiv reformpolitik** som bl a innefattar liberalisering av utländska investeringar i telekom och försvarsbranscherna. Nya begränsningar av guldimporten har införts för att försöka hantera det stora underskottet i handelsbalansen. Då varken finans- eller penningpolitik i praktiken kan stimulera ekonomin och det kommer att dröja innan reformerna får genomslag bedöms **tillväxten vara fast kring 5-6 procent under vår prognoshorisont**.

Tillväxten på väg tillbaka trots många oro smoln

- **Reala ekonomin stabiliseras**
- **Politiska och finansiella osäkerheten består**
- **Inflationen förblir mycket låg**
- **ECB stimulerar ytterligare**

Efter sex kvartal med fallande BNP lämnade eurozonen recessionen andra kvartalet 2013 när tillväxten jämfört med kvartalet innan uppgick till 0,3 procent. ECB:s kraftfulla agerande har stabiliserat finansiella marknader och kraftigt minskat risken för ett eurosammanbrott. Även den reala ekonomin i krisländerna ser stabilare ut än tidigare. Förbättringar av konkurrenskraft och bytesbalanser kompletteras nu med att BNP slutat att falla. Framöver får euroekonomierna också stöd av den allt starkare amerikanska konjunkturen. Vi räknar med att BNP planar ut tredje kvartalet efter den starka siffran kvartal 2. Därefter påbörjas en långsam uppgång under fjärde kvartalet. **Mätt som årsgenomsnitt minskar BNP med 0,5 procent 2013 för att sedan stiga med 0,8 procent 2014 och med 1,7 procent 2015.**



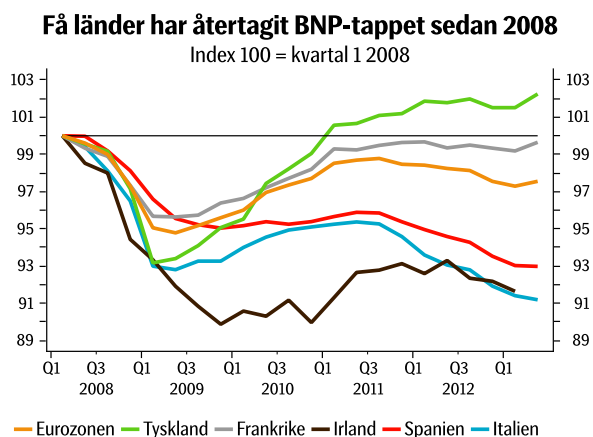
Källa: Eurostat, SEB

Eurozonen fortsätter dock att dras med mer djupgående problem än andra regioner i världsekonomin. Detta gör att återhämtningen blir andefattig och präglad av obalanser, risker och osäkerhet. För flertalet länder ligger BNP klart under nivån före krisen, vilket bidrar till att arbetslösheten ligger kvar på riskabelt höga nivåer. Med våra BNP-prognoser är det endast Tyskland och Frankrike av de stora länderna som kommer att ligga över förkrisnivån 2008 vid prognosperiodens slut.

Finanspolitiska besparingar fortsätter att hämma tillväxten i krisländerna 2013 och 2014. Dosen minskar dock gradvis och 2015 ger finanspolitiken i stort sett ett neutralt bidrag till tillväxten. **Strama förhållanden på kreditmarknaderna**

utgör en viktigare hämsko för ekonomierna i Sydeuropa. I Spanien brottas bankerna med fortsatt fallande bostadspri ser och hög andel dåliga lån. I denna miljö får även solventa företag problem med kreditförsörjningen. Enligt IMF finns ett fortsatt behov för banksektorn att krympa balansräkningarna. Alternativa verktyg krävs och har presenterats, t ex via Europeiska Investeringsbanken (EIB) och ett tysk-spanskt samarbete om krediter till småföretag. Innan förluster i banksystemet är tagna, banker rekapitaliserade och tillväxtkurvorna har vänt är det svårt att se en signifikant förändring och ökad bankutlåning.

Den ekonomiska politiken står inför stora utmaningar och svåra avvägningar. Vi räknar med att ECB utvidgar sina stimulansinsatser, bl a genom att **refiräntan sänks från 0,50 till 0,25 procent** i december. Samtidigt måste ECB beakta riskerna för att de egna stimulansåtgärderna försvagar den politiska beslutskraften. Detta gäller såväl genomförandet av olika länders krisprogram och strukturreformer som mer långsiktiga frågor rörande eurosamarbetets villkor. Nu när konjunkturen rör sig i rätt riktning är det särskilt viktigt att strukturpolitiken inriktas på att stötta tillväxt och skapa jobb. Samtidigt är det viktigt att **bankunionen och övervakningsmekanismen** snabbt kommer på plats.



Källa: Eurostat

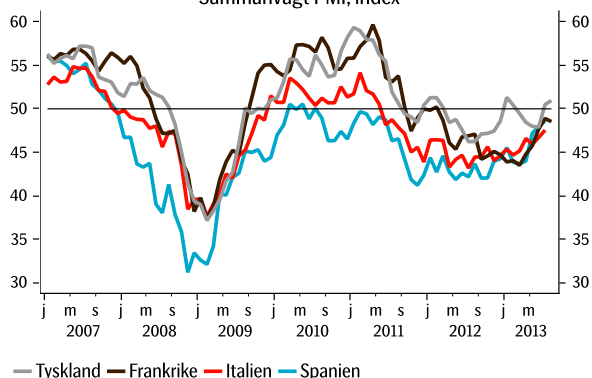
Viss ljusning i indikatorbilden

Indikatorbilden har förbättrats de senaste månaderna även om bilden inte är entydig. EU:s sentimentsindikator (ESI) har sedan botten i april 2013 stigit från 88,6 till 92,5 i juli. En uppgång har noterats i samtliga fyra stora länder (Tyskland, Frankrike, Spanien och Italien). Även inköpschefsindex (PMI) har förbättrats och nivåmässigt ligger länderna nu väldigt nära varandra runt 50-strecket. Delsiffran för tillverkningsindustrin ser något bättre ut. Indikatorer för industrin ger en något lju-

sare bild av läget än faktisk produktion. Senaste månadsnoteringen för produktionen visade dock en uppgång och vi räknar med att denna tendens förstärks under hösten.

Återhämtning för inköpschefsindex

Sammanvägt PMI, index



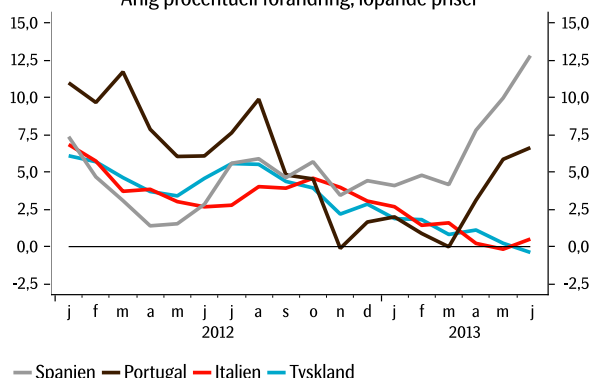
Källa: Markit Economics

BNP bottnar i slutet av 2013

Utrikeshandelsstatistiken visar på hyfsad exportuppgång i flera krisländer. I t ex Spanien ökade exporten av konsument- och kapitalvaror med 9 procent de fem första månaderna 2013 samtidigt som antalet turister har ökat. Exporten får framöver stöd av en svagare euro och starkare omvärldskonjunktur, framför allt i USA. Lönesänkningar i flera krisländer har bidragit till att mildra skillnaderna i intern konkurrenskraft gentemot Tyskland. Ändå kvarstår flera frågetecken. Lönesänkningarna verkar redan ha upphört i krisländerna och frågan är om processen gått tillräckligt långt. Oroande är även att Italien och Frankrike fortsätter att tappa konkurrenskraft. Sammantaget **ökar exporten med 4,0 procent 2014 och 4,5 procent 2015**. Nettoexportens bidrag till BNP-tillväxten blir 0,3 procent 2013 och 2014 och ökar till 0,5 procent och 2015.

Exportuppgång i Spanien och Portugal

Årlig procentuell förändring, löpande priser



Källa: Macrobond

Inhemsk efterfrågan är fortsatt svag, men förbättras gradvis framöver. Kapacitetsutnyttjandet stiger men ligger fortfarande på en låg nivå, vilket **fördröjer återhämtningen i investeringsverksamheten**. Korrelationen mellan mått på politisk osäkerhet och investeringar har enligt IMF:s studier ökat kraftigt sedan finanskrisen, vilket understryker vikten av att få ner politisk osäkerhet.

Hushållen, framför allt i Sydeuropa, fortsätter att pressas av **finanspolitisk åtstramning, hög arbetslöshet och osäkerhet kopplad till den politiska och ekonomiska utvecklingen**. Den låga inflationen ger dock stöd till den reala inkomstutvecklingen. Konsumentförtroendet har också förbättrats de senaste månaderna om än från låga nivåer. Konsumtionen förblir svag under hela prognosperioden men återhämtar sig något 2014 och 2015. **Mätt som årsgenomsnitt faller konsumtionen med 1,0 procent 2013 för att sedan öka med 0,5 respektive 1,0 procent 2014 och 2015.**

Sammantaget föll BNP 0,3 procent och steg med 0,3 procent under första och andra kvartalet. Vi förväntar oss en viss rekyl ner under tredje kvartalet och därefter långsamt stigande BNP. Mätt som årsgenomsnitt **faller BNP med 0,5 procent 2013 och ökar därefter med 0,8 procent 2014**. En fortsatt förbättring väntas **2015 då BNP ökar med 1,7 procent; något över trend.**

BNP

Årlig procentuell förändring

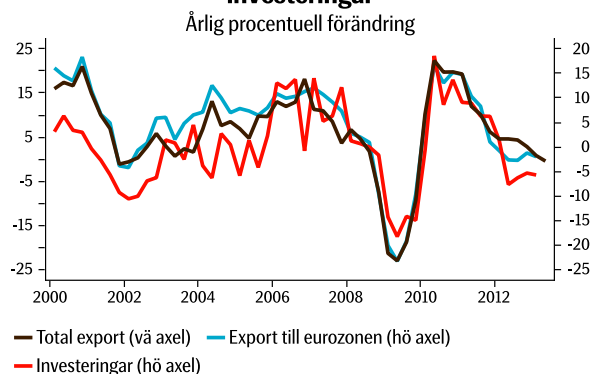
	2012	2013	2014	2015
Tyskland	0,7	0,5	1,7	2,0
Frankrike	0,0	0,2	0,8	1,5
Italien	-2,8	-1,7	0,6	0,8
Spanien	-1,9	-1,4	0,4	1,5
Grekland	-6,4	-5,0	-1,0	0,0
Portugal	-3,2	-2,2	0,3	0,7
Irland	0,9	0,9	1,5	1,5
GIPS	-2,4	-1,7	0,3	1,2
Eurozonen	-0,6	-0,5	0,8	1,7

Källa: Eurostat, SEB

Tyskland: Återhämtning efter svag inledning av 2013

Tysk ekonomi visade svaghetstecken i slutet av 2012 och början på 2013. Mot bakgrund av starka underliggande fundamenta ser vi svackan som tillfällig och tror att Tyskland förblir ankaret som ger tillväxkraft och stabilitet i eurozonen. Det stora exportberoendet (50 procent av BNP 2012, upp från 35 procent av BNP 2000) gör att landet kommer att gynnas när USA:s tillväxt tar fart och recessionen i Sydeuropa mildras och går mot sitt slut.

Tyskland: Exportuppgång krävs för att få fart på investeringar



Källa: Macrobond

Den senaste tidens utveckling har visat att Tyskland påverkas av krisen i Sydeuropa. Det finns ett starkt samband mellan investeringar å ena sidan och exporten, främst inom eurozonen, å den andra. En viktig förutsättning för att den tyska investeringsaktiviteten ska komma igång är således att återhämtningen och därmed importefterfrågan fortsätter att stabiliseras i övriga eurozonen.

Att få igång konsumtionen är också centralt både när det gäller den tyska tillväxten och möjligheterna till en rebalansering av eurozonens ekonomier. Löneavtalen ser ut att ge löneökningar på 2,5 till 3,0 procent per år 2013 och 2014. De totala löneökningar blir något högre, vilket ger en hyfsad reallöneutveckling. Finanspolitiken blir neutral eller svagt expansiv under hela prognosperioden; vi tror dock inte tyska politiker påverkas speciellt mycket av omvärldens krav på mer kraftfulla finanspolitiska satsningar. Arbetslösheten har legat på historiskt låga 5,4 procent sedan i juli 2012 och visar inga tecken på att stiga, vilket bidrar till att konsumentförtroendet ligger klart högre än i andra större ekonomier i eurozonen.

Sammantaget **finns alltså förutsättningen för uppgång i den privata konsumtionen**. Vi räknar dock med att tyska hushåll förblir relativt försiktiga och att ökningen blir modest. Konsumtionen stannar 2013 på 0,8 procent för att sedan öka till 1,0 och 1,2 procent 2014 och 2015. Detta bidrar till att **BNP-tillväxten ökar från 0,5 procent 2013 till 1,7 procent 2014 och 2,0 procent 2015**.

En knapp månad innan förbundsdagsvalet 22 september tyder opinionsundersökningarna på att Angela Merkels regeringskoalition kommer att få stöd att regera vidare. Marginalerna är dock små och vår bedömning är att huvudalternativet till sittande regering är en "storkoalition" mellan Kristdemokrater och Socialdemokrater (CDU/CSU och SPD). Oavsett valutgång bedömer vi att EU/EMU-politiken i stort ligger fast. Däremot lär tyska politiker undvika beslut om stödprogram och EMU:s framtid till efter valet.

Frankrike: Återhämtningen tvekar

Frankrike klarade sig relativt bra tillväxtmässigt 2008-2009 då BNP föll mindre än i t ex Tyskland. Utvecklingen har därefter dock varit svagare. Ekonomin var i recession med fallande BNP kvartal 4 2012 och kvartal 1 2013 och BNP har i stort sett legat på samma nivå sedan 2011; fortfarande lägre än innan krisen startade. Hushållen pressas av svag sysselsättningsutveckling, stigande arbetslöshet (11,0 procent i juni) och stigande skatter. Samtidigt hämmas investeringarna av svag efterfrågan och osäkerhet bland företagen. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har stigit sedan botten i januari och ligger nu precis under 50-nivån (49,7). Franska banker fortsätter att krympa sina balansräkningar. Enligt IMF:s studier sker detta dock utan större negativa effekter eftersom det främst är låg efterfrågan som håller tillbaka kreditväxten.

Den ekonomiska politiken skapar osäkerhet om Frankrikes färdriktning. Landet har fått kritik för bl a vissa skatthöjningar och brist på strukturella reformer. Offentliga åtstramningar har förbättrat det strukturella offentliga saldout, men en svag konjunkturutveckling gör att det faktiska underskottet fortfarande

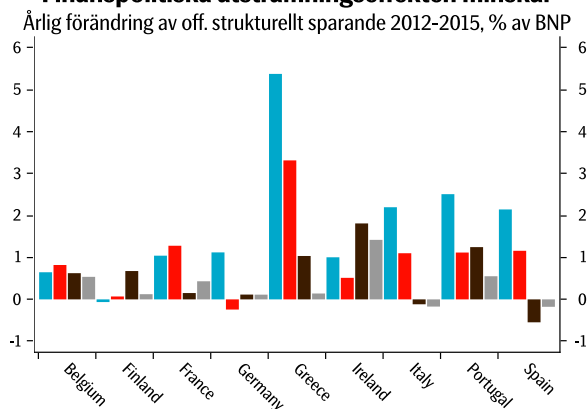
ligger över 3-procentgränsen. Vi väntar oss ett underskott på 4 procent av BNP 2013 som därefter förbättras långsamt.

Även exporten haltar för tillfället, men förbättras med draghjälp från Tyskland och USA. I ett längre perspektiv finns dock frågetecken kring exportstyrka och konkurrenskraft. Den reala effektiva växelkursen ser visserligen inte alarmerande stark ut, men bytesbalansen har successivt försämrats sedan slutet av 1990-talet och underskottet uppgick 2012 till 2,3 procent av BNP. Detta har bidragit till att nettoställningen mot utlandet försämrats från balans 2007 till -22,5 procent av BNP (IMF har uppskattat -35 procent av BNP som ett tröskelvärde). Sammantaget förväntar vi oss en svag återhämtning. **BNP ökar marginellt 2013, upp 0,2 procent, och stiger därefter successivt och når 1,5 procent 2015**, vilket är kring trend.

Åtstramningarna mildras

Besparingsprogrammen fortskrider men blir mindre omfattande de kommande åren. Mätt som förändring i strukturellt sparande minskar dosen kraftigt de kommande åren. I Grekland, Portugal och Spanien är finanspolitiken relativt neutral 2015 medan åtstramningen i Irland motsvarar 1,5 procent av BNP. För eurozonen som helhet **minskar den tillväxtdämpande effekten från 0,8 procent av BNP 2013 till 0,1 procent 2015**. Det faktiska underskottet minskar från 2,9 procent av BNP 2013 till 1,9 procent 2015. Den offentliga skulden toppar på 95,7 procent av BNP 2014 och faller därefter svagt som andel av BNP.

Finanspolitiska åtstramningseffekten minskar



Arbetslösheten ligger kvar på hög nivå

Arbetslösheten i eurozonen har de senaste månaderna planat ut på en nivå något över 12 procent. Divergensen är fortsatt stor med en tysk arbetslöshet på rekordlåga 5,4 procent. I Sydeuropa ligger nivån klart över genomsnittet, men vissa ljusglimtar kan skönjas. I flera av de värst drabbade krisländerna har arbetslösheten fallit den senaste eller de senaste månaderna. I Spanien har arbetslösheten fallit från 26,5 procent i april till 26,3 procent i juni och i Portugal 17,8 procent till 17,4 procent under samma period. Delvis kan detta vara kopplat till en ovanligt stark säsongsmässig sysselsättningsuppgång i turismnäringen. I Italien och Frankrike fortsätter arbetslösheten däremot att stiga.

Nya utmaningar väntar

Den senaste tiden tycks ECB:s åtgärder ha bidragit till en miljö där oroligheter i ett land inte automatiskt spridit sig till andra länder. Exempelvis gav den politiska turbulensen i samband med att två ministrar i den portugisiska regeringen avgick tidigare i år upphov till stigande räntor. Smitteeffekterna till andra krisländer var dock liten och räntorna har nu åter fallit tillbaka. Så länge de långsiktiga samarbetsfrågorna inom eurozonen förblir olösta och stora obalanser kvarstår är risken stor för att finansiell oro åter blossar upp. Den närmaste tiden gäller det framför allt för Grekland och Spanien. Vi förutser att **Greklands statsskuld (ca 160 procent av BNP 2012) kommer att behöva rekonstrueras ytterligare en gång** och den här gången belastar det ECB och euroländerna statsfinanser. **Spanien** brottas fortfarande med hög andel dåliga lån (10-11 procent) och fallande bostadspriser och **väntas få ytterligare bankstöd**. Nedan görs en kalendarisk genomgång av några händelser som kan påverka de finansiella marknaderna:

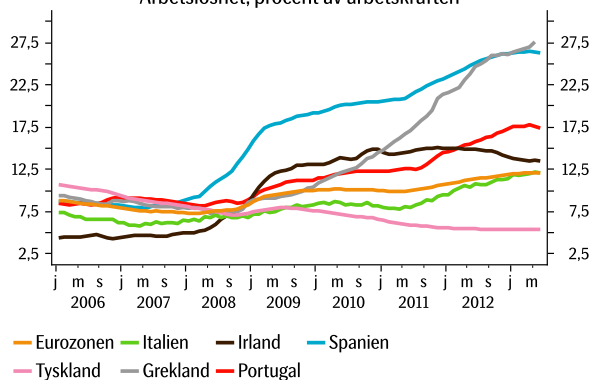
13 september 2013 – Avstämning av Cypern, Portugal och Irlands stödprogram. Inga större överraskningar väntas.

22 september 2013 – Val till tyska förbundsdagen. Merkels koalition leder i opinionsundersökningarna. Inga större förändringar i politiken gentemot EU/eurozonen väntas i närtid oberoende av valutgång. Dödläge för diskussioner kring eurozonens framtid fram till valet.

Den måttliga tillväxten framöver gör att förbättringen på arbetsmarknaden går långsamt. I eurozonen som helhet räknar vi med att **arbetslösheten som årsgenomsnitt ligger kvar på samma nivå 2014 som 2013, 12,1 procent och därefter faller till 11,5 procent 2015.**

Svag arbetsmarknad i syd

Arbetslöshet, procent av arbetskraften



Källa: Eurostat

Trots en något mer positiv bedömning av arbetsmarknaden jämfört med *Nordic Outlook Maj* innebär den höga arbetslösheten i flera länder **fortsatt politiska och sociala risker som kan sätta käppar i hjulen för den fortsatta reformprocessen**. Migration inom Europa kommer att öka i den divergerande arbetslöshetens spår och det finns en risk för att flera länder dräneras på välutbildad arbetskraft. Detta kan bidra till att bristsituationer i vissa branscher uppstår relativt tidigt i återhämtningen.

Hösten 2013 – Tyska författningsdomstolens utlåtande om OMT-programmet. Huvudspåret är att domstolen inte säger nej, men eventuellt kan omfattningen begränsas.

14 oktober och 14 november 2013 – Avstämning av stödprogram till Spanien (okt) respektive Portugal, Irland och Grekland (nov). Vår huvudprognos är att Spanien kommer att behöva ytterligare stöd till banksektorn. Lättnader för Grekland (förlängda lån, lägre räntor och skuldrekonstruktion) är att vänta. En skuldrekonstruktion riskerar att få spridningseffekter och framför allt Portugal och Irland kan komma att vilja ha liknande lättnader. För att undvika detta kommer målet för skuldnedskrivningen att hamna på en nivå över, eller i nivå med, dessa länders nuvarande skuldnivåer (ca 120 procent av BNP). Även Portugal kan komma att få förlängda lån, lägre räntor och mer tid för att betala tillbaka lånen.

Slutet av 2013 / våren 2014 – Stödprogrammen till Irland Portugal och Grekland ska avslutas. Programmen förlängs och blir mjukare genom räntelättnader och förlängda löptider.

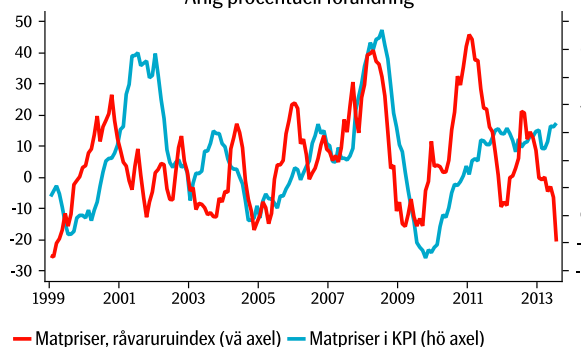
22-25 maj 2014 – Val till EU-parlamentet. Valet kan stärka de euroskeptiska partierna i flera länder. Beslutskraften kan försvagas innan valet och innan en ny kommission är på plats hösten 2014.

Fortsatt lågt inflationstryck

De senaste månaderna har inflationen i eurozonen i stort pendlat mellan 1 och 1,5 procent. I juli uppgick kärninflationen till 1,1 procent medan HIKP-inflationen låg på 1,6 procent. I Tyskland ligger HIKP-inflationen nu på 1,9 procent d v s strax över genomsnittet för eurozonen. I Sydeuropa är utvecklingen blandad. Inflationen (juni) var i Grekland -0,3 procent, i Spanien 2,2 procent och i Portugal 1,2 procent.

Fallande matpriser kommer att ge negativa bidrag till inflationen

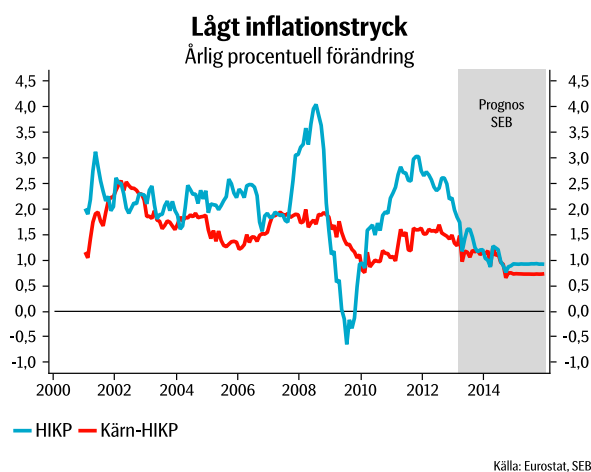
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat

Den nedåtgående inflationstrenden fortsätter de kommande månaderna innan **inflationen stabiliseras på runt 1,0 procent**. Energibidraget blir ganska neutralt medan matpriserna kommer att bidra negativt framöver. På längre sikt pressas inflationen av svag realekonomisk utvecklingen och fortsatt låg

kreditefterfrågan. Vi ser en viss risk för skadliga deflationstendenser i flera länder. Vi bedömer dock att omslaget till positiv tillväxt i kombination med en svagare euro gör att en generell deflationsprocess kan undvikas. Mätt som årsgenomsnitt blir **HIKP-inflationen 1,0 respektive 0,9 procent 2014 och 2015.**



ECB genomför ytterligare åtgärder

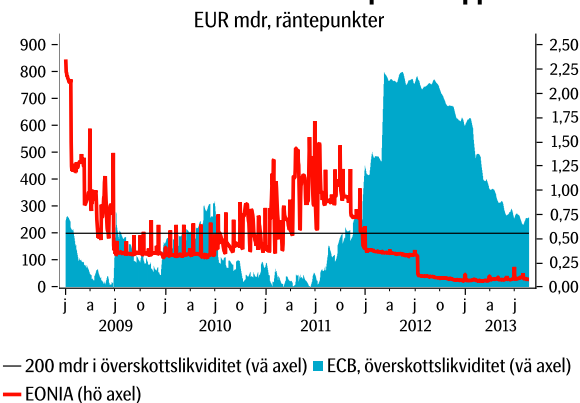
De ekonomiska och monetära utsikterna ger ECB utrymme till ytterligare stimulanser för att stötta konjunkturen, minska deflationsriskerna och reducera kreditmarknadens fragmentering. Fortsatt höga offentliga och privata skulder gör ekonomierna känsliga för stigande marknadsräntor. Därutöver motsvarar **eurons förstärkning det senaste året i runda tal en höjning av refiräntan med 1 procentenhet**, vilket hämmar återhämtning och rebalanseringarna.

Vi räknar med att **ECB sänker refiräntan i december 2013** och därefter låter den ligga kvar på 0,25 procent 2014 och 2015. Därutöver väntas ECB även **tillhandahålla ny långfristig likviditet (LTRO)** samt **signalera hög beredskap att använda OMT-programmet** (under förutsättning att den tyska författningsdomstolen godkänner OMT i höst). Att EIB och nationella stödbankar kan ge företagslån minskar i viss mån trycket på ECB att sjösätta ny okonventionell politik.

I juli tog ECB ett nytt kommunikativt steg i syfte att guida kortränteförväntningarna. ECB slog fast att **refiräntan ska ligga kvar på dagens nivå eller vara lägre under en längre period** ("extended period of time"). Åtgärden syftar uppenbart till att minska risken för att Feds kommande exitpolitik ska pressa upp marknadsräntorna även i eurozonen och därmed motarbeta ECB:s expansiva penningpolitik. För att ytterligare pressa den kortfristiga EONIA-räntan mot nollstrecken har ECB också aviserat att man redan har beredskap att införa negativ inlåningsränta. Vår bedömning är dock att tekniska utmaningar gör att ECB inte inför negativa räntor.

Eurosystemet har med hjälp av LTRO i dag en överskottslikviditet på ca 250 miljarder euro. Bankernas återbetalningstakt ligger för närvarande på runt 5 miljarder euro per vecka. Om **överskottet understiger 200 miljarder tenderar EONIA-räntan att pressas upp**. De externa obalanserna mellan euroländerna är därtill fortsatt stora vilket ger refinansieringsrisker i händelse av förtroendetapp. Detta talar för att ECB väljer att erbjuda nya LTRO-lån i syfte att förbättra banksystemets funktionssätt i södra Europa och bibehålla låga räntor.

Minskad överskottslikviditet kan pressa upp EONIA



ECB pressas för närvarande hårt av omvärlden – enskilda länder och organisationer – att göra mer för att stötta återhämtningen. Samtidigt **finns gränser för hur långt ECB:s åtgärder kan drivas** i ambitionen att skapa respit för politiska framsteg. ECB har redan visat sig vara beredd att gå mycket långt, i vissa avseenden till och med överskrida sitt mandat, för att försöka rädda eurosamarbetet. Fragmenteringen i kreditmarknaden är delvis en uppgift för ECB men det handlar också om makroekonomisk och politisk osäkerhet och politiska låsningar kopplade till nationella val och EU-valet.

Gradvis återhämtning på fast mark

- **Stram budget och svag lönetillväxt bromsar**
- **Fortsatt svagt pund lyfter exporten**
- **Första styrräntehöjning sent 2015**

Storbritannien har i år inlett en hållbar återhämtning efter tidigare finanskris och fjolårets stagnation. Samtliga inköpschefsindex har stegrats snabbt och låg i juli en bra bit över tillväxtgränsen 50 (industri 54,6, bygg 57,0 och tjänster hela 60,2). Man ska dock inte övertolka de positiva signalerna; de är uttryck för att ekonomin är på väg att lämna krisnivåer – inte att ett kraftfullt uppsving väntar. Ännu efter andra kvartalets tillväxt på 0,7 procent är BNP-nivån 3,3 procent under toppen första kvartalet 2008. **Hämmande krafter för inhemsk efterfrågan gör att vi spår en moderat återhämtning**, om än snabbare än i *Nordic Outlook Maj*. **BNP ökar med 1,5 procent i år och med 2,3 respektive 2,6 procent 2014-2015.**

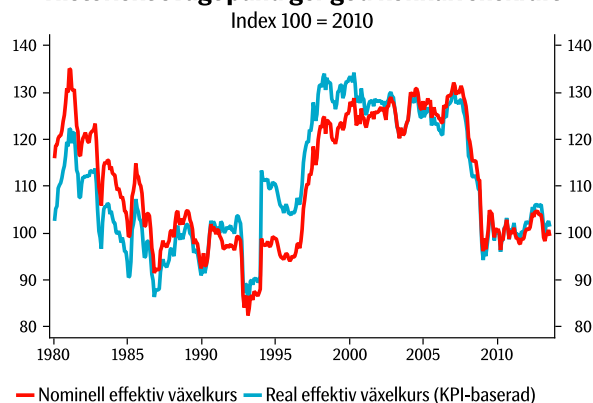
Hushållens spendervilja har sakta börjat återvända. Andra kvartalets BNP-tillväxt drevs i hög grad av konsumtion. Men då realinkomster fortsatt att falla har hushållen dragit ner på sparandet. Sparkvoten har sjunkit från 7-8 procent 2010-2012 till 4 procent i början av 2013 - en bit under långsiktigt snitt. Att hushållen skulle fortsätta att snabbt gröpa ur sparandet är inte troligt med tanke på den höga arbetslösheten. Stigande huspriser bidrar till ökade kreditvolym, men vi tror ändå att hushållen kommer att vara försiktiga med att dra på sig stora lån med tanke på den höga skuldsättningen. Dessutom är reallöner negativa i år, även om inflationen ser ut att ha toppat på 2,9 procent i juni; pristrycket viker det närmaste året när mat- och råvaruinflation dämpas och tryck från tidigare administrativa höjningar och punddepreciering bortfaller. Nominella löner växer med 1 procent i år. **Nästa år väntar nolltillväxt i reallöner och först om två år, när arbetsmarknaden börjar stärkas mer tydligt, växer de åter.** Hushållen pressas även av regeringens **budgetkonsolidering** även om effekten börjat avta. Åtstramningarna kulminerade på 2,1 procent av BNP 2011 men ligger kvar vid 1 procent av BNP per år 2012-2014. År 2015 räknar vi med att åtstramningen dämpas till 0,5 procent av BNP, bl a beroende på att det är valår då. Sammanvägt blir konsumtionstillväxten måttlig de närmaste åren.

Investeringar blir svaga i år till följd av lågt kapacitetsutnyttjande. Under **2014 påbörjas en hyfsad investeringsuppgång**. För det talar en låg investeringskvot, företagens starka balansräkningar samt ökad byggaktivitet som redan börjat få viss fart.

Exporten blir enda tillväxtmotorn med kraft närmaste året. Den får bränsle av **svagt pund och hög exportandel till USA** (17 procent av total export). Ännu har exporttillväxten varit

blygsam, men valutaförsvagning verkar med viss eftersläpning och global ekonomi stärks gradvis. Pundfallet på 4-5 procent sedan slutet av 2012 fram till i somras bör slå igenom alltmer andra halvåret 2013. Eftersom Bank of England (BoE) fortsätter med ackomoderande politik kommer pundet att ligga kvar på en historiskt relativt svag nivå; vi spår en gradvis förstärkning mot euron från nuvarande 0,86 till 0,81 i december 2015 men en försvagning mot US-dollar. Senaste årens relativt uppdrivna inflation (över målet 2 procent sedan 2009) har bara satt mindre avtryck i real effektiv växelkurs. Konkurrenskraften är fortsatt god.

Historiskt svagt pund ger god konkurrenskraft



Källa: BIS

BoE startade nyligen guidning för penningpolitiken. BoE ska inte överväga räntehöjning och dra ned tillgångsköp (QE) för att minska arbetslösheten (7,8 procent i juni) har kommit ned till 7 procent. BoE spår i sin senaste inflationsrapport att det sker tredje kvartalet 2016. Tre faktorer kan dock, enligt BoE, förändra spelplanen även om arbetslösheten då inte hunnit ned till denna nivå: 1) om inflationsprognosen är på eller över 2,5 procent på 18-24 månaders sikt; 2) om inflationsförväntningar inte är stabila; 3) om penningpolitiken hotar finansiell stabilitet. **Vi spår att första räntehöjningen (från 0,5 till 0,75 procent) och början på QE-nedtrappningen kommer redan under sista kvartalet 2015.** Arbetslösheten är då nära 7,0 procent. Men utlösande faktor för att minska den penningpolitiska stimulansen blir ökad risk för finansiell instabilitet på sikt. **Stigande huspriser** – som raskt vänt uppåt under 2013 efter att ha varit relativt stabila i flera år efter en skarp korrigerings nedåt 2008 - väntas gradvis att **intensifiera en "bubbel-debatt"** som även påverkar BoE. Dock är det inte troligt att BoE när räntan höjs explicit varnar för en husprisbubbla utan snarare drar upp inflationsprognosen via risker med husprisinflation.

Det värsta är över – men inga snara lyft

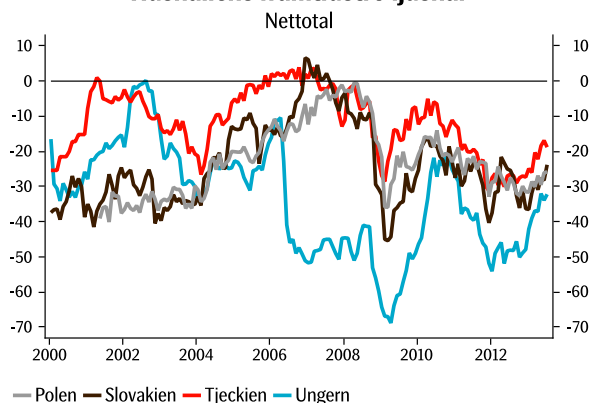
- Tysk ljusning stabiliserar industrin
- Fortsatt låg inflation stöttar hushållen
- Modesta tillväxtutsikter för Ryssland

Mycket tyder på att **Östeuropas konjunktur bottnade ur under första halvåret 2013**; i linje med prognosen i *Nordic Outlook Maj*. Vi räknar också fortfarande med en **trög återhämtning** i de flesta länder de närmaste åren. Exporten börjar stärkas något i höst av ljusnande tyska utsikter, men efterfrågan i hela eurozonen vaknar senare. Uppgången i USA spelar mindre direkt roll eftersom landet väger mycket lätt i exporten. Privat konsumtion får näring av fortsatt relativt god reallöneutveckling då inflationen förblir låg givet vår tro om lugna råvarupriser och låg kärninflation. Även låga räntor stöttar. Osäkerhet om jobb gör att många hushåll ändå tvekar med större inköp till nästa år då arbetsmarknader börjar stabiliseras. Kreditmarknader tinar sakta upp, delvis på grund av onormalt strama bankvillkor i spåren av eurozonens kris. Bara Ryssland får hög kredittillväxt, men lägre än de senaste åren. Investeringar förblir nedpressade på kort sikt och först 2014-2015 sker ett visst uppsving; i EU-länder delvis med stöd av nya medel från EU:s långtidsbudget.

Under andra kvartalet stärktes tillväxten en aning i ett flertal länder - dock ej i Ryssland - även om den var fortsatt svag i främst de södra och östra delarna där t ex Kroatien, Slovenien och Ukraina är kvar i recession. De **senaste månaderna har även konjunkturindikatorer gradvis stigit** på flera håll. Förbättringen är tydligast i centrala Östeuropa, medan Ryssland och särskilt Ukraina ännu hackar på industrisidan. Exempelvis klättrade polsk industris inköpschefsindex (PMI) i juli något över expansionsgränsen 50, till 51,1; högsta nivån på ett och ett halvt år. Recessionstyngda Tjeckiens dito steg från 51,1 i juni till 52,0 i juli, högsta nivån sedan mars 2012. I Ryssland rekyletrade dock industri-PMI tillbaka till 49,2 i juli efter en temporär uppgång i juni; för första gången på två år är index nu under 50. Konsumentförtroendet i Östeuropa har trendmässigt stigit sedan bottenmärken i vintras. I Ryssland ligger nu hushållens framtidstro på historiskt relativt hög nivå medan nivåerna i Centraleuropa ännu är måttliga.

Förbättringen i industrin är mest knuten till export. Främst Centraleuropa **börjar få stöd av ett starkt Tyskland**. Att hushåll vädrar morgonluft beror nog i hög grad på en **skarp inflationsnedgång** sedan slutet av 2012; t ex har Ungerns inflationstakt stegvis sjunkit från ca 6,5 procent till knappt 2 procent och Polens från ca 4 procent till i juni rekordlåga 0,2 procent. Lägre pristryck har stärkt reallöner – och på sistone även konsumtion en aning – medan bruttolöneutveckling förblivit dämpad till följd av växande arbetslöshet.

Hushållens framtidstro ljusnar



Källa: EU-kommissionen

Det **dröjer till 2015 innan flertalet östländer når upp till sin potentiella BNP-tillväxt**. T ex väntas **Polens BNP öka med 1,5 procent 2013 och med 3,1 respektive 3,7 procent kommande år**. Vi är fortsatt relativt pessimistiska om tillväxtutsiktterna för **Ryssland**, vars **BNP ökar med 1,8 procent i år och 2,9 respektive 3,4 procent 2014-2015**. Ryssland når därmed redan 2014 potentiell tillväxt på cirka 3 procent. Denna relativt låga långsiktiga växtförmåga återspeglar strukturella hinder bl a på arbetsmarknaden. Det krävs stora reformer och investeringar för att nå regeringens tillväxtmål 5-6 procent (Ryssland presterade i snitt 7 procent 2000-2007 innan den globala krisen). Oljepriset, som dämpas något till ca 100 USD/fat 2014-2015, ger fortsatt stöd för rysk tillväxt de närmaste åren.

I viss mån **bidrar ekonomisk-politisk stimulans** till en återhämtning i Östeuropa. T ex har Polens centralbank sänkt räntan från 4,75 procent i november 2012 till rekordlåga 2,50 procent i juli (med klar signal att botten är nådd, vilket även vi tror). I våras sjösatte Ungern kreditstimulanser till banker och Ukraina höjde investeringsanslagen i budgeten. Ryssland har i sommar lagt ett investeringsprogram, främst för infrastruktur, på 0,6 procent av BNP (delvis med förväntat privat kapital). Och landets centralbank har startat en variant av kvantitativ lättadspolitik och väntas sänka räntan i höst.

Östvalutorna har på senare tid stabiliserats något, efter stora deprecieringar i maj-juni. Regionen drabbades då hårt i en säljvåg av EM-tillgångar under den globala ränteuppgång som i hög grad var kopplad till oro kring Fed. Vi spår en **gradvis appreciering på ett års sikt**, med början i höst, efter att Fedpolitiken klarnat. Även en stabilisering i Kina väntas få vissa positiva implikationer på östeuropeiska finansmarknader.

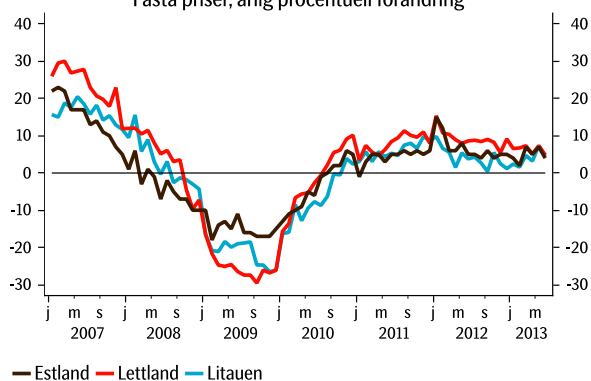
Stärkta realinkomster ger fortsatt god BNP-tillväxt

- **Lettland och Litauen i EU-topp även i år**
- **Hygglig export, men rysk dämpning oroar**
- **Lettlands eurointräde ger små avtryck, Litauen närmar sig euron**

De baltiska ekonomierna har sedan 2011 noterat snabbast tillväxt av alla EU-länder. Och Baltikum behåller tätpositionen – med tidigare hårdast krisdrabbade Lettland i spetsen – även de närmaste åren. Estlands ekonomi noterar dock en temporär djupdykning i år. Efter en dämpning i alla länder 2013, **stärks tillväxten till 3,3-4,8 procent 2014 och 3,5-5,0 procent 2015**. Detta är något över potentiell tillväxt på 3-4 procent. En röd tråd i regionen är att tillväxten i **hög grad drivs av stabilt växande privat konsumtion**. Detaljhandelsstillväxten låg i samtliga länder på 5-6 procent i årstakt under andra kvartalet.

Stabil tillväxt i detaljhandeln

Fasta priser, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Flera faktorer ligger bakom de senaste årens återhämtning i konsumtion: ett uppdammt köpbehov bland hushållen efter depressionen 2008-2009, återvändande lönetillväxt (hög i Estland, måttlig i Lettland-Litauen), låg inflation (i Lettland och Litauen), oväntad snabb nedgång i den alltför höga arbetslösheten (på 8-12 procent andra kvartalet) samt avtagande svångremspolitisk (som släppte tidigt i Estland där budgetdisciplinen historiskt varit starkare än i Lettland och Litauen). Vi spår **fortsatt goda reala inkomstökningar**, även om inflationen stegras något i Lettland och Litauen och förbättringen på arbetsmarknaderna överlag går trögare än hittills. Därmed skapas goda förutsättningar för fortsatta konsumtionslyft.

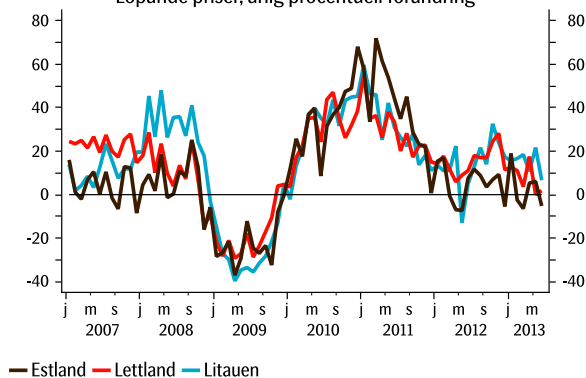
Investeringar utvecklas svagt i år. Senaste årens höga investeringstillväxt i Estland och Lettland bromsar in kraftigt och Litauens investeringar ökar beskedligt efter fjolårets nedgång. Bygg- och bostadsaktivitet fortsätter gradvis att öka. Effektivt

nyttjande av EU:s strukturstöd (jämfört med andra EU-länder i Östeuropa) pekar sammantaget mot en **hyfsad investeringsutveckling de närmaste åren** när nya medel blivit tillgängliga via nya långtidsbudgeten.

Exporten ökar i måttlig takt efter en nedväxling från tvåsiffrig takt de senaste åren. Alltjämt går exporten bättre än i många andra länder. Skälet är till stor del att **konkurrenskraften har stärkts och bevarats efter tidigare interdevalveringar**, då nominella löner sänktes med 12 procent i Estland och Litauen och 19 procent i Lettland. I Estland syns förvisso en viss försämring av konkurrenskraften hittills i år på grund av högre ökning och tidigare svag produktivitet, men de närmaste åren väntas lönetrycket dämpas något och produktiviteten förbättras. Baltikums export stärks sakta framöver i spåren av gradvis ökad efterfrågan från Västeuropa; för Estland väger Sverige och Finland extra tungt i exporten. Men en **hämmande faktor jämfört med tidigare år är inbromsningen/nedväxlingen i rysk tillväxt**. Ryssland är klart största marknad för Litauen (knappt 20 procent av total export) och nummer tre för Estland och Litauen (drygt 10 procent av total export i båda länder).

Hyfsad export men skakig i Estland i år

Löpande priser, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Sammanvägt väntar en **relativt balanserad ekonomisk utveckling i Baltikum under 2014-2015**. Det betyder att bytbalansunderskotten förblir relativt små eller måttliga. Även offentliga finanser är under kontroll och budgetunderskotten håller sig på relativt låga nivåer; även i Litauen som startat 2013 med ett stort minus p g av oväntat svag konsumtion och tekniska effekter av ny momsberäkning. Någon upprepning av tidigare svåra externa eller interna obalanser i Baltikum är alltså inte under uppsegling. Likväl **kvarstår betydande obalanser, och därtill knutna politiska utmaningar, på arbetsmarknaderna**. Samtliga länder brottas med hög ungdomsarbetslöshet,

matchningsproblem samt effekter av den senaste stora emigrationsvågen i samband med krisen (en tidigare emigrationsvåg ägde rum i kölvattnet av EU-medlemskapen 2004). Till exempel anger många arbetsgivare i Litauen, redan vid en arbetslöshet på ca 12 procent, att det är brist på arbetskraft inom särskilt IT, tillverkningsindustri och byggsektor.

Estland: Tillfälligt bakslag

Estlands tillväxt har bromsat in oväntat häftigt under första halvåret i år; andra kvartalet ökade BNP med 1,3 procent i årstakt. Dels har kraften i investeringsrekyl från den uppdrivna nivån 2012 varit större än beräknat; bl a har offentliga investeringar finansierade med medel från utsläppsrätter minskat radikalt. Dels har exporten, som väger mycket tungt i estnisk ekonomi, inte varit tillräckligt stark för att uppväga en mer stabil importutveckling. Samtidigt kvarstår momentum i privat konsumtion. Och även 2014 får hushållen stöd av real-löneökningar på runt 3 procent (nominellt ca 5,5 procent) och ytterligare en viss dämpning av arbetslösheten. Exporten stärks något och nämnda baseffekt i investeringar försvinner. Samtidigt förblir offentliga investeringar svaga i flera år. **Vi sänker årets tillväxtprognos markant till 1,5 procent och drar även ned tillväxtutsikterna för 2014 och 2015, till 3,3 respektive 3,5 procent.**

Lettland: Robust utveckling

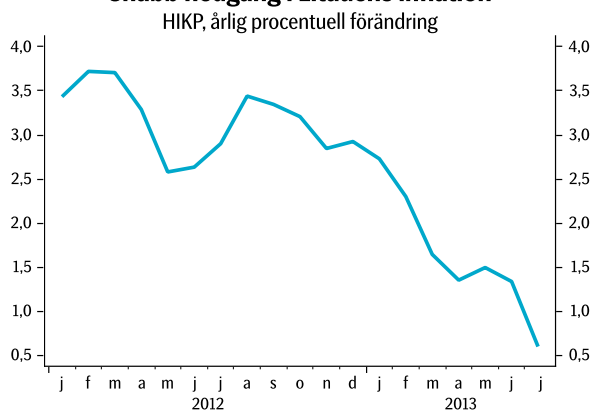
Lettlands ekonomi präglas av fortsatt stabilitet. Under andra kvartalet uppgick tillväxten till 4,3 procent i årstakt samtidigt som inflationen var starkt nedpressad, något under nollstreck. Hushållen leder expansionen via reallönelyft på 4 procent i år (nominellt 4,5), skattelättnader, växande sysselsättning även i inhemskt orienterade sektorer samt nästa år en höjning av minimilöner. Inflationen stegras relativt snabbt i spåren av ökad ekonomisk aktivitet samt i någon mån även av det kommande eurointrädet; från i snitt 0,5 procent i år till nära 3 procent 2014. Men det utgör inget hot mot den positiva konsumtionstrenden. **BNP-tillväxten stärks gradvis, till 4,8 procent 2014 och 5,0 procent 2015.**

Investeringsstillväxten får i år och nästa år en viss extra skjuts av eurointrädet 2014. Vidare väntas regeringen då överge åtstramningspolitiken som hittills krävs för att pressa ned budgetunderskottet till uthålligt låg nivå i linje med konvergenskravet. Generellt sett ser vi **små kortsiktiga ekonomiska effekter av euromedlemskapet**: 1) Konverteringskursen blir som väntat densamma som tidigare, dvs 0,702804. Den reala effektiva växelkursen är också på balanserad nivå sedan flera år tillbaka efter nödvändiga löne- och prissänkningar. 2) Växelkursrisken försvinner. Men förtroendet för valutan, lats, har sedan länge redan återställts i marknaden efter den akuta oron 2008-2009. 3) Tillgång till ECB-stöd och eurozonens krisfond stärker landets kreditvärdighet, t ex har S&P och Fitch båda redan i juni respektive juli höjt kreditbetyget till BBB+. 4) Inflationen får en viss knuff uppåt. En del företag, t ex inom restaurangnäringen, passar på att höja priser samtidigt som vissa hushåll av rädsla för prishöjningar hamstrar varor. Historiska erfarenheter från andra länders euroövergång pekar på att denna inflationseffekt bara är 0,2-0,3 procent.

Litauen: Inhemsk efterfrågan vaknar

I Litauen har exporten utgjort draglok det senaste året. Först på senare tid har konsumtionen börjat komma igång på allvar. En viktig förklaring är att reallönerna börjat växa efter krisen; på denna punkt släpar Litauen efter Estland och Lettland. Bo- och byggmarknader har också börjat vakna till liv även om bopriserna ännu är trögörliga, även det en skillnad mot övriga baltstater. Andra kvartalets årliga BNP-tillväxt på 3,7 procent var i paritet med första kvartalets, men sammansättningen blev mer balanserad. Exporten har utvecklats fortsatt starkt, men fick i våras en extra skjuts av positiva baseffekter efter ett stopp i landets exporttunga oljeraffineri ett år tidigare. Vi spår en **relativt bredbaserad BNP-tillväxt på 3,5 procent 2014 och 4,5 procent 2015.**

Snabb nedgång i Litauens inflation



Inflationen har sedan i våras varit lägre än väntat (0,6 procent i juli) och helårsprognosen för 2013 sänks från 2,5 till 2,0 procent. För 2014 väntas en uppgång till 2,8 procent. Notabelt i prisbilden är att det efterfrågedrivna pristrycket är svagt, att råvarupriserna är lugna samt att goda skördar bör ge viss prispress nedåt på livsmedel i höst-vinter. Regeringens starka strävan att landet ska kvala in till eurozonen gör att riskerna i inflationsprognosen ligger på nedsidan genom att administrativa prissänkningar kan komma. Regeringen beslutade nyligen att skjuta på införandet av höjda avgifter på tobak/alkohol till mars-april 2014 i stället för 1 januari 2014. Detta var sannolikt en taktisk manöver för att inflationstrycket ska vara så lågt som möjligt inför utvärderingen om eurointräde nästa vår; Maastrichtkriteriet om inflation säger då att årsgenomsnittet för perioden mars 2013-mars 2014 får vara max 1,5 procentenheter över de tre EU-länder med lägst inflation.

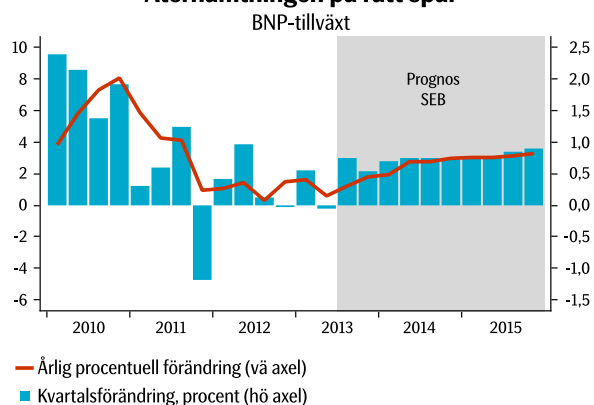
Vad gäller Litauens euroambitioner har vi under det senaste halvåret hävdade att chanserna är "50-50" att målet om inträde 2015 uppfylls. Framför allt blir det svårt att få ned inflationen tillräckligt snabbt. Dessutom är det en utmaning att få ned budgetunderskottet till under 3 procent av BNP i år, även om vi spår att detta klaras. Vi står ännu fast vid prognosen om att det **väger jämnt om Litauen verkligen kvalar in redan 2015. Men fortsätter inflationen att överraska på nedsidan de närmaste månaderna lutar det ändå åt ett eurointräde 2015.**

Hushållens konsumtion lyfter tillväxten

- **Starka hushåll driver tillväxten**
- **Industri och investeringar svaga på kort sikt**
- **Arbetslösheten vänder nedåt först 2014**
- **Riksbanken höjer räntan till 1,75 procent under 2015**
- **Alliansen inför valåret: än mer expansiv finanspolitik**

Konjunktursignalerna de senaste månaderna har varit blandade, men i stort sett bekräftat bilden av en skakig utveckling första halvåret 2013. Vår prognos för helåret 2013 har justerats ned från 1,3 till 1,2 procent efter det svaga utfallet för BNP andra kvartalet. Fallet i BNP var dock troligen främst en konsekvens av den uppdrivna nivån första kvartalet. Framöver talar en alltmer optimistisk hushållssektor i kombination med en gradvis förbättrad internationell konjunktur för att tillväxten stiger markant. **Prognosen för BNP-tillväxten 2014 har justerats upp något till 2,6 procent** (2,7 procent dagkorrigerat) och vi räknar med en ytterligare acceleration till 3,2 procent (3,0 procent dagkorrigerat) när världskonjunkturen tar fart 2015. Svensk ekonomi fortsätter därmed att växa snabbare än OECD-genomsnittet.

Återhämtningen på rätt spår



Källa: SCB, SEB

Tillväxten får stöd av en fortsatt expansiv finanspolitik. Vi räknar med att regeringen för 2014 lägger fram förslag om reformer för 35 miljarder kronor (ca 1 procent av BNP). Åtgärderna blir i större utsträckning än under 2013 inriktade mot hushållen. Hushållens inkomster ökar med drygt 20 miljarder (mer än 1 procent av inkomsterna) under 2014; huvuddelen genom sänkta skatter. Expansiv finanspolitik och goda reala löneökningar gör att hushållens konsumtion växer med nästan 3 procent

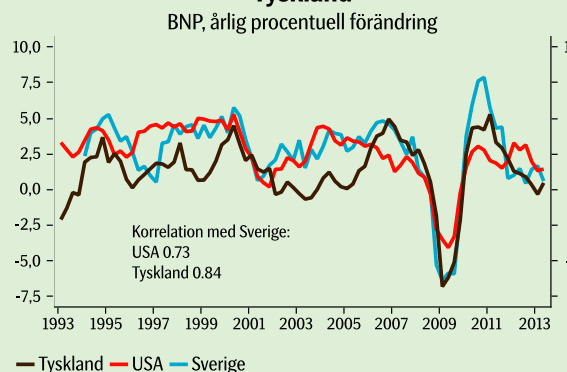
under 2014. **Den privata konsumtionen blir därmed den starkaste tillväxtmotorn för svensk ekonomi.**

Oro för hushållens skuldsättning, stigande bostadspriser och förbättrade tillväxtutsikter gör att vi tror att Riksbanken avstår från ytterligare räntesänkningar. Låg inflation och hög arbetslöshet talar dock för att **Riksbanken ligger kvar med en reporänta på 1,0 procent till slutet av 2014**. Riksbanken blir ändå en av de centralbanker som först höjer räntan och påbörjar t ex höjningscykeln före Fed. I slutet av 2015 räknar vi med att reporäntan ligger på 1,75 procent.

Högre korrelation med tysk tillväxt men trenden följer USA

Likartad industristruktur och stort handelsutbyte gör svensk ekonomi känslig för de tyska konjunkturutsikterna. Svensk BNP-tillväxt har också en något starkare historisk korrelation med tysk BNP jämfört med amerikansk. **Samvariationen med USA är dock betydligt större än vad den relativt lilla exportandelen (6 procent) indikerar.** Detta återspeglar såväl USA-ekonomins stora betydelse för världskonjunkturen och finansiella marknader som den svenska ekonomins känslighet för den globala konjunkturcykeln. En annan viktig observation är att svensk trendtillväxt ligger betydligt närmare USA:s än Tysklands; våra prognoser för respektive länder ligger därmed väl i linje med det historiska mönstret.

Svensk tillväxt starkt korrelerad med USA och Tyskland



Trög start för industrin

Export och industriproduktion har fallit ordentligt under första halvåret i år. Däremot har både inköpschefsindex (PMI) och KI-barometern för industrin stigit trendmässigt och signalerar i nuläget en gradvis återhämtning under andra halvåret. Fortsatta problem i eurozonen och en nedjustering av prognoserna för tillväxtekonomier talar för att återhämtningen jämfört med historiska uppgångar blir svag. Det är dock **svårt att se några**

starka skäl för att den svenska industrisektorn på sikt inte skulle kunna följa med i den USA-ledda återhämtningen.

Investeringarna under första halvåret har varit mycket svaga med betydande fall inom t ex industrin och bostadsbyggandet. SCB:s enkätundersökning tyder på fortsatt fall för industrin under återstoden av 2013. Ett lågt kapacitetsutnyttjande talar för att industriinvesteringarna bottnar först i början av 2014. Däremot indikeras en uppgång av antalet påbörjade bostäder att bostadsinvesteringarna kommer att stiga betydligt nästa år.

Export och investeringar

Årlig procentuell tillväxt

	2012	2013	2014	2015
Export totalt	0,8	-0,4	4,3	6,2
Varor	-0,7	-2,0	4,5	7,0
Tjänster	4,2	3,0	4,0	4,5
Investeringar	3,2	-3,0	3,0	5,5
Industri	7,5	-3,0	4,0	7,5
Bostäder	-8,2	0,0	10,0	10,0

Källa: SCB, SEB

Uppgången löser dock inte den strukturella bristen på bostäder. **Befolkningstillväxt och en lång period av lågt byggande gör att behovet av bostäder kommer att bli stort de närmaste åren.** Regeringen har genomfört vissa lättnader i reglerna för andrahandsuthyrning och har nu lyft frågan om ändringar i regelverk som kan fördröja och fördyra byggandet. Det gäller t ex plan- och bygglagen och olika former av byggnormer. Politiska låsningar gör dock att stora förändringar lär dröja och åtminstone inte bli aktuella före valet nästa år. Detta talar för att uppgången i bostadsbyggande under prognosåren blir måttlig (se ruta i *Nordic Outlook Februari 2013*).

Lagerinvesteringar har bidragit relativt kraftigt till tillväxten under första halvåret 2013, vilket är förvånande då företagen oftast minskar sina lager när konjunkturen saktar in. Att lagren fortsatt att öka i denna konjunkturfas **talar för att lagerbidragen blir mindre än normalt i kommande uppgång.**

Konsumtionen redo att lyfta

De senaste månaderna har bilden av gynnsamma förutsättningar för hushållssektorn blivit ännu tydligare. Trots måttliga nominella löneökningar bidrar låg inflation till en god real inkomstökning. Under nästa år riktas den finanspolitiska stimulansen mot hushållssektorn. Vi räknar med att hushållen tillförs drygt 20 miljarder kronor under 2014, främst i form av sänkta skatter. Under 2015 blir stimulansen mindre, men en allt starkare sysselsättningstillväxt bidrar då till fortsatt starka inkomster.

Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

	2012	2013	2014	2015
Konsumtion	1,5	2,0	2,7	3,0
Inkomster	2,5	2,9	2,8	1,7
Sparkvot, nivå	11,4	11,7	12,2	10,8

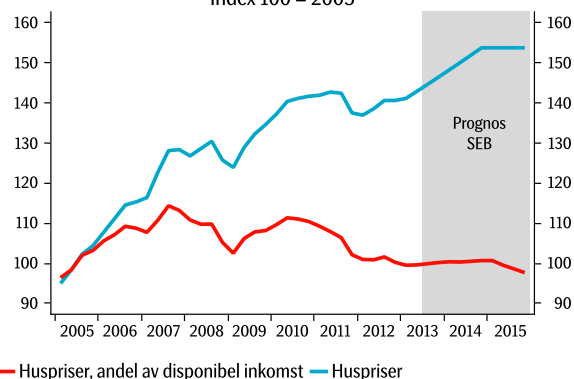
Källa: SCB, SEB

Trots att inkomsterna stigit snabbt 2012 och hittills under 2013 har hushållen varit försiktiga med att öka sina utgifter. Detta är

i linje med det historiska mönstret när konjunkturutsikterna är osäkra och arbetsmarknaden svag. Den stabilisering i konjunkturen som nu kan skönjas har redan gett avtryck i en **markant uppgång i hushållsförtroendet**. Nivån ligger nu över det historiska genomsnittet för första gången sedan mitten av 2011. Detta ger stöd för att konsumtionen är på väg att accelerera. Vi har justerat upp prognosen för den privata konsumtionen för 2014 till 2,7 procent och sedan sker en ytterligare uppgång 2015 i takt med att arbetsmarknaden förbättras. Under 2015 drivs konsumtionen främst av en nedgång i sparande, även om de reala inkomsterna fortsätter öka i relativt god takt.

Nominella huspriser fortsätter klättra

Index 100 = 2005



— Huspriser, andel av disponibel inkomst — Huspriser

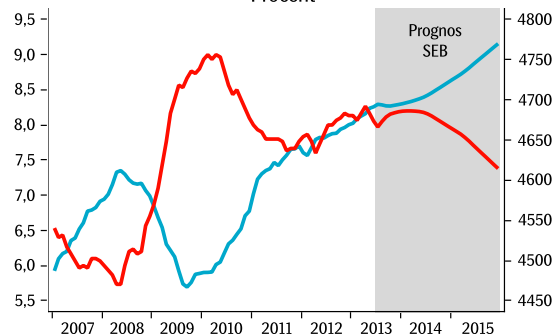
Källa: Macrobond, SEB

Huspriserna fortsätter att stiga

Utsikterna för husmarknaden har fortsatt att gradvis stärkas drivet av fallande boräntor, högre inkomster och stigande börskurser. Huspriserna har stigit med ca 2 procent hittills i år och vi räknar med att priserna för helåret 2013 ökar med 5 procent totalt och med lika mycket nästa år. Kombinationen av ett lågt utbud av bostäder, en allt starkare arbetsmarknad och stigande inkomster talar för fortsatt stigande priser. Hög skuldsättning gör dock att hushållen är känsliga för förändringar i räntekostnaderna och **Riksbankens höjningar bedöms vara tillräckliga för att priserna ska plana ut 2015.** Även debatten kring makrotillsynsverktyg kommer att bidra till att hålla tillbaka prisökningar. Vår prognos innebär att huspriserna relativt hushållens inkomster kommer att ha legat på en relativt konstant nivå under en 10-årsperiod.

Sysselsättningen fortsätter att stiga

Procent



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

Källa: Konjunkturinstitutet, Riksbanken, SCB, SEB

Hög arbetslöshet trots stigande sysselsättning

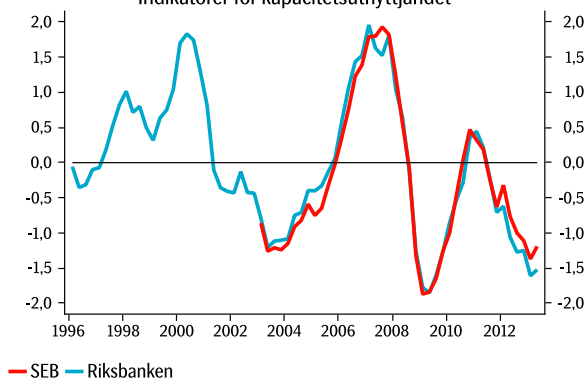
Arbetsmarknadssignalerna har varit något starkare än väntat de senaste månaderna och arbetslösheten har fallit något. Säsongsmonstret under sommaren kan dock variera starkt mellan olika år och vi tror att arbetslösheten stiger något under de närmaste månaderna för att därefter stabiliseras. Det senaste årets uppgång i **arbetslösheten har drivits av stigande arbetskraftsdeltagande**. Sysselsättningen fortsätter däremot att stiga i en lite högre takt än vad BNP-tillväxten antyder. Kortsiktiga indikatorer tyder också på fortsatt gradvis stigande sysselsättning under andra halvåret i år.

Arbetslösheten börjar minska först under våren 2014, eftersom arbetskraften fortsätter att stiga i god takt. **Ökningen beror främst på ökad förvärvsfrekvens**, bl a orsakat av att antalet personer i sjukskrivning eller förtidspensionering fortsätter att minska de närmaste åren. Även en relativt snabb befolkningsökning, driven av nettoinvandring, bidrar till utbudsoökningen.

Riksbanken har framhållit att en stor del av inflödet till arbetskraften består av lågutbildade och invandrare som av olika skäl har svårt att hitta anställning. Detta kan ha bidragit till att de senaste årens ökade arbetskraftsdeltagande pressat upp jämviktsarbetslösheten (NAIRU) något. Denna förändring är dock ganska marginell och ändrar inte på bilden **att resursutnyttjandet i nuläget är mycket lågt och kommer att förbli lägre än normalt under hela prognosperioden**.

Resursutnyttjandet talar för räntesänkning

Indikatorer för kapacitetsutnyttjandet



Avtalsrörelsen nästan slutförd

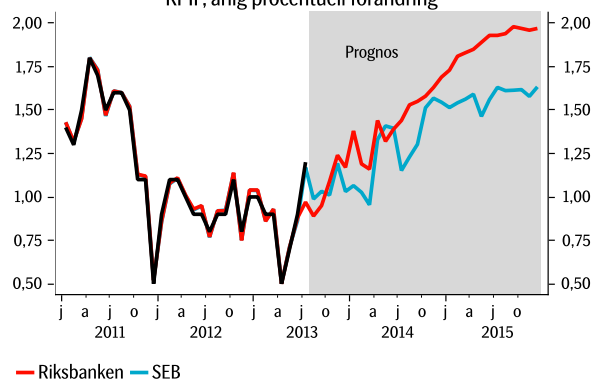
Avtalsrörelsen har hittills genomförts i linje med vår prognos och det finns inget som tyder på att normen som sattes av industrin inte kommer att hålla fullt ut. De större avtal som återstår gäller offentlig sektor i form av statsanställda (september), vissa lärare och vårdanställda (augusti och oktober). Avtalen innebär kostnadsökningar på 2,2-2,3 procent årligen under de närmaste tre åren och löneökningar 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 genomsnitt hamnar något under 3 procent.

Inflation under målet även 2015

Inflationstrycket är mycket lågt och KPIF-inflationen har fortsatt att fluktuerat strax under en procent. Den låga inflationen drivs av låga löneökningar, svagt internationellt pristryck samt de senaste årens kronförstärkning. Dessa faktorer bidrar till att **inflationen förblir låg också de närmaste åren**, även om effekterna av kronförstärkningen avtar något (se vidare temartikel *Inflationstrender och måluppfyllelse*).

Synen på underliggande inflationstryck skiljer sig åt

KPIF, årlig procentuell förändring

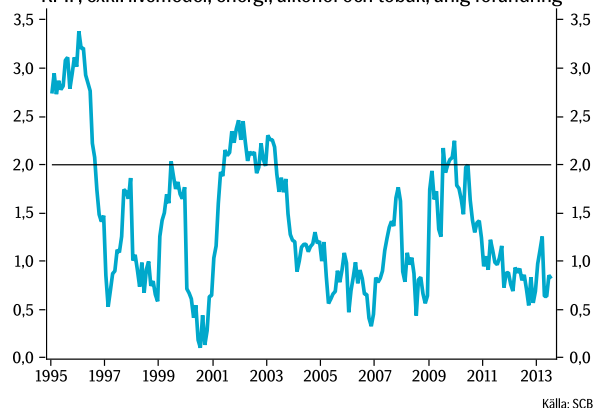


Inflationstrycket dämpas också av att internationella priser på energi och andra råvaror, som stigit under de senaste åren, nu försvagas. Drivkrafter är främst nya utvinningstekniker för olja och gas samt en lägre generell BNP-ökning i tillväxtekonomierna. Fallande priser på livsmedelsråvaror under den allra senaste tiden utgör en nedåtrisk och kommer att föranleda en nedjustering av vår inflationsprognos om de blir bestående.

Uppåtriskerna för inflationen ligger i **stigande enhetsarbetskostnad som orsakats av låg produktivitetstillväxt de senaste åren**. Denna trend är dock inte unik för Sverige och har inte varit inflationsdrivande i andra länder. Dessutom är nedgången i produktivitet orsakad av svag tillväxt och vi ser goda möjligheter för en återhämtning i takt med att BNP accelererar.

Kärninflationen nästan alltid lägre än 2 procent

KPIF, exkl. livsmedel, energi, alkohol och tobak, årlig förändring

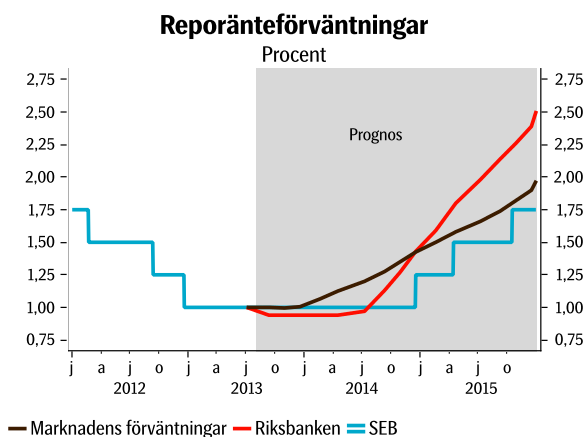


KPI-inflationen har i huvudsak legat under noll det senaste halvåret på grund av fallande räntekostnader. Effekterna av Riksbankens räntesänkningar klingar nu av och KPI kommer

gradvis att närma sig KPIF. När reporäntan höjs under 2015 stiger KPI-inflationen ännu snabbare och når 2,3 procent i slutet av 2015.

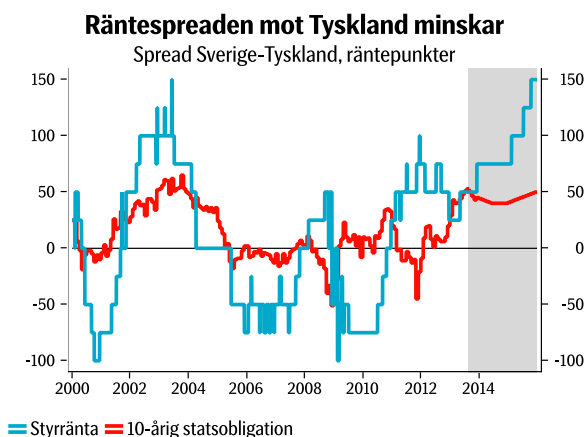
Riksbanken har sänkt färdigt, men första höjningen dröjer

Riksbanken lämnade reporäntebanan oförändrad vid det penningpolitiska mötet i juli. Man fortsatte att signalera ungefär 25 procents sannolikhet för ytterligare en räntesänkning samt att den första höjningen kommer i mitten av nästa år. Riksbankens prognoser för tillväxt, arbetsmarknad och inflation lär inte justeras nämnvärt den närmaste tiden, vilket i kombination med minskade nedåtrisker för den internationella konjunkturen, talar för att ytterligare räntesänkningar inte blir aktuella. Lågt resursutnyttjande och inflation samt fortsatt expansiv politik från ledande centralbanker gör dock att **vi räknar med att den första räntehöjningen senareläggas till slutet av 2014**. Därefter genomförs ytterligare två höjningar till en nivå på 1,75 procent under 2015. Därmed blir Riksbanken en av de första centralbankerna som börjar normalisera räntan.



Källa: Riksbanken, Bloomberg, SEB

Kombinationen av låg inflation och resursutnyttjande å ena sidan och stigande huspriser och ökande utlåning till hushåll å den andra förblir ett dilemma för Riksbanken. Nya åtgärder inom makrotillsynen, t ex ytterligare press på bankerna att öka amorteringskraven eller nya höjningar av riskvikterna för bolån, kommer dock i viss mån att avlasta räntepolitiken.



Källa: Macrobond, SEB

Obligationsräntor stiger från låg nivå

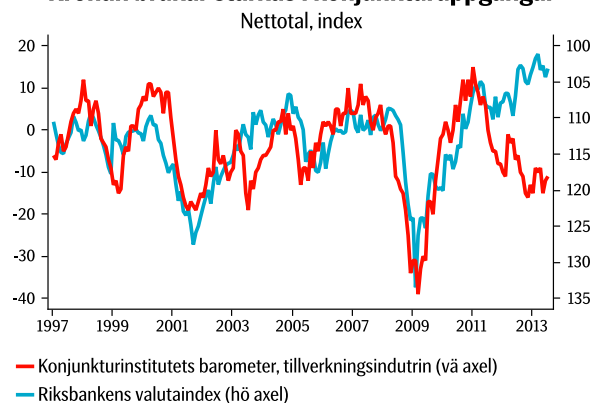
Obligationsräntorna i Sverige har rört sig uppåt i takt med den internationella ränteuppgången. Den 10-åriga statsobligationsräntan har stigit något mer än den tyska, men mindre än den amerikanska. Differensen mot Tyskland ligger nära de högsta nivåer som noterats de senaste 15 åren. Bakom detta ligger nedtonade förväntningar på räntesänkningar från Riksbanken samt minskad efterfrågan på säkra AAA-obligationer från internationella investerare. Våra modeller signalerar dock att **långränteuppgången gått för snabbt och vi räknar med att spreaden minskar under det andra halvåret**. När tidpunkten för Riksbankens räntehöjningar börjar närma sig är det dock troligt att marginalen åter ökar. Skillnaden mellan Riksbankens och ECB:s styrräntor beräknas vara rekordhög i slutet av 2015, vilket motiverar en 10-årsspread på 50 räntepunkter. I slutet av 2014 ligger den svenska 10-årsräntan på 2,70 procent och i slutet av 2015 på 3,20 procent.

Konjunktur och centralbank stärker kronan

Trots att kronan har försvagats med ca 3 procent under våren och sommaren ligger det handelsvägda växelkursindexet (KIX) nära de starkaste nivåer som noterats sedan rörlig växelkurs infördes i början av 1990-talet. I reala termer är dock förstärkningen betydligt mindre och vår bedömning är att **kronan fortfarande är något undervärderad**; något som stöds av fortsatt mycket stora överskott i bytesbalansen.

Historiskt har kronan stärkts i början av en konjunkturuppgång. Vår prognos om att Riksbanken höjer räntan före Fed och ECB talar för att den konjunkturella kronförstärkningen denna gång kan bli starkare än vanligt, men att den dröjer till 2014 då vi närmar oss räntehöjningar. Å andra sidan brukar kronan starta sin cykliska återhämtning från betydligt svagare nivåer. Sammantaget räknar vi ändå med en historiskt stark valuta och att EUR/SEK står i 8,40 i slutet av 2014 och i 8,20 i slutet av 2015. Mot dollarn sker en marginell försvagning och USD/SEK står i 6,61 i december 2014. KIX-index sjunker till en nivå på 99,5, vilket innebär att kronan handelsvägt når sin starkaste nivå sedan 1992.

Kronan brukar stärkas i konjunkturuppgångar



Källa: Konjunkturinstitutet, Riksbanken

Finanspolitiken gasar på inför valet 2014

De offentliga finanserna försämras 2013. Både konjunktur och en expansiv finanspolitik bidrar till utvecklingen. **Underskottet hamnar ändå på, i ett internationellt perspektiv mätliga 2,1**

procent av BNP 2013. Konjunkturförbättringen 2014 och 2015 ger en positiv saldoeffekt. Samtidigt fortsätter den expansiva finanspolitiken, vilket gör att underskottet ligger kvar på cirka 2 procent av BNP under 2014 och 2015. **Lånebehovet 2013 på 165 miljarder** kronor beror till största delen på Riksgäldens vidareutlåning till Riksbanken för att förstärka valutareserven. Det underliggande underskottet är ca 100 miljarder bättre. 2014 och 2015 ligger lånebehovet på mellan 60 och 70 miljarder per år.

Statsskuden ökar från 32,4 procent av BNP 2012 till 36 procent av BNP 2013 och planar därefter ut på i stort sett den nivån. Ökningen mellan 2012 och 2013 beror till stor del på Riksgäldens vidareutlåning. I motsatt riktning drar antagna försäljningsinkomster av statliga tillgångar på 20 miljarder 2014 och 10 miljarder 2015. Ofta underskattas konjunkturons effekter på det offentliga saldot när konjunkturen förbättras (eller försämras). Det gör att sannolikheten för en snabbare sal doförbättring jämfört med prognosen överväger.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2012	2013	2014	2015
Finansiellt sparande	-0,9	-2,1	-2,2	-1,8
Offentlig skuld	37,6	41,0	41,1	40,5
Statsskuld (okonsoliderad)	32,4	36,0	36,3	35,7
Statens lånebehov, mdr	25	160	63	50

Källa: SCB, SEB

Finanspolitiken tar ytterligare steg i expansiv riktning

För ett år sedan lämnade finansministern och regeringen den tidigare försiktiga linjen med både hängslen och svängrem. Det fanns åtskilliga skäl till detta. Arbetslösheten är hög och det finns gott om lediga resurser i ekonomin. Därtill är statslåneräntor låga och det finns ett internationellt tryck att länder med bytesbalansöverskott stimulerar efterfrågan. Att valet 2014 närmar sig gör det också naturligt att ytterligare stimulanser tillkommer. **Vi väntar oss stimulanser 2013 på 25 miljarder kronor (0,7 procent av BNP) växlar upp ytterligare till 35 miljarder kronor (0,9 procent av BNP) år 2014.** 2015 blir stimulansmässigt ett lugnare år; i början av en ny mandatperiod tas de hårdare besluten och fler reformer finansieras med besparingar. Stimulanserna blir då 10-15 miljarder.

Men trots många goda skäl för en expansiv inriktning innebär politiken **att målet om 1 procent av BNP i offentligt överskott över en konjunkturcykel hotas**, vilket öppnar upp för kritik. Vår bedömning är dock att detta spelar mindre roll för regeringen de närmaste åren. Vill man hålla fast vid överskotts-målet finns utrymme för en stramare politik på lite längre sikt. Den låga statsskulden reser dessutom frågan om rimlig nivå för överskottsmål och statlig skuldsättning. Efter valet måste nog sittande regering ta ställning till dessa frågor om inte överskottsmålets trovärdighet ska urholkas.

Budgetpropositionen för valet 2014 (lämnas till riksdagen den 18 september) är en viktig möjlighet för regeringspartierna att klargöra färdriktningen för sina väljare. Framför allt Centerpartiet och Kristdemokraterna är pressade och ligger nära 4-procentsgränsen för att komma in i riksdagen. Vår bedömning är att reformutrymmet kommer att spridas så att alla regeringspartier får gehör för sina respektive kärnfrågor. Listan blir mer efterfrågeinriktad inför valet och täcker in stora delar av väljarkårens plånboksfrågor. Vi tror att åtgärderna kommer att innehålla ytterligare ett **jobbskatteavdrag, höjd brytpunkt för statlig inkomstskatt, sänkt skatt för pensionärer, minskade skillnader i a-kasseavgift samt satsningar på infrastruktur, forskning och utbildning.** För att mildra företagets kritik mot en stark krona och för att förbättra konkurrenskraften kan även bolagsskatten och arbetsgivaravgifter komma att justeras.

Socialdemokraterna, Vänsterpartiet och Miljöpartiet har i nuläget större stöd än Alliansen i opinionsundersökningarna vilket sätter press på regeringen. Samtidigt är valet fortfarande långt bort och det är tveksamt om det är möjligt att bilda en majoritetsregering utan att något parti flyttar sig över blockgränsen. Vår bedömning av stimulansdosen blir ungefär lika stor oavsett regeringsalternativ, även om en S-ledd regering kan komma att föra en något mer efterfrågeinriktad politik än en fortsatt Alliansregering.

Tema: Inflationstrender och måluppfyllelse

- **Ovanligt med kärninflation över 2 procent**
- **Internationella pristrender och stark krona håller nere importerad inflation**
- **Svårt att nå upp till inflationsmålet utan nya prischocker**

Riksbankens möjligheter att nå upp till inflationsmålet på 2 procent kan analyseras på olika sätt. I denna artikel görs en genomgång av **historiska trender** för prisutvecklingen inom olika varugrupper. Vidare diskuteras de **huvudsakliga drivkrafterna** bakom inflationen och hur dessa kan utvecklas de närmaste åren.

KPI har i genomsnitt legat 0,7 procentenheter under Riksbankens mål de senaste 20 åren. **Motsvarande siffra för KPIF (KPI exkl. räntekostnader) är 0,4 procentenheter.** Inflationen har hållits uppe av energipriserna som gett ett bidrag på 0,3 procentenheter per år. Om energipriserna exkluderas har KPIF ökat med i genomsnitt 1,4 procent per år under de senaste 20 åren. Om även livsmedel, alkohol och tobak exkluderas fås ett mått på kärninflationen. Detta mått har ökat med i genomsnitt 1,4 procent per år sedan 1995, men bara med 1,1 procent sedan 2004. Endast under några korta perioder har kärninflationen legat över 2 procent (under 1995, 2001-02 och 2009-10). Drivkrafterna har då främst varit en tillfälligt svag växelkurs samt högre internationell inflation.

Genomsnittlig inflation, uppdelat på varugrupper

	2004-2013	1995-2013	Vikt 2013
KPI	1,3	1,3	100
KPIF	1,5	1,6	100
Energi	3,9	4,2	8,7
KPIF exkl energi	1,3	1,4	91,3
Livsmedel	1,8	1,1	13,5
Alkohol och tobak	3,0	2,8	3,9
Kärn-KPIF	1,1	1,4	73,9
Importerade varor och tjänster	-0,8	-0,3	25,3
Huspriser	5,3	4,0	6,2
Inhemska varor och tjänster	1,8	2,1	42,4

Generellt sett har inflationen varit särskilt låg för varor medan tjänstepriserna ökat med drygt två procent per år. Varupriserna har pressats av den tilltagande internationaliseringen och en snabb produktivitetsutveckling. Skillnaden i trend mellan varu- och tjänsteinflation är likartad för de flesta utvecklade länderna. För en liten ekonomi som den svenska är växelkursen viktig. Men nuvarande kronkurs ligger inte långt från nivåerna 1994 och 1995 och växelkursen är inte någon viktig drivkraft för den genomsnittliga inflationen sedan 1995, även om fluktuationerna varit stora

Utsikterna för de närmaste åren kan analyseras utifrån internationella pristrender och inhemska kostnadstryck. Vi ser inga starka skäl till att det internationella pristrycket nedåt markant skulle avta. Vi räknar därtill med att kronan kommer att stärkas framöver. Sannantaget tyder detta på att priserna på importerade varor kommer att fortsätta att falla, åtminstone i linje med det historiska snittet.

Produktionen av tjänster har en betydligt lägre produktivitetstrend, vilket förklarar de högre prisökningarna. Utsikterna de närmaste åren är mer osäkra än för varor. De treåriga löneavtal som slutits i år tyder på löneökningar något under 3 procent per år 2013 till 2015, vilket är ca 0,5 procentenheter lägre än genomsnittet sedan 1995. Utvecklingen av produktiviteten har de senaste åren varit mycket svag, troligen främst på grund av konjunkturen. Vi tror därför att produktiviteten kommer att accelerera i takt med stigande efterfrågan. Vår prognos över produktiviteten är ändå ganska försiktig, vilket bidrar till att den inhemska inflationen stiger upp mot det historiska genomsnittet.

Några komponenter i KPI kräver en mer specifik analys. Stigande bostadspriser har t ex i genomsnitt lyft KPI med 0,3 procentenheter sedan 1995. Husprisernas genomslag på inflationen är långsamt och den genomsnittliga förändringen över en 20-årsperiod används ofta som approximation. Detta gör att huspriserna kommer att fortsätta lyfta KPI de närmaste åren, trots att de legat på en oförändrad nivå sedan 2008. På längre sikt är det dock troligt att bidraget kommer att minska.

Prisökningar på energi och i viss mån livsmedel har i hög grad drivits av rörelser på internationella råvarumarknader. Fortsatt ekonomisk expansion i tillväxtekonomier gör att pristrenden på lång sikt sannolikt fortsätter att vara uppåtriktad. De närmaste åren präglas dock snarast av prispress nedåt. Detta beror bl a på en snabb teknisk utveckling för utvinning av olja och gas, något som återspeglas i att forwardpriserna för olja pekar nedåt. När det gäller livsmedel pågår en anpassning nedåt av priserna från nivåer som varit uppdrivna av tidigare missväxt och dåliga skördar. Detta tyder på att priserna på dessa områden ökar långsammare än sin historiska trend de närmaste två åren.

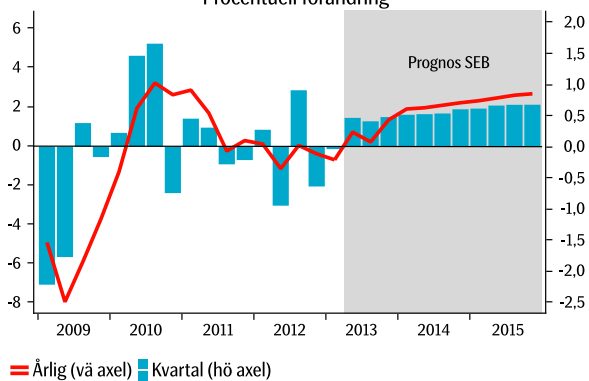
En kritik mot ovanstående analys är att framtida prischocker kan drabba nya områden i KPI-korgen. Sådana chocker har historiskt tenderat att höja inflationen snarare än sänka den. Vi har dock delvis tagit hänsyn till sådana risker genom att vår inflationsprognos ligger något över vad som kan motiveras av underliggande drivkrafter såsom inflationsförväntningar, löner, växelkurs och trender i internationella priser och produktivitet. Sannantaget landar vi således i slutsatsen att det kommer att bli **mycket svårt att nå upp till en inflation på 2 procent i ett medelfristigt tidsperspektiv.**

Gryende tecken på återhämtning

- **Svag tillväxtkraft i början av 2013**
- **Tillfälligt tapp för tillverkningsindustrin**
- **Uppgång för konsumentförtroendet**
- **Bytesbalansen uppåt efter säsongsmässig nedgång**

Den danska tillväxtkraften var fortsatt svag i början av 2013 och BNP minskade något under första kvartalet. Vår bedömning är dock att tillväxten kommer att återhämta sig under resten av 2013. Under första kvartalet föll den offentliga konsumtionen oväntat mycket men bedömningen är att detta kommer att återtå. Dessutom väntas den stabilare globala tillväxten ge positiva effekter på den danska ekonomin. En förbättring av konsumentförtroendet till femårshögsta, stigande reallöner samt en stabilisering på bostadsmarknaden indikerar att konsumenterna kan vara på väg att vakna ur en flera år lång dvala. **BNP växer med 0,4 procent i år, 2,0 procent 2014 och 2,5 procent 2015.** Prognosen har därmed reviderats upp något jämfört med *Nordic Outlook Maj*.

Återhämtning för tillväxten



Källa: Statistics Denmark, SEB

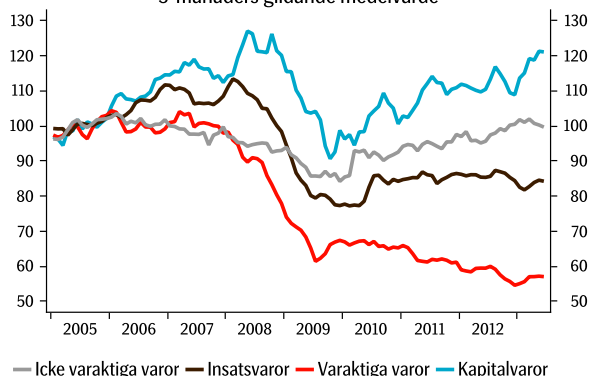
Tillverkningsindustrin stagnerade andra kvartalet

Efter en stark inledning av året har aktiviteten i tillverkningsindustrin mattats av något under andra kvartalet, vilket är i linje med den globala nedgången för ledande industriindikatorer. Uppgången för globala inköpschefsindex indikerar dock att aktiviteten i tillverkningsindustrin åter tar fart under tredje kvartalet. Det danska inköpschefsindexet pekar också på återhämtning medan den mer pålitliga konfidensindikatorn för industrin i nuläget ger ett mer nedtonat budskap.

På lite längre sikt pekar produktionsbaserade mått på en acceleration 2013 jämfört med 2012. Framför allt indikerar den

tydliga uppgången för kapitalvaror att företagens investeringar nu ökar. Den förväntade ökningen i aktivitet framöver kommer att leda till att kapacitetsutnyttjandet vänder uppåt, vilket i sin tur ger stöd till företagens investeringar.

Svag industriproduktion andra kvartalet

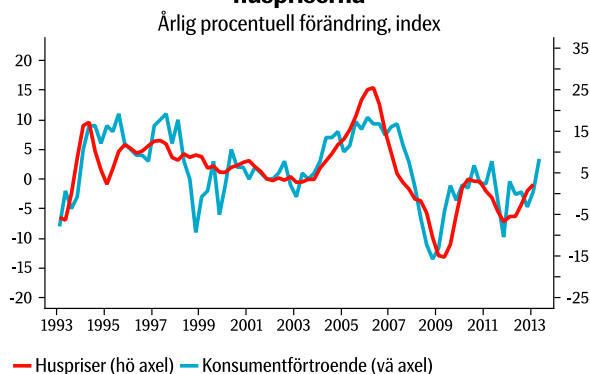


Källa: Statistics Denmark

Konsumentförtroendet har skjutit i höjden

Sedan *Nordic Outlook Maj* har konsumentförtroendet stigit till den högsta nivån på fem år och konsumtionen kan därför till sist vara på väg att återhämta sig.

Konsumentförtroendet stiger tillsammans med huspriserna



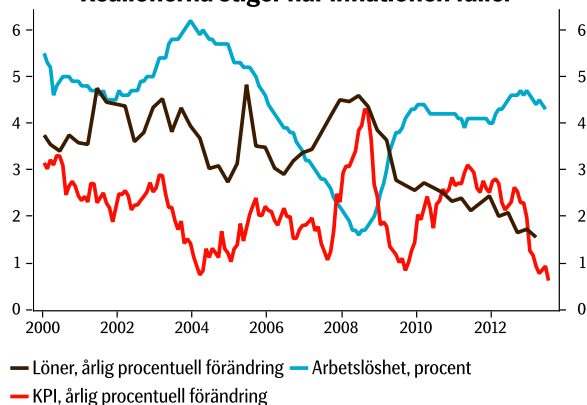
Källa: Statistics Denmark

En förklaring till förbättringen kan vara stabiliseringen av bostadspriserna, vilka vanligtvis har stor samvariation med konsumentförtroendet. Det finns dock stora regionala skillnader i utvecklingen för priserna; framför allt i Köpenhamn stiger nu priserna i snabb takt.

En annan positiv faktor är inflationsdämpningen som resulterat i **positiv reallönetillväxt** efter flera år med fallande köpkraft för konsumenterna. I juli dämpades inflationstakten ytterligare till 0,6 procent i årstakt vilket är den lägsta ökningstakten

sedan mätningarna inleddes 1967. Dämpningen drevs av livsmedel, fritidsaktiviteter samt transporter. Vår bedömning är att **inflationen** fortsätter att vara låg; **0,7 procent i år, 0,9 procent 2014 och 1,4 procent 2015**. Eftersom lönerna väntas öka i snabbare takt än priserna bedöms perioden med fallande reallöner nu vara över.

Reallönerna stiger när inflationen faller



Källa: Statistics Denmark

Arbetslöshetsnivån har sjunkit, även om detta i första hand förklaras av att arbetskraften minskar när arbetssökande förlorar sina arbetslöshetsersättningar. Den förväntade tillväxtbanan innebär att sysselsättningen bör stiga och därmed ge stöd till en tydligare återhämtning för konsumtionen. Hushållens skuldedragningar kommer dock även fortsättningsvis att hämma konsumtionen.

Den offentliga konsumtionen föll med 2,9 procent under första kvartalet och hamnade därmed på samma nivå som ett år tidigare. Huvudförklaringen var en tydlig minskning av statliga inköp. Mot bakgrund av statsbudgeten är det en förbryllande utveckling och vår bedömning är att en stor andel av minskningen snabbt återtas.

Underskottet i statsbudgeten väntas hamna på **1 procent av BNP 2013**. Regeringen planerar att minska sin likviditetsställning hos centralbanken och **statsskulden väntas därför sjunka**. 2015 väntas ett överskott i de offentliga finanserna. Kombinerat med högre BNP-tillväxt bedöms detta få statsskulden att **sjunka under 40 procent som andel av BNP**.

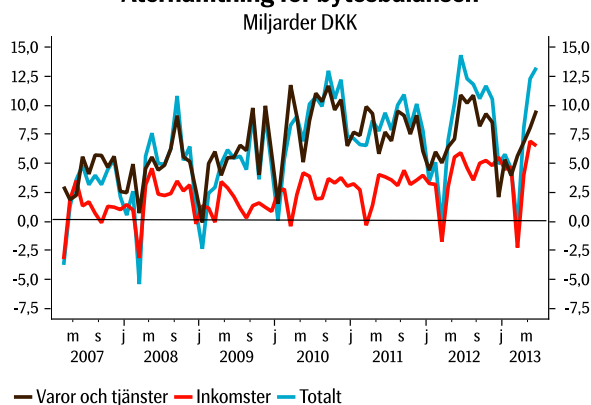
Bytesbalansen uppåt efter säsongsmässig nedgång

Den danska konjunkturcykeln är tydligt kopplad till utvecklingen i omvärlden. Den förväntade återhämtningen bygger därför på att accelererande global tillväxt under 2015 ger stöd.

Handelsbalansen förbättrades under andra kvartalet, delvis beroende på att importen föll tillbaka efter att ökningarna i början av året var större än vad som kan motiveras av aktiviteten i ekonomin. Även varu- och tjänsteexporten steg vilket stöder bilden av en global återhämtning. Bytesbalansen har återgått till ett tvåsiffrigt överskott (mätt som miljarder DKK/månad) när vi nu lämnat den säsongsdrivna minskningen av inkomstrelaterade transfereringar bakom oss.

Som en följd av ett kroniskt överskott i bytesbalansen var Danmarks finansiella nettotillgångar gentemot omvärlden vid slutet av första kvartalet 657 miljarder kroner, vilket motsvarar 37 procent av BNP. Den ökande mängden utländska tillgångar, vilka ger avkastning åt danska sparare, innebär att bruttonationalinkomsten ökade med 0,2 procent 2012 trots att BNP föll med 0,4 procent.

Återhämtning för bytesbalansen

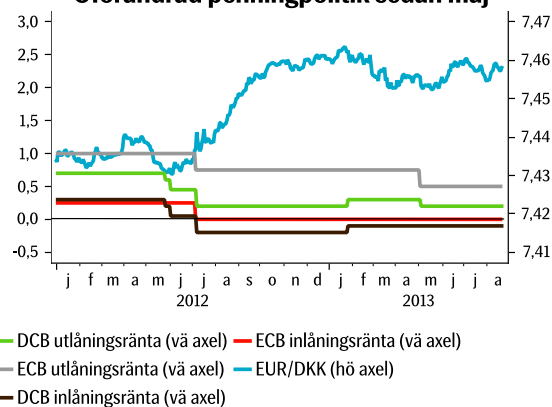


Källa: Statistics Denmark

Penningpolitiken har legat fast

Räntan på danska statsobligationer har stigit i likhet med tyska räntor. Räntespreaden på 10-års statsobligationer har ökat något och ligger för närvarande på omkring 5 baspunkter.

Oförändrad penningpolitik sedan maj



Källa: Macrobond

Sedan den danska centralbanken ensamt höjde räntorna i januari har kronen handlat i den starka delen av intervallet runt centralkursen på 7,45 mot euron. Efter att ha följt ECB:s räntesänkning i maj har penningpolitiken legat fast. Om ECB sänker refinansräntan till 0,25 procent i december **väntas den danska centralbanken sänka utlåningsräntan från nuvarande 0,20 procent till 0,10 procent**.

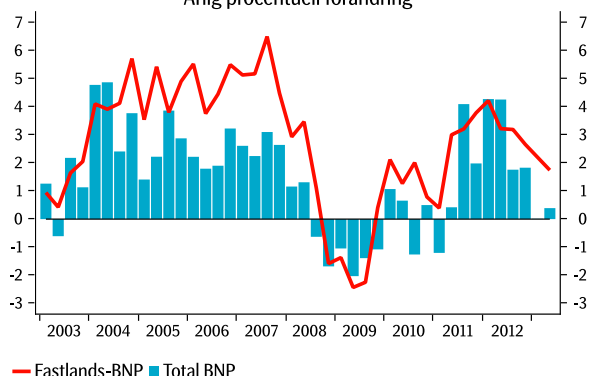
Återvändande solid tillväxt 2014

- Tillväxten har saktat in till väl under trend
- Stärkt momentum 2014
- Norges Bank fortsätter att avvakta

Det råder ingen tvekan om att momentum har försvagats under det senaste året. Tillväxten i Norges fastlands-BNP – exklusive olja/gas och sjöfart – var under andra kvartalet låga 0,2 procent jämfört med första kvartalet och 1,7 procent i årstakt. Med stöd av starka investeringar i oljesektorn och en återhämtning i olje- och gasexporten stärktes dock tillväxten i total BNP med 0,8 procent jämfört med kvartal ett, även om nivån bara var 0,4 procent högre än ett år tidigare.

Tillväxten har saktat in väl under trend

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway

Tillväxten ligger tydligt under trend, men vårens inbromsning är troligen övergående. Sett från utbudssidan skulle tillväxten under andra kvartalet ha varit 2,3 procent i årstakt, om man exkluderar en väderrelaterad nedgång i elproduktion. Bortsett från en närmast stagnerande privat konsumtion var övriga efterfrågekomponenter goda. Den konsekutiva tillväxten i slutlig icke-oljerelaterad inhemsk efterfrågan (exklusive lager) stärktes driven av en vändning i investeringar samtidigt som exporten av icke-oljeprodukter fortsatte uppåt. Det som hämmade tillväxten under andra kvartalet var att den mycket volatila och statistiskt opålitliga lagerkomponenten vilken drog ned den kvartalsmässiga förändringen i totala BNP med 1,1 procentenheter.

Privat konsumtion väntas återhämta sig under det tredje kvartalet. I ett något längre perspektiv kommer en gradvis återhämtning på de stora exportmarknaderna i Europa att stimulera icke-oljerelaterad export samtidigt som icke-oljerelaterade näringslivsinvesteringar blir starkare nästa år. Dock väntas investeringstillväxten i oljesektorn sakta in en hel del under 2014.

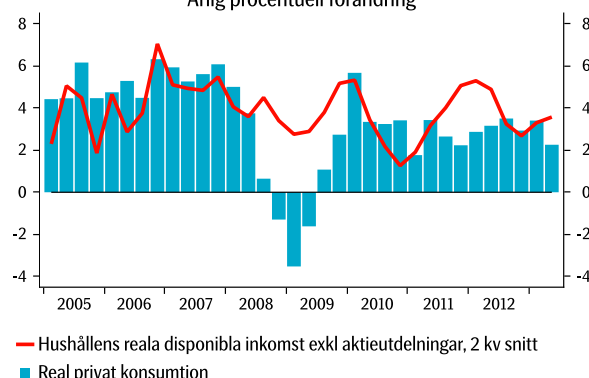
Som en konsekvens av vårens svaghet har prognosen för tillväxten i både total BNP och fastlands-BNP justerats ned relativt påtagligt för 2013, till 1,1 procent respektive 2,1 procent. Båda aggregaten väntas dock återhämta sig till 2,7 procent 2014.

Konsumenterna tog en paus i våras

De kvartalsvisa förändringarna i hushållens konsumtion av inhemska varor och, i mindre utsträckning, totala privatkonsumtionen har varit volatila under det senaste året. Efter en spurt i början av 2013 blev den konsekutiva tillväxten under det andra kvartalet bara 0,2 procent och årstakten saktade in till 2,2 procent. Större delen av inbromsningen berodde på en dämpad inhemsk varukonsumtion som backade något under det andra kvartalet.

Inkomster växer snabbare än konsumtion

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Norway

Åtminstone en del av moderationen fram till mitten av året bör vara övergående då tillväxten i hushållens reala disponibla inkomster har fortsatt att öka i god takt. Vår helårsprognos för tillväxt i privat konsumtion revideras dock ned till 3,0 procent 2013 medan konsumtionen växer med 3,2 procent i 2014.

Sysselsättningstillväxten har stannat av. Enligt arbetskraftsundersökningen (AKU) var sysselsättningen under april-juni 2013 nästan oförändrad jämfört med andra kvartalet 2012 (då den årliga tillväxttakten var robusta 2,6 procent). Den mer omfattande registrerade sysselsättningen, som inkluderar anställda som inte är folkbokförda i Norge, målar upp en bättre bild och visar att sysselsättningen ökade med 1,1 procent i årstakt under det andra kvartalet.

Den kraftiga ökningen i AKU-arbetslösheten från låga 3,0 procent våren 2012 till 3,7 procent i genomsnitt under de tre månaderna till april orsakade viss tillväxtoro. Dock sjönk arbetslösheten under det andra kvartalet till 3,4 procent, delvis

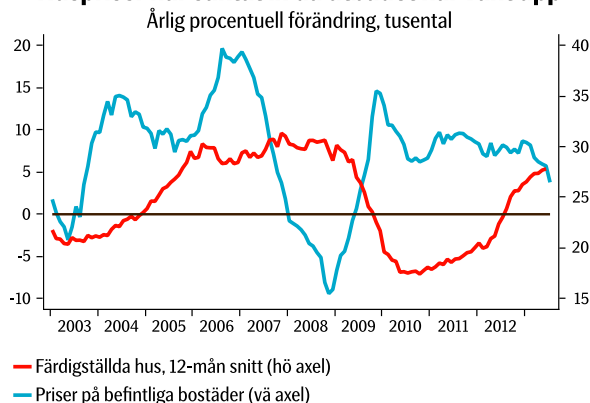
på grund av ett något lägre arbetskraftsdeltagande. Arbetslösheten väntas vara relativt oförändrad framöver.

Bostadsmarknaden börjar kylas av

Bostadsmarknaden har uppvisat en tydlig avmattning hittills under 2013. Vi har tidigare antagit att huspriserna ska korrigeras nedåt med 10-15 procent inom två-tre år; något mer än den totala nedgången 2007-2008. Detta baserades på en förväntning om minskande obalanser på bostadsmarknaden efter en period där färdigställda bostäder kontinuerligt släpat efter bildandet av hushåll.

Korrigeringen har till synes inträffat tidigare än väntat då priserna på befintliga bostäder, rensat för säsongvariationer, sjunkit fyra av de sex månaderna fram till juli. Färdigställda bostäder har börjat komma ikapp efterfrågan och denna utveckling förstärks då påbörjade bostadsbyggen är på rekordhög nivå. Dessutom kan stramare lånevillkor ha bromsat efterfrågan. Vi är dock tveksamma till om detta är den definitiva vändningen. Antalet bostäder till salu var något lägre i juli 2013 än under 2012, samtidigt som försäljningen av befintliga bostäder under det andra kvartalet bara dämpades med 1 procent jämfört med föregående år. Detta tyder på att bostadsmarknaden ännu hålls upp. Andra fundamentala faktorer måste också förändras för att vi ska känna oss säkra. Under förra nedgångsfasen 2007 satte t ex högre räntor ett relativt starkt avtryck.

Huspriser har saktat in då utbudet har vänt upp



Källa: Nef, Statistics Norway

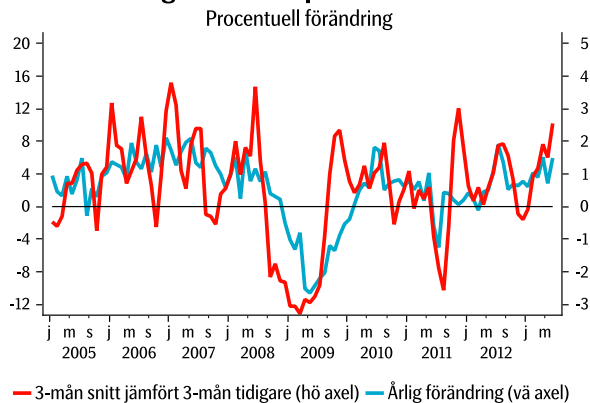
Vi räknar ännu med en kraftig korrigerig, men i närtid väntas huspriserna röra sig sidleds. I årstakt innebär det ändå att priserna fortsätter att dämpas under resten av 2013 jämfört med uppgången på 3,9 procent i juli (vilket var den långsammaste ökningen sedan slutet av sommaren 2009).

Industriproduktionen fortsatt god

Produktionen i tillverkningsindustrin, d v s exklusive energi- och gruvsektorer, har varit god och ökade med solida 2,5 procent från första till andra kvartalet 2013. Det var den starkaste kvartalsuppgången på fem år och innebar en ökning på 5 procent i årstakt. Samtidigt visade olje- och gasutvinningen en återhämtning och steg 7,5 procent under det andra kvartalet efter att ett antal nya områden togs i bruk och tekniska problem som hämmade produktionen i början av året avhjälpes. Den totala industriproduktionen var dock fortfarande väl under föregående års nivå.

Produktionen i tillverkningsindustrin tycks ha överstigit efterfrågan vilket tyder på en moderering i närtid. Produktionen av investeringsvaror har stigit med 27 procent under de senaste två åren, drivet av en mycket stark investeringstillväxt i oljesektorn (vilken bör dämpas). Produktionen av insatsvaror har varit förvånansvärt motståndskraftig med hänsyn till att den inkluderar exportrelaterad produktion, medan svag utländsk efterfrågan delvis förklarar långsammare produktion av konsumtionsvaror.

Tillverkningsindustrins produktion har stärkts



Källa: Statistics Norway

Bättre förhållanden på de stora europeiska exportmarknaderna bör stimulera tillverkningsindustrins produktion på medellång sikt. Industriföretagen rapporterade sjunkande efterfrågan från utlandet i den senaste kvartalsvisa sentimentsundersökningen, men en förbättring väntades under innevarande kvartal. Dessutom återhämtade sig den faktiska ordergången från utlandet under det andra kvartalet (notera dock att sådana order mäts i värde och således påverkas av förändringar i priser och växelkurs). Tecken finns att exporten av traditionella varor (exklusive olja/gas, fartyg och oljeplattformar) håller på att stabiliseras. I nominella termer ökade denna export i genomsnitt under maj-juli jämfört med föregående tremånadersperiod, vilket var den första årliga stegringen på ett år med undantag för en marginell och kortvarig uppstuds i höstas.

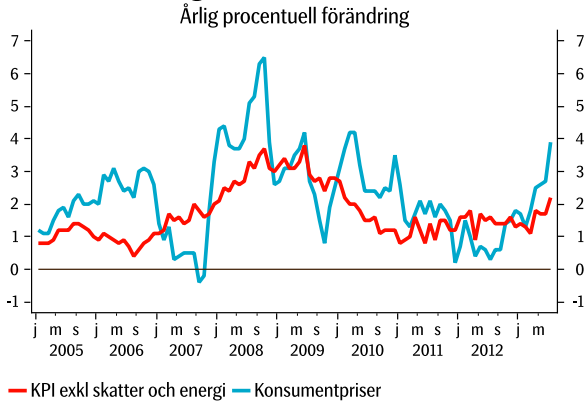
Det är en vid sprid uppfattning att svagheten i exportsektorn och tillhörande produktion återspeglar den tröga återhämtningen i Kontinentaleuropa. Exportfallet är störst till de hårdast drabbade sydeuropeiska länderna, men **exporten till Sverige har också sjunkit kraftigt** (med en exportandel på 10 procent under 2012). Exporten av traditionella varor till Sverige var 11 procent lägre under januari-juli jämfört med ett år tidigare, medan den sammanlagda exporten för de senaste tolv månaderna var 20 procent lägre än 2008 års nivå. Däremot har exporten till andra EU-länder (som utgör hälften av den totala) fallit med modesta 5 procent sedan 2008, men har ökat sedan starten av året. Exporten till USA har minskat ännu mer än hittills under 2013, vilket har kompenseras av en stark ökning till Asien.

Till sist har inflationen överraskat uppåt

Inflationen har varit förvånansvärt lugn under större delen av återhämtningen i ekonomin. Den kortsiktiga trenden i underliggande konsumentpriser började vända upp i våras och steg

oväntat tydligt i juli då årstakten i KPI-JAE studsade upp till 1,8 procent. Även om nivån i sig inte är hög är ökningen den högsta sedan början av 2010 och upp från 1,2 procent i genomsnitt under 2012. Totala KPI-inflationen steg från 2,1 procent i juni till 3,0 procent i juli, delvis drivet av elpriser.

Inflationen stegrades markant under sommaren



Delar av den senaste tidens uppgång i kärninflation bör vara tillfällig. Likväl har **inhemsk inflation skiftat uppåt**. Samtidigt tyder tidigare appreciering av kronen på att importpriser vänder nedåt igen efter den i juli första positiva årstakten sedan oktober 2011. Sammantaget reviderar vi upp prognosen för kärninflationen något till **1,5 procent under innevarande år men behåller prognosen på 1,9 procent för 2014**.

Norges Bank ligger ännu still

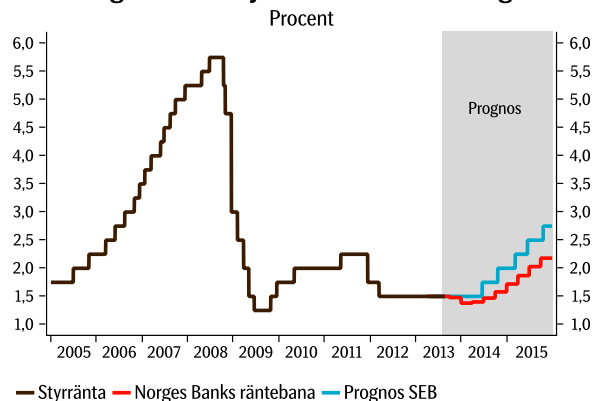
Norges Bank var förvånansvärt duvaktig i den senaste penningpolitiska rapporten i juni. Centralbanken signalerade då en 50-procentig chans för en 25 punkters sänkning av styrräntan (nuvarande nivå 1,50 procent) vid det kommande mötet i september. Vid det tillfället var den inhemska ekonomin vid ett vägskalet och både tillväxt- och inflationsutsikterna reviderades ned. Ekonomisk data sedan dess stöder vår uppfattning att inbromsningen under våren är övergående. Risker för finansiella obalanser talar för att Norges Bank undviker att sänka folioräntan, men är knappast ett skäl för räntehöjning den närmaste tiden. Åtgärder för makrotillsyn är på plats och bankerna har börjat anpassa sig till högre kapitalkrav genom att höja boräntor.

Norges Banks syn har länge varit att alltför låg inflation och lägre än väntade inflationsutfall är argument för lägre räntor. Denna syn håller inte längre. Om det inte blir en lika stor överraskning i KPI-utfallet nedåt i augusti som uppåt i juli så kommer centralbankens kommande inflationsprognos inte att innehålla en nedrevidering, något som annars varit det vanliga mönstret i de tidigare rapporterna. Dessutom är norska kronen sedan juni svagare än vad centralbanken har antagit i sina prognoser. Vi förväntar oss därmed att **Norges Bank lämnar folioräntan oförändrad på 1,50 procent i september samtidigt som en duvaktig signalering bibehålls**.

Tidpunkten för när Norges Bank väntas inleda räntehöjningscykeln är osäker, men vi står fast vid vår tidigare förväntan om en första höjning under sommaren 2014. Det kan tyckas avlägset men centralbanken har ändrat hållning snabbt och ofta under

det senaste året. Vi anser därför att det är för tidigt att avfärda en första höjning under nästa sommar. En signal om höjd ränta kommer troligen inte att tillkännages förrän tidigast i den penningpolitiska rapporten i december. En bekräftelse på ett skifte uppåt i inhemsk inflation, bevis för en pågående återhämtning i euroområdet samt ett golv för styrräntor utomlands är nödvändiga villkor för Norges Bank att ändra inriktning på penningpolitiken. Vår långsiktiga prognos kvarstår i stort sett i linje med Norges Banks räntebana. **Vi förväntar oss totalt 50 punkters räntehöjning under 2014 följt av ytterligare 75 punkter under 2015, vilket gör att folioräntan är 2,75 procent vid utgången av 2015.**

Norges Banks styrränta och förväntningar



Aktiviteten på Norges obligationsmarknad har varit mycket svag under sommaren, vilket har tyngt den relativa utvecklingen för norska statsobligationer. 10-årsspreaden mot Tyskland är nära rekordhög nivå, men det är få förklaringar till detta förutom likviditet och utbud. Vi räknar med att Norges Banks duvaktiga hållning, den höga räntenivån jämfört med andra AAA-betygsatta statsobligationer och god kreditkvalitet ska utlösa förnyat köpintresse. Efter att utbudet har trefaldigats under de senaste två åren räknar vi med att utbudet under 2014 förblir nära 70 miljarder kronor. **10-årig ränteskillnad mot Tyskland väntas krympa till 85 räntepunkter i slutet av 2014.**

Norska kronen har försvagats till följd av en duvaktig penningpolitik samt utländska investerares försäljning av norska oljerelaterade aktier. På kort sikt väntas Norges Bank fortsatt att verbalt försöka hålla kronen i schack, men **på medellång sikt är utsikterna ljusare**. I takt med att aktiviteten i den inhemska ekonomin tar fart och riskviljan ökar med den globala återhämtningen förväntas kronen korrigera sin nuvarande undervärdering mot de flesta G10-valutor. Över tiden väntas en omläggning av penningpolitiken att ge näring åt kronen. **EUR/NOK väntas vara 8,00 i slutet av 2013 för att sedan röra sig ytterligare nedåt till 7,70 i slutet av 2014.**

Politiken går mot höger

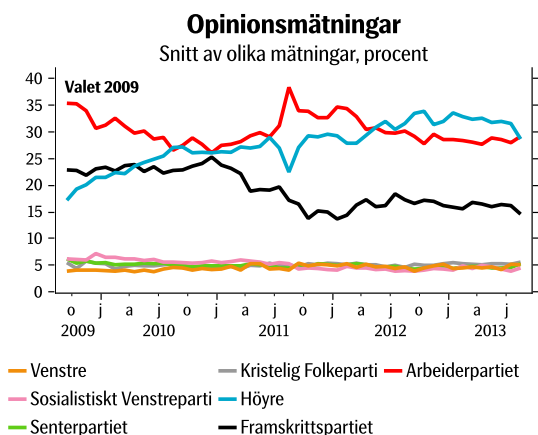
- Ett regeringsskifte är mer eller mindre givet men utan bestående avtryck på marknaden
- Huvuddragen i den ekonomiska politiken väntas inte förändras
- Strukturella reformer blir allt viktigare

När man ska bedöma effekterna av ett troligt regeringsskifte efter **valet den 9 september** är det värt att komma ihåg Norges historia där minoritetsregeringar under de senaste 50 åren har valt konsensuslösningar gällande de breda dragen i den ekonomiska politiken. Av de 21 olika regeringarna sedan 1961 har endast fem haft majoritet i Stortinget (parlamentet) och elva har varit en koalition. Dessutom är ett **regeringsskifte mer regel än undantag** då endast fem sittande regeringar i de 13 valen sedan 1961 blivit återvalda, varav ingen två gånger i rad.

Kompromissande mellan blocken har därmed varit vanligt gällande en lång rad viktiga frågor i finanspolitiken såsom den finanspolitiska regeln, inflationsmålet samt pensions- och skattereformer. Skiljaktigheter mellan partier gäller därmed främst sociala utgifter visavi lägre skatter samt offentliga visavi privata tjänster.

Högern i klar ledning

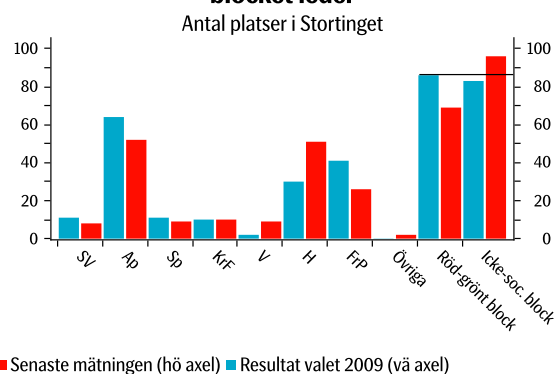
Opinionsmätningarna visar generellt sett att den sedan 2005 sittande rödgröna koalitionsregeringen bestående av Arbeiderpartiet, Sosialistisk Venstreparti och Senterpartiet kommer att förlora mot den konservativa högern.



Historiskt har förvisso Arbeiderpartiet fått fler röster än vad mätningarna under sommaren visat men skillnaderna mellan blocken är i dagsläget så stora att man inte kan bortse från

dem. Dock återstår det att se hur stora de två blocken slutligen blir. Opinionsmätningarna indikerar att ett av de mindre partierna i båda blocken riskerar att falla under 4-procentströskeln för att erhålla någon av de 19 återstående platserna i Stortinget utöver de ordinarie 150 stolarna som fördelas proportionerligt i vardera av de 19 länen.

Opinionsmätningar visar att icke-socialistiska blocket leder



Ett par tidigare mätningar visar att Høyre (konservativa) och Framskrittspartiet (ett slags populistiskt parti som är emot invandring men också argumenterar för att förbättra välfärds-systemet) kan komma att nå majoritet i nästa Storting. **Høyre lär dock söka bredast möjliga koalition** även om Kristelig Folkeparti och Venstre (liberaler) har reserverat sig mot att delta i en regering tillsammans med Framskrittspartiet. Vid en icke-socialistisk majoritetsseger i Stortinget är det därmed osäkert om den kommer leda till en fyrpartikoalition, en tvåpartiregering bestående av Høyre och Framskrittspartiet (med eller utan absolut majoritet i Stortinget) eller ett triumvirat och minoritetsregering sammansatt av Høyre, Kristelig Folkeparti och Venstre (som under 2001-2005). Under alla omständigheter kommer ledaren för det konservativa partiet, Erna Solberg, att bli ny statsminister.

Framsrittspartiet inget hot mot sund finanspolitik

Beträffande den ekonomiska politiken är en viktig fråga för marknaden vad en ny regering med Framskrittspartiet (som aldrig tidigare har suttit i regering) innebär för finanspolitiken. För det första har partiet ofta kritiserats av sina konkurrenter för att bedriva en alltför slapp utgiftspolitik. För det andra var Framskrittspartiet den enda motståndaren i Stortinget till 2001 års införande av den finanspolitiska regeln som begränsar spenderandet av oljerelaterade inkomster. Enligt regeln ska det strukturella icke-oljerelaterade budgetunderskottet över en konjunkturcykel begränsas till högst 4 procent av statens pensionsfond Global (som vid halvårsskiftet 2013 hade totala tillgångar på 4 400 miljarder norska kronor, motsvarande 160 procent av fastlands-BNP).

Förslag om att ändra den finanspolitiska regeln till att bland annat öka investeringar i infrastruktur och att separera offentliga investeringar från andra utgifter i budgeten har därmed varit frekventa från Framskrittspartiet. Vissa ändringar i politiken är troliga med en ny borgerlig regering. Dock är det osannolikt att effekten blir att man spenderar mer av oljerelaterade intäkter utöver vad det nuvarande finanspolitiska regelverket tillåter. Vissa begränsningar kommer likväl att finnas kvar.

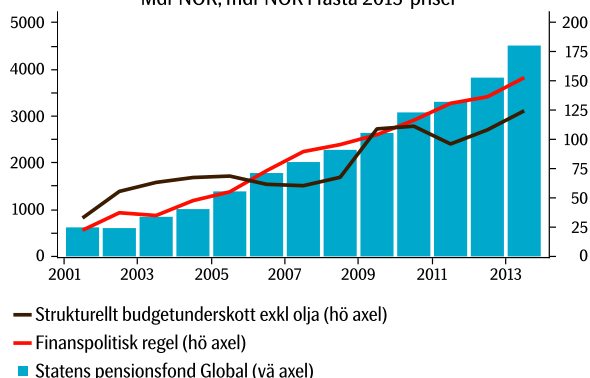
Med Framskrittspartiet i en ny regering är det dock viktigt att notera att partiets relativa styrka mot Høyre kommer att förändras kraftigt jämfört med de två tidigare valen då Framskrittspartiet blev störst. Givet opinionsmätningarna kommer Høyre att vara dominerande i en ny regering med nästan dubbelt så många platser i Stortinget. Partiet kommer därmed att vara en garant för en sund finanspolitik även om Framskrittspartiet troligen kommer att leda finansdepartementet. Om så blir fallet kommer det att likna vad som hände efter valet 2005 då ledaren för utgiftsvänliga Sosialistisk Venstreparti (SV) blev finansminister. Detta ansågs vara ett strategiskt drag från Arbeiderpartiet då SV snart tvingades slå in på en disciplinerande politik.

Ekonomi är avgörande

När det gäller de kortsiktiga utsikterna för finanspolitiken är det värt att notera att det är **den nuvarande regeringen som i början av oktober kommer att presentera den finanspolitiska budgetpropositionen för 2014**. Om nuvarande regering förlorar valet kommer den att lägga förslag som ger så litet utrymme som möjligt och ge en tuff start för icke-socialisterna. Detta försvarar för en ny regering att göra stora förändringar när tilläggsbudgeten läggs fram en månad senare även om denna troligen blir något mer expansiv. Ett regeringsskifte kommer istället till fullo att sätta sin prägel på finanspolitiken först i vårbudgeten i maj nästa år.

Finanspolitiskt utrymme

Mdr NOK, mdr NOK i fasta 2013-priser



Källa: Finansministeriet

Huruvida **finanspolitiken** på medellång sikt övergår i en mer expansiv riktning **beror på hur ekonomin utvecklas snarare än vem som sitter i regeringen**. I motsats till vad som hände under det borgerliga styret 2001-2005 kan den nuvarande rödgröna regeringen stoltsera med det faktum att det strukturella icke-oljerelaterade budgetunderskottet har varit långt under 4-procentsgränsen de senaste åren. Dock har detta i huvud-

sak varit en effekt av den ekonomiska cykeln och en oväntat snabb ökning av statens pensionsfond Global. Den verkliga finanspolitiska effekten, mätt som årlig förändring av det icke-oljerelaterade budgetunderskottet, är av större betydelse och visar att det finns få skillnader mellan nuvarande och tidigare regeringar.

Det sparsamma användandet av oljeintäkter, i förhållande till vad den finanspolitiska regeln tillåter, lämnar hursomhelst gott om budgetutrymme för en ny regering; närmare 30 miljarder kronor under 2013. Bland annat har Høyre och Framskrittspartiet lovat att sänka skatter (som t ex förmögenhetsskatten för att stötta privatägda småföretag) samtidigt som utgifter för t ex välfärd och utbildning bibehålls. Slutsatsen när det gäller finanspolitiken är sålunda att det är **osannolikt att ett regeringsskifte får någon varaktig inverkan på vare sig räntor eller växelkurs**.

Strukturella förändringar är mer troliga

Snarare än några dramatiska förändringar av huvuddragen i den ekonomiska politiken kommer ett **regeringsskifte sannolikt sätta sin prägel på mer strukturella frågor**. Bland annat väntas en borgerlig regering öka den privata sektorns involvering i vård och utbildning. Likaså har de konservativa länge argumenterat för att införa mer flexibla arbetstider och skärpa ersättningen för sjukfrånvaro (vilket kommer att skapa en våldsam debatt med fackföreningar).

Vissa förändringar inom bankväsendet är också troliga.

Høyre har betonat vikten av att harmonisera regleringen av banker och kapitalkrav inom Norden. Bland annat motsätter sig partiet begäran om ett 35-procentigt golv på riskvikter på bolån då detta är ogynnsamt i jämförelse med svenska bankers 15-procentiga nivå. Oavsett detta kommer den norska Finansinspektionen sannolikt att föreslå ett lägre golv än det nämnda 35 procent. Som helhet är det mindre troligt att åtgärder vilka främjar makrotillsyn reverseras. Därför förväntar vi oss inte någon inverkan på penningpolitiken i detta avseende heller. En borgerlig regering väntas dock lägga större vikt vid den totala påverkan på bankers kapitalkrav, vilket i sin tur kan påverka storleken på den kontryckiska kapitalbufferten som förväntas vara fullt implementerad nästa sommar.

Slutligen är de fyra borgerliga partierna överens om att överväga en förändrad struktur av statens pensionsfond Global. Ett förslag som diskuterats är att splittra fonden i flera mindre fonder vilka skulle konkurrera med varandra, alternativt att etablera olika fonder utifrån tillgångsslag. Emellertid skulle sådana förändringar ta lång tid att genomföra.

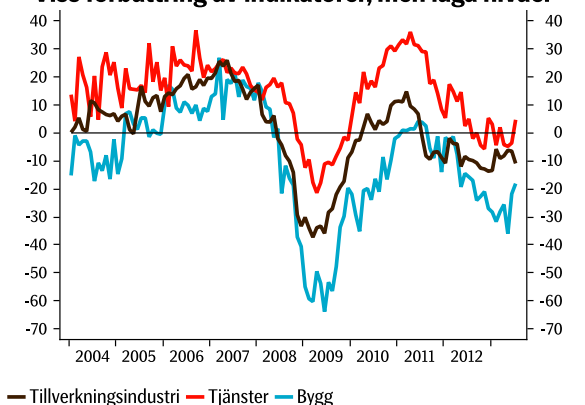
BNP faller 2013 - långsam återhämtning

- Exporten fortsatt svag
- Inflationen faller mer än väntat
- Hushållen pressas av arbetslöshet och låga reallöneökningar

Utsikterna ser fortsatt svaga ut, även om ekonomin första kvartalet 2013 lämnade recessionen bakom sig och växte med 0,3 procent jämfört med kvartalet innan. Export och produktion utvecklas fortsatt dämpat och hushållen, som tidigare varit en tillväxtmotor, pressas av stigande arbetslöshet och lägre löneökningar än tidigare. Finlands Statistiks BNP-indikator pekar på en viss återhämtning under andra kvartalet. **Mätt som årsgenomsnitt faller BNP 2013 med 0,3 procent.** En successiv återhämtning sker under hösten och **BNP växer med 1,3 respektive 1,6 procent 2014 och 2015.**

Tillväxten återkommer inte med kraft i närtid. Indikatorer pekar på en viss förbättring i maj och juni för inhemskt inriktade sektorer (tjänster och byggande) men nivåerna är fortfarande låga. Tillverkningsindustrins sentiment är fortsatt svagt och har försämrats även om en successiv förbättring av efterfrågan från eurozonen och framför allt USA ger stöd 2014 och 2015.

Viss förbättring av indikatorer, men låga nivåer

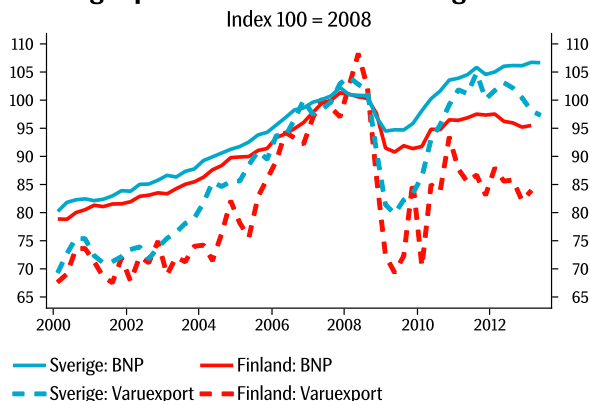


Källa: EU-kommissionen

Svag internationell efterfrågan, framför allt via recessionen i eurozonen, har slagit hårt mot exporten. Nettoexporten har i genomsnitt gett ett negativ tillväxtbidrag på 0,7 procent per år 2008-2012. Exportkvoten har sedan 2008 fallit från 49 till 39 procent av BNP. Problemen är både konjunkturella och strukturella och har varit klart större än i t ex Sverige (se fördjupningsruta i *Nordic Outlook Maj 2013*). Exporten föll i juni med 5,7 procent jämfört med för ett år sedan och hela första halvåret har varit svagt. Även industriproduktionen har varit svag och utvecklats i linje med exporten. Vi väntar oss en viss återhämt-

ning under hösten och mätt som årsgenomsnitt är exporten i stort oförändrad 2013.

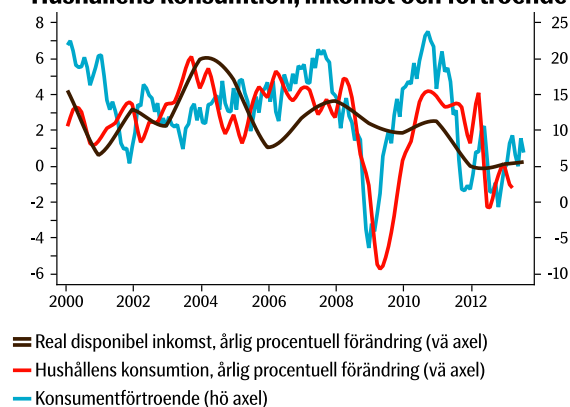
Svag export bakom BNP-fall och svag tillväxt



Källa: Eurostat

Svag efterfrågan och lågt kapacitetsutnyttjande håller nere investeringsnivåerna i flera branscher. Inom byggbranschen är efterfrågan låg, framför allt på bostäder, där investeringarna minskar och antalet byggnadstillstånd föll med 10 procent under januari-maj 2013. I takt med en förbättrad omvärldskonjunktur kommer investeringarna att sakta öka igen, men ledig kapacitet gör att det sker med en viss fördröjning. Mätt som årsgenomsnitt **faller totala investeringar 2013 med 0,2 procent.** 2014 och 2015 ökar investeringarna med 2,5 respektive 4 procent. En låg investeringskvot och låg investeringsnivå under flera år gör dock att det finns ett underliggande behov av nyinvesteringar när konjunkturen förbättras.

Hushållens konsumtion, inkomst och förtroende



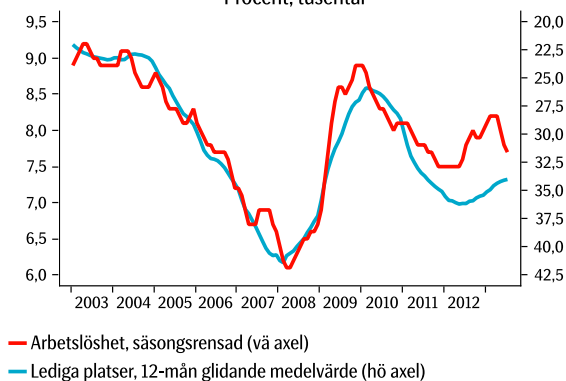
Källa: Statistics Finland

Hushållen, som visade motståndskraft 2012, är nu pressade av hög arbetslöshet, offentliga besparingar och lägre löneökningar. Att inflationen växlar ner stöttar visserligen, men **hushållens reala inkomster blir i princip oförändrade 2013**

jämfört med 2012. Därefter sker en viss förbättring. Konsumentförtroendet har visserligen återhämtat sig något sedan hösten 2012 men ligger fortfarande på en låg nivå. Vi räknar med en fortsatt långsam uppgång i takt med att arbetsmarknaden stabiliseras under hösten och exporten börjar återhämta sig. Detaljhandeln hålls nere av en svag bilförsäljning men även exklusive bilar visar försäljningen på stagnation (mätt på årsbasis i löpande priser). **Konsumtionen blir i stort sett oförändrad 2013 jämfört med 2012 och ökar därefter med 1 procent per år 2014 och 2015.** Att hushållen tvekar avspeglar sig också i en svag utlåning till hushåll; ökningstakten har växlat ner från runt 5 procent andra halvan av 2012 till under 3 procent i juni 2013. Bostadspriserna har legat still sedan 2011. Att priserna inte fallit kraftigt som i flera länder är en stabiliserande faktor. Den svaga ekonomiska utvecklingen den närmaste tiden talar för en fortsatt sidledes prisutveckling.

Läget på arbetsmarknaden försämrades under hösten-vintern 2012 och arbetslösheten steg från 7,5 till 8,2 procent. Uppgången beror framför allt på lägre sysselsättning, inte på att arbetskraften ökar såsom varit fallet i t ex Sverige. Antalet lediga platser har inte fallit i linje med uppgången i arbetslöshet, vilket kan vara en **indikation på att uppgången till viss del är strukturell.** Arbetslösheten faller nu något samtidigt som antalet lediga platser minskar vilket talar för en utplaning framöver. En fortsatt svag tillväxt som når trend först 2015 gör dock att arbetslösheten kommer att ligga strax under 8 procent en bit in på 2014. Mätt som årsgenomsnitt blir **arbetslösheten 7,9, 7,7 respektive 7,6 procent 2013, 2014 och 2015.**

Arbetslösheten planar ut kring 8 procent



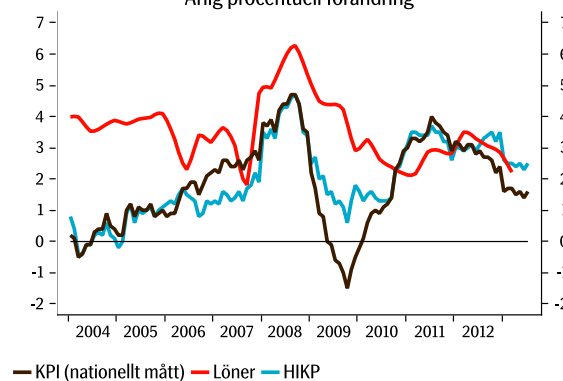
Källa: Statistics Finland

Den svaga exportutvecklingen och försämrade bytesbalansen beror till stor del på strukturella problem. Prisutvecklingen på exportprodukterna har utvecklats svagare än på importsidan (fallande terms-of-trade) samtidigt som löneökningar varit snabbare än i konkurrentländer som t ex Sverige. Mätt som real effektiv växelkurs är konkurrenskraften för Finland dock inte alarmerande dålig.

Den stigande arbetslösheten och svaga tillväxten sätter nu spår även i lönebildningen. Under våren 2013 låg löneökningarna på strax över 2 procent, vilket givet inflationen ger reall oförändrade löner. Löneökningstakten förblir låg 2014 för att stiga marginellt 2015 till 2,5 procent. Det innebär att **reallönerna i stort sett är oförändrade, eller endast svagt stigande** under hela prognosperioden.

Inflationen (HIKP) har fallit tillbaka från 3,5 procent i december 2012 till runt 2,5 procent de senaste månaderna; fortfarande över genomsnittet i eurozonen. Den till synes sega inflationen hålls dock uppe av skatthöjningar inom ramen för regeringens saldoförstärkande åtgärder. Tidigare uppskattningar från finansdepartementet att momshöjningen skulle öka prisnivån med 0,6 procentenheter verkar ha varit en överskattning eftersom företagen inte har låtit hela ökningen slå igenom i konsumentledet. **HIKP-inflationen** fortsätter svagt ner och blir som **årsgenomsnitt 2,2, 1,9 respektive 1,8 procent 2013, 2014 och 2015.**

Fallande pris- och löneökningar



Källa: Statistics Finland, Eurostat

Offentliga finanser har påverkats av den senaste tidens svaga realekonomiska utveckling. Saldot föll 2012 till -2,3 procent av BNP och den svaga konjunkturen tar bort de positiva saldoförstärkande effekterna av regeringens åtstramande politik. Den omsvängning mot mer expansiv politik som vi ser i t ex Sverige lyser med sin frånvaro i Finland och vi väntar oss **en fortsatt åtstramande politik.** Det offentliga underskottet förbättras svagt 2014 till 2 procent av BNP och ligger kvar på den nivån 2015. Den offentliga skulden ökar svagt i år till 54 procent av BNP och stabiliseras därefter strax över den nivån. I ett budgetförslag för 2014 uppmanade finansdepartementet regeringen att sälja aktier i statliga innehav motsvarande 490 miljoner euro för att frigöra kapital för att minska statsskulden. När detta ska ske, eller vilka bolag som omfattas, är ännu oklart.

En relativt eurozonen låg offentlig skuld och begränsat underskott gör att Finlands statsupplåning har fortsatt högsta kreditbetyg. Statslåneräntan har stigit sedan i början av maj 2013 i linje med Sverige och Tyskland. Räntespreaden mot Tyskland har samtidigt legat stabilt på mellan 20 och 30 punkter det senaste året.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
BNP OECD	1,5	1,2	2,4	2,8
BNP världen	3,4	3,2	4,0	4,2
KPI OECD	2,3	1,8	2,0	1,8
Exportmarknad OECD	2,5	3,0	7,2	8,4
Oljepris Brent (USD/fat)	111,7	108,0	102,5	100,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012 Mdr USD	2012	2013	2014	2015
BNP	16 420	2,8	1,6	3,3	3,7
Privat konsumtion	11 286	2,2	2,0	2,7	3,1
Offentlig konsumtion	3 151	-1,0	-2,4	-1,2	-1,0
Bruttoinvesteringar	2 386	8,3	5,5	11,3	12,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,2	0,0	0,0	0,0
Export	2 214	3,5	2,1	5,3	5,2
Import	2 730	2,2	2,5	5,6	5,8
Arbetslöshet (%)		8,1	7,5	7,0	6,2
KPI		2,1	1,7	1,6	1,7
Hushållens sparkvot (%)		5,6	4,3	4,6	4,8

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012 Mdr EUR	2012	2013	2014	2015
BNP	9 490	-0,6	-0,5	0,8	1,7
Privat konsumtion	5 455	-1,3	-1,0	0,5	1,0
Offentlig konsumtion	2 044	-0,4	0,0	0,1	0,8
Bruttoinvesteringar	1 741	-4,3	-1,0	1,2	2,2
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,6	0,0	0,0	0,0
Export	4 328	2,7	2,8	4,0	4,5
Import	4 079	-0,8	2,5	3,8	3,8
Arbetslöshet (%)		11,4	12,1	12,1	11,5
KPI		2,5	1,5	1,0	0,9
Hushållens sparkvot (%)		7,2	7,2	6,9	6,9

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
BNP				
Storbritannien	0,2	1,5	2,3	2,6
Japan	2,0	1,9	1,4	1,0
Tyskland	0,7	0,5	1,7	2,0
Frankrike	0,0	0,2	0,8	1,5
Italien	-2,8	-1,7	0,6	0,8
Kina	7,8	7,5	7,4	7,0
Indien	5,4	5,0	5,6	6,0
Inflation				
Storbritannien	2,8	2,6	2,3	2,2
Japan	0,0	0,3	2,5	1,5
Tyskland	2,0	1,6	1,9	2,0
Frankrike	1,5	1,5	1,6	1,7
Italien	3,3	2,1	2,0	2,0
Kina	2,6	2,8	3,2	3,4
Indien (WPI)	7,5	5,7	6,0	6,0
Arbetslöshet, (%)				
Storbritannien	8,1	7,9	7,6	7,3
Japan	4,4	4,0	3,9	3,9
Tyskland	5,5	5,5	5,5	5,4
Frankrike	10,7	10,9	11,2	11,0
Italien	10,7	12,2	12,0	11,5

ÖSTEUROPA

	2012	2013	2014	2015
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	3,2	1,5	3,3	3,5
Lettland	5,6	3,5	4,8	5,0
Litauen	3,7	3,2	3,5	4,5
Polen	2,0	1,5	3,1	3,7
Ryssland	3,4	1,8	2,9	3,4
Ukraina	0,2	-0,7	2,0	3,4
Inflation, årlig procentuell förändring				
Estland	3,9	3,2	2,5	2,6
Lettland	2,3	0,5	2,9	3,4
Litauen	3,2	2,0	2,8	3,5
Polen	3,7	1,0	2,3	2,7
Ryssland	5,1	6,5	5,1	5,0
Ukraina	0,6	2,5	6,0	6,5

FINANSIELLA PROGNOSE

		22 aug	dec 13	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Officiella räntor							
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	1,00
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Eurozonen	Refränta	0,50	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,75
Obligationsräntor							
USA	10 år	2,90	2,90	3,10	3,15	3,40	3,70
Japan	10 år	0,75	0,90	1,00	1,10	1,20	1,20
Tyskland	10 år	1,92	2,00	2,30	2,30	2,50	2,70
Storbritannien	10 år	2,89	3,00	3,30	3,30	3,50	3,70
Växelkurser							
USD/JPY		99	102	104	110	112	115
EUR/USD		1,33	1,33	1,30	1,27	1,22	1,20
EUR/JPY		132	136	135	140	137	138
GBP/USD		1,56	1,56	1,55	1,53	1,49	1,48
EUR/GBP		0,86	0,85	0,84	0,83	0,82	0,81

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012	2012	2013	2014	2015	
	Mdr SEK					
BNP	3 561	0,7	1,2	2,6	3,2	
BNP, dagkorrigerat		1,0	1,2	2,7	3,0	
Privat konsumtion	1 718	1,5	2,0	2,7	3,0	
Offentlig konsumtion	956	0,7	0,8	0,8	0,8	
Bruttoinvesteringar	669	3,2	-3,0	3,0	5,5	
Lagerinvesteringar	-1	-1,1	0,3	0,1	0,2	
(förändring i % av BNP föregående år)						
Export	1 736	0,8	-0,4	4,3	6,2	
Import	1 516	0,0	-1,2	4,0	6,1	
Arbetslöshet, (%)		8,0	8,1	8,0	7,5	
Sysselsättning		0,6	0,9	0,4	0,9	
Industriproduktion		-4,3	-2,0	3,5	5,0	
KPI		0,9	0,0	1,0	2,0	
KPIF		1,0	0,9	1,3	1,6	
Timplöneökningar		3,3	2,7	2,8	3,0	
Hushållens sparkvot (%)		11,4	11,7	12,2	10,8	
Real disponibel inkomst		2,5	2,9	2,8	1,7	
Handelsbalans, % av BNP		2,6	2,6	2,8	2,9	
Bytesbalans, % av BNP		7,0	6,3	6,4	6,1	
Statligt lånebehov, mdr SEK		25	160	63	50	
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,9	-2,1	-2,2	-1,8	
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		37,6	41,0	41,1	40,5	
FINANSIELLA PROGNOSE						
	22 aug	dec 13	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Reporänta	1,00	1,00	1,00	1,25	1,50	1,75
3-månaders ränta, STIBOR	1,21	1,20	1,20	1,50	1,75	2,00
10-års ränta	2,48	2,45	2,70	2,70	2,95	3,20
10-års räntedifferens mot Tyskland	56	45	40	40	45	50
USD/SEK	6,52	6,54	6,57	6,61	6,80	6,86
EUR/SEK	8,70	8,70	8,54	8,40	8,30	8,20
TCW	117,1	117,2	115,8	114,3	113,8	112,9
KIX	103,2	103,3	102,0	100,7	100,3	99,5

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr NOK	2012	2013	2014	2015
BNP	2 655	3,1	1,1	2,7	2,3
BNP (Fastlandet)	2 106	3,4	2,1	2,7	2,7
Privat konsumtion	1 151	3,0	3,0	3,2	3,1
Offentlig konsumtion	579	1,8	2,3	2,2	2,0
Bruttoinvesteringar	560	8,0	5,8	4,5	3,5
Lagerinvesteringar		-0,2	-0,9	0,2	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 029	1,8	-1,5	2,6	2,2
Import	772	2,4	1,5	4,8	4,2
Arbetslöshet (%)		3,2	3,5	3,5	3,7
KPI		0,7	2,0	1,8	2,3
KPI-JAE		1,2	1,5	1,9	2,3
Årslöneökningar		4,3	3,5	3,8	4,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	22 aug	dec 13	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Folioränta	1,50	1,50	1,50	2,00	2,25	2,75
10-års ränta	2,90	2,75	3,05	3,15	3,40	3,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	98	75	75	85	90	90
USD/NOK	6,10	6,02	5,96	6,06	6,31	6,40
EUR/NOK	8,14	8,00	7,75	7,70	7,70	7,65

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr DKK	2012	2013	2014	2015
BNP	1 820	-0,4	0,4	2,0	2,5
Privat konsumtion	901	0,5	1,0	2,0	2,5
Offentlig konsumtion	520	0,7	0,0	1,2	0,6
Bruttoinvesteringar	323	-0,1	-0,2	3,6	5,5
Lagerinvesteringar		-0,3	0,6	-0,2	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	992	0,2	0,1	4,3	4,8
Import	912	1,0	2,4	4,1	4,9
Arbetslöshet (%)		4,6	4,2	4,0	3,5
KPI, harmoniserat		2,4	0,7	0,9	1,4
Timplöneökningar		1,5	1,5	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		5,6	6,0	6,0	6,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-4,1	-1,0	-0,5	1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		45,7	44,0	42,5	39,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	22 aug	dec 13	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Utlåningsränta	0,20	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
10-års ränta	1,97	2,05	2,35	2,35	2,55	2,75
10-års räntedifferens mot Tyskland	5	5	5	5	5	5
USD/DKK	5,59	5,60	5,73	5,87	6,11	6,23
EUR/DKK	7,46	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr EUR	2012	2013	2014	2015
BNP	193	-0,8	-0,3	1,3	1,6
Privat konsumtion	109	0,2	0,0	0,9	1,0
Offentlig konsumtion	48	0,6	0,0	0,2	0,3
Bruttoinvesteringar	38	-1,0	-0,2	2,5	4,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-1,2	0,0	0,0	0,0
Export	78	-0,2	0,3	3,3	4,0
Import	80	-1,0	1,0	3,0	4,0
Arbetslöshet (%)		7,7	8,1	8,0	7,8
KPI, harmoniserat		3,2	2,2	1,9	1,8
Timlöneökningar		3,2	2,2	2,2	2,5
Bytesbalans, % av BNP		-1,8	-2,0	-2,0	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,3	-2,2	-2,0	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		53,0	54,0	55,0	55,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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

För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder gå in på www.seb.se/research. Här krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

Om Ni önskar tillgång till denna sida, kontakta Merchant Bankings kundansvariga för att få lösenordet.

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter från källor som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge, och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 30 juni 2013 uppgick koncernens balansomslutning till 2 596 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 387 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.