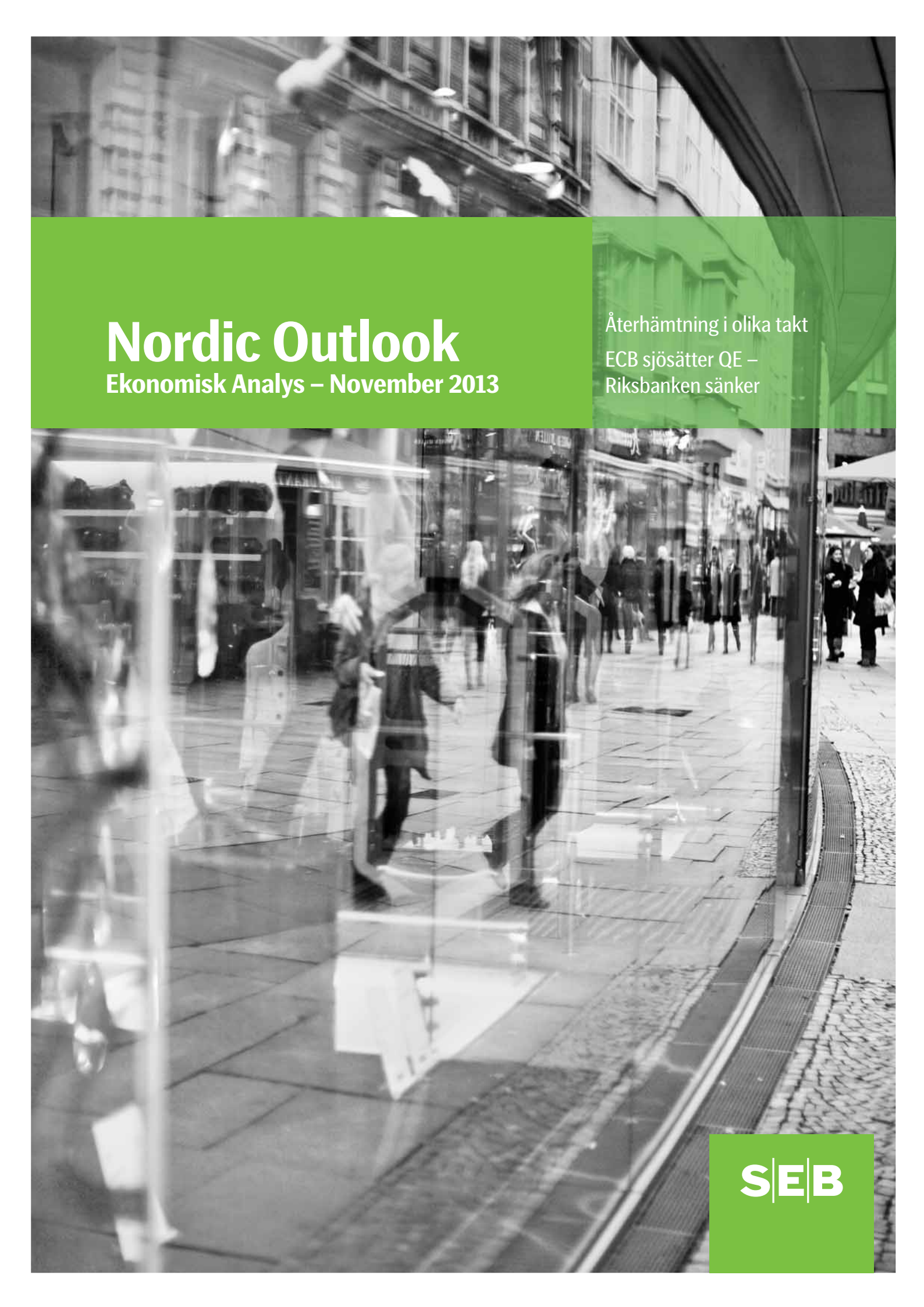


A black and white photograph of a city street scene, likely in a European city, showing a sidewalk, a street with a tram, and buildings in the background. A green rectangular overlay covers the top half of the image, containing the title and subtitle. The bottom right corner features a green square with the SEB logo.

Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – November 2013

Återhämtning i olika takt
ECB sjösätter QE –
Riksbanken sänker

SEB

Internationell översikt	5
Tema: Dags för ECB att sjösätta traditionell QE-politik	11
USA	13
Japan	16
Asien	17
Eurozonen	19
Tema: Europas politiskt krokiga uppförsbacke	22
Storbritannien	24
Östeuropa	25
Baltikum	26
Sverige	27
Tema: Tjänstesektorerna driver svensk sysselsättning	30
Danmark	31
Norge	33
Finland	35
Nyckeldata	36

Fördjupningsrutor

Nedåtriskerna överväger	6
Skattehöjningar som policyverktyg	10
ECB:s Securities Markets Programme (SMP)	11
Påbörjade nybyggnationer som konjunkturindikator	13
Sysselsättningsgraden i fokus	14
Finanspolitik skapar risker på nedsidan	15
Tredje plenumet en plattform för Kinas reformarbete	17
Inflationsförväntningar riskerar bli för låga	28

Denna rapport publicerades den 26 november 2013.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 21 november 2013.

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

Elisabet Kopelman
Chef för Ekonomisk Analys
+ 46 8 506 230 17

Håkan Frisé
Prognoschef
+ 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

Susanne Eliasson
Analytiker
+ 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, Olle Holmgren (Sverige), Trading Strategy, Erica Blomgren (Norge) och Stein Bruun (Norge), SEB Oslo. Den danska analysen är gjord av Thomas Thygesen, SEB Köpenhamn.

Återhämtning men växande deflationsrisker i Europa

- Ökad USA-tillväxt när finanspolitik lättar
- Strukturproblem präglar BRIC-länderna
- Fortsatta obalanser inom eurozonen
- ECB påbörjar QE-politik våren 2014
- EUR/USD rör sig gradvis mot 1,20
- Viss fortsatt lyftkraft för börserna

Den modesta återhämtningen i världsekonomin fortsätter. Ledande indikatorer i de flesta länder ger stöd för detta där t ex inköpschefsindex (PMI) i många länder ligger nära eller strax över tillväxtgränsen 50. På samma sätt som de senaste åren har den ekonomisk-politiska osäkerheten tilltagit efter sommaren; denna gång genom misslyckandena att i tid nå en budgetöverskott i den amerikanska kongressen. Till skillnad från åren 2010 till 2012 har dock effekterna på såväl konjunkturindikatorer som riskapitet på finansiella marknader varit små.

De närmaste åren förbättras förutsättningarna för en global BNP-acceleration. I USA avtar den finanspolitiska motvinden samtidigt som starkare arbetsmarknad, stigande förmågheter och nedbantade skuldnivåer i hushållssektorn skapar grunden för en självbärande expansion. Förutsättningarna varierar för olika delar av världsekonomin att hänga på den amerikanska uppgången. **Detta gör att de cykliska skillnaderna kommer att bestå de närmaste åren, bli beroende på att läkeprocesserna efter krisen kommit olika långt.** Eurozonens fortsatta finansiella och politiska svagheter tvingar ECB att sätta kvantitativa lättnader (QE). Återhämtningen blir ändå trög och först 2015 nås 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 2,3 respektive 2,7 procent 2014 och 2015. **På global nivå (köpkraftskorrigerade PPP-termer) stiger tillväxten från 3,2 procent i år till 3,9 procent 2014 och 4,1 procent 2015.** Skillnaderna gentemot *Nordic Outlook Augusti 2013* är relativt små.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Lågt resursutnyttjande gör att också inflationen förblir låg de närmaste åren. Detta skapar utrymme för centralbankerna att understödja återhämtningen **med fortsatt exceptionell penningpolitisk stimulans.** Detta bidrar i sin tur till att ränteläget generellt förblir lågt och att uppgången i långa räntor blir mycket måttlig. Därmed skapas också utrymme för en viss ytterligare uppgång på börserna.

Vi ser dock olika typer av spänningar när det gäller exitpolitikens genomförande. Dels börjar **skillnaderna i inflationsmiljö mellan framför allt USA och eurozonen bli påtagliga.** Tecknen finns på att inflationen är på väg upp i USA medan deflationsriskerna blir allt större i eurozonen. Detta riskerar att leda till att normaliseringen av USA:s penningpolitik påbörjas i ett skede där återhämtningen i eurozonen fortfarande befinner sig i en mycket bräcklig fas. En annan spänning utgörs av att vissa **tillgångspriser är på väg att stiga långt utöver vad reparationen av balansräkningarna kräver.** Riskerna för att ihållande exceptionell penningpolitisk stimulans leder till nya finansiella bubblor samt skapar oönskat stora förmögenhetsskillnader blir allt tydligare. Därför är det särskilt viktigt att politiker och centralbanker under 2014 kan enas om effektiva makrotillsynsverktyg som reducerar risken för tillgångsprisinflation och finansiella obalanser.

USA-tillväxten lyfter, Europa tvekar

Trots att den amerikanska ekonomin gått sidledes hittills under hösten, och att djupa underliggande politiska motsättningar åter manifesteras, står vi fast vid prognosen om ett ganska stort tillväxtlyft de närmaste åren. Vi räknar med att BNP växer med 3,3 procent 2014 och med 3,7 procent 2015; klart över konsensusbilden. **Den finanspolitiska motvinden avtar från 1,7 procent av BNP 2013 till ca ½ procent 2014.** Därtill kommer **att arbetsmarknaden nu är på väg att förstärkas. Hushållens och företagens balansräkningar gynnas också av**

stigande hus- och aktiepriser. Vi bedömer att **skuldavvecklingen i hushållssektorn nu är avslutad** och konsumtionen därmed är på väg att lyfta. En viss avmattning har kunnat skönjas när det gäller byggaktiviteten. Denna är dock troligen tillfällig; hus- och byggsektorn kommer att förbli en cykliskt viktig kraft i återhämtningen.

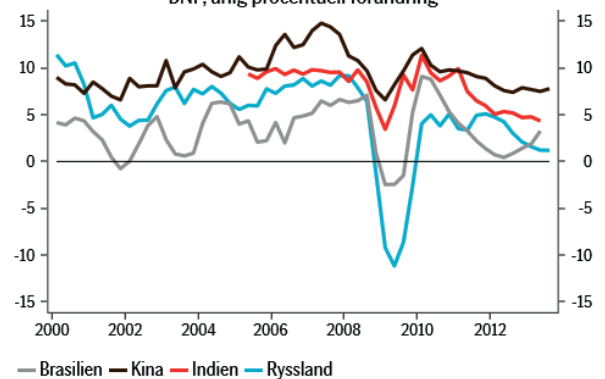
I Europa ser vi en ganska tydlig uppgång i den brittiska ekonomin där stärkt konkurrenskraft och mildare finanspolitik bidrar till en accelererande tillväxt. Även i eurozonen ser vi tecken till stabilisering, men tillväxten ligger kvar klart under trend också 2014. **Finanspolitiska åtstramningar fortsätter att hämma krisländer**, om än i mindre utsträckning än tidigare. Samtidigt är arbetslösheten rekordhög och banksystemet ännu inte i skick att på ett normalt sätt **klara kreditförsörjningen till företagen**. Tysk ekonomi fortsätter att uppvisa styrketecken, men det bestående stora överskottet i den tyska bytesbalansen bidrar till att obalanserna inom eurozonen består. Rebalanseringsprocessen har svårt att ta fart så länge den tyska finanspolitiken hålls i strama tyglar och tyska hushåll och företags beteende präglas av försiktighet.

Strukturproblem i BRIC-länderna

Sett ur ett längre perspektiv har tillväxten i BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) bromsat in rejält **på grund av strukturella svagheter**. I närtid spretar dock utvecklingen. I Brasilien accelererar tillväxten och även Kina har upplevt ökad aktivitet under tredje kvartalet även om ökningen väntas bli tillfällig. I Indien och Ryssland fortsätter dock kraftgången.

Inbromsning i BRIC-länderna

BNP, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Strukturella svagheter ligger bakom tillväxtnedbromsningen i samtliga länder, men problemen skiljer sig åt mellan länderna.

I **Brasilien** har en konsumtionsboom drivit upp hushållens skulder till höga nivåer och investeringar måste ta över startfötterna som tillväxtmotor. **Ryssland** lider alltjämt av stort oljeberoende kombinerat med dåligt företagsklimat samt en omfattande demografisk utmaning. **Indien** hämmas av en rad strukturproblem såsom överreglerade varumarknad och arbetsmarknad samt svag infrastruktur. I **Kina** hämmas tillväxten av övergången från en tillväxtmodell driven av investeringar och export till en modell baserad på privat konsumtion. I likhet med Ryssland väntas också en allvarlig försämring av demografien.

Nedåtriskerna överväger

I förra *Nordic Outlook* diskuterades riskbilden utgående från konsekvenser av den amerikanska konjunkturuppgången samt av kommande normalisering av den ekonomiska politiken. Uppsideriskerna i prognosen ligger som tidigare i **att den amerikanska återhämtningen drar med sig övriga delar av världsekonomin i högre grad än vi räknat med**. Vårt tillväxtscenario, som vi tillmäter 20 procents sannolikhet, följer i hög grad historiska samband mellan USA och övriga världen. I vårt huvudscenario lägger däremot strukturella problem, främst i eurozonen, hinder i vägen för en sådan utveckling.

Alternativscenarier

Årlig procentuell BNP-förändring

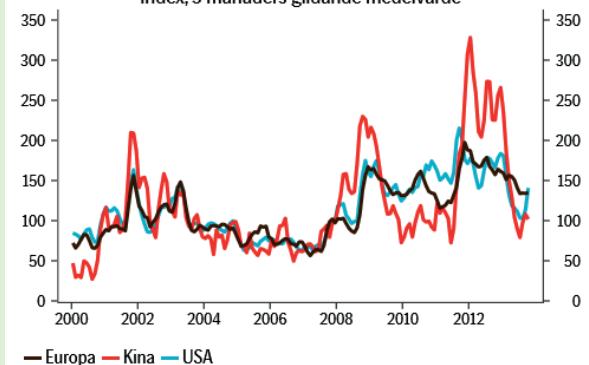
	2014	2015
A. Större spridningseffekter från USA-uppgång (20%)		
USA	3,5	4,2
Eurozonen	1,3	2,5
OECD	2,6	3,4
EM-ekonomier	6,2	6,4
B. Allvarligare konsekvenser av policyproblem (25%)		
USA	2,0	1,0
Eurozonen	-0,5	-0,5
OECD	0,5	0,5
EM-ekonomier	3,0	3,0

Källa: SEB

Nedåtrisen ligger främst i att olika policyproblem får större konsekvenser för den reala ekonomin än vi räknat med. På kort sikt utgör nya finanspolitiska låsningar i USA det mest påtagliga hotet. Indexet för ekonomisk-politisk osäkerhet har t ex åter vänt uppåt i USA. På lite sikt är det främst risker kopplade till en penningpolitisk normalisering som dominerar. Det gäller inte minst om Fed påbörjar sin exitstrategi i ett så tidigt skede att länder i avvikande konjunkturfärd får problem. **Sammantaget landar vi i slutsatsen att sannolikheten för ett sämre konjunkturscenario är 25 procent.** Det innebär en viss justering i negativ riktning jämfört med vår symmetriska riskbild i augusti. Därtill innebär nu det negativa scenariot en djupare lågkonjunktur än tidigare.

Ekonomisk-politisk osäkerhet

Index, 3 månaders glidande medelvärde



Källa: Economic Policy Uncertainty

Nordiska länder i otakt

Den internationella återhämtningen gynnar de nordiska länderna 2014 och 2015, även om Finland släpar efter. I **Sverige** har export- och industrikonjunkturen varit trögare än väntat. Framöver räknar vi dock med bred återhämtning där hushållens köpkraft stimuleras av stigande sysselsättning, låg inflation och expansiv finanspolitik. I **Danmark** börjar en konsumtionsdriven återhämtning få fotfäste. Sysselsättningen stiger och konsumentförtroendet har återvänt, drivet av bl a stigande bostadspriser. I **Finland** förstärker strukturproblem den svaga konjunkturen, vilket hämmar återhämtningen. Lågt kapacitetsutnyttjande håller tillbaka investeringar och hushållens konsumtion dämpas av stigande arbetslöshet och en nedväxling av löneökningstakten. **Norge** får åter hygglig tillväxt 2014-2015 efter årets svacka. Starka realinkomster och minskat sparande ger ökad konsumtion, trots nedgång i bopriser nästa år. Exporten stärks men oljeindustrins aktivitet dämpas markant. Inflationen lugnar ned sig efter senaste tidens uppåtskift.

Norden och Baltikum, BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
Sverige	1,0	0,7	2,5	3,2
Norge	3,1	0,9	2,4	2,1
Danmark	-0,4	0,4	2,0	2,5
Finland	-0,8	-1,0	1,2	1,6
Estland	3,9	1,3	2,6	2,9
Lettland	5,0	4,0	4,8	4,8
Litauen	3,7	3,3	3,5	4,5

Källa: OECD, SEB

Baltikum kvar i EU-topp men Estland slirar

Växande privat konsumtion, pådriven av goda realinkomster, ger fortsatt god BNP-tillväxt i Baltikum även om Estland slirar. Export och investeringar har utvecklats svagt sedan i somras men stärks gradvis de närmaste åren. **Lettland och Litauen fortsätter att växa snabbast av alla EU-länder; Lettlands BNP ökar med 4,8 procent per år 2014-2015, Litauens tillväxt hamnar på 3,5 respektive 4,5 procent.** Detta är något över potentiell tillväxt på 3-4 procent i alla baltländer. **Estlands tillväxt repar sig gradvis till 2,6 procent 2014 och 2,9 procent 2015**, efter årets djupdykning till 1,3 procent. Efter höstens fortsatt svaga inflationsdata är **sannolikheten relativt hög att Litauen** – som sista baltstat – **kvalar in i eurozonen 2015** i enlighet med regeringens mål.

Stabila råvarupriser

Råvarupriserna har varit förhållandevis stabila sedan slutet av 2012, efter en tidigare markant dämpning för industri- och jordbruksråvaror. Tecken på att världsekonomin bottenat ur sedan i våras har bidragit till att befästa den lugna pristrenden på industrisidan. Med våra antaganden om en gradvis återhämtning i global tillväxt räknar vi med en **successiv försiktig prisuppgång för industrimetallerna** det närmaste året. Guldpriset blir oförändrat. Den mjuka inbromsningen i kinesisk ekonomi bidrar i hög grad till att hålla tillbaka större prislyft på råvarusidan. Oljepriset väntas, i likhet med prognosen i förra NO, **sjunka från höstens 105-110 USD/fat till i genomsnitt 102,5 USD under 2014 och 100 under 2015**. Bakom dämp-

ningen ligger att produktionen ökar mer än efterfrågan de närmaste åren. Saudiarabien väntas motverka större prisfall genom produktionsanpassningar och därmed lägga ett golv för oljepriset kring 100 USD.

Ökande deflationsrisker i Europa

Den globala inflationstrenden fortsätter nedåt. Nedgången är bredbaserad och har delvis drivits av lägre energi- och matpriser. Men även kärninflationen har haft en nedåtgående trend, speciellt i Europa. Vår generella bild är att **de disinflationistiska krafterna dominerar även framöver**. Resursutnyttjandet är lågt och prispresen på varor på världsmarknaden fortsätter.

Inflationsförväntningarna divergerar

5 års break-even inflation, procent

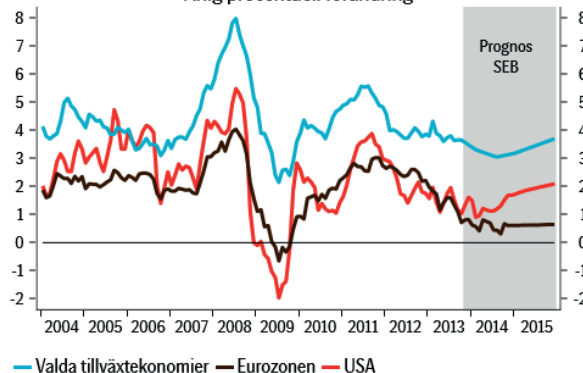


Källa: Bloomberg, SEB

Vi kan se en tendens till ökande divergens mellan olika regioner när det gäller inflation. **Deflationsriskerna är t ex klart större i eurozonen än i USA.** Flera mindre krisländer är, eller har varit, i deflation medan inflationen i Spanien ligger runt nollstrecket. Trenden mot en löneacceleration i Tyskland tycks ha kommit av sig och den tyska inflationen ligger för lågt för att påtagligt underlätta rebalanseringsprocessen i eurozonen. Vi räknar med att den svaga återhämtningen gör att inflationen faller tillbaka ytterligare och att risken för en skadlig deflation ökar. Likheter med den japanska deflationsspiralen de senaste decennierna har således ökat. Vår grundprognos är dock att en generell deflation kan undvikas, men att HIKP-inflationen hamnar så lågt som 0,5 procent i årsgenomsnitt 2014 och 2015.

KPI-inflation

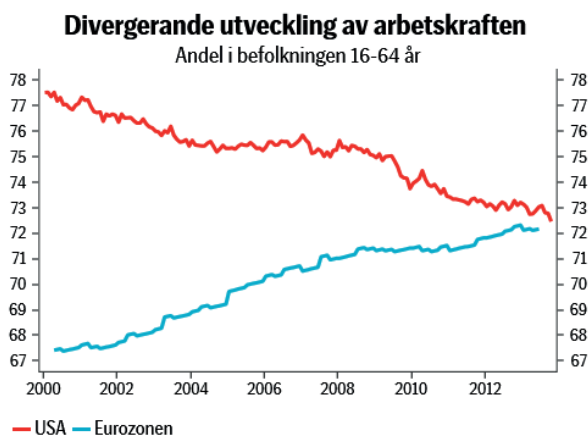
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, BLS, SEB

I USA håller en stor mängd lediga resurser också tillbaka inflationen men man kan peka på flera viktiga skillnader i inflationsmiljön. Löneökningstakten har vänt uppåt, om än från

låga nivåer. Expansionsstakten när det gäller krediter och penningmängd är betydligt högre i USA, vilket bl a hänger samman med att banksektorn tillfrisknat i högre utsträckning än i eurozonen. **De långsiktiga inflationsförväntningarna ligger på en stabil nivå i USA medan de fallit tillbaka i eurozonen.** Även på utbudssidan finns skillnader som talar i samma riktning. Arbetskraftsdeltagandet har t ex under en lång tid fallit i USA, medan trenden varit den motsatta i Europa. Vår prognos om en vändning i arbetskraftsdeltagandet i USA är viktig för att Fed inte ska behöva agera på ett sätt som hotar den bräckliga globala återhämtningen.



Avtagande finanspolitisk motvind

Återhämtningen fortsätter att hämmas av stram finanspolitik i stora delar av världsekonomin. Effekten mildras dock 2014 och 2015 jämfört med 2013. Tidsprofilen för åtstramningar i eurozonen, USA och Japan skiljer sig åt. I eurozonen var åtstramningen som hårdast 2011-2012 och i USA 2013. Trots Japans stora budgetunderskott och höga statsskuld är finanspolitiken expansiv i år, men vi räknar med att åtstramningar inleds 2014.

Offentliga finanser

Budgetsaldo i procent av BNP

	2012	2013	2014	2015
USA	-8,3	-5,8	-4,7	-3,9
Japan	-10,1	-9,5	-6,8	-5,7
Storbritannien	-7,9	-6,1	-5,8	-4,9
Eurozonen	-3,7	-2,6	-2,6	-2,2
OECD	-5,7	-4,3	-3,8	-3,3
Finanspolitisk inriktning*	0,7	1,6	0,5	0,6

*Förändring av strukturellt sparande i OECD-området

Källa: IMF, OECD, SEB

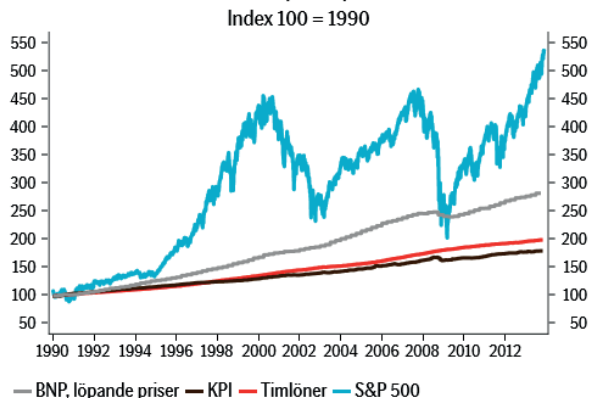
De offentliga underskotten är generellt på väg nedåt. Trots den finansiella oron kring statsfinanserna i Sydeuropas krisländer är underskottet i eurozonen som helhet lägre än i USA, Japan och Storbritannien. Deflationstrycket i eurozonen förvärrar dock problemet jämfört med USA, där högre tillväxt och inflation på sikt bidrar till att hålla nere skulden som andel av BNP.

Centralbanksdilemma tydliggörs

De **disinflationistiska tendenserna** globalt är fortsatt starka trots en till **volym** (12 500 miljarder dollar), **varaktighet** (6 år) och **verktyg** (okonventionell politik) **historisk monetär**

stimulans. Hög skuldsättning och balansräkningar i behov av reparation reducerar penningpolitikens genomslag. För ECB har inflationen t o m blivit så låg att deflationsdebatten har fått fotfäste. Flera EM-ekonomier kan notera något högre inflation, kopplad till valutor som försvagats och en del kapacitetsbrister, vilket föranleder en något stramare räntepolitik.

USA: Aktiemarknaden, BNP, inflation och löner



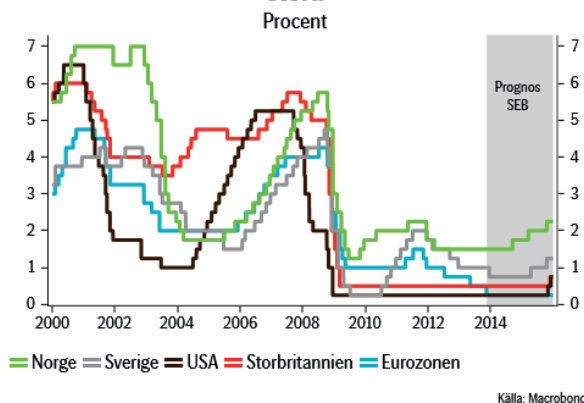
Låg inflation ger centralbankerna i västvärlden stora **frihetsgrader att bedriva en expansiv politik** som ger stöd till tillväxt och arbetsmarknad. Samtidigt sätter flera aktieindex nya rekord. I några länder visar också bostadsmarknaden tecken på inte bara stabilitet utan också lätt febriga prisuppgångar, t ex i Storbritannien och Sverige. Även i Tyskland noteras nu en tydlig uppgång i priserna.

En tillgångsprisinflation utöver det som kan motiveras av behovet att "reparera" hushålls och bankers balansräkningar reser också frågor. Inom centralbankssfären börjar åsikterna gå isär om riskerna för nya finansiella obalanser som är direkt kopplade till den förda okonventionella penningpolitiken. Även om flera länder börjat ta försiktiga steg inom det makrotillsyns-politiska området så är det fortfarande en okänd terräng med bristande empiri och erfarenhet. Gradvis kan den nya politiken avlasta penningpolitiken, men det råder osäkerhet kring när det kan ske och i vilken utsträckning.

Fed och ECB kommer att sätta agendan för de flesta centralbanker de närmaste åren. **Fed börjar trappa ned sina obligationsköp i mars 2014.** För att minska risken för en skarp ränteuppgång sänker Fed gränsvärdet för när räntehöjningarna kan påbörjas; från en arbetslöshetsnivå på 6,5 till 6,0 procent. Vår prognos är att den första räntehöjningen från Fed kommer i slutet av 2015.

ECB ligger kvar med 0,25 procent under hela prognosperioden. Negativ inlåningsränta införs således inte p g a begränsade effekter på kredittillväxt (framför allt i södra Europa) samt möjliga risker för en sämre fungerande interbankmarknad. **Däremot räknar vi med att ECB under våren 2014 sjösätter traditionell QE-politik** liknande den i USA, Japan och Storbritannien. Syftena är flera: "frikoppla" europeiska räntor från amerikanska och göra ECB:s penningpolitik mer oberoende och anpassad efter rådande konjunkturläge, frigöra kapital för utlåning på bankernas balansräkning, samt minska risken för deflation (se temartikeln sid 11).

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



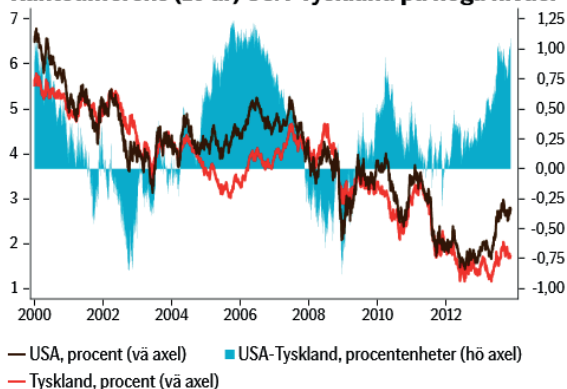
Bank of Japan fortsätter sin kraftigt expansiva penningpolitik enligt plan. I Storbritannien måste den nye centralbankschefen beakta konsekvenserna av stigande huspriser och en bredbaserad återhämtning. Ett ökat fokus på arbetsmarknaden med en långsam nedgång i arbetslöshet gör att Bank of England höjer styrräntan först i slutet av 2015. De nordiska centralbankerna tvingas anpassa läget till den globala spelplanen. **Norges Bank kommer först med en höjning hösten 2014;** inbromsningen på bostadsmarknaden kan dock komma att senarelägga höjningen. **Riksbanken går vägen via en räntesänkning i december till 0,75 procent och höjer först i början av 2015.** I slutet av prognosperioden ligger Riksbankens respektive Norges Banks styrränta på 1,25 procent och 2,25 procent.

Svagt stigande långräntor

Snabbt stigande obligationsräntor skulle utgöra ett hot mot eurozonens ekonomiska återhämtning och finansiella stabilitet, speciellt i ett läge med låg eller t o m fallande inflation. Stigande statliga räntekostnader skulle pressa upp budgetunderskott och redan höga statsskulder. Banksystemens utlåning skulle hämmas av förluster i obligationsportföljerna. Även Fed har under hösten uttryckt oro för negativa effekter på tillväxten av åtstramningen av de finansiella förhållandena. Det ligger således i centralbankernas intresse att få en **kontrollerad ränteutveckling som är i samklang med återhämtningens underliggande styrka.**

Vår bedömning är också att utsikterna är goda för en fortsatt lågräntemiljö de närmaste åren. Långräntorna pressas tillbaka av centralbanksstimulanser i form av expanderande balansräkningar och fortsatt nollräntepolitik. Därtill kommer implementering av makrotillsynspolitik samt bestående låginflationsmiljö. Men i takt med ökad global aktivitet förväntas den **10-åriga tyska och amerikanska räntan stiga måttligt;** i slutet av 2014 ligger en tysk 10-årig ränta på 2,10 procent och i slutet av 2015 på 2,50 procent. Den amerikanska motsvarigheten ligger vid dessa tidpunkter på 3,30 respektive 3,50 procent. En gradvis nedtrappning av Feds månatliga obligationsköp bedöms få måttlig effekt på ränteutvecklingen efter en anpassnings- och övergångsperiod. ECB:s QE-politik under våren väntas pressa tillbaka europeiska räntor och minska spreadarna mellan euroländerna. Eurozonens QE-politik innebär att räntegapet mellan USA och Tyskland ökar under 2014 och vid slutet av året ligger på 120 räntepunkter. Under 2015 väntas spreaden närma sig 100 punkter.

Räntedifferens (10 år) USA-Tyskland på höga nivåer



Kraft kvar för stigande börskurser

Flera aktieindex har nått **nya rekordnivåer** under hösten med stöd av ytterligare monetär stimulans i bl a USA, Japan och Europa. Börsen globalt (MSCI) har hittills under 2013 stigit med 23 procent. Den finansiella riskaptiten har underbyggts av en fortsatt stabil återhämtning i USA och försiktigt positiva tecken på ekonomisk bottenkänning i eurokrisländerna. Volatiliteten på börserna i tillväxtekonomierna under sensommar/höst, långränteuppgången sedan maj och USA:s budgetkris har satt få negativa avtryck på det globala börsklimatet. Men företagens lönsamhet under tredje kvartalet har överlag **inte riktigt nått upp till förväntningarna.** Det har pressat ned marknadens vinstprognoser på kort sikt, men ersatts av förhoppningar om en tydlig lönsamhetsförbättring 2014 och 2015.

Aktieindex

Index 100 = 1 juli 2012



Vi behåller samma **aktiesyn** som vi har haft i de senaste utgåvorna av *Nordic Outlook*: **försiktigt positivt det närmaste året.** USA:s ekonomi fortsätter att stärkas trots förväntade budgetbråk i kongressen de närmaste månaderna. Amerikansk tillväxt är viktig för global riskaptit. Läget för EM-ekonomierna stabiliseras samtidigt som den globala monetära stimulansen når nya rekordnivåer det närmaste året. Feds nedtrappning av obligationsköpen under 2014 får en kortsiktigt negativ börseffekt som reverseras av mer positiva konjunktursignaler. God direktavkastning och rädsla för negativ avkastning i ränteportföljer bidrar också till en positiv börsutveckling och den måttliga ränteuppgång som vi förutser är förenlig med försiktigt stigande börskurser. **Riskerna** för börsen är framför allt kopplade till att **företagens förbättrade lönsamhet uteblir** i fjärde och första kvartalets delårsrapporter.

Policyräntor driver valutamarknaden

Centralbankernas politik fortsätter att vara en av de viktigaste drivkrafterna för de stora valutorna. US-dollar har pressats av signaler om att Fed skjuter på nedtrappningen av QE-politiken; en faktor som läggs till den långsiktiga trenden att dollarn gradvis tappar i ställning som global reservvaluta. Fed förväntas dock höja räntan före ECB och begränsa obligationsköpen i vår. Eurozonen brottas fortfarande med ekonomiska, finansiella och politiska problem. Till bilden hör även att ECB sjösätter sin QE-politik vilket pressar euron. Vi behåller profilen från förra *Nordic Outlook*, vilket innebär att **EUR/USD noteras till 1,25 i slutet av 2014 och till 1,20 i slutet av 2015.**

Yenens försvagning fortsätter. **I slutet av 2014 ligger USD/JPY på 110 (115 i slutet av 2015).** I det korta perspektivet pressas yenen av Bank of Japans aggressiva penningpolitik och

mål att fördubbla den monetära basen på två år. På längre sikt försvagas yenen av fortsatt stora strukturella utmaningar och frågetecken kring Abenomics möjligheter att uppnå resultat med reformpolitiken.

Den svenska och norska kronan har försvagats av att centralbankerna tvingats mjuka upp sin penningpolitik. Vår prognos att Riksbanken sänker räntan i december samtidigt som den första räntehöjningen senareläggs har inneburit att kronan ligger svagare jämfört med vår prognos i augusti. Nu räknar vi med att EUR/SEK ligger på 9,00 i slutet av 2013 och att kronan därefter stärkas till **8,50 i slutet av 2014 och till 8,25 i slutet av 2015.** USD/SEK står i slutet av 2014 på 6,80 och i slutet av 2015 på 6,90. **EUR/NOK noteras till 8,00 i slutet av 2014 och till 7,90 i slutet av 2015.**

Skattehöjningar som policyverktyg

Sedan genombrottet för den utbudsinriktade politiken (Supply Side Economics) på 1980-talet har den ekonomisk-politiska debatten dominerats av frågan hur lämpliga skattesänkningar ska utformas. På senare tid har dock statsfinansiella kriser i kombination med ökande inkomst- och förmögenhetsskillnader bidragit till att skattehöjningar nu i högre grad börjar diskuteras. IMF senaste utgåva av *Fiscal Monitor* har t ex rubriken Taxing Times (Beskattningstider).

En huvudfråga gäller huruvida skatteuttaget kan ökas och göras mer effektivt och rättvist. För vissa länder överväger troligen fördelarna jämfört med nackdelar som t ex försämrade drivkrafter för arbete. IMF gör bl a en jämförelse av olika länders potential att öka skatteintäkterna givet utgångsläge i skattestruktur, demografi och flera andra parametrar. Bland OECD-länderna toppar Japan denna lista med gap mellan faktiskt och potentiellt skatteuttag på 17,8 procent av BNP. Därefter följer Schweiz (9,5), Korea (7,4) och USA (6,1).

Utrymmet för höjningar diskuteras såväl när det gäller indirekta skatter (moms m m) som direkta skatter på inkomster och tillgångar. I t ex Japan är momshöjningar den enklaste vägen att öka skatteintäkterna utan större långsiktiga skadeverkningar på ekonomin. Ökade inkomst- och förmögenhetsskillnader gör också att IMF riktar blicken mot olika möjligheter att beskatta höga inkomster och stora förmögenheter. I USA innehar t ex de tio rikaste procenten hushåll hela 75 procent av det samlade förmögenhetsvärdet. Förmögenhetsskatter har normalt tagits ut som årliga avgifter men en engångsavgift på förmögenheter är ett alternativ. Historiskt har det använts förvånansvärt ofta bl a i flera länder efter första världskriget; i Japan och Tyskland också efter det andra. IMF:s kalkyler tyder t ex på att engångsskatt motsvarande 10 procent av förmögenheterna skulle få ner statsskulden till förkrisnivå i eurozonen. När det gäller inkomstskatter tyder olika studier på att en högsta marginalskatt på 60 procent maximerar de samlade intäkterna.

Även om det finns tydliga risker, både konjunkturellt och strukturellt, med att gå vägen över skattehöjningar ska man nog vara inställd på att också skattepolitiken är på väg in en period där åtgärder som uppfattats som okonventionella de senaste decennierna kommer att bli aktuella i debatten. För länder som de nordiska, med låg statsskuld och relativt sett små inkomst- och förmögenhetsskillnader, är behoven av sådana åtgärder naturligt nog mindre. Detta kan bidra till att stärka ländernas internationella konkurrenskraft i ett klimat där statsfinansiellt svagare länder tvingas till skattehöjningar.

Förmögenhetsfördelning

Förmögenhetsandelar i olika befolkningsgrupper
Procent av total förmögenhet

	Övre 10%	Nedre 50%
USA	74	1
Frankrike	61	4
Tyskland	57	1
Kanada	51	5
Italien	49	12
Spanien	48	12
Storbritannien	47	9
Japan	42	15

Källa: IMF

En alternativ väg att minska obalanserna mellan tillgångar och skulder är att låta inflationen komma upp på så höga nivåer att realräntan blir påtagligt negativ. Den japanska ekonomiska politiken (Abenomics) har ett tydligt mål att hålla nere räntan och samtidigt pressa upp löner och inflation. En konsekvens av detta är t ex att tillgångarna i pensionsfonder urholkas. Flera länder, bl a USA, kan möjligen komma att slå in på en liknande väg. Även inflationsvägen är behäftad med stora risker. Att den hittills förda okonventionella penningpolitiken bidragit till stigande tillgångspriser och därigenom ökande skillnader i förmögenhet gör dock att andra okonventionella medel kommer att bli allt vanligare i debatten.

Tema: Dags för ECB att sjösätta traditionell QE-politik

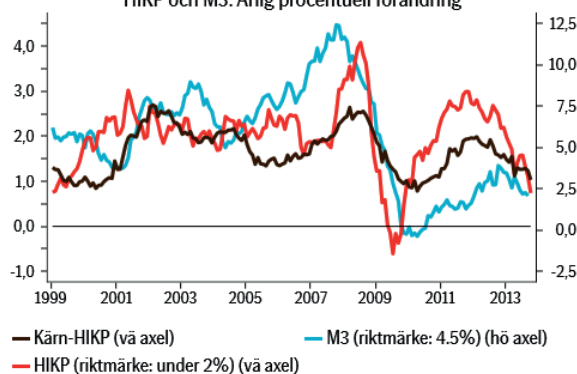
- **QE-politik behövs när deflationsrisker ökar**
- **Även ett trotsigt Tyskland kan ge stöd men QE-beslutet är inte okontroversiellt**
- **LTRO-lånens uppgift är att säkra bankernas finansiering – ECB-nej till negativ ränta**

Tilltagande disinflationistiska tendenser i eurozonen – pådrivna av konjunkturella och strukturella drivkrafter – och en fortsatt fragmenterad kreditmarknad innebär att vi räknar med att ECB under våren 2014 återstartar sitt Securities Market Programme (SMP, se ruta). **Målet för större kreditpappersköp** – och därmed en QE-politik som mer liknar den som förs i t ex USA, Japan och Storbritannien – är:

- "Lyfta av" tillgångar från ett av recession pressat och av nya regleringar/krav stressat finansiellt system och därigenom möjliggöra en **ökad kreditgivning** till den privata sektorn.
- Minska risken för **deflationsförväntningar och deflation**.
- **Frikoppla** europeisk penningpolitik och ränteutveckling från den amerikanska och minska risken för att få euroräntnivåer som inte är förenliga med konjunkturläget.

Eurozonen: Låg inflation och penningmängdstillväxt

HIKP och M3. Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond

Fördragstexterna fastslår att "ECB-systemets primära mål är att upprätthålla prisstabilitet". Målet har siffrats till att den årliga **HIKP-inflationen** för eurozonen på medellång sikt ska vara under men **nära 2 procent**. För att uppnå målet har ECB, förutom refinansieringen, okonventionella verktyg till sin hjälp: *obegränsade långfristiga lån till banker till fast ränta, varierande krav på säkerheter för lån i ECB, likviditet i utländsk valuta, varierande reservkrav och köp i andrahandsmarknaden av olika kreditpapper inklusive statspapper.*

En viktig skillnad mellan de värdepappersköp som ECB hittills har gjort och andra centralbankers balansräkningspolitik är att ECB ser interventionerna som **komplement, inte substitut**, till den konventionella räntepolitiken. Syftet har primärt varit att förbättra penningpolitikens transmissionsmekanism, vilket har understrukits av att dels värdepapperna haft en relativt kort

löptid, dels att den påspädning av likviditeten som uppkommit har neutraliserats via andra marknadsoperationer. Därmed har **ECB:s värdepappersköp inte syftat till att åstadkomma mer monetär stimulans**.

ECB:s Securities Markets Programme (SMP)

Den 10 maj 2010 tog ECB beslutet att påbörja köp av offentliga och privata skuldpaper (interventioner) i andrahandsmarknaden. Syftet var att "förbättra marknadens funktionssätt och återupprätta den penningpolitiska transmissionsmekanismen". SMP blev en utvidgning av de båda stödprogram, sjösatta sommaren 2009 och november 2011, vilka syftade till att stötta den europeiska bostadsobligationsmarknaden (Covered Bonds). ECB:s totala innehav av bostadsobligationer enligt dessa båda program är i dag 57,5 miljarder euro. SMP-programmet upphörde i september 2012 och ersattes av OMT-programmet. Värdepappersköpen enligt SMP har steriliserats, d v s den likviditetsökning som köpen gav upphov till har dragits tillbaka genom olika marknadsoperationer. Obligationsportföljen (SMP) uppgår i dag till 184 miljarder euro.

Central fråga: Är nollrestriktionen uppnådd?

För att nu **ta steget** och påbörja traditionell QE-politik krävs således att ECB bedömer att **nollränterestriktionen är uppnådd** och att mer **monetär stimulans** behövs för att ECB ska uppnå målet om prisstabilitet. För att åtgärden ska ses som trovärdig kan ECB behöva a) fastlägga ett **storleksmål** på värdepappersköp primärt i statspapper men eventuellt också i bostadsobligationer, b) agera i längre **löptider** än tre år, c) avstå från att dra in **likviditeten**.

Andelar enligt ECB:s fördelningsnyckel 2013

Procent

Land		Land	
Tyskland	27,1	Finland	1,8
Frankrike	20,4	Irland	1,6
Italien	17,9	Slovakien	0,8
Spanien	11,9	Slovenien	0,4
Nederländerna	5,7	Luxemburg	0,3
Belgien	3,5	Cypern	0,2
Grekland	2,8	Estland	0,2
Österrike	2,8	Malta	0,1
Portugal	2,5	Totalt	100,0

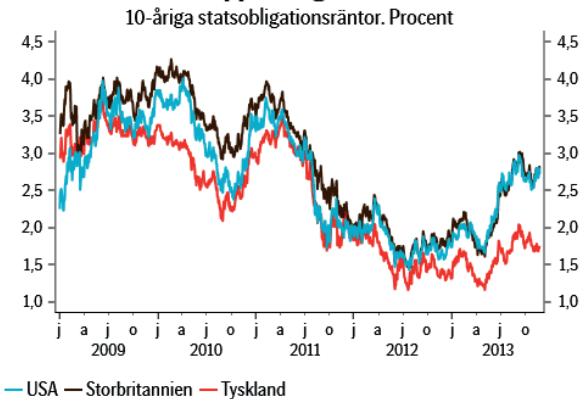
Källa: ESM

För att understryka att QE-politiken och interventionerna i statspappersmarknaden inte syftar till att finansiera statsfinansiella underskott utan är ett sätt för ECB att fullfölja sitt mandat förväntas köpen vara **"BNP-viktade"**. Det innebär att köp av statspapper följer ECB:s sk fördelningsnyckel och omfattar drygt 27 procent tyska obligationer, 20 procent franska, 18 procent italienska samt 14 andra länders statspapper.

En kritik mot detta sätt att genomföra interventioner är att ett land som Tyskland knappast behöver hjälp att hålla ned

långa räntor. För länder som Italien, Spanien och Portugal kan däremot högre amerikanska räntor och deras påverkan på den globala obligationsmarknaden komma att a) äventyra euroländernas **statsfinansiella saneringsprogram**, och b) skapa värderingsförluster i banksystemets obligationsportföljer och därmed minska deras **kreditgivningskapacitet**.

Behov av att frikoppla långräntor från varandra



Källa: Macrobond

Även krisländerna gynnas räntemässigt

Trots att det beloppsmässigt blir bl a Tyskland och Frankrike som får se de största interventionerna påverkas samtliga euroländer. Om vi antar att tyska räntor är stabila eller faller – och att kreditspreaden mot t ex Grekland och Portugal är konstant – pressas även de absoluta räntenivåerna tillbaka i krisländerna. Sannolikt kan kreditspreadarna mellan euroländerna minska och därmed ge grekiska och portugisiska staten – relativt sett – större fördelar än tyska staten.

Ett beslut att påbörja en mer kraftfull QE-politik är **inte okontroversiellt**. Tyska Bundesbank har visat tydligt missnöje med att genomföra obligationsköp under OMT-programmet med hänvisning till att det **suddar ut gränsen** mellan finanspolitiken och penningpolitiken och att det i förlängningen försvårar möjligheten för ECB att uppnå målet prisstabilitet. Därtill ökar risken för "moral hazard". Kritiken är befogad – i ett normalläge. Den snart **tillträdande tyska regeringen**, nu också med socialdemokrater vid makten, kan dock vara mer positivt inställd än landets centralbank. För att stödja åtgärden lär Tyskland i utbyte åter kräva **kontrakt mellan euroländerna** om att genomföra strukturella reformer. Tysklands stöd lär också öka om Berlin bedömer att deflationsproblemet förvärras och att det faktiskt allvarligt äventyrar **ECB:s prisstabilitetsmål**.

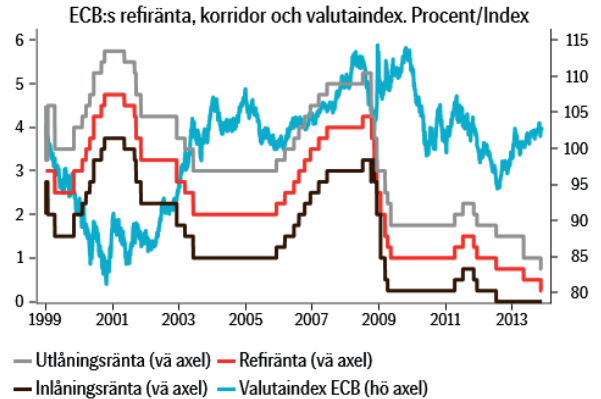
Negativ ränta och LTRO alternativa verktyg

Negativ inlåningsränta och nya **LTRO-lån** är också verktyg som diskuteras för att hjälpa eurozonen att återvända till ekonomisk och finansiell stabilitet. Den negativa inlåningsräntan har flera gånger återkommit i ECB:s kommunikation. Vår tolkning är att ECB:s "hot" syftar till att pressa korta marknadsräntor (EONIA-räntan) ned till så nära noll procent som möjligt; under 2013 har O/N-räntan legat stabilt på under 0,1 procent.

En negativ inlåningsränta riskerar dock att skapa en sämre fungerande interbankmarknad. Därtill är **förhoppningarna om en ökad kreditgivning felaktiga**. En utgångspunkt är att om det blir dyrare för banksystemet att hålla pengar hos ECB så

ökar utlåningen till privat sektor. Men att låna ut till t ex fortsatt högt skuldsatta företag i södra Europa är behäftat med betydande kreditrisker. För bankerna är det säkrare – och sannolikt billigare – att ta kostnaden för ECB:s inlåning trots att det försvagar banksystemen. Det mest troliga är därför att **negativa styrräntor förblir ett verbalt verktyg i ECB:s arsenal**.

Eurozonen: Räntepress nedåt - euron stark



Källa: Macrobond

Vi fortsätter att räkna med att **ECB annonserar ny långfristig utlåning (LTRO)** inom de närmaste månaderna. Huvudskälet är att säkra bankernas långfristiga finansiering och ersätta de LTRO-lån som förfaller om ca ett år (december-februari) och som inte redan förtidsinbetalats. Erbjudandet med nya långfristiga LTRO-lån till en nästintill nollränta syftar till att:

- a)** minska risken för att bankers likviditetsproblem blir till solvensproblem, inte minst under en period då banker ska stresstestas och balansräkningstillgångar kvalitetskontrolleras;
- b)** undvika att banker, som delvis uppmuntrats av regeringar att låna pengar för att köpa statspapper i krisländerna, nu ska tvingas sälja ut dessa (med räntedrivande effekter som följd).

LTRO-lånen kan även få inslag av det brittiska **"funding for lending"**, d v s lån hos ECB måste verifieras med en underliggande efterfrågan hos t ex små och medelstora företag. Löptiden kan då behöva förlängas. Utgångspunkten måste också vara att banksystemets likviditetsproblem är begränsade och att det finns en vilja hos bankerna – och reglerarna – att låta balansräkningarna växa. Kreditbehovet verkar i dagsläget inte kunna täckas av t ex Europeiska investeringsbanken EIB eller nationella investeringsfonder.

Kreativitet och mix av ECB-verktyg behövs

Våra prognoser indikerar att eurozonens **deflationsrisker kommer att intensifieras** det närmaste året och att ECB nu nått nollrestriktionen för den konventionella penningpolitiken. En sjösättning av **nya LTRO-lån** säkrar bankerna under en provande tid men förväntas inte ge den isärkoppling av långränteutvecklingen mellan USA och Europa som kan behövas. Vi räknar därför med att **traditionell QE-politik verkställs under våren**. Åtgärden väntas innebära att tyska/europeiska räntor kan frikopplas från risken för stigande amerikanska räntor. Tyska 10-åriga statsobligationsräntan väntas därmed handlas relativt stabilt under 2014, vilket innebär att **räntespreaden mot USA vidgas till 130** räntepunkter 2014 och krymper därefter 2015. En tysk respektive amerikansk 10-årig ränta väntas ligga på 2,50 och 3,50 procent i slutet av 2015.

Vind i seglen när finanspolitisk motvind mojar

- **Konsumtionen lägger i en högre växel**
- **Tillfällig svacka på bostadsmarknaden**
- **Frågetecknen hopas kring utbudssidan**
- **Fed sänker "gränsvärdet" för arbetslöshet**

När förutsättningarna för en tydlig återhämtning började falla på plats satte finanspolitiskt bråk återigen käppar i det amerikanska tillväxthjulet. Effekterna bedöms dock bli små och tillfälliga. Men både vad gäller förutsättningarna för framtida politiska överenskommelser och, på kort sikt, tillförlitligheten i ekonomisk statistik har osäkerheten ökat. Trots detta håller vi fast vid att ekonomin tar fart efter årsskiftet och att **BNP växer med 3,3 procent 2014 och med 3,7 procent 2015**, fortsatt tydligt över konsensus. Att finanspolitisk motvind minskar från 1,7 procent av BNP i år till 0,5 procent 2014 bidrar till tillväxtlyftet. Ett annat skäl är vår bedömning att skuldavvecklingen i hushållssektorn nu nått vägs ände.

Prognosen bygger på att en budget planenligt kommer på plats och att skuldtaket höjs i början på nästa år. Fed avvaktar den finanspolitiska utvecklingen och trappar inte ned obligationsköpen förrän i mars 2014, trots att arbetslösheten fortsätter falla. KPI-inflationen håller sig låg kommande år och ökar med 1,7 procent i snitt 2014-2015. Frågetecknen kring resursläget och utbudssidan i ekonomin innebär dock vissa inflationsrisker på sikt.

Konsumtionen lägger i högre växel 2014

Trots årets rejäla dos av skattehöjningar och offentliga utgiftssänkningar har privat konsumtion fortsatt att öka kring 2 procent i årstakt, vilket tyder på underliggande styrka. Budgetbråket tidigare i höst har satt avtryck i form av vikande förtroendeindikatorer; enligt Michiganindexets oktobermätning föll förtroendet till 10-månaderslägsta. Men sambandet mellan förtroendeindikatorer och konsumtion har urholkats på senare år och de realekonomiska effekterna av att federal verksamhet stängdes bedöms vara små. **Avseende 2014 ser vi flera skäl till konsumtionsoptimism.** Arbetsmarknaden förbättras, speciellt för utbildad arbetskraft. Mått över timlöner och veckolöner pekar uppåt. Husprissuppgången mattas, men huspriserna fortsätter stadigt uppåt. I kombination med stigande börsvärden har hushållens nettoförmögenhet nått nya toppnivåer i absoluta tal. Mätt som årsgenomsnitt **växer hushållens konsumtion med 1,9 procent, 2,7 procent respektive 3,1 procent 2013-2015.**

Tillfällig svacka på bostadsmarknaden

Stigande bostadsräntor har bidragit till ökad osäkerhet om

situationen på bostadsmarknaden. Mellan maj och september steg räntan på 30-åriga bostadslån med 120 punkter. Därefter har den dock fallit tillbaka med 20 punkter efter att Fed senarelade nedtrappningen av obligationsköpen. Ansökningar om bostadslån, försäljningen av nya bostäder och påbörjade nybyggnationer ligger tydligt under tidigare toppar, vilket tyder på långsammare tillväxt i bostadsinvesteringar framöver.

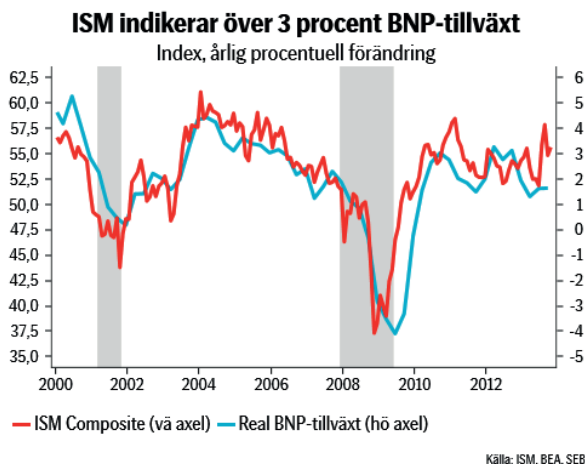
Samtidigt talar den underliggande demografiska utvecklingen för fortsatt behov av bostadsinvesteringar. Antalet nya hushåll ökar årligen med i genomsnitt 1,3 miljoner samtidigt som 300 000 bostäder rivs. Att överutbudet av bostäder snabbt betas av borgar för fortsatt god investeringskonjunktur. Förtroendet i byggsektorn biter sig fast på höga nivåer. Även bostadspriserna fortsätter uppåt; ökningstakten för **Case-Shillers-20 index** ligger för närvarande på 13 procent i årstakt men bromsar in till **8 procent 2014 respektive 6 procent 2015.** Bostadsinvesteringarna fortsätter att öka snabbt även om en viss nedväxling sker från årets 14,5 procent till 12 procent i genomsnitt 2014-2015.

Påbörjade nybyggnationer som konjunkturindikator

I nuläget ligger påbörjade bostadsbyggen klart under toppnivån från i mars i år. Även andra indikatorer för bostadsmarknaden noteras under tidigare toppnoteringar. Eftersom bostadsmarknaden är en av de mest cykliska sektorerna i ekonomin och en viktig transmissionsmekanism för penningpolitiken har utvecklingen lett till viss konjunkturoro. Men bedömningen är att **svackan blir tillfällig och nya toppar nås 2014.** Bortsett från dubbelrecessionen i början av 1980-talet har toppnivån i påbörjade bostadsbyggen inte understigit 1,8 miljoner de senaste 40 åren. Nuvarande nivåer runt 900 000 tyder därmed på att uppsidan är betydande. Sedan 1970 gäller dessutom att **konjunkturuppgången fortsätter i 2-3 år efter det att bostadsmarknaden vänder ned.**



Också företagsinvesteringarna drar sitt strå till tillväxtstacken kommande år. Trots budgetbråket steg storföretagens förtroendeindikatorer i oktober. **Vårt sammanvägda ISM-index är förenligt med 3-3,5 procents BNP-tillväxt.** Sett från årsskiftet har förtroendet i småföretagen också stigit, men nivån är fortfarande historiskt låg.



Osäkerhet kring den finanspolitiska spelplanen, bland annat kopplat till president Obamas sjukvårdsreform, har dock hållit tillbaka företagens anställnings- och investeringsbeslut. Men när nu sjukvårdsreformen sjösätts lättar osäkerheten och förutsättningarna för investeringsrekyl är goda. **Företagsvinsterna är höga och orderläget hyfsat.** Lägg därtill teknologiska landvinningar inom bland annat olje- och gasutvinning som ger tillverkningsindustrin konkurrensfördelar. Sammantaget är bedömningen att **företagens investeringar växer med i genomsnitt 11 procent per år 2014 och 2015.** Trots att exporttillväxten fördubblas jämfört med i år – exporten växer med 5,5 procent i snitt kommande år – ger utrikeshandeln ett negativt bidrag till tillväxten 2014-2015. Underskottet i bytesbalansen växer från 2,5 procent av BNP i år till 3 procent 2015.

Arbetslösheten faller mot jämvikt

Sysselsättningen har hittills i år ökat med i genomsnitt 186 000 per månad, i princip oförändrat jämfört med 2011 och 2012. Givet att den finanspolitiska motvinden 2013 är den tredje hårdaste som noterats är den underliggande motståndskraften på arbetsmarknaden imponerande. Vi räknar med att sysselsättningen ökar med 200 000 respektive 220 000 jobb i månaden

i genomsnitt 2014 och 2015. Att jobbtillväxten inte blir ännu starkare beror på att produktivitetstillväxten – efter det senaste årets kräftgång – tar ny fart.

Arbetslösheten som noterades på 7,3 procent i oktober fortsätter falla enligt våra prognoser. I slutet av 2015 ligger arbetslösheten på 5,8 procent, d v s nära jämviktsarbetslösheten. Inom vissa områden rapporteras redan svårigheter att få tag i kvalificerad personal och trenden i genomsnittliga löner fortsätter upp kommande år.

Låg inflation också kommande år

Till skillnad från exempelvis i eurozonen är den amerikanska inflationsbilden mer komplex och det finns faktorer som på sikt indikerar vissa inflationsrisker. Exempelvis visar NFIB:s småföretagarenkät att såväl anställningsplaner som löner är på väg upp. Historiskt sett är **korrelationen mellan enhetsarbetskostnaderna och inflationen över 80 procent.** Stagnerande produktivitetstillväxt innebär att även måttliga löneökningar slår igenom i ökade enhetsarbetskostnader. Att inflationen ännu inte tagit fart, trots allt mer pengar i systemet, kan förklaras av att penningmängdsmultiplikatorn dalar. Men **när skuldsättningen i hushållssektorn ökar igen borde detta bidra till att pengar omsätts snabbare.** Feds penningpolitik kan också på sikt tänkas påverka inflationen via inflationsförväntningarna även om de senaste fyra årens aggressiva lättnader hittills inte drivit upp förväntningsbilden oroväckande högt.

Enligt etablerad teori ska dock inflationen falla så länge det finns lediga resurser i ekonomin. När de lediga resurserna minskar fortsätter inflationen ned, men i långsammare takt. Även om man kan resa en del frågetecken kring utbudssidan (enligt diskussionen i rutan nedan) kan man lyfta fram flera mått som stödjer vår huvudslutsats att det sannolikt fortfarande finns gott om lediga resurser på arbetsmarknaden. Inom industrin ligger kapacitetsutnyttjandet en bra bit under historiska snitt och sett till hela ekonomin är **produktionsgapet kraftigt negativt.**

Det är mot den bakgrunden som de flesta **inflationmått fallit tillbaka de senaste två åren.** Vår bedömning är att låginflationsmiljön består och **KPI-inflationen hamnar på 1,3 procent 2014 respektive 2,0 procent 2015.**

Sysselsättningsgraden i fokus

Sysselsättningsgraden toppade år 2000 på 67,3 procent och noterades på 65,4 procent när konjunkturuppgången formellt inleddes sommaren 2009. **På tvärs med ekonomisk teori har sysselsättningsgraden fortsatt falla i återhämtningen** till nivåer som senast sågs på president Carters dagar i slutet av 1970-talet. Effekten på arbetslösheten är betydande; om sysselsättningsgraden legat kvar på 65,4 procent hade arbetslösheten legat på 9,9 procent istället för dagens nivå på 7,3 procent.

Fallet kan ha flera orsaker. Urholkade jobbincitament lyfts ofta fram i debatten. Kombinationen av bostadsbidrag, matkuponger och sjukvårdsbidrag kan överstiga minimilönen i vissa delstater. En studie signerad Boston Fed visar dock att hela 60 procent av tappet i sysselsättningsgraden de senaste

fem åren kan förklaras av strukturella faktorer som t ex demografin. Sammantaget indikerar detta att mängden lediga resurser på arbetsmarknaden kanske inte är så stora som officiella prognoser gett sken av och att stigande löner och priser lurar i vassen på sikt.

Även Okun-sambandet mellan tillväxt och arbetslöshet antyder problem på ekonomins utbudssida. Historiskt sett har det funnits ett starkt samband mellan BNP-tillväxt och arbetslöshet; BNP-tillväxt en procentenhet över trend ger enligt Okun-sambandet en halv procentenhets lägre arbetslöshet, och vice versa. Sett över det senaste året har arbetslösheten fallit med 0,8 procentenheter trots BNP-tillväxt på 1,6 procent. Utvecklingen hissar varningsflagg och tyder på **försvagad utbudssida och lägre potentiell tillväxt i ekonomin.**

Finanspolitiken mindre åtstramande 2014

Den **finanspolitiska motvinden i år på 1,7 procent av BNP** var en av de kraftigaste under efterkrigstiden. Under antagandet att de breda utgiftsnedskärningar som trädde i kraft i våras ("sequestern") fortsätter att rulla planenligt blir **åtstramningseffekten 0,5 procent av BNP 2014**. Om något kan åtstramningseffekten bli något mindre genom att kongressen beslutar att hålla fast utgiftssidan på 2013 års nivå. Att utgiftssänkningarna – under gällande lag – slår hårdare mot försvaret 2014 ökar sannolikheten för en ny överenskommelse som mildrar åtstramningsdosen. För 2015 antar vi att finanspolitiken blir relativt neutral. Med våra förutsättningar avseende konjunktur och finanspolitik **fortsätter budgetunderskottet att sjunka**. År 2015 är det nere på 3,9 procent av BNP, vilket kan jämföras med toppen på 12,9 procent 2009.

Kalendern framöver är späckad av finanspolitiska deadlines. Den nyskapade budgetkommittén har fram till den **13 december** att komma fram med ett budgetförslag. Sannolikheten för att man ska ro uppdraget i hamn verkade inledningsvis vara liten – om man misslyckas står bara äran på spel. Rapporter gör dock gällande att framsteg gjorts vilket ökar sannolikheten för en överenskommelse. Kongressen kommer tillbaka från julleddigheten den **7 januari** och har en dryg vecka på sig att förhandla fram en ny budget. Den tillfälliga budgetlösningen som öppnade statlig verksamhet igen för en dryg månad sedan löper nämligen ut den **15 januari**. Vid samma tidpunkt träder även nästa steg i "sequestern" i kraft som innebär att utgiftsnivån sänks från 986 miljarder dollar till 967 miljarder dollar. Beroende på hur skatteintäkterna utvecklas är det oklart när nästa skuldtaksöverenskommelse måste vara på plats men i **mitten av mars** verkar rimligast. Officiell deadline avseende skuldtaket är dock **7 februari**.

Fed sänker gränsvärdet för arbetslösheten

Trots att arbetslösheten fallit till strax över 7 procent fortsätter Fed med samma typ av penningpolitik som för fyra år sedan när arbetslösheten noterades på 10 procent. Penningpolitik

anpassad för ekonomi i kris indikerar att centralbankens målfunktion förändrats och att **Fed** – vid sidan av arbetslöshet och inflation – **vill få arbetskraftsdeltagandet att vända upp**. För att dra ned obligationsköpen räcker det därmed sannolikt inte med att arbetslösheten faller – arbetskraftsdeltagandet måste börja stiga också. Vår bedömning är att dessa förutsättningar finns på plats i början av nästa år och att **Fed minskar på obligationsköpen från och med mötet i mars**. Vid den tidpunkten ökar också sysselsättningen med drygt 200 000 i månaden enligt vår prognos. I slutet av 2014 räknar vi med att obligationsköpsprogrammet är avvecklat.

För att minska risken för skarp ränteuppgång till följd av "tapering" är bedömningen att **Fed sänker gränsvärdet för när räntehöjningar påbörjas från en arbetslöshetsnivå på 6,5 till 6 procent**. Att ledande FOMC-ekonomer i samband med en IMF-konferens nyligen förespråkade en sänkning stärker övertygelsen att förändring är på gång. Dessutom indikerades att de positiva effekterna blir allra störst om gränsvärdet sänks till 5,5 procent, men det är inte vår prognos i dagsläget. Den mest logiska tidpunkten är att gränsvärdet sänks i samband med att "tapering" annonseras – i mars enligt vår prognos – men beslutet kan också komma tidigare än så. Enligt våra prognoser **höjs styrräntan för första gången under det fjärde kvartalet 2015**, strax efter att arbetslösheten faller under 6-procentsnivån. I slutet av 2015 räknar vi med att styrräntan ligger på 0,75 procent. Att **Janet Yellen** installeras som ny centralbankschef ändrar inte penningpolitikens inriktning enligt vår bedömning.

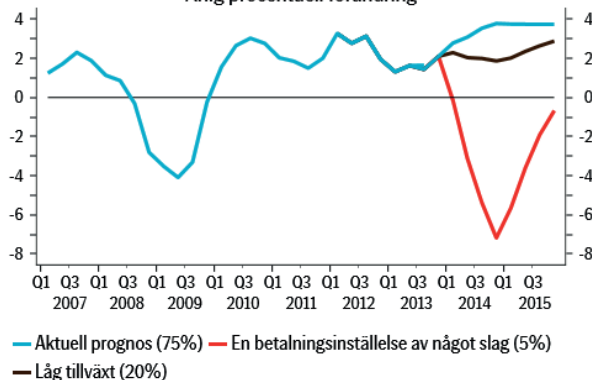
Finanspolitik skapar risker på nedsidan

Samtidigt som vi ser goda skäl att hålla fast vid vårt positiva tillväxtscenario – BNP-prognosen ligger 6-7 tiondelar över konsensus såväl 2014 som 2015 – kan utvecklingen bli sämre än så. En möjlighet är att BNP fortsätter växa runt 2-2,5 procent 2014-2015, det vill säga i samma takt som 2010-2013. Betydligt starkare finanspolitisk motvind än beräknat, kraftigare ränteuppgång kopplat till "tapering" och/eller stagnerande huspriser skulle kunna realisera ett sådant scenario. Sannolikheten för ett sådant "lågtillväxtscenario" beräknas till 20 procent.

Samtidigt finns en liten risk (5 procent) att politiska låsningar och ställningskrig leder till att politikerna kör ekonomin i diket med besked, företrädesvis i samband med nästa beslut kring skuldtaket i vår. Om USA tvingas balansera budgeten med omedelbar verkan skulle detta kunna leda till att BNP faller med 4 procent 2014 respektive 3 procent 2015.

Tre scenarier för amerikansk BNP

Årlig procentuell förändring



Källa: BEA, SEB

Ekonomisk politik ger tillväxtlyft

- **Tillfällig momsdriven inbromsning 2014**
- **Arbetsmarknaden ger motståndskraft**
- **Deflationsspiralen bryts äntligen**

Den nya ekonomiska politiken (Abenomics) som sjsattes vid årsskiftet har inneburit en rivstart för japansk ekonomi som växte 4,1 procent under första halvåret, uppräknat till årstakt. Inbromsningen under kvartal tre bedöms tillfällig; tillväxtsiffrorna blir högre igen såväl innevarande som nästa kvartal när konsumtionsbeslut tidigare lägs inför momshöjningen i april 2014. **BNP växer med 1,7 respektive 1,3 procent 2014-2015 enligt våra prognoser**, snäppet över konsensus båda åren. Momshöjning och en exceptionellt expansiv penningpolitik lyfter inflationen och **deflationsspiralen bryts. Arbetslösheten faller till 3,6 procent 2015, mätt som årsgenomsnitt.**

Konsumentförtroendet har försvagats på sistone vilket kan spegla att momshöjningen med 3 procentenheter i april 2014 är beslutad. Momshöjningen ger **tydliga negativa effekter på konsumtion och BNP** under andra kvartalet nästa år. Men tack vare nya motverkande skattesänkningar och offentliga utgiftshöjningar bryts inte återhämtningen. Lägg därtill att börsen har stigit 60 procent på ett år samt att **arbetsmarknaden visar motståndskraft**. Arbetslösheten föll till 4 procent i september och sysselsättningen ökar med besked. Att bilförsäljningen ökade med hela 17 procent i årstakt i oktober tyder dessutom på en stark avslutning av konsumtionen i år; mätt som årsgenomsnitt ökar konsumtionen 1,8 procent 2013. **Nästa år och 2015 växlar konsumtionstillväxten ned till 1,3 respektive 1,1 procent enligt våra prognoser.**

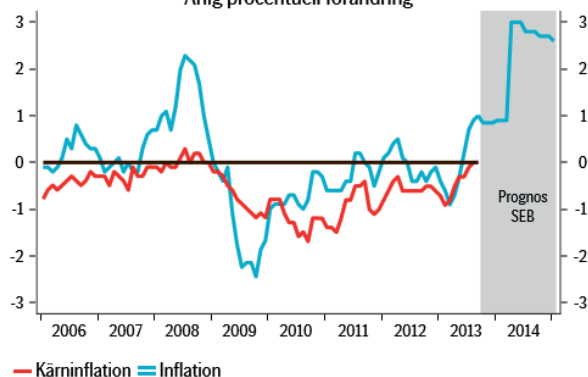
Företagsindikatorerna andas optimism. Maskinorderingen uppvisar en tydlig återhämtningstrend och inköpschefsindex avseende tillverkningsindustrin noterades på tre-årshögsta tidigare i höst. Tankan-undersökningen i september visar genomgående förbättringar jämfört med juni-rapporten; inte minst avseende stora företag verksamma inom tillverkningsindustrin. **Kraftig ynförsvagning i fjol** ger exportföretagen draghjälp; real export har ökat med 9 procent hittills i år, uppräknat till årstakt. Trots att yenen stärkts en aning mot både euron och dollarn sedan i våras räknar vi med att **exporten ökar med 6 procent i snitt 2014-2015**, vilket bidrar till att utrikeshandeln ger positiva tillväxtbidrag kommande år.

Regeringens stimulansprogram ger fortsatt stigande offentlig konsumtion och investeringar, om än i betydligt långsammare takt jämfört med 2013 då offentlig konsumtion ökar med tvåsiffriga tal. Större anslag till återuppbyggnadsarbetet efter naturkatastroferna 2011 samt nya satsningar att mildra effek-

terna av framtida naturkatastrofer ger stimulans. Insatserna behövs; rapporter gör gällande att en eventuell ny jordbävning i Fukushima-området skulle kunna få katastrofala konsekvenser.

Samtidigt köper centralbanken statspapper i snabb takt – statsobligationsköpen beräknas uppgå till 50 000 miljarder yen per år eller ca 10 procent av BNP – med sikte att **fördubbla den monetära basen** mellan slutet av 2012 och slutet av 2014. För närvarande ökar monetära basen med drygt 45 procent i årstakt och sett sedan 2009 ligger den japanska ökningen i linje med den i USA. Målet är att driva upp inflationen till 2 procent inom en tvåårsperiod. Inflationen, som redan noteras på femårshögsta, kommer att stiga kraftigt 2014 när momshöjningen effektueras. **Inflationen stannar på 0,3 procent i år, stiger till 2,4 procent nästa år och 1,7 procent 2015.** Också trenden i kärninflationen och inflationsförväntningar – såväl break-eveninflationen som hushållens inflationsförväntningar – pekar uppåt. Låg arbetslöshet bidrar till positiv löneinflation, vilket varaktigt håller uppe inflationen när engångseffekter klingat av.

Momsen höjer inflationen
Årlig procentuell förändring



Källa: Macrobond, SEB

I och med att den långa deflationsspiralen bryts kommer man tillrätta med ett kärnproblem i ekonomin. Därmed finns också hopp om en stabilisering av **statsskulden som toppar strax över 240 procent** av BNP 2015, den högsta nivå som någonsin noterats för ett OECD-land. En åldrande befolkning med stigande kostnader för hälso- och sjukvård och lägre samlad produktionsförmåga utmanar dock statsfinanserna. Därmed krävs strukturreformer som ökar kvinnors deltagande på arbetsmarknaden. **Budgetunderskottet**, som överstiger 10 procent i år **dämpas till 6 procent av BNP 2015.**

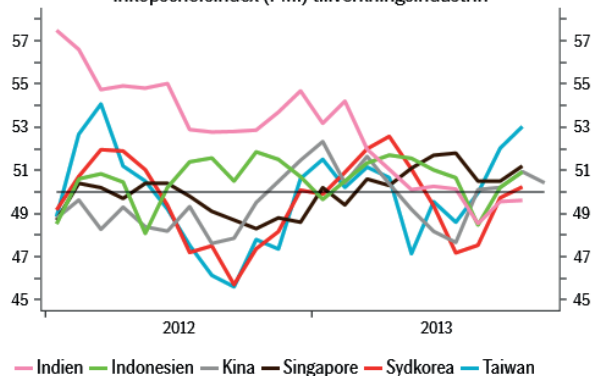
Gryende tecken på tillväxtrekyl

- **Gradvis tillväxtacceleration i regionen...**
- **...men strukturell dämpning väntas i Kina**
- **Finansiell stabilisering i Indien men svag tillväxt**

Osäkerheten kring Feds exitpolitik slog hårt mot finansiella marknader i utvecklingsländer i Asien under våren och sommaren men stormen har åtminstone för tillfället bedarrat. I regionen som helhet finns dessutom tecken på att tillväxten nu gradvis accelererar igen. Inköpschefsindex har förbättrats under hösten och därtill finns tecken på att exporten börjar skjuta fart. **Tillväxten i regionen väntas gradvis röra sig upp mot trendtillväxt 2014 och 2015.** Stigande extern efterfrågan ger stöd samtidigt som inhemsk efterfrågan fortsätter att utvecklas väl tack vare starka arbetsmarknader, ordnade statsfinanser samt lågt inflationstryck som gör att den expansiva penningpolitiken kan bibehållas i de flesta länder.

Asien: Ökande aktivitet

Inköpschefsindex (PMI) tillverkningsindustrin



Som vanligt spretar dock utvecklingen. Kina har inte berörts nämnvärt av den finansiella oron men tillväxten dämpas gradvis. Indien och Indonesien har däremot drabbats hårt av den finansiella oron. Båda ekonomierna hämmas dessutom av allvarliga strukturella svagheter. Indonesien lider i likhet med Indien av ett stort bytesbalansunderskott samt osäkerhet inför nästa års val. Tillväxttakten har dämpats fem kvartal i rad och inbromsningen väntas fortsätta 2014.

Kina: Fortsatt dämpning väntas efter tillfällig acceleration

Tredje kvartalet accelererade BNP-tillväxten något till 7,8 procent i årstakt. Tillväxtnålet på minst 7,5 procent 2013 väntas därmed kunna nås. Mycket av den senaste tidens ökning av aktiviteten i ekonomin har drivits av statliga infrastrukturinvesteringar.

Det är inte troligt att myndigheterna åter vill hamna i ett läge där tillväxten drivs av omfattande stimulanser och det finns redan tecken på att infrastrukturinvesteringarna börjar mattas. Stimulanseffekten blir därför tillfällig. Strävan att bromsa kreditökningen i kombination med övergång till en ny tillväxtmodell gör att aktiviteten i ekonomin dämpas gradvis under 2014 och 2015. **Kinas BNP-tillväxt väntas hamna på 7,7 procent 2013 och på 7,4 procent 2014. 2015 bromsar tillväxten in till 7,0 procent.** En uppåttrisk är att förbättringen av den globala konjunkturen får ett större genomslag på exporten.

Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har förbättrats; det gäller både officiellt index samt det index som HSBC/Markit sammanställer. Båda index har legat över 50-strecket sedan i augusti och det officiella indexet låg i oktober på den högsta nivån sedan i april 2012. Detaljhandel och industriproduktion fortsätter att tuffa på medan aktiviteten i byggsektorn stabiliseras. Det är däremot ingen riktig fart på exporten. Månadsutfallen är volatila men hittills under 2013 ligger exportökningen under 10 procent; en rejäl inbromsning jämfört med 2011 och 2010. Även importutvecklingen är dämpad.

Tredje plenumet en plattform för Kinas reformarbete

Kina står inför en rad utmaningar och strukturella problem såsom en förlegad tillväxtmodell, stort statligt inflytande över ekonomin samt snabbt försämrade demografi. Problemen kommer inte lösas av sig själva utan måste mötas med aktivt reformarbete. Det så kallade *Tredje plenumet för kommunistpartiets centralkommitté* som avslutades 12 november 2013 är centralt för reformarbetet. Plenumet fungerar som en **plattform där Kinas ledare lägger fram riktlinjer för reformarbetet kommande år** och har därmed stor betydelse för Kinas utveckling.

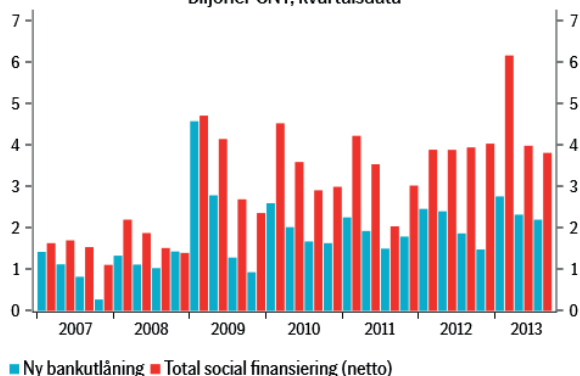
Det är ännu **för tidigt att dra några säkra slutsatser om plenumets policyimplikationer**; fler detaljer kring hur reformerna ska genomföras kommer att presenteras framöver. En formulering att ta fasta på är dock att marknaden ska spela en "avgörande roll" för resursallokeringen till skillnad från den tidigare formuleringen "grundläggande roll". Detta är en tydlig **signal om fortsatt omfattande reformer i marknadsekonomisk riktning**. Stora positiva effekter skulle kunna uppnås genom en rejäl reform av de statliga företagen men företagen själva motsätter sig förändringar och plenumet gav få indikationer på reformvilja inom detta område. På flera andra områden, framför allt reformering av finanssektorn men även exempelvis frågan om äganderätt till jordbruksmark, väntas reformarbetet gå snabbare. **Fortsatta reformer i god takt framöver är en förutsättning för en mjuk tillväxtinbromsning och undvikande av en allvarlig kris.**

Inflationen har accelererat senaste tiden och var i oktober 3,2 procent. Bortsett från den tillfälliga och säsongsdrivna toppen i februari var detta den högsta ökningstakten sedan april 2012. Uppgången förklaras till stor del av stigande livsmedelspriser. Då prisökningarna på grönsaker och fläskkött nu mattas av bedöms inflationen plana ut. Den generella bilden av ett lågt inflationstryck kvarstår; kärninflationen har hållit sig under 2 procent sedan slutet av 2011. Det låga inflationstrycket väntas fortsätta 2014 och 2015 till följd av dämpningen i såväl ekonomisk aktivitet som kreditillväxt. **För helåret 2013 väntas inflationen hamna på 2,7 procent och 3,1 procent för 2014. 2015 bedöms inflationen bli 3,2 procent.**

Styrräntan har hållits oförändrad sedan sänkningen i juli 2012 och väntas ligga **kvar på 6,0 procent till andra kvartalet 2014 då en höjning med 25 punkter väntas följt av ytterligare en höjning tredje kvartalet**. Styrräntan har dock fått minskad betydelse då centralbankens viktigaste penningpolitiska verktyg är de repotransaktioner som används för att kontrollera likviditeten i det finansiella systemet. Efter den omfattande brist på likviditet i banksystemet som uppstod i juni ligger interbankräntorna kvar på en förhöjd nivå. Uppgången har dock inte slagit igenom på räntorna på företagsobligationer och har därmed inte påverkat den reala ekonomin i någon större omfattning. En viktig aspekt är att **likviditetsbristen i juni skapades av centralbanken** för att disciplinera marknadsaktörerna. Under tredje kvartalet ökade valutaserven rejält, vilket innebar positiva nettoinflöden av kapital. Det finns därmed i praktiken ingen brist på likviditet. Centralbankens åtgärd ser ut att ha haft viss effekt. **Kreditillväxten** (mätt med det bredaste måttet total social finansiering) **har fortsatt bromsa in i långsam takt** men inbromsningen blev i oktober kraftigare än väntat. Ökningen är dock ännu ohållbart hög och centralbanken kommer att fortsätta hålla ned likviditeten.

Viss dämpning av kreditillväxten

Biljoner CNY, kvartalsdata



Källa: People's Bank of China

Yuanen har till skillnad från många andra valutor i Asien inte påverkats av oron kring Feds exitpolitik utan har tvärtom stärkts något sedan i våras. **Vid slutet av 2014 och 2015 väntas USD/CNY väntas stå i 5,90 respektive 5,85.**

Indien: Finansiell stabilisering men svag tillväxt

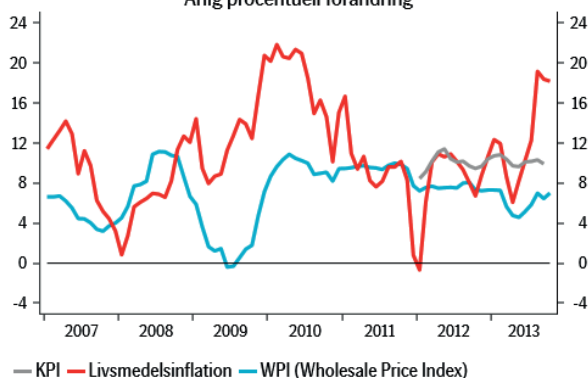
Under hösten har den finansiella turbulensen, kopplad till nedtrappningen av Feds kvantitativa stimulanser, till viss del

bedarrat. Ekonomins strukturella problem finns dock kvar och avspeglas i svag tillväxt; andra kvartalet växte BNP med 4,4 procent i årstakt vilket var en dämpning jämfört med 4,8 procent föregående kvartal. Dämpningen var bredbaserad men speciellt tillverkningsindustrin utvecklades svagt. Inköpschefsindex ligger kvar under 50-strecket. Det finns dock **vissa ljuspunkter**. **Exporten** har skjutit fart de senaste månaderna, vilket fått underskottet i handelsbalansen att falla tillbaka. En gynnsam monsunperiod väntas bidra till ökad jordbruksproduktion. **BNP väntas stiga med 4,6 procent 2013 och 5,2 procent 2014. 2015 accelererar tillväxten ytterligare till 5,5 procent.**

Inflationstakten (WPI) har accelererat och var i oktober 7,0 procent. Rupieförsvagningen har slagit igenom på bränslepriserna och förklarar tillsammans med stigande livsmedelspriser huvuddelen av accelerationen som dock bedöms vara tillfällig. En god skörd tillsammans med höstens räntehöjningar har en dämpande effekt. Mätt som årsgenomsnitt **hamnar inflationen på 6,2 procent 2013 och på 5,8 procent 2014 och 5,5 procent 2015.**

Inflationen har skjutit fart igen

Årlig procentuell förändring



Källa: Ministry of Commerce and Industry

Centralbankschef Raghuram **Rajan**, som tillträdde i början av september, har hunnit lansera flera reformer av finanssektorn vilket bidragit till att marknadsoron bedarrat. Reformerna har även hjälpt rupien att återta en del av den tidigare försvagningen. **Vid slutet av 2014 och 2015 bedöms rupien ligga på 62,5 respektive 60,0 mot USD.** Rajan är mer hökaktig än sin föregångare och har hunnit höja reporäntan med 50 punkter. Vår bedömning är att **reporäntan höjs med 25 punkter i december och med ytterligare 25 punkter i januari** vilket leder till en ränta på 8,25 procent.

Centralbankens reformer kan inte lösa de strukturella problemen. Regeringens tidigare reformsteg i rätt riktning har på senare tid följts av **tvivelaktiga reformer** som kommer att öka statens kostnader för matsubventioner. Därtill riskerar regelverket kring uppköp av land att bli ännu mer komplicerat. Det **parlamentsval** som ska genomföras senast i maj 2014 minskar sannolikheten för att impopulära reformer genomförs den närmaste tiden. Opinionsläget talar för **maktskifte**. Regeringskoalitionen med Kongresspartiet i spetsen ser ut att få lämna över makten till oppositionspartiet **BJP** under ledning av Narendra **Modi**. Resultatet i parlamentsvalet kommer att bli centralt för möjligheterna att driva igenom reformer.

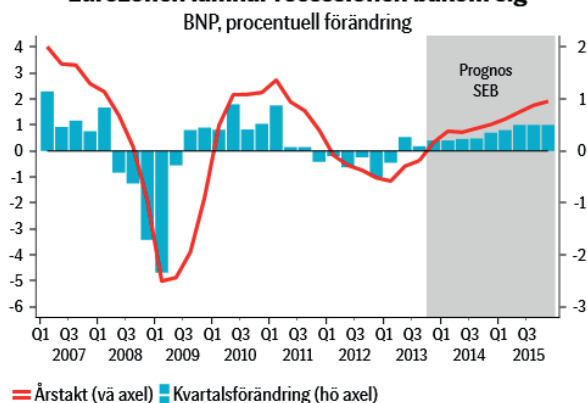
Syrefattig återhämtning med ökad deflationsrisk

- Arbetslösheten fast på rekordhög nivå
- Inflationen problematiskt låg
- Mildare finanspolitik
- Mer ECB-lättnad - QE nästa steg

Tillväxten är tillbaka, men eurozonen fortsätter att brottas med stora problem. Recessionen är därmed slut, arbetslösheten stiger inte längre, budgetunderskotten och bytesbalanserna förbättras – men ryggsäcken i form av stora skulder och hög arbetslöshet tynger återhämtningen. ECB fortsätter att hålla det finansiella systemet under armarna och kommer att pressas att göra mer; regionen kan ännu inte stå på egna ben.

Den internationella konjunkturuppgången, framför allt i USA, ger stöd för exporten och finanspolitiska åtstramningar i krisländerna minskar i omfattning. **Återhämtningen går dock i dubbel otakt;** eurozonen hänger inte med USA och inom eurozonen gör arvet från krisen, finansiellt och strukturellt, att norra Europa står starkare än södra. Efter andra kvartalets starka tillväxtsiffror var BNP tredje kvartalet oförändrad, vilket var i linje med vår prognos. Mätt som årsgenomsnitt **faller BNP med 0,4 procent 2013 och ökar därefter med 0,8 respektive 1,6 procent 2014 och 2015.**

Eurozonen lämnar recessionen bakom sig



Källa: Eurostat, SEB

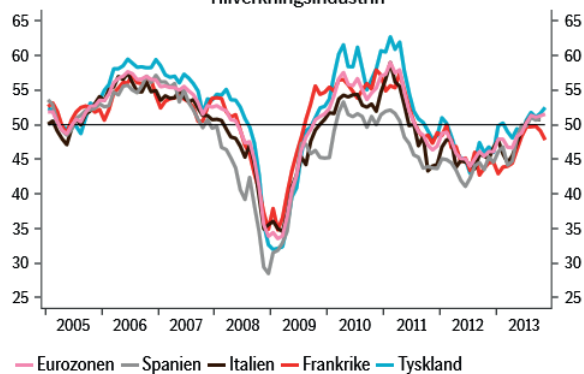
Ytterligare ekonomisk-politisk integration inom eurozonen är nödvändigt på flera områden. Men med mindre akut tryck från finansiella krishärdar går utvecklingen långsammare jämfört med de storslagna planer som tidigare aviserats. Mest centralt den närmaste tiden är att göra framsteg när det gäller bankunionen och gemensam övervakning av banksystemet. Finansministrarna inom eurozonen har godkänt regleringar som ger ECB rätt att utöva kontroll över ca 130 banker. Men länderna är inte överens; gemensamma uttalanden signalerar att ESM ska kunna användas för att rekapitalisera banker men

samtidigt hävdar Tyskland att det ska ske först när obligations-innehavare tagit nedskrivningar. Vi utgår från att krislösningsmekanismerna kommer att finnas på plats när ECB presenterar resultatet av stresstesterna, men oenigheterna innebär att det i praktiken är osäkert om gemensamma mekanismer som ESM kan komma att användas om stresstester nästa år skulle visa större kapitalbrister i banksektorn än vad enskilda länder klarar av att finansiera på egen hand.

Låg inflation, konjunkturoro samt löften om långvarigt låga räntor från andra ledande centralbanker pressade ECB att sänka refiräntan med 25 punkter i början av november, vilket var i linje med *Nordic Outlook Augusti*. Med en ränta som redan är nära noll väntar vi oss **nya krafttag från ECB**; under våren 2014 återstartas Securities Market Programme (SMP) och ECB **genomför kvantitativa lättnader** mer lik den politik som förs i USA, Storbritannien och Japan. Om likviditeten skulle sänka i banksystemet räknar vi med att ECB förutom kortsiktig likviditet som redan utlovats erbjuder ytterligare långfristiga lån (LTRO) till banksektorn. Vi står också kvar vid bedömningen att **flera länder kommer att få uppmjukade krav och i vissa fall mer stöd.** Grekland, och troligen även Portugal, behöver skuldlättnader. Spanien och Irland är på väg att lämna stödprogrammen men kan komma att behöva mer stöd för att stötta sina banker.

PMI nära 50-nivå

Tillverkningsindustrin



Källa: Markit

Indikatorer pekar på successiv förbättring

Sedan i våras har indikatorbilden tydligt förbättrats överlag inom eurozonen. De senaste tre-fyra månaderna har dock dominerats av en sidledes utveckling och sammantaget stödjer indikatorbilden vår prognos om en återhämtning i långsam takt. Inköpschefsindex (PMI) och EU-kommissionens indikator ger en samstämmig bild. PMI för tillverkningsindustrin ligger nu över 50-strecket i Tyskland, Italien och Spanien och något under i Frankrike. Liknande återhämtning av framtidsblickande indikatorer kan observeras för de flesta krisländerna.

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	-1,8	0,6	0,8
Spanien	-1,9	-1,3	0,4	1,5
Grekland	-6,4	-5,0	-1,0	0,0
Portugal	-3,2	-2,2	0,3	0,7
Irland	0,2	0,9	1,5	1,5
GIPS	-2,4	-1,6	0,3	1,2
Eurozonen	-0,7	-0,4	0,8	1,6

Källa: Eurostat, SEB

Exporten återhämtar sig långsamt

Exporten har förbättrats under 2013. Den tydliga uppgång i t ex Spanien och Portugal som kunde skönjas under andra kvartalet har dock mattats av rejält. En starkare omvärldskonjunktur i kombination med en förbättrad konkurrenskraft i krisländerna kommer framöver att ge tillväxtstöd, om än måttligt. Enligt OECD:s mått på enhetsarbetskraftskostnad har framför allt Irland och Grekland återtagit konkurrenskraft medan situationen snarare förvärrats i Frankrike och Italien. Framöver kommer en svagare euro att ytterligare underlätta konkurrenssituationen, men trots detta återstår en del av den nominella löneanpassningen i Sydeuropa. **Exporten i eurozonen ökar sammantaget med 3,7 procent 2014 och 2015.**

Investeringsuppgången dröjer

Inhemsk efterfrågan utvecklas svagt och pressas från flera håll. Eurozonen är fortsatt fast i en situation där osäkerhet kring konjunktur, stödprogram, problem i banksektorn och hög arbetslöshet gör att hushåll och företag tvekar. Investeringarna föll under första halvan av 2013 och kapacitetsutnyttjandet ligger, trots en uppgång under 2013, under det historiska genomsnittet. Detta talar för att återhämtningen behöver komma ytterligare en bit på vägen innan företagen börjar nyinvestera i större skala.

Större delen av de finanspolitiska sparpaketen är nu genomförda, men även framöver pressas hushållen av nedskärningar och hög arbetslöshet. Detaljhandeln har visat en svagt stigande trend under hela 2013, men utvecklingen har varit volatil. Försäljningen föll i september med 0,6 procent jämfört med månaden innan men ökade totalt under tredje kvartalet jämfört med kvartalet innan. Börsuppgångar bidrar till förbättrat konsumentförtroende som indikerar en hyfsad konsumtionsuppgång. Skillnaderna mellan olika länder är dock större än inom industrin. **Hushållens konsumtion faller med 0,6 procent 2013 och ökar därefter svagt med 0,6 respektive 1,4 procent 2014 och 2015.**

Tyskland: Stabil tillväxt

Den tyska ekonomins påverkan på eurozonen är tveeggad. Å ena sidan **bidrar Tyskland till att hålla uppe tillväxt och förtroende**. Eurozonen som helhet har t ex en starkare bytesbalans och lägre offentlig skuldsättning än USA. Å andra sidan är obalanserna inom eurozonen till viss del resultatet av Tysklands framgångar. Konkurrenskraft och exportstyrka i

kombination med återhållsam inhemsk efterfrågan skapar ett mycket stort och omdebatterat överskott i den tyska bytesbalansen (7 procent av BNP 2012), som gentemot resten av eurozonen nu dock faller. Krav på att landet ska stimulera för att öka efterfrågan och få ner bytesbalansunderskottet försvåras av att överskotten till stor del är i privat sektor; offentliga sektorn har visserligen i stort sett balans men den offentliga skulden är ca 80 procent av BNP.

Indikatorer pekar på en successiv tillväxtförbättring och det exportberoende Tyskland kommer att gynnas av en bättre internationell konjunktur 2014. Återhållsam efterfrågan inom eurozonen fortsätter dock att bromsa utvecklingen. En exportuppgång följs normalt av en investeringsuppgång men med viss fördröjning. Inhemsk efterfrågan driver tillväxten de kommande åren men ekonomisk-politisk osäkerhet gör att både företag och hushåll är försiktiga, trots låga räntor, låg arbetslöshet och goda reallöneökningar. **Sammantaget ökar BNP med 0,5 procent 2013, 1,7 procent 2014 och 2,0 procent 2015.**

Regeringsförhandlingar efter valet i september pågår och väntas vara klara i mitten av december. **Fokus ligger nu på en storkoalition mellan Angela Merkels kristdemokrater (CDU) och socialdemokraterna (SPD).** Flera ledande SPD-politiker ser större möjligheter till framgång i opposition. SPD har utlyst en medlemsomröstning om regeringsfrågan i början av december. Vår huvudprognos är ändå att en storkoalition mellan SPD och CDU kommer på plats i december. En storkoalition skulle troligen innebära små förändringar i politiken framför allt när det gäller europalinjen. Inrikespolitiskt har SPD fört fram krav på sociala reformer som t ex en nationell minimilön. Vi väntar oss om något att Tysklands inställning till krispolitiken med en CDU/SPD-koalition blir något mjukare men att kraven på stödländerna att redovisa åtgärder och följa upp resultat av besparingar kommer att bli hårdare.

Frankrike: Svag återhämtning

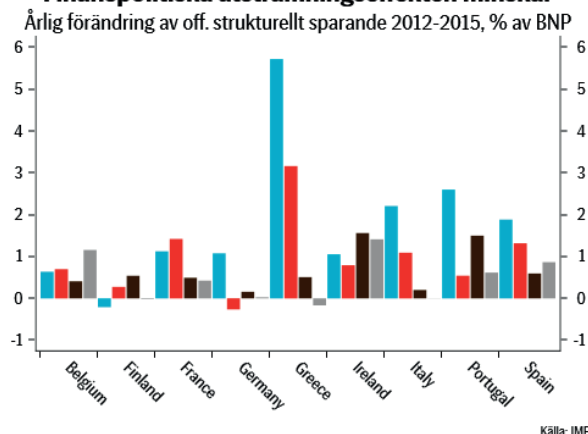
EU-kommissionens sentimentsindikator har förbättrats senaste månaderna, men senaste PMI-siffran föll tillbaka något till en nivå strax under 50. Företagen tvekar att investera innan internationell efterfrågan tar fart 2014. Hushållen har varit relativt motståndskraftiga trots stigande arbetslöshet (11,1 procent i september) och offentliga besparingar. Sammantaget ökar BNP marginellt 2013 med 0,2 procent och ökar därefter till 0,8 respektive 1,5 procent 2014 och 2015. Det offentliga underskottet minskar långsamt, Holland har rekordlåg stöd i opinionen och landet fick i november sänkt kreditbetyg av Standard & Poor's. Sparpaket (bl a höjd moms, frysta transfereringar till kommuner, lägre offentliga lönekostnader och justerad pensionsuppräknings) bidrar till saldotförbättringar. Å andra sidan pressas de offentliga finanserna av att den svaga tillväxten håller tillbaka skatteintäkterna.

Åtstramningar mjukare, men inte över

Finanspolitiken går mot en mjukare period. Mätt som förändring av strukturellt sparande är finanspolitiken i eurozonen i stort sett neutral 2014 och 2015. Det offentliga saldoförbättras från -2,6 procent av BNP 2013 till -2,2 procent av BNP år 2015. Den offentliga bruttoskulden når 95,9 procent av BNP

2014 och faller därefter långsamt. Primärsaldot där räntenettot exkluderas ligger i år nära noll, även om det fortsatt finns ett konsolideringsbehov i flera länder i eurozonen. Detta gäller inte bara krisländerna, utan generellt och drivs bl a av en åldrande befolkning.

Finanspolitiska åtstramningseffekten minskar



Sammantaget innebär detta att de offentliga finanserna för eurozonen som helhet är starkare än i USA, Japan och Storbritannien. Ändå gör systemet med gemensam valuta och penningpolitik att enskilda länder utsätts för större press. Detta gäller speciellt som skillnaderna mellan länder är stora och de gemensamma verktygen att hantera obalanser ännu är utvecklade.

Fortsatt hög arbetslöshet

Arbetslösheten i eurozonen som helhet har de senaste månaderna legat nära rekordhöga nivåer något över 12 procent. Vår bedömning är att toppen nu i stort sett är nådd i de flesta länder även om det är oroande att uppgången fortsätter i t ex Italien (12,5 procent) och Frankrike (11,1 procent). Divergensen är stor; i Tyskland låg arbetslösheten på 5,2 procent i september, vilket är den lägsta nivån sedan 1970-talet. I Spanien och Grekland ligger arbetslösheten över 25 procent.

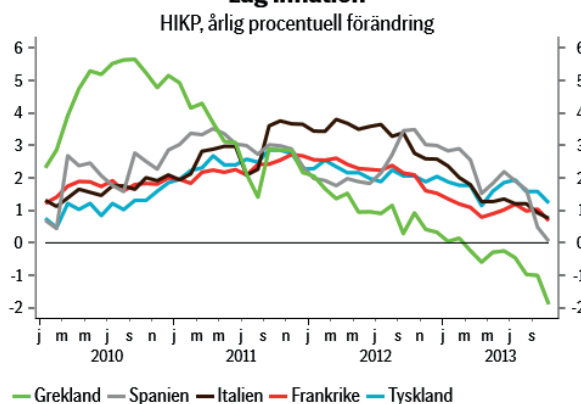
Att arbetslösheten slutat att stiga i flera länder är positivt, men den svaga tillväxten förmår de kommande åren bara att marginellt pressa ner nivåerna. **Mått som årsgenomsnitt ligger arbetslösheten i eurozonen på 12,0 procent 2014 och på 11,5 procent 2015.** Den höga arbetslösheten håller tillbaka efterfrågan i ekonomin och skapar också stora politiska och sociala problem. På längre sikt kommer därtill riskerna för att de arbetslösa förlorar sin kompetens samt att välutbildad arbetskraft lämnar länder som fastnar i krislägen. Till viss del beror den utplaning av arbetslösheten som vi redan sett på att personer efter en lång tids arbetslöshet lämnar arbetskraften. Detta kan noteras i bland annat Spanien även om nedgången i förvärvsfrekvens inte alls är lika stor som i t ex USA.

Mycket lågt inflationstryck

Inflationen har fallit kontinuerligt sedan i juni och låg i oktober på 0,7 procent. Den låga och fallande inflationen drivs av låg efterfrågan och fallande löner i spåren av den höga arbetslösheten.

Nedgången gäller hela eurozonen, men är som mest tydlig i Sydeuropa. I Tyskland var inflationen i oktober 1,2 procent medan den ligger nära noll i Spanien. Grekland har uppvisat regelrätt deflation under hela 2013.

Låg inflation



Strukturella och konjunkturella problem talar för att inflationen kommer att vara låg under flera år framöver. Förutom temporära effekter av t ex höjda indirekta skatter eller fluktuationer i råvarupriser är det svårt att se några större drivkrafter för högre inflation i närtid. Vår bedömning är att riskerna för en skadlig deflation har ökat den senaste tiden men huvudprognosen är ändå att eurozonen som helhet kan undvika en allvarlig deflationsspiral. **Inflationen, mätt som HIKP, blir 1,3 procent 2013 och 0,6 procent 2014 och 2015.**

ECB: QE blir nästa steg

Fallande inflation, svag konjunktur och andra ledande centralbankers allt aggressivare stimulanspolitik har satt **hård press på ECB att leverera ytterligare stimulanser**. Därtill kommer problemen i banksektorn, framför allt i Sydeuropa, och bankutlåningen är fortsatt svag. Till hushållen har utlåningen i princip varit oförändrad det senaste året medan utlåningen till företag sjunker med 3,5 procent i årstakt.

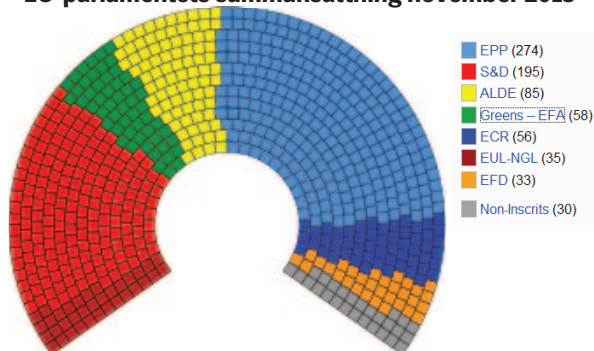
Sänkningen av refinansräntan med 25 punkter i november 2013 kom en månad tidigare än vi väntat oss och ECB:s guidning är fortsatt att räntan kommer att ligga kvar på dagens nivå (eller ännu lägre) under en utdragen period. För att ytterligare pressa EONIA-räntan har ECB också aviserat att negativa inlåningsräntor kan komma att införas. Detta ligger dock inte i vårt huvudscenario. **Styrräntan har sannolikt nått botten men fler verktyg finns i lådan**, bl a OMT-programmet, långsiktiga lån till bankerna (LTRO) och mer renodlade kvantitativa lättnader (QE). Vi bedömer att ECB i första hand kommer att tvingas att aktivera de två sistnämnda. Nya **LTRO-lån** säkerställer att banksektorn har tillräckligt med likviditet och **kvantitativa lättnader** mer lika de i USA, Storbritannien och Japan lyfter av tillgångar från banksystemet, håller nere räntenivån jämfört med USA och minskar ränteskillnader inom eurozonen (se Tema: Dags för ECB att sätta traditionell QE-politik).

Tema: Europas politiskt krokiga uppförsbacke

- **Det första riktiga och viktiga EU-valet 2014 – parlament och ordförande med mer makt**
- **Skuldnivåer, bankunion och politisk union högt upp på Bryssels dagordning**
- **Osäkerhet om val och utfall bakslår EU:s politiska beslutsmaskineri i tolv månader**

I maj 2014 hålls det vanligtvis "glömda" valet till EU-parlamentet. Valdeltagandet har varit i en fallande trend och var senast 2009 bara 43 procent i genomsnitt. Valet är emellertid det viktigaste av de sju EU-val som hållits sedan 1979. Skälen är flera. Det blir en tung **värdeomräkning** för medborgarnas **stöd** för EU:s krispolitik de senaste åren, med bl a nödlån, krisfonder och åtstramningspolitik. Valet blir en möjlighet att få väljarnas **mandat** för liggande färdplan att fortsätta integrera EU i allmänhet och eurozonen i synnerhet ekonomiskt, finansiellt och politiskt. Valet väntas leda till att **EU-negativa krafter** kan skapa koalitioner och få ökat inflytande över EU-politiken de kommande fem åren. EU-parlamentet får nu **mer makt**¹ än tidigare, i enlighet med Lissabonfördraget, och den **politiska färgen på den nya ordföranden** för EU-kommissionen måste reflektera parlamentets politiska sammansättning.

EU-parlamentets sammansättning november 2013



EU-kommissionens nya ordförande, som efterträder avgående portugisen José Manuel Barroso, väljs formellt av Europeiska rådet men således i praktiken av parlamentet. **Vänsterfalangens PES** hetaste kandidater är i dag bl a Martin Schulz (Tys), parlamentets talman, Helle Thorning-Schmidt (Dan), José Luis Zapatero (Spa) och Pascal Lamy (Fra). Bland **högerfalangens EPP** kandidater finns namn som Donald Tusk (Pol), Viviane Reding (Lux), Fredrik Reinfeldt (Sve) och Christine Lagarde (Fra).

Det finns tankar om att redan före **valet presentera olika huvudkandidater till ordförandeposten**. Det skulle ge

1) EU-parlamentet kommer att från och med 2014 få ett större inflytande över frågor som rör bl a regleringar av den inre marknaden, ändrade förutsättningar för fri rörlighet på arbetsmarknaden, förändringar och godkännande av budget, reformering av jordbrukspolitiken, godkännande av handelsavtal och övervakning av eurozonens utveckling.

väljarna en möjlighet att få en tydligare bild av Europas och eurosamarbetets färdriktning de kommande fem åren och ge intrycket av **ett "riktigt" val**. I dag finns en stor skillnad mellan vänster- och högerfalangen i synen på tex krishanteringen. Om vänsterfalangen får välja ordförande är det rimligt att räkna med en mer tillväxt-/jobborienterad ekonomisk politik framöver och viss uppmjukning av lagd åtstramningspolitik. Om högerfalangen vinner ökar sannolikheten för att åtstramningspolitiken ligger fast.

Några politiska nyckelhändelser det närmaste året

Tidpunkt	Händelse
Mitten av dec	Tyska regeringsförhandlingar väntas vara avslutade
19-20 dec	EU-toppmöte i Bryssel
1 jan 2014	Lettland inför euro
1 jan	Grekland blir ordförande för EU
13-14 feb	EU-toppmöte i Bryssel
Våren	Förslag läggs till ytterligare steg mot politisk union
20-21 mar	EU-toppmöte i Bryssel
15-16 maj	EU-toppmöte i Bryssel (prel)
22-25 maj	Valet till EU-parlamentet
26-27 jun	EU-toppmöte
1 jul	Italien blir ordförande för EU
okt/nov	Ny EU-kommission väntas tillträda

EU-negativa vindar påverkar kommissionen

Enligt mätningar som bl a Gallup genomfört i september 2013 bland EU:s medborgare utgör **euroskeptikerna 43 procent** och **eurooptimisterna 40 procent**; 17 procent är osäkra. De EU-/eurokritiska partierna i EU:s 28 medlemsländer har dock divergerande politiska agendor. Under hösten har samarbetet intensifierats över landgränserna för att skapa en gemensam och stark **partigruppering i parlamentet** efter valet i maj.

Men allt annat än en ordförande från vänster eller högerfalangen är otänkbart, trots att EU-/euroskeptiska partier flyttar fram sina positioner och får större inflytande i parlamentet. Historien visar att PES och EPP ofta kan nå konsensuslösningar, vilket minskar risken för riktigt allvarliga bakslag i parlamentet. Men ju större inflytande den EU-/euroskeptiska partigrupperingen får i Bryssel, desto mer måste Europa, i Lissabonfördragets anda, beakta dessa strömningar i de politiska EU-besluten. Politiska bedömare varnar framför allt för effekterna på hemmaplan. För ju starkare dessa EU-/euroskeptiker blir, ensamma eller i koalition med andra partier i Europa, desto **mer konfliktyta uppstår även i den nationella inrikespolitiken**.

Den ökade betydelsen och makten för EU-parlamentet, och risken för större oförutsägbara rörelser i väljaropinionen – i kombination med hög sannolikhet för fortsatt svagt valdeltagande – gör att de traditionella politiska partierna lär tassa försiktigt i många känsliga frågor inför EU-valet och i väntan på en ny EU-kommission. Slutsatsen är att EU blir **en beslutsmäsig kraftlös organisation det närmaste året**. EU:s ordförandeländer 2014 – **Grekland** (jan-jun) och **Italien** (jul-dec) – får

samtidigt svårt att kraftfullt driva Europas utveckling framåt när man brottas med egna komplicerade frågor på hemmaplan.

Tre huvudfrågor behöver fotnedsättning

EU:s och eurozonens lista med ekonomiska, finansiella och politiska utmaningar är lång. Det handlar bl a om att hitta tillbaka till en politik som ger **investeringar, tillväxt och jobb** och som samtidigt möjliggör **en fortsatt integration** inom flera politiskt känsliga områden. Det finns tre huvudområden som behöver politikernas uppmärksamhet i närtid: hållbara skuldnivåer, bankunionen och ytterligare steg mot en politisk union.

□ Återupprätta **skuldstabilitet i offentlig sektor**. Svag tillväxt, låg inflation eller t o m deflation, och stigande internationella långräntor, t ex som ett resultat av Feds nedtrappning av sina obligationsköp, försvårar förutsättningarna att få ned de statsfinansiella budgetunderskotten och uppnå hållbara skuldnivåer. Faktum är att flera EU-länder löper en allvarlig refinansieringsrisk så länge offentlig och privat skuldsättning är hög. EU-länder som passerat gränsvärdet 35 procent av BNP för sin utlandsskuld (riktmärket för bl a ECB, IMF och Kommissionen) är i dag: **Bulgarien, Cypern, Estland, Grekland, Irland, Kroatien, Lettland, Litauen, Polen, Portugal, Rumänien, Slovakien, Tjeckien och Ungern**. Flera länder har förutsättningar att på egen hand växa sig ur problemen. Andra behöver extern hjälp, för egen och andras skull. **Tyskland** har sedan euron infördes ökat **fordran** på omvärlden med 1 100 miljarder euro.

En skuldlättnad kan ske på tre sätt: **1. En uppmjukning** av ränte- och lånevillkor för de skuldsatta länder som redan erhållit stöd/krislån; **2. En nedskrivning** av de totala skuldbeloppen; t ex som i Grekland, men där frågan måste prövas om fordringsägare utanför den privata sektorn också måste delta; **3. Ta steget fullt ut till den politiska unionen** (för euroländer). Alla tre möjligheterna innebär svåra politiska förhandlingar och beslut. I detta sammanhang är det intressant att notera den IMF-idé på en engångsskatt på 10 procent på hushållens nettoförmögenhet i 15 euroländer som skulle få ned den offentliga skulden till 2007-2008 års nivåer; IMF har försökt att tona ned tanken.

□ **Banksystemets stabilitet och kreditförsörjning**. Det närmaste dryga halvåret ska ECB genomföra en granskning och kvalitetskontroll – i samarbete med nationella tillsynsmyndigheter – av ett 130-tal bankers tillgångar (AQR) samt genomföra riskbedömning och stresstester för att undersöka bankers motståndskraft vid olika scenarier. Resultatet väntas under kvartal två-tre 2014. Syftet är att **blottlägga svagheter** i institut och system innan ECB tar över tillsynsansvaret för dessa banker om ett år. Därmed har bankunionens första steg (av tre) genomförts: den gemensamma tillsynsmekanismen SSM.

För att kunna genomföra SSM måste två känsliga frågor besvaras: **1. Om en/flera banker ska rekapitaliseras, hur ska detta gå till, och 2. om en bank behöver rekonstrueras, var går ansvarsgränserna?** Krisfonden ESM har i dagsläget ingen möjlighet att ge direktstöd utan måste gå via enskilda staters balansräkning. Därför diskuteras möjligheten att på något sätt – kortsiktigt – ge en direktlinja till bankerna, t ex via nationella krislösningsfonder. När SSM är på plats och ECB övertagit tillsynsansvaret (november 2014) finns möjlighet för ESM att direktstödja

banker. Vid sidan om den gemensamma tillsynsmekanismen är målsättningen att redan vid årsskiftet 2013-2014 ha den gemensamma rekonstruktionsmekanismen (SRM) på plats. Den är nödvändig för att kunna hantera banker som hamnar i kris och klagöra bl a vem som har ansvar att kapitalmässigt ställa upp för banker i kris.

Kreditmarknaden fortsätter att fungera otillfredsställande i framförallt södra Europa. Det beror på svag ekonomisk utveckling som ökar kreditriskerna och oviljan att öka utlåningen från bankerna. Dessutom ska banksystemen anpassa sina balansräkningar till nya regleringar och krav. För att underlätta anpassningen räknar vi med att ECB erbjuder nya LTRO-lån vilka denna gång – jämfört med för två år sedan – primärt ska användas för banksystemet och inte för att pressa ned ränteläget för länder i kris. I ett politiskt låst läge kan LTRO-lånen fungera som substitut till ECB:s OMT-program.

EU-toppmötet i mitten av december 2013 blir ett viktigt steg för att visa var Tyskland står i dessa båda frågor efter att en ny koalitionsregering bildats. Det finns starka förväntningar på att **Tyskland kommer att göra eftergifter** och acceptera förslag till tillfällig finansiering av banker och hur banker i kris ska hanteras. I utbyte ska Tyskland få att enskilda länder hårdare binds fast vid reformer och åtaganden.

□ **Färdplanen för en politisk union**. Det är uppenbart att diskussionerna **gått i stå** kring den plan som presenterades i juni 2012 och vars syfte är att ge eurosamarbetet stabilitet. Tyskland och Frankrike gjorde så sent som i maj 2013 ett försök att påverka processen. Strategin var tydlig. Dels att ge Frankrike tyskt stöd som viktig parhäst i Europas utveckling, dels bromsa EU-kommissionens federalistiska ambitioner. **I dagsläget hal-tar parhästen** p g a Frankrikes stora och växlande ekonomiska och politiska utmaningar och där presidenten har rekordlåg förtroende bland fransmännen. Ett tyskt-franskt samarbete – och där Storbritannien drar ned på sina EU-ambitioner – är en nödvändighet för att EU och eurosamarbetet ska utvecklas.

För att uppnå ekonomisk, finansiell och politisk stabilitet i Europa krävs större integration och fördjupad institutionell struktur. Men Europa och EU är i dagsläget **inte tillräckligt politiskt starkt och sammanhållet** för att genomföra t ex nödvändiga förändringar i olika fördrag utan att sprickor uppstår mellan och inom länder. Därför pågår en ständig process som innebär att fördrag tolkas så flexibelt som möjligt. Dessa möjligheter minskar om EU-parlamentet blir mer EU-/ euroskeptiskt.

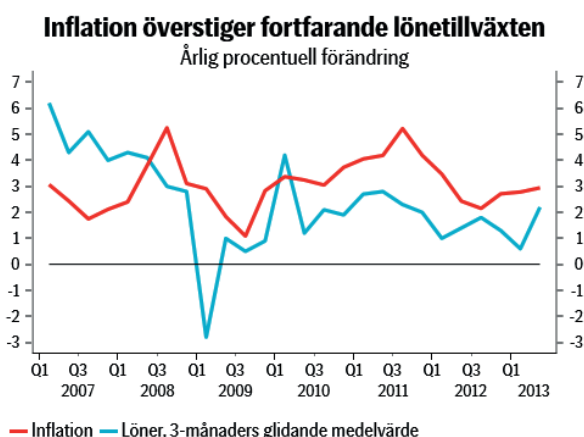
Stora politiska utmaningar väntar 2014

De senaste åren har EU och eurosamarbetet visat på bitvis överraskande kraft att kunna leverera under press. Det ger anledning till **försiktiga förhoppningar**. Att tyska regeringsförhandlingar kommer i mål i december räcker inte för att få EU mer beslutskraftigt det närmaste året i ett tillväxtmässigt svagt Europa. Stora frågor behöver lösas skyndsamt – statsskulden tynger och kreditmarknaden hackar. EU-valet och en ny kommission med förändrade politiska styrkeförhållanden underlättar inte situationen för Europa. **EU står inför en politiskt krokig uppförande det närmaste året.**

Brittisk tillväxt bland de högsta i EU

- **Konsumtionen drar ett allt större lass**
- **Arbetslöshet på 6,5 procent i slutet av 2015**
- **Nya obligationsköp uteblir, räntan höjs 2015**

Brittisk ekonomi vilar på allt fastare mark. BNP-tillväxten under det tredje kvartalet var den starkaste på mer än tre år och återhämtningen är bredbaserad. Samtliga huvudsektorer i ekonomin – tjänster, industriproduktion, bygg och jordbruk – ökar i volym. Ännu ligger dock BNP-nivån 2,5 procent under tidigare topp från 2008. Att tjänstesektorn växt förbi den förra toppen motverkas av att produktionen inom industri- och byggsektorn ligger 12-13 procent under. Efter 1,4 procents **BNP-tillväxt** i år fortsätter återhämtningen i **snabbare takt 2014-2015 när ekonomin växer 2,4 respektive 2,7 procent**, snäppet över konsensus. Trots lediga resurser biter sig inflationen envist fast över målet och faller inte varaktigt under 2 procent förrän i slutet av 2014. Den **första räntehöjningen från 0,5 till 0,75 procent kommer i december 2015**. Vi räknar med att arbetslösheten, som i nuläget ligger på 7,6 procent mätt som tremånaderssnitt, då har fallit en bit under den för centralbanken viktiga 7-procentsnivån. Men i likhet med USA kan det finnas skäl att sänka gränsvärdet för när räntehöjningar kan komma i fråga också i Storbritannien eller spela ned betydelsen av det.



Källa: Macrobond, SEB

Trots svag real löneutveckling är **hushållen med på återhämtningståget**; trenden i detaljhandeln är den starkaste sedan 2008 och konsumentförtroendet noteras nära femårshögsta. **Stigande huspriser** – den senaste tremånadersperioden har huspriserna stigit med över 10 procent uppräknat till årstakt – bidrar till högre framtidstro och konsumtion. Men trots uppgången i huspriser växer inte utlåningen till hushållen. Mönstret var detsamma när huspriserna återhämtade sig efter reces-sionen i början på 1990-talet. **Hushållens konsumtion ökar**

med 2,1 respektive 2,4 procent 2014-2015, en uppväxling jämfört med årets 1,7 procent. Reallönerna, som fortfarande faller, stabiliseras nästa år och växer 2015. Regeringens budget-konsolidering mildras också i takt med att valet 2015 närmar sig, vilket ger hushållen andrum. **Budgetunderskottet**, som beräknas till 6,1 procent av BNP i år **minskar till strax under 5 procent 2015**.

Företagsindikatorerna tyder på fortsatt vind i seglen. I oktober steg inköpschefsindex i tjänstesektorn till den högsta nivån sedan 1997 och ett vägt genomsnitt av tjänste-, tillverknings-, bygg- och handelsindikatorer ligger också på 15-årshögsta. **Industriproduktionen**, som stigit trendmässigt sedan ett år tillbaka, **växlar upp 2014**. Efter fallet i år **växer företagens investeringar med drygt 4 procent i snitt 2014-2015**. Utrikes-handeln fortsätter dock att gå knaggligt och såväl bytes- som handelsbalansunderskottet biter sig fast på höga nivåer.

Fokus på arbetsmarknaden har intensifierats sedan Bank of England (BoE) börjat använda arbetslösheten som guidning för framtida penningpolitik. Tidigare höll centralbanken också ett öga på produktivitet och kapacitetsutnyttjande när mängden lediga resurser i ekonomin skulle bedömas. Men nu är tanken att resursutnyttjandet speglas väl i arbetslöshetsmät-tet – företagen väntas försöka öka produktiviteten hos befintlig personal innan man börjar nyanställa på allvar. Detta rimmar väl med erfarenheter från tidigare cykler, men inte med utvecklingen de senaste åren. **Stigande sysselsättning står för omkring 80 procent av BNP-uppgången sedan 2009** – högre produktivitet för 20 procent. Också i år har sysselsättningen ökat i en takt som historiskt varit förenligt med tydligt fallande arbetslöshet. **Arbetslösheten** minskar gradvis till **7,2 procent 2014 respektive 6,7 procent 2015**.

Sedan hösten 2007 **har inflationen i genomsnitt legat på 3,2 procent**; endast sex månader under 2009 har målet på 2 procent uppfyllts. En pundförsvagnig med 25 procent, stigande energipriser samt momshöjning är de viktigaste förklaringarna. Trots deflationstendenser i omvärlden biter sig brittisk inflation fast på kort sikt. Nya energiprishöjningar är på väg liksom möjligen också skatte- och avgiftshöjningar. Mätt som årsgenomsnitt blir inflationen **2,0 respektive 1,7 procent 2014-2015**. Nya obligationsköp uteblir och BoE **höjer räntan från 0,5 till 0,75 procent i december 2015** samtidigt som ECB ligger stilla. Detta talar för att **pundet förstärks mot euron** från nuvarande 0,83 till 0,79 i december 2015.

Gradvis återhämtning – de stora divergerar

- **Ryssland: Strukturproblem hämmar**
- **Polen: Återfår stjärnglans**
- **Ukraina: Devalverar sig ur akut kris**

Nästan alla ekonomier i Östeuropa – med Ukraina som notabelt avvikare – har i höst inlett en återhämtning efter att ha **bottnat ur andra kvartalet 2013**. Ljusningen är tydligast i centrala regionen där tillväxten får draghjälp av ökad tysk efterfrågan och att privat konsumtion åter försiktigt börjat komma igång. I t ex Polen avancerade industrins inköpschefsindex i oktober till 53,4; indexnivån är den högsta sedan 2011 och har legat över expansionsgränsen 50 i fyra månader i rad. Även i hårt pressade länder i söder, som Bulgarien och Kroatien, har tillväxtutsikterna ljusnat en aning. Men **återhämtningen de närmaste åren blir måttlig** överlag i Östeuropa. Det dröjer till 2015 innan flertalet länder når upp till potentiell tillväxt. Skälen är svag investeringsuppgång samt trög exportförbättring på grund av ett trögt Västeuropa och Ryssland. I viss mån bromsas tillväxten även av finanspolitisk åtstramning även om denna mildras.

I de flesta länder drivs tillväxten initialt av ökad privat konsumtion och export. Konsumtionen stärks av god reallönetillväxt, mycket till följd av låg inflation. Pristrycket hålls nere av kvarhängande lediga resurser (dock knappa i Ryssland) och lugna råvarupriser. Investeringar hålls tillbaka av global osäkerhet, ett moderat kapacitetsutnyttjande i industrin samt långsamt upp-
tjänande kreditvillkor.

Fundamentalt sett relativt starka **Polen återfår sin framskjutna position** i Östeuropa efter en djup inhemsk svacka andra halvåret 2012 och början av 2013. Återhämtningen blir först exportledd men över tiden bredbaserad. Stärkta reallöner (efter rejäl nedväxling i inflation), kraftfull penningpolitisk stimulans och EU-strukturstöd ger näring åt inhemsk efterfrågan. En temporär uppmjukning i år av budgetkonsolideringen ger också visst stöd. **BNP ökar med 1,5 procent i år och med 3,1 respektive 3,5 procent 2014-2015**. Låg inflation under 2,5-procentmålet gör att centralbanken börjar höja räntan först i början av 2015, senare än signalerat (andra halvåret 2014). Zlotyn stärks något på grund av en relativa tillväxtfördelar.

Ryssland har växlat ned till en klart lägre tillväxt än de 6-7 procent som gällde före den globala krisen. Senaste årets skarpa inbromsning har varit bredbaserad men främst orsakats av svaga investeringar. Efter ett oväntat blekt BNP-utfall för tredje kvartalet (årstakten låg kvar på 1,2 procent) sänker vi en redan försiktig tillväxtprognos för 2013 från 1,7 till 1,4 procent. Samtidigt tyder de senaste månadernas vändning uppåt i produktionsindikatorer och något bättre export på att ekonomin

bottnat ur under hösten. Stark arbetsmarknad och goda reallöner stöttar när ekonomin över tiden tappar stöd från ett oljepris som sjunker till 100 USD/fat. **BNP ökar med 2,3 procent 2014 samt 2,8 procent 2015**, vilket är i linje med potentiell tillväxt numera. Resursläget är ansträngt och den demografiska trenden är negativ. Omfattande reformer krävs för att lyfta tillväxten till president Putins långsiktiga mål på 5-6 procent. Inflationen fortsätter ned i spåren av stabila matpriser och viss stegring i arbetslöshet. Inflationen 2014 hamnar på historiskt låga 5,4 procent.

Ukrainas svaga ekonomiska utveckling sedan slutet av 2012 har i höst övergått i en kris som snabbt fördjupats. BNP-fallet på 1,5 procent i årstakt under tredje kvartalet var femte kvartalet i rad med negativ tillväxt. Ekonomin har pressats av sviktande stållexport, sämre rysk efterfrågan och övervärderad valuta. Detta har bidragit till att bytesbalansunderskottet skjutit i höjden till i längden ohållbara 8 procent av BNP 2012, och någon större förbättring väntas ej 2013. Förtroendet på finansmarknaden är rejält anfränt och förvärrat som vid sommarens globala oro inför Feds kommande exitpolitik. Därtill sänkte S&P den 1 november 2013 Ukrainas rating till samma skräpstatus (B-) som Grekland. Bytesbalansunderskott och centralbankens stödköp av hryvnian under senaste året har tårt på valuta-reserven. Under tredje kvartalet jämfört med det andra mer än fördubblades underskottet, till 5 mdr USD. Reserven är på lägsta nivå på över sex år och täcker knappt tre månaders import – normalt ett kritiskt gränsvärde. Läget försvåras av att staten har ett stort externt finansieringsbehov på kort sikt även om statsskulden är låg. Regeringens plötsligt tvekan om hållning om ökad EU-integration har därtill förstärkt den politiska osäkerheten.

Vi står fast vid bedömningen i *Eastern European Outlook Oktober 2013*, att det blir en **devalvering på minst 10 procent under första kvartalet 2014**. Den sker i samband med ett nytt IMF-stödlån. IMF väntas i utbyte kräva bland annat lägre gassubventioner. Notabelt är att IMF sedan många år tillbaka i sina Ukraina-rapporter efterlyst en mer flexibel växelkurs, i stället för nuvarande "halvfasta" system där centralbanken försöker hålla hryvnian stabil mot USD. En kursjustering skulle därför troligen accepteras som ett led i att få bukt med bytesbalansproblemet. En devalvering ger viss knuff åt exporten 2014 men riskerar på kort sikt skapa påfrestningar i banksystemet där utlåningen till ca 40 procent är i utländsk valuta och andelen dåliga lån totalt sett är relativt hög. BNP-prognosen sänks något: **BNP faller med 1,4 procent i år och ökar med 1,7 respektive 3,2 procent 2014-2015**.

Växande konsumtion ger god tillväxt – Estland slirar

- **Lettland och Litauen kvar i EU-topp**
- **Fortsatt låg/måttlig inflation**
- **Litauen klarar mål om euroanslutning 2015**

Växande privat konsumtion fortsätter att generera god BNP-tillväxt i Baltikum även om minsta ekonomin Estland sackar efter. Export och investeringar har utvecklats svagt sedan i somras – vilket resulterade i oväntat låg tillväxt i Estland och Litauen under det tredje kvartalet - men stärks gradvis de närmaste åren. Den förutspådda återhämtningen i Estlands tillväxt är starkt avhängig att extern efterfrågan (framför allt Finland och Sverige) kommer igång, eftersom konsumtionen tappat visst momentum framöver och offentliga investeringar förblir svaga.

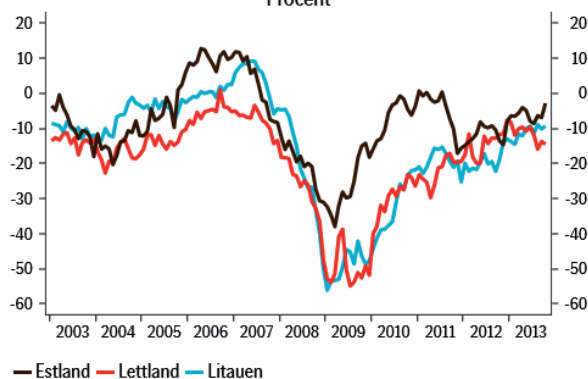
Lettland och Litauen fortsätter att växa snabbast av alla EU-länder. Lettlands BNP ökar med 4,8 procent per år 2014-2015 efter 4,0 procent i år. Litauens tillväxt hamnar på 3,5 respektive 4,5 procent efter årets 3,3 procent. Detta är något över potentiell tillväxt som beräknas ligga på 3-4 procent i alla baltiska länder. Tillväxt över potentiell betyder att nuvarande obefintliga inflation i Lettland och Litauen kommer att stiga. Inflationssuppgången blir dock måttlig till följd av ett lågt omvärldstryck samt kvarhängande lediga resurser även om redan rådande arbetskraftsbrist (gäller även Estland) blir ett tilltagande problem i vissa sektorer som teknik och bygg.

Estlands tillväxt repar sig gradvis till **2,6 procent 2014 och 2,9 procent 2015**, efter årets djupdykning till ned mot 1 procent. Nedgången i år beror i hög grad på fallande offentliga investeringar, främst en följd av sjunkande EU-strukturstöd, och sviktande export (Estland har högre exportberoende än Lettland och Litauen). De senaste årens relativt höga inflation dämpas av modest tillväxt, ökande konkurrens i detaljhandeln samt lägre priser på offentliga tjänster som transporter och utbildning. Inflationen 2014 hamnar på 2 procent; under övriga baltstater. Höga löneökningar på 7-8 procent i år avtar gradvis men utgör en upptrisk för inflationen då produktivitetstillväxt hittills inte kunnat matcha lönetillväxt.

I alla länder får privat konsumtion näring av **fortsatt goda reala inkomstökningar för hushållen**. Sysselsättningen fortsätter att öka, om än i lägre takt än i år. Arbetslösheten sjunker ytterligare något i Litauen och Lettland från i genomsnitt drygt 11 procent i år till 8,5-9,0 procent 2015. Estlands arbetslöshet har redan kommit ned nära strukturell jämviktsnivå på 8 procent (8,0 procent tredje kvartalet 2013) och väntas plana ut där. Nominella löner ökar i måttlig takt i

Lettland och Litauen medan Estlands höga takt dämpas något. Finanspolitiken under 2014 väntas ha en neutral inriktning i Lettland och bara marginellt åtstramande i Estland-Litauen. Sammantaget är det **bäddat för fortsatta konsumtionslyft**. Att hushållens framtidstro ligger på relativt goda nivåer pekar åt samma håll. Det senaste halvårets dämpning av konsumentförtroendet i Lettland ser vi som temporär, delvis orsakad av osäkerhet om kortsiktiga effekter av landets eurointräde den 1 januari 2014.

Konsumentförtroende på relativt goda nivåer
Procent



Källa: EU-kommissionen

Efter höstens fortsatt svaga inflationsdata är **sannolikheten relativt hög att Litauen – som sista baltstat - kvalar in i eurozonen 2015 i enlighet med regeringens mål**. Årsgenomsnittet för inflationen var i oktober 1,4 procent (månadsdeflation på 0,1 procent), den lägsta nivån sedan 2010. Ända **sedan september 2012 har Litauen uppfyllt Maastrichts inflationskriterium** – på senare tid med ökad marginal. Vid EU-kommissionens och ECB:s utvärdering får inflationen som årsgenomsnitt vara högst 1,5 procentenheter över snittet för de tre EU-länder med lägst inflation. Utvärdering av Litauens konvergens/euroansökan sker våren 2014. Det deflationistiska trycket inom eurozonen kan sätta käppar i hjulen för Litauen men länder med deflation räknas som extremfall och ingår ej i kalkylen. Litauen ser därmed ut att klara alla sex kriterier - inklusive tillägget att nedväxlingen i inflation (och övrig konvergens) måste bedömas vara varaktig. Det andra nyckelkriteriet om ett **offentligt budgetunderskott på högst 3 procent av BNP ser också ut att kunna klaras, men med knapp marginal**; bara ett par tiondelar för 2013. Det finns också en risk att EU-kommissionen/ECB anser att nedväxlingen här gått väl fort, från ett underskott på 5,5 procent så sent som 2011. Å andra sidan påminner Litauens budgetutveckling starkt om Lettlands bana och Lettland fick ju klartecken i våras/somras för eurointräde 2014. Och Litauen torde likt Lettland få beröm för sin beslutsamma hantering av den djupa ekonomiska krisen 2008-2009.

Låg inflation sätter trovärdighetspress på Riksbanken

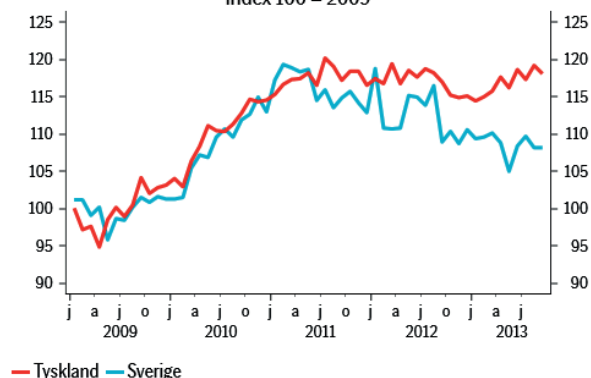
- Skakig återhämtning för industrin
- Optimistiska hushåll börjar konsumera
- Arbetslösheten sjunker tidigare än beräknat
- Inflation långt under målet
- Riksbanken sänker räntan i december; långsam höjning under 2015

Konjunkturindikatorerna fortsätter att spreta, men ger sammantaget ändå stöd för att **tillväxten nu är på väg att accelerera**. Uppgången ser inledningsvis dock ut att bli trögare än beräknat. BNP-prognosen för 2013 har justerats ned till 0,7 procent och till 2,5 procent för 2014, vilket är 0,6 respektive 0,1 procentenheter lägre än i *Nordic Outlook Augusti*. Prognosen för 2015 är oförändrad på 3,2 procent. Nedjusteringen beror främst på svagare exportutveckling än väntat.

Industriuppgången dröjer

Trots tecken på en något starkare internationell konjunktur fortsatte industriproduktion och varuexport att falla under det tredje kvartalet. Den svenska industriproduktionen är betydligt svagare än den tyska (se diagram) och varuexporten uppvisar ett liknande mönster. Den starkare växelkursen är troligen en delförklaring till detta. Bilden av svaghet inom industrin är dock inte entydig. Nedgången enligt produktionsdata återspeglas t ex inte i barometerdata, där utvecklingen enligt de flesta undersökningar är relativt likartad i Sverige och Tyskland. Vår bedömning är att uppgången i barometrarna är mer tillförlitlig när det gäller att bedöma utvecklingen framöver och vi tror därför att **svensk industri kan följa med omvärldskonjunkturen uppåt**. Accelerationen i export och industriinvesteringar fördröjs dock jämfört med tidigare prognos. Vi räknar med att exporten växer med 3,7 procent under 2014.

Industriproduktion
Index 100 = 2009



Källa: Macrobond, SEB

Hushållen gynnas av expansiv politik

Den expansiva finanspolitiken fortsätter. 2013 motsvarade stimulansen ca 25 miljarder kronor (0,7 procent av BNP) och det beloppet matchades i stort i budgeten för 2014. Fortsatt hög arbetslöshet och det kommande valet gör att vi väntar oss ytterligare åtgärder i vårpropositionen 2014. Totalt räknar vi med reformer motsvarande 30 miljarder (0,8 procent av BNP) 2014 **framför allt riktade mot hushållen**. För 2015 räknar vi med en svagt expansiv politik motsvarande ca 10 miljarder kronor oavsett hur regeringen ser ut efter valet. På grund av att budgeten utan några diskretionära beslut är kontraktiv (bl a genom ersättningstak i socialförsäkringar, myndigheters produktivitetsskrav och brytpunkter för skatt som inte justeras i linje med inkomstutvecklingen) blir finanspolitiken inte fullt så expansiv som reformerna tyder på. Dessutom höjer kommuner och landsting skatterna; hittills har höjningar som ökar medeldebiteringen med 0,13 procentenheter rapporterats.

Den expansiva politiken innebär att de **offentliga finanserna fortsätter att uppvisa underskott de kommande åren**. Den offentliga sektorns finansiella sparande blir -1,6 procent av BNP 2013 och förbättras därefter till -1,3 procent av BNP 2015. Den offentliga skulden är i stort sett oförändrad på 2013 års nivå under prognosperioden.

Offentliga finanser

Procent av BNP

	2012	2013	2014	2015
Finansiellt sparande	-0,9	-1,6	-1,8	-1,3
Offentlig skuld	37,5	40,5	40,8	40,5
Statsskuld (okonsolid.)	32,4	35,5	35,9	35,7
Statens lånebehov, mdr	25	127	66	17

Källa: SCB, SEB

Konsumtionsuppgången är i sin linda men jämfört med industrin är signalerna tydligare. Låg inflation gör att hushållens reallöner ökar i god takt och skattesänkningar på nära 20 miljarder gör att köpkraften 2014 ökar med mer än 3 procent. Även på detta område är signalerna om en begynnande uppgång tydligast i olika barometerundersökningar, men det finns också klara tecken på att detaljhandel och nybilsregistrering ökar. Detta ger stöd för vår prognos att konsumtionen nästa år ökar med 2,7 procent.

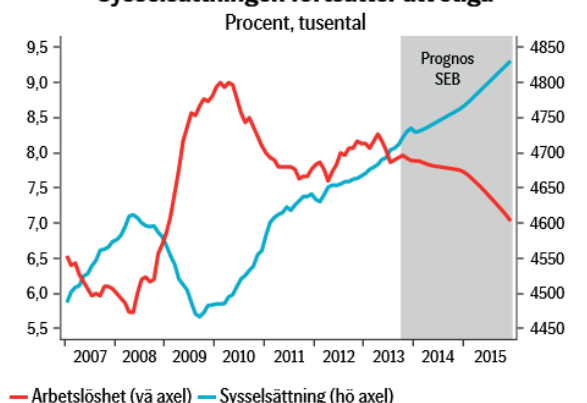
Huspriserna har stigit med ungefär 3 procent i år och lägenhetspriserna med mer än 10 procent. SEB:s boprisindikator har fortsatt att stiga och ligger nu i nivå med de historiska toppnivåerna från 2007. **Detta tyder på att prisuppgången kommer att fortsätta.** Att flera länder som tidigare visat motståndskraft nu börjar se fallande priser, t ex Australien, Kanada och Norge, utgör en varningssignal. Gapet mellan nybyggnation

och befolkningstillväxt i Sverige ser dock ut att vara unik i ett internationellt perspektiv. Vi räknar med att huspriserna ökar med 5 procent både 2013 och 2014. Därefter planar priserna ut under 2015 när Riksbanken höjer räntan och vissa åtgärder vidtas för att dämpa bankernas utlåning.

Fortsatt stark sysselsättning

Trenden på arbetsmarknaden med **stigande sysselsättning i kombination med en arbetslöshet som hålls uppe av högre arbetskraftsdeltagande har fortsatt**. Kortsiktiga indikatorer tyder snarast på att uppgången i sysselsättning är på väg att accelerera, trots den måttliga BNP-tillväxten. Sysselsättningsökningen drivs av tjänstesektorer främst inom utbildning, vård och omsorg (se Tema).

Sysselsättningen fortsätter att stiga



Källa: Konjunkturinstitutet, Riksbanken, SCB, SEB

Inflödet till arbetskraften under de senaste åren har till stor del drivits av att antalet personer i sjukskrivning och förtidspensionering minskat; i hög grad som en följd av stramare regelverk och ökade incitament att arbeta. Effekten av politiken fortsätter framöver, men i betydligt långsammare takt. Samtidigt ökar den arbetsföra befolkningen, vilket leder till att arbetskraften växer i god takt. Sammantaget växer ändå arbetskraften långsammare än sysselsättningen och vi räknar med att **arbetslösheten gradvis vänder nedåt i början av 2014**.

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 de närmaste åren.

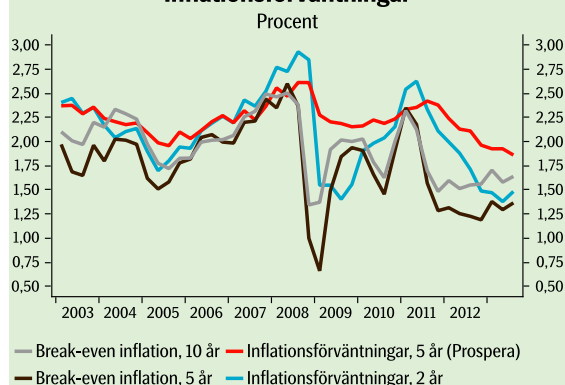
Inflation långt under målet

Inflationstrycket är mycket lågt och KPIF-inflationen har huvudsakligen legat under 1 procent det senaste året. Inflationen pressas 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. Inflationstrycket dämpas också av att internationella priser på energi och andra råvaror, som stigit under de senaste åren, nu försvagas. Uppåtrisen för inflationen ligger i att stigande enhetsarbetskostnader, drivna av låg produktivitetstillväxt, skulle få större genomslag än beräknat.

Inflationsförväntningar riskerar bli för låga

I *Nordic Outlook Augusti 2013* visade vi att KPIF-inflationen i genomsnitt varit 1,5 procent de senaste tio åren. Genomsnittet för de senaste tre åren är nu på väg ner mot en procent, vilket är i paritet med den lägsta treårsnoteringen någonsin.

Inflationsförväntningar



Källa: Riksbanken, Bloomberg, SEB

Den låga inflationen har **pressat ned de flesta måtten på inflationsförväntningar**. Även långsiktiga inflationsförväntningar börjar nu falla under Riksbankens mål. De femåriga inflationsförväntningarna enligt Prosperas undersökning har t ex fallit till 1,85 procent. Prissättningen på realobligationsmarknaden (break-even inflationen) indikerar inflationsförväntningar på 1,3 procent på fem års sikt och på 1,6 procent

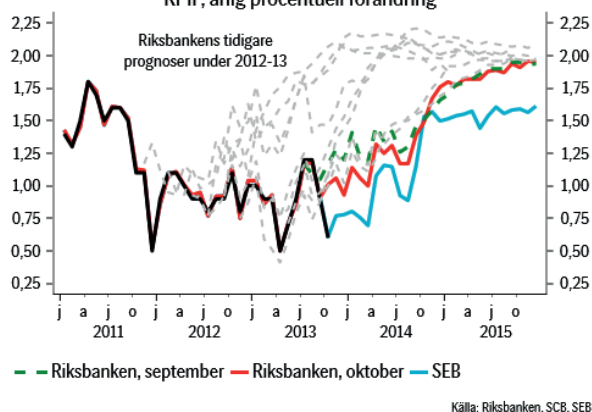
på tio års sikt. De implicita inflationsförväntningarna på fem år om fem år, som t ex Fed använder som ett mått på de riktigt långsiktiga inflationsförväntningarna, ligger nu på 1,9 procent.

Inflationsförväntningar har historiskt i hög grad påverkats av den faktiska inflationen och nuvarande nivåer är inte extrema. Däremot börjar perioden med nedpressade förväntningar bli unikt lång. Den femåriga break-even inflationen har under två år legat på en nivå som bara understigits när finanskrisen var som värst.

En annan signal på fallande inflationsförväntningar är att många prognosmakare börjar lägga KPIF-prognoser under 2 procent även på längre sikt. Konjunkturinstitutet och Finansdepartementet räknar t ex med att KPIF ska understiga 2 procent i nästan fem år. Även i löneförhandlingarna kan tendenserna skönjas t ex genom att fackföreningarna tycks vara inställda på att löneökningar på två procent per år ska ge ökade reallöner. Vår slutsats är att om inflationen framöver fortsätter att vara låg (i linje med våra prognoser) kommer förväntningarna att falla till nivåer som blir besvärande låga ur trovärdighetssynpunkt.

Det är en förhoppning, inte en prognos

KPIF, årlig procentuell förändring



KPI-inflationen har i huvudsak legat under noll det senaste halvåret på grund av fallande räntekostnader. När reporäntan höjs under 2015 stiger KPI-inflationen snabbare än KPIF-inflationen och når 2,2 procent i slutet av 2015.

Riksbanken sänker i december

Riksbanken lämnade reporäntebanan oförändrad vid det penningpolitiska mötet i oktober. Man höjde dock sannolikheten något för sänkning, samtidigt som den första höjningen senarelades med ett kvartal till slutet av 2014.

Låg inflation och hög arbetslöshet i kombination med sänkt styrränta från ECB gör att pressen på Riksbanken att sänka reporäntan ökat ytterligare. Riksbankens prognoser för tillväxt och arbetsmarknad ligger nära våra egna, men Riksbankens inflationsprognos är betydligt högre. Den största skillnaden gäller inflationen under 2015 men även den kortsiktiga prognosen kommer att behöva justeras nedåt efter det oväntat låga utfallet i oktober. Vår bedömning är att risken för ytterligare fall i inflationsförväntningarna (se ruta) gör att **Riksbanken väljer att sänka räntan vid decembremötet för att stärka inflationsmålets trovärdighet**. Vi har också senarelagt tidpunkten för första räntehöjningen till februari 2015 och räknar med ytterligare en höjning till 1,25 procent i slutet av det året.

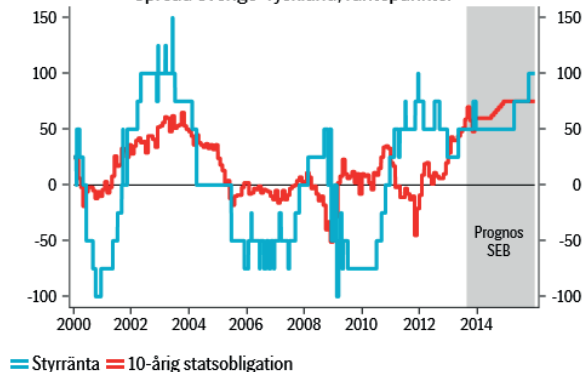
Riksbanken står dock inför ett svårt dilemma. Bostadspriserna har tagit ny fart, speciellt när det gäller bostadsrätter i storstäderna. Detta talar för att hushållens krediter kommer att öka i en takt som Riksbanken uppfattar som obekvämt. Att regeringen nu lagt huvudansvaret för makrotillsynen på Finansinspektionen förändrar dock spelplanen i viss grad. Finansinspektionen har nu flera verktyg på sitt bord; bolånetak, ökade riskvikter för bolån, uppbyggande av kontryckliga kapitalbuffertar samt amorteringsrekommendationer för bolån. Vi räknar med att flera åtgärder kommer att genomföras till halvårsskiftet 2014.

Dessa åtgärder stärker argumenten för att reporäntan kan sänkas, men mycket tyder på att Riksbankens räntepolitik även framöver kommer att ta hänsyn till huspriser och kreditexpansion. Man kan hänvisa till uppdraget att bevara den finansiella stabiliteten. Därtill verkar man också vara beredd att peka på riskscenarier som, visserligen med låg sannolikhet, kan ge deflation om en kommande bostadsbubbla skulle spricka och

föra med sig en djup recession. Det finns därför risk för att riksbanksdirektionens majoritet vill avvakta med räntesänkningar tills det står klart att Finansinspektionens åtgärder blir tillräckligt starka för att dämpa uppgången i huspriser och hushållsutlåning.

Räntespreaden mot Tyskland minskar

Spread Sverige-Tyskland, räntepunkter



Svagt stigande obligationsräntor

Den svenska 10-åriga statsobligationsräntan har de senaste månaderna fallit tillbaka i linje med de tyska och amerikanska. Differensen mot Tyskland ligger, trots en viss nedgång under de senaste månaderna, nära de högsta nivåer som noterats de senaste 15 åren. Vi räknar med att spreaden minskar under det närmaste halvåret främst på grund av att Riksbanken sänker räntan. 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-års-spread på 75 räntepunkter. I slutet av 2014 ligger den **svenska 10-årsräntan på 2,85 procent och i slutet på 2015 på 3,25 procent**.

Konjunktur och centralbank stärker kronan

Kronan har fortsatt att försvagas under hösten men det handelsvägda växelkursindexet (KIX) är ändå bara 1,0 procent från den starkaste nivån under de senaste 30 åren och är även ungefär 1 procent starkare än genomsnittet för 2012. **På kort sikt räknar vi med att kronan försvagas ytterligare** till EUR/SEK 9,00 i slutet av 2013 som en effekt av att Riksbanken sänker räntan.

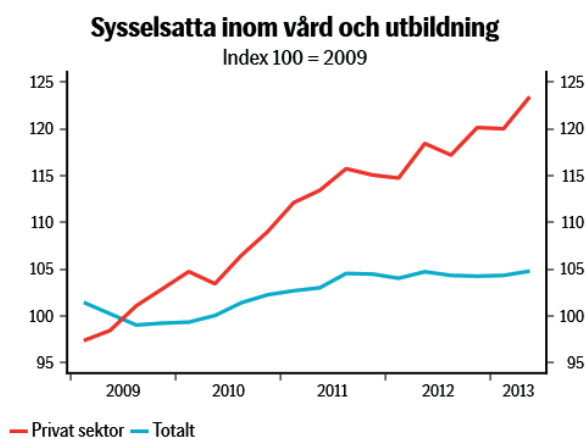
Valutaeffekten av räntesänkningen blir dock tillfällig och nästa år räknar vi med att den internationella återhämtningen, i linje med historiska mönster, bidrar till att stärka kronan. Därtill kommer att Riksbanken med stor sannolikhet att höja räntan före de stora internationella centralbankerna. Vi räknar därför med att **kronan stärks till EUR/SEK 8,50 i slutet av nästa år och EUR/SEK 8,25 i slutet av 2015**. Mot dollarn blir växelkursen 6,80 i slutet av 2014 och 6,90 i slutet av 2015.

Riskerna för en fortsatt svagare krona ligger främst i en reversering av de flöden som gynnade kronan under den mest akuta krisen i eurozonen. Vår bedömning är dock att dessa inflöden till stor del härrörde från långsiktiga investerare, t ex internationella centralbanker, vilka i stor utsträckning kommer att behålla sina kronpositioner.

Tema: Tjänstesektorerna driver svensk sysselsättning

- **Stor uppgång i utbildningssektorn**
- **200 000 nya tjänstjobb sedan 2009**
- **Uppgång i bemanningsföretagen speglar bred efterfrågan på arbetskraft**

Sysselsättningen under de senaste åren har vuxit starkt trots att tillväxten varit svag. Nedan analyseras vilka sektorer som bidragit till uppgången. Slutsatsen är att uppgången är relativt bredbaserad i tjänstesektorerna och att sysselsättningen inom utbildning och vårdtjänster ökat särskilt starkt.



Tjänstesektorerna ökar trendmässigt

Uppgången de senaste åren är en del i en lång trend; antalet sysselsatta inom tjänstesektorerna har sammantaget ökat med 30 procent sedan slutet av 1990-talet. Under samma period har antalet sysselsatta i de varuproducerande sektorerna i stort sett stått still. Utvecklingen i innevarande lågkonjunktur skiljer sig markant från IT-krisen vid millennieskiftet då sysselsättningen inom tjänstesektorn låg stilla under tre-fyra år. Att produktivitsutvecklingen de senaste åren varit så svag kan tolkas som en indikation på att produktionen i tjänstesektorerna och därmed BNP underskattats.

Tabellen nedan visar att sysselsättningen ökat med 200 000 personer eller 4,5 procent sedan återhämtningen började 2009. Uppgången i tjänstesektorerna är relativt bred, men domineras av vård, omsorg och utbildning där ökningstakten varit 15-25 procent. Dessa branscher svarar endast för 4 procent av antalet sysselsatta, men står ändå för nästan en fjärdedel av ökningen. Antalet anställda i övriga tjänster har också ökat starkt, speciellt i bemanningsföretag där uppgången varit nästan 20 procent.

Fler jobb inom vård och utbildning

Ökningen av sysselsättning inom vård, omsorg och utbildning är delvis en effekt av att tidigare offentlig verksamhet har privatiserats. Nedgången i offentlig sysselsättning är dock betydligt mindre än ökningen i näringslivet. En jämförelse mellan statistik från arbetskratsundersökningen (AKU) och nationalräkenskaperna (NR) tyder på att ungefär en tredjedel av uppgången på cirka 30 000 inom vård och omsorg motsvaras av ett minskat antal offentligt anställda. Antalet anställda inom utbildningssektorn har däremot stigit i både privat och offentlig sektor.

Uppgången inom bemanningsföretag har också en spegelbild i lägre sysselsättning i andra sektorer bl a industri, handel och vård. Genom att andra sektorer använder sig av inhyrd personal från bemanningsföretag speglar uppgången i branschen en underliggande efterfrågan på arbetskraft i stora delar av näringslivet och även i viss mån även offentlig sektor.

Sysselsättningsförändring

Första halvåret 2013 jämfört med 2009

	1000-tal	% förändring
Totalt	202	4,5
Varor	6	0,6
Jordbruk, skog osv.	13	14,6
Industri	-24	-3,6
Byggande	17	5,8
Tjänster	170	8,5
Handel, transport	18	2,4
Restaurang, hotell	25	17,2
Information, datortjänster	5	3,1
Bank och försäkring	1	1,1
Mäklare	5	7,9
Professionella tjänster, advokater, admin, konsulter	59	13,1
Bemanningsbranschen mm	36	17,8
Utbildning, sjukvård	44	22,1
Utbildning	13	23,2
Sjukvård	10	15,6
Omsorg	20	27,2
Personal-, kulturella tjänster	10	10,4
Offentlig sektor	22	1,7

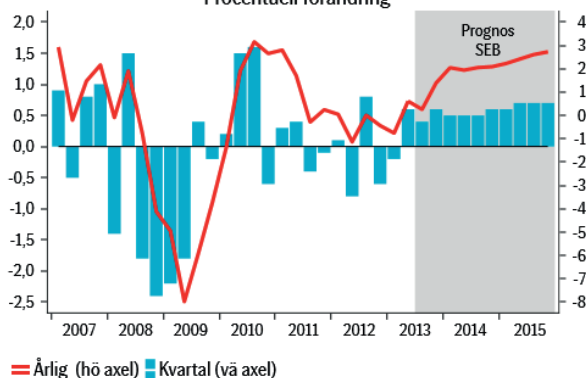
Tabellen visar sysselsättning enligt nationalräkenskaperna. Branschfördelad finns också i arbetskraftsundersökningen (AKU) men den anses vara mer osäker och har dessutom flera tidseriebrott på grund av omläggning av statistiken

Fortsatt gradvis återhämtning

- **Positiv BNP-tillväxt 2013**
- **Första sysselsättningsökningen sedan 2008**
- **Nytt rekordöverskott för bytesbalansen**
- **Penningpolitik: vad gör ECB?**

Danmark upplevde återigen positiv tillväxt under första halvåret 2013 med indikationer på att en konsumentdriven återhämtning gradvis börjar få fotfäste. Sysselsättningen ökade något under andra kvartalet för första gången sedan 2008, konsumentförtroendet är åter på expansivt territorium och bostadspriserna stiger igen. Hushållens skuldbantning, lågt kapacitetsutnyttjande och minskande aktivitet i byggsektorn utgör fortsatta bromskrafter men en förbättring av den globala konjunkturen gör att återhämtningen förstärks 2014. **BNP väntas öka med 0,4 procent 2013. 2014 och 2015 accelererar tillväxten till 2,0 procent respektive 2,5 procent.** Prognosen för 2013 har reviderats upp något jämfört med *Nordic Outlook Augusti*.

Åter positiv BNP-tillväxt
Procentuell förändring



Källa: Statistics Denmark, SEB

Förbättring av inhemsk efterfrågan

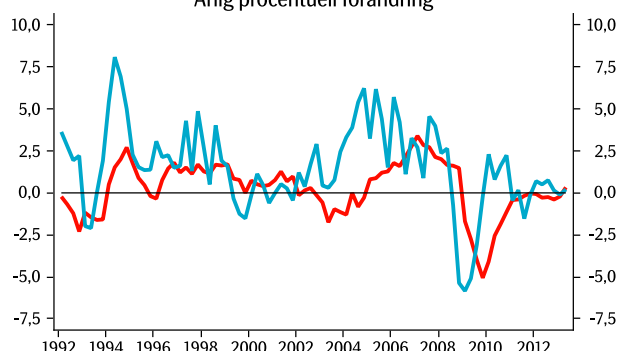
Konsumtionen var en viktig drivkraft för recessionerna 2011 och 2012, men i år har konsumentförtroendet förbättrats betydligt. Sysselsättningen har börjat öka igen efter en lång period med fall respektive stagnation. Andra kvartalet steg **sysselsättningen** med måttliga 0,6 procent i årstakt; den **första ökningen sedan fjärde kvartalet 2008**. Även en så pass modest uppgång kommer dock, om den håller i sig, att ge stöd till inkomster och framtidstro. Samtidigt visar även reallönerna positiv tillväxt. Trots att de nominella löneökningarna är rekordlåga (1-1,5 procent) gör exceptionell låg inflation (0,4 procent i augusti) att reallönerna ändå stiger.

Bostadspriserna har också börjat stiga igen med stöd från rekordlåga rörliga boräntor. Fallande bostadspriser tvingade

finanssektorn att strama upp utlåningen 2011-2012. Även om pressen att minska hushållens skuldsättning finns kvar, gör stigande bostadspriser processen enklare för konsumenterna. Stigande priser bidrar även till att vända den förnyade nedgången i bostadsinvesteringar; dessa föll med mer än 10 procent 2012. Bostadsbyggandet har börjat öka igen, vilket indikerar att aktiviteten i byggsektorn stabiliseras 2013 och väntas ge ett positivt bidrag till tillväxten 2014.

Sysselsättningen stiger igen

Årlig procentuell förändring



Källa: Statistics Denmark, SEB

Stigande förtroende i tillverkningsindustrin och en väntad förbättring av efterfrågan på europeiska exportmarknader bidrar till en måttlig återhämtning för icke-bostadsrelaterade investeringar efter några år där utvecklingen gått sidledes. Men uppsidan i närtid är begränsad då kapacitetsutnyttjandet fortfarande ligger klart under det långsiktiga genomsnittet. Företagens investeringsplaner har stabiliserats men ger ännu inga signaler på en ökning. Alla delkomponenter i privat inhemsk efterfrågan visar därmed livstecken samtidigt. **Förutsättningarna för stigande inhemsk efterfrågan är därmed bättre än de varit sedan 2010.** Förbättringen är dock blygsam jämfört med vad som tidigare räknats som en återhämtning.

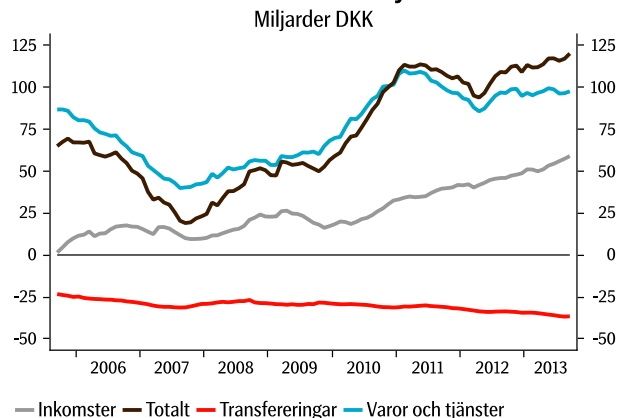
Nytt rekord för bytesbalansen

Sammansättningen av Danmarks bytesbalans ändras nu, vilket väntas befästa överskottet ytterligare. Överskottet i handeln med varor och tjänster har stabiliserats på en hög nivå men de finansiella inkomsterna stiger snabbt.

I september nådde det glidande 12-månadersöverskottet i bytesbalansen en ny rekordnivå på strax över 120 miljarder danska kronor (DKK), vilket motsvarar omkring 6,6 procent av BNP. 59 miljarder DKK kom från inkomstkomponenten, en ökning från 46 miljarder DKK jämfört med ett år tidigare. Ökningen speglar stigande utländska nettotillgångar, vilka i nuläget motsvarar omkring 37 procent av BNP. Inkomstkomponenten har varit positiv sedan 2005 och väntas öka ytterligare då överskotten i bytesbalansen fortsätter att ackumuleras under kommande år.

Det största bidraget kommer fortfarande från överskottet i handeln med varor och tjänster, vilket de senaste åren stabiliserats kring 100 miljarder DKK per år. Men även här har sammansättningen förändrats. Olja bidrar inte längre till det externa överskottet. Visserligen var oljeexport aldrig en viktig förklaring till överskottet i bytesbalansen, men vid slutet av det senaste årtiondet låg överskottet för utrikeshandeln med energi nära 30 miljarder DKK. Minskande oljeproduktion i Nordsjön och lägre oljepriser har dock eliminerat överskottet.

Rekordstort överskott för bytesbalansen



Källa: Statistics Denmark

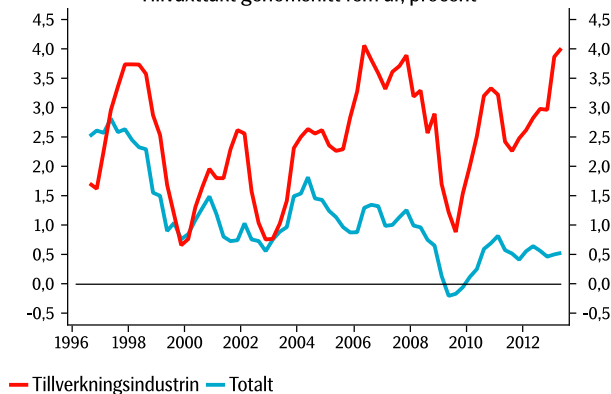
En del av det stora överskottet i handelsbalansen är sannolikt ett resultat av en tillfällig nedgång i inhemsk efterfrågan efter bostadskraschen 2008-2009. De stigande finansiella inkomsterna gör dock att överskottet i bytesbalansen kan ligga kvar nära nuvarande nivå samtidigt som efterfrågan gradvis återhämtar sig. Ett fortsatt överskott genom finansiella inkomster kommer dock på sikt att tvinga Danmark att ha ett kompenserande handelsbalansunderskott för att hålla kronen stabil men detta väntas inte inträffa inom en snar framtid.

Överdriven oro kring produktiviteten

Oro kring Danmarks fallande produktivitetstillväxt och försämringar av konkurrenskraften har varit ett återkommande tema de senaste åren. Regeringen har till och med tillsatt en "produktivitetskommission" för att analysera frågan. Produktivetsdata på BNP-nivå ser inte imponerande ut vilket medfört att relativa enhetsarbetskostnader stigit. En mer noggrann internationell jämförelse visar dock att både trendtillväxten och konkurrenskraften är i hyfsat skick.

Stark produktivitetstillväxt i tillverkningssektorn

Tillväxttakt genomsnitt fem år, procent



Källa: Statistics Denmark, SEB

Produktivitetstillväxten i tillverkningssektorn har legat relativt stabil kring 3 procent både före och efter 2000; trenden verkar snarast gå mot en förbättring. Därmed har konkurrenskraften i den sektor som är mest konkurrensutsatt sannolikt inte påverkats av stigande enhetsarbetskostnader. Andra delar av ekonomin visar dock tecken på inbromsning i produktiviteten: exempelvis har produktivitetstillväxten i byggsektorn varit negativ sedan 2000. Detta avspeglar dock sannolikt den snedvridande effekten av bostadsmarknadsbubblan snarare än strukturella svagheter.

Sedan 2008 har produktivitetstillväxten bromsat in i alla sektorer. Det är inte ovanligt att produktiviteten dämpas under perioder med låg aktivitet. Sysselsättningen minskar då vanligtvis inte så mycket som motiveras av fallande efterfrågan. I början av återhämtningen ser man sedan inga större effekter på sysselsättningen när istället produktiviteten normaliseras. Vår bedömning är att Danmark kan upprätthålla en trendtillväxt på minst 1,5 procent. På grund av uppdämda produktivetsförbättringar under krisåren kan ekonomin därtill växa ändå snabbare de närmaste åren utan att skapa inflation.

Penningpolitiska förändringar när ECB slår i nollrestriktionen?

Den penningpolitiska situationen har varit stabil sedan den danska centralbanken sänkte räntorna under noll och den finansiella oron i eurozonen bedarrat. Valutareserven och valutakursen har stabiliserats samtidigt som spreadarna på statsobligationer har planat ut strax över noll. Systemet med valutapegg innebär att dansk penningpolitik vanligtvis inte är så upphetsande. Men när ECB nu kommit till vägs ände vad gäller konventionell penningpolitik kan flera intressanta frågeställningar dyka upp under kommande månader. Det finns en hög sannolikhet att någon form av okonventionell åtgärd kommer att användas, antingen i form av negativa räntor eller kvantitativa stimulanser (QE) vilket kan tvinga Nationalbanken att gräva djupare i verktygslådan. Vår bedömning är att det är mindre sannolikt att ECB kommer att använda sig av negativa räntor men detta skulle vara det enklaste alternativet för Nationalbanken då den relativa räntenivån kan sättas för att balansera flödena.

Det blir mer komplicerat om ECB börjar använda kvantitativa åtgärder. **Vårt huvudscenario är att Nationalbanken inte kommer att replikera en ren QE-strategi, utan istället åtminstone till en början, kommer att använda räntesättning för att stabilisera kronen.** Det är dock inte självklart i vilken riktning räntorna skulle behöva röra sig. Korträntorna i eurozonen skulle sannolikt sjunka och skapa apprecieringstryck på kronen. Tyska långräntor skulle dock kunna stiga om de kvantitativa stimulanserna övertygar vilket skulle mildra effekten. Sammantaget skulle nettoeffekten sannolikt innebära att det behövs en något större negativ räntespread på den korta delen av avkastningskurvan medan räntan på obligationer inte påverkas så mycket.

Tillväxten vänder upp 2014 även om signalerna är vaga

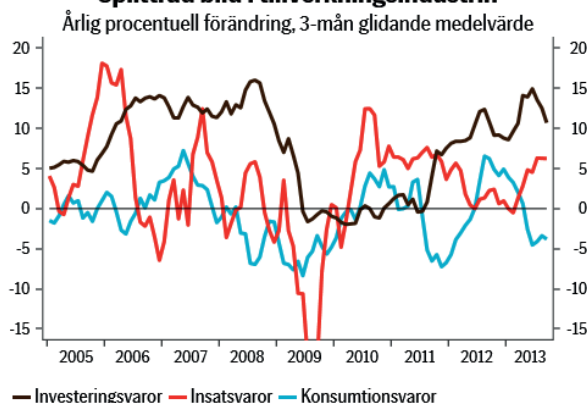
- Konsumtion och export driver återhämtning
- Lugn inflation efter uppgång hösten 2013
- Norges Bank höjer ränta i långsammare takt

Bilden kvarstår att norsk ekonomi reser sig nästa år efter årets svacka. Detta trots att tillväxten var medioker, om än något ljusnande, även under tredje kvartalet och att signaler i barometrar om en kommande konjunkturuppgång ännu är vaga. Förutsättningarna är på plats för en återhämtning i privat konsumtion och export. Det sker även en viss förstärkning av näringslivets investeringar. Däremot dämpas aktiviteten i oljeindustrin markant. **Finanspolitiken blir något mer expansiv** nästa år med den nya regeringen. Bedömningar om att det skulle bli en större lössläpphet är således överdrivna. Bilden av urstarka norska offentliga finanser är intakt. Sammanvägt ökar fastlands-BNP – exkluderande olja/gas och sjöfart – **med 1,8 procent i år och med 2,4 respektive 2,6 procent 2014-2015**. Tillväxten i totala ekonomin hamnar på 0,9 procent 2013 samt på 2,4 procent 2014; ännu är tillväxten något under trend. Prognoserna har justerats ned (i Macro Update, 22 oktober) med några tiondelar per år jämfört med *Nordic Outlook Augusti 2013*. Vi förutser en gradvis vändning nedåt i huspriserna på ca 10 procent under 2014; ett ännu större prisfall samt svagare bostadsinvesteringar utgör huvudsakliga nedåtrisker i BNP-prognosen.

Konjunkturen försvagades relativt plötsligt i början av 2013, främst genom inhemsk varukonsumtion men även via en skakig exportutveckling. Fastlandstillväxten uppgick till beskedliga 0,3 procent under andra kvartalet jämfört med föregående kvartal. Under **tredje kvartalet stärktes den konsekutiva tillväxten något** till 0,5 procent; marginellt över vår prognos och helt i linje med Norges Banks. Men ett svaghetstecken var att en betydande del av uppgången kom från lagerkomponenten. Dessutom dämpades den säsongsjusterade årstakten i fastlands-BNP till 1,5 procent, vilket var den svagaste takten sedan början av 2011.

Momentum i tillverkningsindustrin (exklusive energi- och gruvsektor) har **hållits uppe överraskande väl**, även om det skedde en viss moderering i höstas. Den tidigare så heta investeringsvaruindustrin går mot en sämre utveckling eftersom oljesektorns investeringstillväxt sjunker markant 2014. Samtidigt ljusnar det för insatsvaruföretagen som får dragkraft av ökad extern efterfrågan. Notabelt är också att näringslivets framtidsstro bärs upp av just optimistiska icke-oljeexportörer. Vi spår att den totala exporten av traditionella varor (exklusive olja/gas, fartyg och oljeplattformar) ökar med 3,5 procent nästa år – med uppåttrisk. Exporten gynnas av gradvis ökad efterfrågan på viktiga europeiska marknader och av höstens relativt kraftiga depreciering av kronen.

Splittrad bild i tillverkningsindustrin



Källa: Statistics Norway

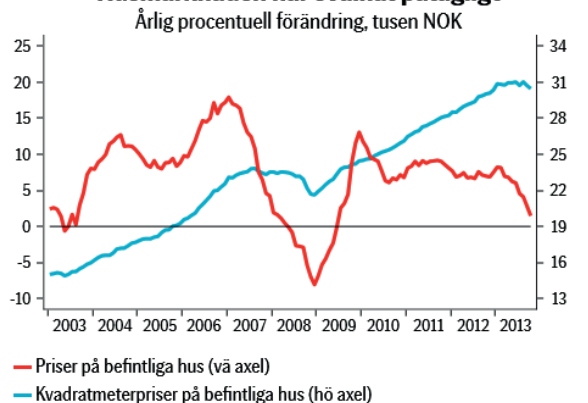
Tillväxten i privat konsumtion bromsade tvärt i våras och konsumtionstillväxten gick närmast i stå under tredje kvartalet. Men bilden har inte varit entydig; eventuellt kan nationalräkenskaperna underskatta den faktiska konsumtionen. Inhemska varudelen har varit bestående svag. Mot det står att konsumtion av tjänster och i utlandet (bl a positiva signaler i flygstatistik) utvecklats relativt starkt. Även nybilsregistreringarna har stigit något. Avmattningen i konsumtion är också märklig mot bakgrund av starka fundamenta i hushållssektorn. De reala disponibla inkomsterna ökade med solida 3,7 procent i årstakt under andra kvartalet 2013, men föll tillbaka en del under tredje kvartalet till följd av inflationsimpulser. Delar av inflationsuppgången visade sig docktillfällig. Samtidigt blir nominell lönetillväxten något högre nästa år. Vi förutser därmed **fortsatt goda realinkomster** nästa år och att hushållen samtidigt **drar ned på sitt sparande**. Detta bör sammantaget ge stöd för en starkare konsumtionsökning på uppemot 3 procent under 2014.

Arbetsmarknadsläget är förhållandevis stabilt även om den senaste tidens indikatorer spretat något, beroende på vilket mått som används. Sysselsättningstillväxten (enligt AKU) har återhämtat sig markant sedan i våras. Arbetslösheten har samtidigt stigit men detta är drivet av ökat arbetsutbud, en trend som mattats av under de senaste månaderna. **Arbetsmarknaden förblir relativt stabil** de närmaste åren och arbetslösheten hamnar runt 3,5 procent båda åren.

Husmarknaden har svalnat i betydande grad under loppet av 2013, från prisökningar i årstakt på 8 procent under 2010-2012 till bara 2 procent 2013. Den markanta avmattningen är delvis psykologiskt driven. Högre bolåneräntor samt ökat bostadsbyggande som gett en bättre marknadsbalans är därtill underliggande faktorer som bidragit. Något ras på husmarknaden är dock inte i sikte; fortfarande gäller vår syn att värderingen ej är uppblåst till en bubbla. Lager av osålda hem har bara ökat

marginellt och omsättningen pekar inte på någon drastisk försämring. Makrotillsynsätgärder tycks därtill ha fungerat, även om det ännu ej syns någon avmattning i utlåningen till hushåll. **Vi förutser ett husprisfall på ca 10 procent i 2014** och därefter en stabilisering 2015. Fortsatt hög befolkningstillväxt samt lägre bostadsbyggande ger stöd åt huspriserna på medellång sikt.

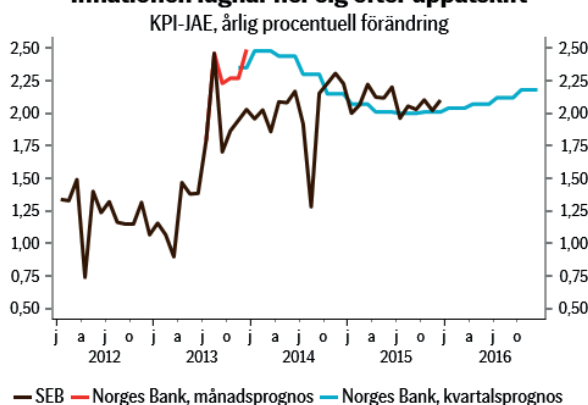
Husmarknaden har svalnat påtagligt



Källa: Nef, Statistics Norway

Inflationen har under sommaren och hösten tagit ett tydligt steg uppåt jämfört med de senaste årens starkt nedpressade nivå. Utvecklingen har dock varit volatil; delvis en effekt av nya insamlingsmetoder. Uppgången är relativt bredbaserad och har drivits av varugrupper som varit svårforcerat nedpressade under en längre tid, såsom livsmedel och hyror. Dessutom har priserna på importerade varor stigit snabbare på grund av att kronen försvagats och effekterna från tidigare appreciering bortfallit. Dessa faktorer verkar uppåtpressande på inflationen även framöver och **vi räknar med svagt stigande KPI-JAE-inflation under 2014**. Det låga inflationstrycket i omvärlden motverkar dock en större uppgång i inflationen och även valutaeffekterna avtar mot slutet av nästa år. Vår inflationsprognos ligger något under Norges Banks inflationsmål under hela prognosperioden.

Inflationen lugnar ner sig efter uppåtskift

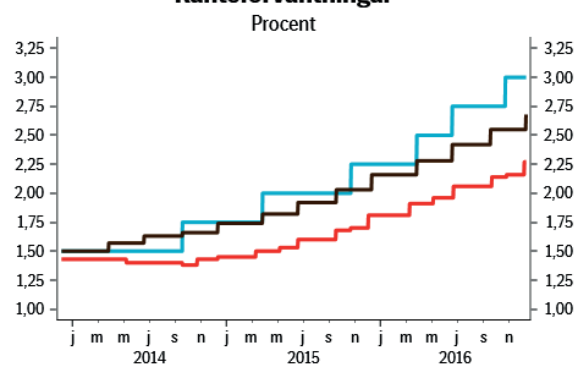


Källa: Norges Bank, SEB, Statistics Norway

Norges Bank räknar med att inflationen förblir volatil de kommande månaderna i år men kommer att se dem som temporära. Utvecklingen för den ekonomiska aktiviteten blir i stället avgörande för om Norges Bank ska ändra politiken. Vi spår att centralbanken under närmaste halvåret i stora drag behåller signalen om oförändrad ränta på kort sikt. Norges Bank följer alltså inte efter ECB:s räntesänkning och skälen är främst att in-

flationen har skiftat uppåt och att importpriser inte utgör nedåtrisk efter kroneförsvagningen. Samtidigt tror vi inte på något större och raskt husprisfall. Förutom tecken på konjunkturuppgång blir NOK-kursen även viktig för Norges Banks framtida räntestrategi; kronen får ej bli för stark. Låga räntor utomlands begränsar därmed ränteuppgången i Norge. Sammanvägt spår vi nu att **styrräntan höjs med 25 punkter till 1,75 procent i september 2014 och att ytterligare två höjningar kommer 2015, till 2,25 procent**.

Ränteförväntningar



Källa: Norges Bank, SEB

Norska statsobligationer har utvecklats dåligt jämfört med Tyskland till följd av stort utbud och försvagat safe haven-stöd genom att den finansiella oron i eurozonen mildrats. Vi räknar med gradvis minskat utbud på sikt och att detta är hanterbart för marknaden. En minskad NOK-volatilitet väntas åter attrahera utländska investerare att gå in i norska obligationer som är attraktivt prissatta. **10-årsräntespreaden mot Tyskland sjunker** från över 110 i dag till 80 i slutet av 2014 och vänder därefter bara svagt uppåt 2015.

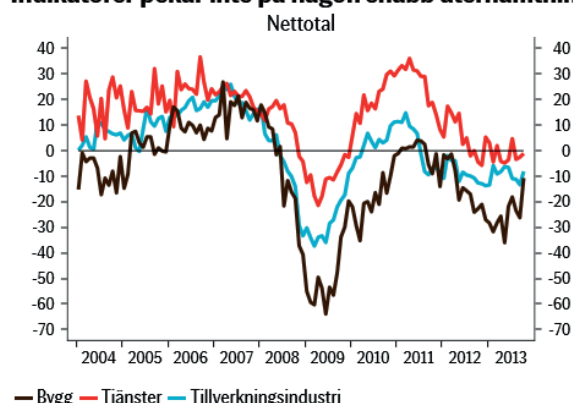
Kronen är sett till relativa enhetsarbetskraftskostnader troligen övervärderad med 15-20 procent mot euron. Detta är dock inget argument för att kronen ska depreciera men indikerar att potentialen för förstärkning är något begränsad och kanske samtidigt förklarar varför Norges Bank under de senaste åren varit så enveten om att hålla NOK svag. Vi förutspår att **NOK-volatiliteten gradvis klingar av framöver och att valutan stärks**, men de långsiktiga utsikterna är alltså mindre attraktiva. EUR/NOK går från ca 8,25 till 8,00 i december 2014 och vidare till 7,90 i slutet av 2015. Förstärkningsbanan för kronen är något lägre än i *Nordic Outlook Augusti*.

Strukturella problem förstärker svag konjunktur

- **Svag export- och investeringsutveckling**
- **Arbetslösheten planar ut på hög nivå**
- **Fallande inflation och låga räntor utgör ljuspunkter för hushållen**

Efter fyra kvartal med negativ tillväxt lämnade Finland recessionen bakom sig med en 0,2-procentig tillväxt andra kvartalet 2013. Men utsikterna är fortsatt problematiska och **förutom en svag konjunktur pressas ekonomin av strukturella problem**. Exporten är svag och konsumtionen hämmas av hög arbetslöshet och offentliga besparingar. Tillväxten återhämtar sig något under slutet av 2013. Sammantaget **faller BNP med 1,0 procent 2013 och ökar sedan med 1,2 procent 2014 och med 1,6 procent 2015**.

Indikatorer pekar inte på någon snabb återhämtning



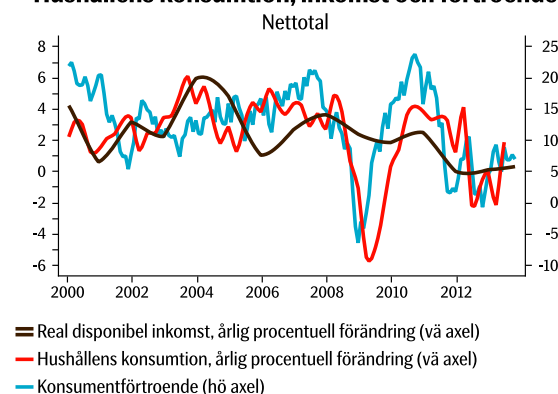
Källa: EU-kommissionen

Indikatorbilden är svag, men en viss ljusning kan skönjas för byggindustrin. Produktionen i tillverkningsindustrin föll dock med 2,8 procent i september. Relativt höga löneökningar, försämrat bytesförhållande (terms-of-trade) och problem i framför allt IKT-sektorn pressar produktion, export och bytesbalans. Exporten, som andel av BNP, har fortsatt att falla i år och ligger nu 10 procentenheter lägre än nivån när finanskrisen började. Bytesbalansen har de senaste 10 åren fallit med 10 procentenheter och visade 2012 ett underskott motsvarande 1,6 procent av BNP. **Exporten faller med 1,7 procent 2013, men därefter räknar vi med ökning med 3,3 respektive 4,5 procent 2014 och 2015.**

Investeringarna har varit svaga under 2013 och kapacitetsutnyttjandet i industrin ligger på en nivå som indikerar fortsatt fall de närmaste kvartalen. Sammantaget räknar vi med att **investeringarna faller med 1,7 procent 2013** för att därefter öka med 1,0 procent 2014 och med 2,0 procent 2015.

Hushållens konsumtion gav positiva tillväxtbidrag under perioden 2010 till 2012, men därefter har konsumtionen mattats. Stigande arbetslöshet, nedväxling av löneökningstakten samt offentliga besparingar minskar köpkraften. Låga räntor och fallande inflationstakt ger dock visst stöd. Konsumentförtroendet har förbättrats jämfört med inledningen av året och konsumtionen har återhämtat sig något. **Mätt som årsgenomsnitt faller konsumtionen med 0,8 procent 2013 för att därefter öka med 0,6 procent 2014 och 1,1 procent 2015.** Bostadspriserna är, förutom exporten, ett orosmoln för ekonomin. Priserna har legat på en relativt konstant nivå de senaste åren, men har fallit något de allra senaste månaderna. Framöver väntar vi oss oförändrade eller svagt fallande bostadspriser vilket skapar viss osäkerhet bland hushållen och håller ner konsumentförtroendet.

Hushållens konsumtion, inkomst och förtroende



Källa: Statistics Finland

Arbetslösheten vände nedåt under sommaren men steg åter i september och ligger nu på 8,1 procent. De närmaste månaderna **väntas nivån stiga något ytterligare** innan arbetslösheten planar ut under första halvåret 2014 för att därefter börjar falla. Löneökningstakten har växlat ner och kommer att ligga på 2-2,5 procent per år under prognosperioden. Detta medför att inflationstrycket blir lågt de kommande åren. Vi räknar med att **inflationen fortsätter ner något ytterligare** och bottnar på 1,5 procent i början av nästa år innan den stiger marginellt. Inflationen blir 2,2 procent 2013, 1,6 procent 2014 och 1,7 procent 2015.

Offentliga finanser är i bättre skick än i de flesta andra euroländer och budgeten visade 2012 ett underskott motsvarande 2,2 procent av BNP. Regeringen fortsätter att bedriva en stram finanspolitik, vilket bidrar till att underskottet ligger ungefär på denna nivå trots den svaga BNP-tillväxten. Förtroendet för statsfinanserna är fortsatt gott och räntespreaden mot Tyskland har legat på 20-30 räntepunkter det senaste året.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
BNP OECD	1,5	1,2	2,3	2,7
BNP världen (PPP)	3,4	3,2	3,9	4,1
KPI OECD	2,3	1,6	1,5	1,6
Exportmarknad OECD	2,5	3,7	6,3	6,8
Oljepris Brent (USD/fat)	111,8	108,5	102,5	100,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012 Mdr USD	2012	2013	2014	2015
BNP	16 420	2,8	1,7	3,3	3,7
Privat konsumtion	11 286	2,2	1,9	2,7	3,1
Offentlig konsumtion	3 151	-1,0	-2,1	-0,6	-0,4
Bruttoinvesteringar	2 386	8,3	4,7	10,0	11,1
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		0,2	0,1	0,1	0,0
Export	2 214	3,5	2,5	5,4	5,2
Import	2 730	2,2	1,6	5,1	5,8
Arbetslöshet (%)		8,1	7,5	7,0	6,2
KPI		2,1	1,5	1,3	2,0
Hushållens sparkvot (%)		5,6	4,4	4,6	4,8

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012 Mdr EUR	2012	2013	2014	2015
BNP	9 484	-0,7	-0,4	0,8	1,6
Privat konsumtion	5 449	-1,4	-0,6	0,6	1,4
Offentlig konsumtion	2 041	-0,5	0,0	0,1	0,8
Bruttoinvesteringar	1 740	-4,0	-1,0	1,7	3,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,6	0,0	0,0	0,0
Export	4 348	2,5	2,5	3,7	3,7
Import	4 100	-1,0	2,5	3,8	3,8
Arbetslöshet (%)		11,4	12,1	12,0	11,5
KPI		2,5	1,3	0,6	0,6
Hushållens sparkvot (%)		7,2	7,2	6,9	6,9

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

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

ÖSTEUROPA

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

FINANSIELLA PROGNOSE

		21 nov	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	0,75
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Eurozonen	Refiränta	0,25	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	2,76	2,75	3,00	3,30	3,40	3,50
Japan	10 år	0,61	0,80	1,00	1,10	1,20	1,20
Tyskland	10 år	1,71	1,70	1,70	2,10	2,20	2,50
Storbritannien	10 år	2,73	2,75	2,75	3,15	3,25	3,55
Växelkurser							
USD/JPY		100	101	105	110	112	115
EUR/USD		1,35	1,35	1,28	1,25	1,22	1,20
EUR/JPY		135	136	134	138	137	138
GBP/USD		1,62	1,61	1,54	1,52	1,53	1,50
EUR/GBP		0,83	0,84	0,83	0,82	0,80	0,79

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr SEK	2012	2013	2014	2015
BNP	3 561	1,0	0,7	2,5	3,2
BNP, dagkorrigerat		1,3	0,7	2,6	3,0
Privat konsumtion	1 718	1,6	2,0	2,7	3,0
Offentlig konsumtion	956	0,7	0,8	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	669	3,1	-2,0	3,0	5,5
Lagerinvesteringar	-1	-1,3	0,2	0,1	0,2
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 736	0,7	-1,4	3,7	6,2
Import	1 516	-0,6	-1,0	3,5	6,1
Arbetslöshet, (%)		8,0	8,0	7,8	7,4
Sysselsättning		0,6	1,1	0,9	1,2
Industriproduktion		-4,3	-2,0	3,5	5,0
KPI		0,9	0,0	0,6	1,9
KPIF		1,0	0,9	1,1	1,6
Timplöneökningar		3,0	2,6	2,6	2,8
Hushållens sparkvot (%)		11,8	11,8	12,4	12,1
Real disponibel inkomst		3,1	2,7	3,3	2,4
Handelsbalans, % av BNP		2,6	2,3	2,6	2,7
Bytesbalans, % av BNP		6,6	5,9	5,6	5,9
Statligt lånebehov, mdr SEK		25	127	66	17
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,9	-1,6	-1,8	-1,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		37,5	40,5	40,8	40,5

FINANSIELLA PROGNOSE	21 nov	dec 13	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Reporänta	1,00	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25
3-månaders ränta, STIBOR	1,13	1,00	1,00	1,00	1,30	1,60
10-års ränta	2,19	2,30	2,30	2,85	2,95	3,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	48	60	60	75	75	75
USD/SEK	6,62	6,67	6,88	6,80	6,84	6,90
EUR/SEK	8,92	9,00	8,80	8,50	8,35	8,25
TCW	120,0	120,8	119,4	115,8	114,5	113,6

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr NOK	2012	2013	2014	2015
BNP	2 655	3,1	0,9	2,4	2,1
BNP (Fastlandet)	2 106	3,4	1,8	2,4	2,6
Privat konsumtion	1 151	3,0	2,5	2,8	3,0
Offentlig konsumtion	579	1,8	2,3	2,2	2,1
Bruttoinvesteringar	560	8,0	5,7	3,8	3,0
Lagerinvesteringar		-0,2	-0,9	0,2	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1029	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		0,8	2,2	2,0	2,1
KPI-JAE		1,2	1,6	2,0	2,1
Årslöneökningar		4,3	3,5	3,8	4,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	21 nov	dec 13	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Folioränta	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00	2,25
10-års ränta	2,86	2,75	2,60	2,80	2,95	3,40
10-års räntedifferens mot Tyskland	115	105	90	80	85	90
USD/NOK	6,10	6,29	6,23	6,40	6,52	6,61
EUR/NOK	8,21	8,25	8,10	8,00	7,95	7,90

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr DKK	2012	2013	2014	2015
BNP	1 824	-0,4	0,4	2,0	2,5
Privat konsumtion	901	0,5	0,4	1,6	2,2
Offentlig konsumtion	522	0,7	-0,5	0,7	0,6
Bruttoinvesteringar	315	-0,1	0,1	3,8	5,6
Lagerinvesteringar		-0,3	0,3	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	992	0,2	1,2	4,5	5,0
Import	901	1,0	1,8	4,0	5,0
Arbetslöshet (%)		4,5	4,5	4,3	4,0
KPI, harmoniserat		2,4	0,7	0,9	1,3
Timplöneökningar		1,5	1,3	1,5	2,0
Bytesbalans, % av BNP		6,0	6,8	7,0	6,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-4,1	-1,5	-1,0	1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		45,4	44,0	43,0	41,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	21 nov	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	1,76	1,75	1,75	2,15	2,25	2,55
10-års räntedifferens mot Tyskland	5	5	5	5	5	5
USD/DKK	5,54	5,52	5,82	5,96	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	-1,0	1,2	1,6
Privat konsumtion	109	0,2	-0,8	0,6	1,1
Offentlig konsumtion	48	0,6	0,5	0,6	0,7
Bruttoinvesteringar	38	-1,0	-1,7	1,0	2,0
Lagerinvesteringar		-1,2	-0,4	0,2	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	78	-0,2	-1,7	3,3	4,5
Import	80	-1,0	-2,0	3,0	4,0
Arbetslöshet (%)		7,7	8,1	8,2	8,0
KPI, harmoniserat		3,2	2,2	1,6	1,7
Timlöneökningar		3,2	2,2	2,2	2,5
Bytesbalans, % av BNP		-1,7	-1,7	-1,5	-1,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,2	-2,2	-2,3	-1,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		53,6	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 september 2013 uppgick koncernens balansomslutning till 2 569 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 427 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 000 medarbetare. 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.