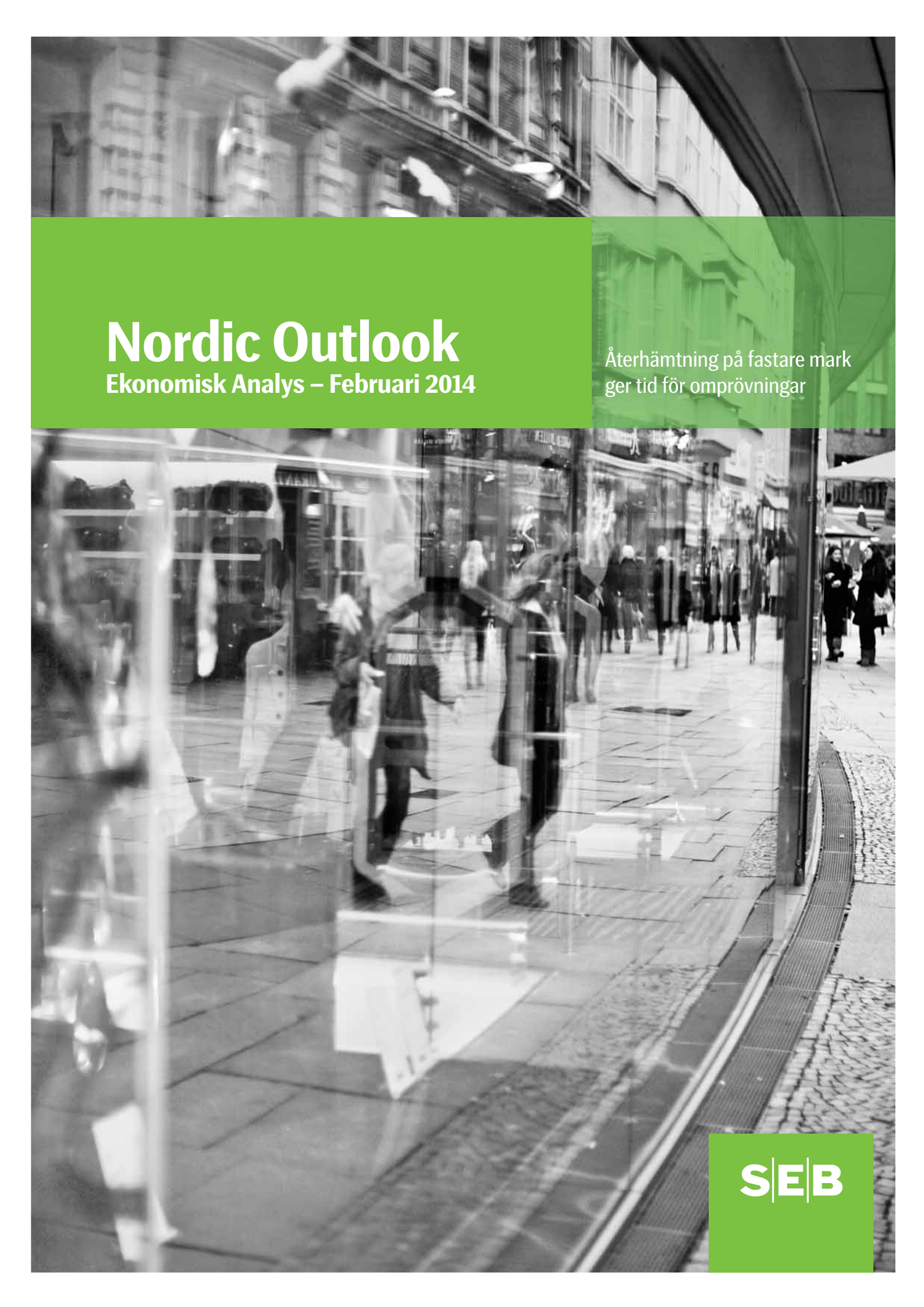




Nordic Outlook

Ekonomisk Analys – Februari 2014

Återhämtning på fastare mark
ger tid för omprövningar

S|E|B

Internationell översikt	5
Tema: Sekulär stagnation – olika risker kräver olika policyrespons	12
USA	13
Japan	17
Asien	18
Eurozonen	21
Tema: Haltande fransk-tyskt samarbete	25
Storbritannien	27
Östeuropa	28
Baltikum	30
Sverige	31
Tema: Stor ökning av arbetskraftsdeltagandet i Sverige	35
Danmark	36
Norge	38
Finland	40
Tema: Den nordiska bostadsmarknaden	42
Nyckeldata	44

Fördjupningsrutor

Internationell översikt: Balanserade risker	7
USA: Inkomstskillnaderna skjuter i höjden	14
USA: Högre långräntor stjälper inte återhämtningen	15
Asien: Parlamentsval i Indien	20
Danmark: Uppgång på bostadsmarknaden	37

Denna rapport publicerades den 11 februari 2014.

Avstämning för valuta- och räntenoteringar var den 5 februari 2014.

Robert Bergqvist
Chefekononom
+ 46 8 506 230 16

Elisabet Kopelman
Chef för Ekonomisk Analys
+ 46 8 763 80 46

Håkan Frisé
Prognoschef, huvudredaktör
Sverige
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Ekonom
Eurozonen & Finland
+46 8 763 85 94

Mattias Bruér
Ekonom
USA, Japan & Storbritannien
+ 46 8 763 85 06

Ann Enshagen Lavebrink
Redaktionsassistent
+ 46 8 763 80 77

Mikael Johansson
Ekonom
Baltikum, Polen & Östeuropa
+ 46 8 763 80 93

Andreas Johnson
Ekonom
Kina, Indien, Ukraina & Ryssland
+46 8 763 80 32

Frederik Engholm-Hansen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1469

Erica Blomgren
SEB Oslo
Norge
+ 47 2282 7277

Thomas Thygesen
SEB Köpenhamn
Danmark
+45 3328 1008

Stein Bruun
SEB Oslo
Norge
+47 2100 8534

Olle Holmgren
Trading Strategy Stockholm
Sverige
+46 8 763 80 79

Återhämtning på fastare mark ger tid för omprövningar

- **USA lyfter när finanspolitiken lättar**
- **EM: Strukturproblem men ingen ny bred kris**
- **Eurozonen halkar efter trots stabilisering**
- **Fortsatt låg inflation, men större skillnader**
- **Centralbanksstimulans håller nere räntorna**
- **USD stärks när Fed börjar normalisera**

Den globala ekonomin håller gradvis på att ta sig upp på fastare mark. Utvecklingen i industriländerna har på olika sätt gått åt rätt håll de senaste månaderna. Återhämtningen i **USA** blir alltmer självgående och tillväxten väntas accelerera relativt kraftigt i år när den finanspolitiska motvinden lättar. I **Japan** har de första faserna av den ekonomisk-politiska offensiven varit framgångsrika. Det verkliga testet för Abenomics återstår dock; att skapa förutsättningar för en varaktigt högre tillväxt. I **Storbritannien** har ekonomin överraskat positivt samtidigt som inflationen kommit ned snabbare än väntat. **Eurozonen** står fortsatt inför stora politiska och ekonomiska problem, men har lämnat recessionen bakom sig. Europeiska centralbankens (ECB) åtgärder har därtill påtagligt minskat riskpremierna för krisländerna.

Stafettväxlingen när det gäller tillväxtmotorer i världsekonomin är tydlig. Samtidigt som utsikterna för OECD-länderna ljusnat **har problemen i många snabbväxande ekonomier (EM, Emerging Markets) blivit allt tydligare**. Flera stora ekonomier hämmas av regleringar och strukturella svagheter och därtill förvärras situationen i några länder av djupgående politisk instabilitet. Oron kommer troligen att prägla en stor del av 2014, speciellt för länder med underskott i bytesbalansen och från utlandet låga direktinvesteringar. Framöver ser vi dock förutsättningar för en stabilare utveckling i takt med att den globala återhämtningen fortskrider. Riskerna för en allvarlig kris i linje med Asienkrisen på 1990-talet är små.

Sammantaget förutser vi en uppgång i OECD-områdets BNP-tillväxt från 1,3 procent 2013 till 2,4 respektive 2,7 procent 2014 och 2015. För 2014 innebär detta en mindre upprevidering. Prognosen för EM-ekonomierna är däremot något nedjusterad och accelerationen de kommande åren blir mycket modest. **Sammanvägt förutser vi att den globala ekonomin växer med 3,9 procent i år och med 4,0 procent 2015.**

Generellt ser vi utrymme för en fortsatt expansiv penningpolitik de närmaste åren. Detta bidrar till att **långräntorna rör sig långsamt uppåt och att börserna i industriländerna kan stiga ytterligare en bit**. Skillnaderna när det gäller inflationsrisker och resursutnyttjande mellan USA å ena sidan och eurozonen och Japan å den andra är dock på väg att växa. Federal

Reserve (Fed) kommer att avsluta sina värdepappersköp i slutet av 2014 och påbörja räntehöjningar i mitten av 2015. Även Bank of England (BoE) och de skandinaviska centralbankerna höjer styrräntorna under 2015. ECB går i motsatt riktning och nya **åtgärder** kommer att krävas för att stärka kreditgivning och motverka risker för deflation och stagnation. Vi räknar t ex med att BNP-viktade kvantitativa lättnader (QE, Quantitative Easing) sjösätts senare i vår. Skillnaderna i penningpolitik bidrar till att differensen mellan amerikanska och tyska obligationsräntor ligger kvar på en relativt hög nivå. Vi tror också att euron **så småningom kommer att försvagas** mot US-dollar i denna miljö.

Global BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Att den akuta krisen nu ser ut att vara över bidrar till ett förändrat fokus avseende konjunkturanalys och ekonomisk-politisk debatt. För penningpolitiken blir bedömningar av traditionella frågor som produktivitetstrend, resursutnyttjande, jämviktsarbetslöshet och inflationens drivkrafter viktiga och kommer att avgöra hur exitstrategierna kommer att utformas. Centralbankernas försök att komplettera inflationsmålen med tröskelvärden för exempelvis arbetslösheten har t ex inte visat sig helt lyckade. Både Fed och BoE tvingas förmodligen backa från hittills signalerade nivåer eftersom arbetslösheten sjunkit snabbare än väntat samtidigt som inflationen varit fortsatt låg.

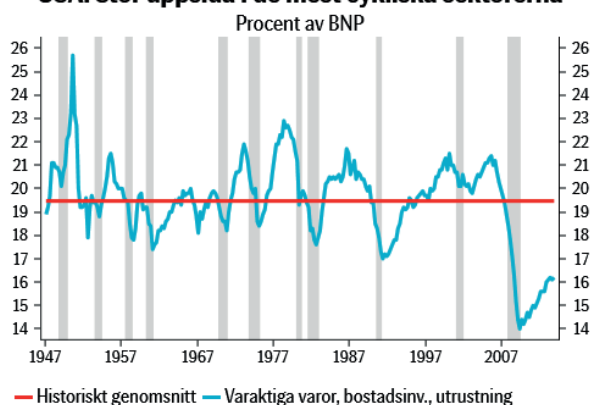
I ett lite lugnare ekonomiskt klimat finns större utrymme för att analysera långsiktiga konsekvenser av den förda krispolitiken. Behoven av att reparera balansräkningar har lett till att tillgångspriserna åter pumpats upp. Följderna av stigande inkomst- och förmögenhetsskillnader har fått ökat utrymme i debatten; inte minst riskerna för att de på sikt hämmar tillväxten i form av svagare konsumtion och investeringar (i en temaartikel om "Sekulär stagnation" diskuteras generellt risker för lägre långsiktig tillväxt).

Även finanspolitiken står inför omprövningar. Åtstramningarna går mot sitt slut både i Europa och USA och de närmaste åren räknar vi med en i stort sett neutral tillväxteffekt. Den höga skuldnivån i många krisländer gör dock att ytterligare besparingar på sikt kan behövas för att stabilisera situationen. För länder som pressas av hög arbetslöshet, demografiska påfrestningar och deflationistiska tendenser som driver upp realräntan skulle dock en sådan politik vara förenad med stora risker. **Detta gör att okonventionella åtgärder som förmögenhetsskatter och skuldavskrivning har aktualiserats.**

Tillväxten tar fart i USA

Vår syn att den amerikanska ekonomin är på väg in i en period av stark och självgående tillväxt har bekräftats de senaste månaderna. **Den finanspolitiska spelplanen har klarnat** och omslaget mellan 2013 och 2014 blir markant; den kontraktiva effekten går från 1,7 till 0,2 procent av BNP. **Ekonomin stimuleras också av ökande förmögenheter i spåren av stigande aktie- och bostadspriser.** Hushållens skuldanpassning är förmodligen avslutad och i en miljö med förbättrad arbetsmarknad räknar vi med att minskat sparande driver på konsumtionsuppgången. Trots att konsensusprognosen rört sig uppåt ligger vår prognos om en tillväxt i USA på 3,3 procent i år och 3,7 procent 2015 klart över konsensus.

USA: Stor uppsida i de mest cykliska sektorerna



Att de mest cykliska delarna av efterfrågan fortfarande är långt nedpressade tyder på att det finns en betydande potential för återhämtningen. Men eftersom hushållssparandet kommit ned på en ganska låg nivå är det viktigt att den konsumtionsledda återhämtningen nu breddas genom att investeringsaktiviteten kommer igång på allvar. Vi ser goda förutsättningar för detta. En starkare investeringskonjunktur brukar följa en starkare konsumtionsutveckling i spåren. I förhållande till BNP är företagens investeringar långt under historiska snitt samtidigt som företagsvinsterna är nära rekordnivåer. Produktivitetshöjande investeringar bör därför ha hög prioritet. Behovet är därtill stort; **den genomsnittliga åldern på fabriker och maskiner är den högsta som noterats sedan sent 1950-tal.** En mindre osäker finanspolitisk spelplan bör också bidra till ökade investeringar.

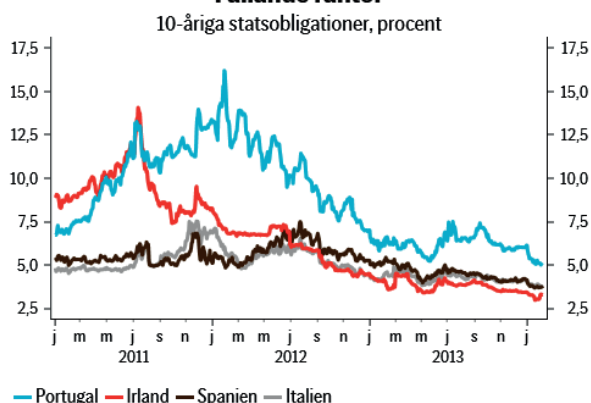
Ökande investeringar är också viktiga för att ekonomins utbudssida ska klara en längre återhämtning. Arbetslösheten har sjunkit relativt snabbt de senaste åren, trots den hittills ganska

sega återhämtningen. Detta är delvis en spegling av den långsamma utvecklingen av produktiviteten på senare år. I ett läge då demografiska faktorer pressar ned arbetsutbudet behöver produktiviteten öka snabbare för att inte bristsituationer på arbetsmarknaden ska tvinga Fed att agera tidigare än man hittills signalerat.

Fortsatta utmaningar för eurozonen

I Europa har den brittiska ekonomin överraskat positivt. Stärkt konkurrenskraft, mildare finanspolitik och stigande huspriser har bidragit till en accelererande tillväxt. Trots att arbetslösheten fallit snabbt finns mycket lediga resurser och därmed utsikter för en varaktig och mer produktivt driven tillväxt.

Fallande räntor



Även i eurozonen förbättras utsikterna långsamt. Recessionen tycks vara över och ECB:s åtgärder har bidragit till att pressa ned riskpremierna för krisländerna. En rekordhög arbetslöshet och ett **banksystem som ännu inte är i skick att på ett normalt sätt klara kreditförsörjningen till företagen** bidrar dock till att hämma utvecklingen. Tysk ekonomi fortsätter att uppvisa styrketecken, men rebalanseringsprocessen i eurozonen har svårt att ta fart så länge den tyska finanspolitiken hålls i strama tyglar och tyska hushåll och företags beteende präglas av försiktighet. Sammantaget **växer BNP i eurozonen med 1,0 procent i år, vilket är under trend. Nästa år accelererar tillväxten till 1,6 procent.**

Ytterligare ekonomisk-politisk integration behövs i eurozonen. Men med ordförandeländer (Grekland och Italien) som är hårt engagerade i inhemska krisproblem, val till EU-parlamentet i vår samt byte av EU-kommission lär inte mycket hända under 2014. Ett haltande samarbete mellan Tyskland och Frankrike (se temartikel) bidrar också till att hämma den politiska utvecklingen i eurozonen.

Finansiell turbulens men ingen ny kris

Finansiell turbulens med fallande börser och försvagade valutor i många EM-länder har präglat inledningen av 2014. Vissa länder har drabbats särskilt hårt, t ex har centralbankerna i Argentina och Turkiet tvingats till kraftiga räntehöjningar. Oron har spillt över till börserna i väst. Flera faktorer ligger bakom den försvagade riskapiten t ex fortsatt osäkerhet om konsekvenserna av penningpolitiska förändringar i USA, oro för tillväxten i Kina samt politiska kriser i flera länder. På ett

mer fundamentalt plan **handlar det dock om en pågående omprövning med nedväxlade tillväxtförväntningar för EM-ekonomier** jämfört med föregående decennium. Strukturproblem är en huvudförklaring till tillväxtinbromsningen i många ekonomier.

Vår syn är dock att jämförelser med Asienkrisen 1997 är klart överdrivna och att **EM-länderna generellt inte hotas av en ny allvarlig kris**. De grundläggande förutsättningarna skiljer sig radikalt jämfört med 1990-talet. Många utvecklingsekonomier, framför allt i Asien, har nu betydligt bättre motståndskraft. Skuldsättningen är lägre, externbalanserna i bättre skick samtidigt som växelkurspolitiken har övergått från fasta till flytande valutor och valutareserverna är stora.

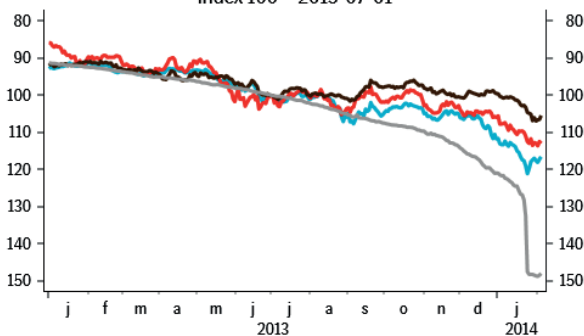
Tillväxteffekterna av turbulensen blir därför troligen små. Oron i maj och juni tycks inte ha haft någon större inverkan på BNP-tillväxten i EM-länderna. Små och öppna ekonomier väntas dra nytta av den senaste tidens valutaförsvagningar genom ökad export. Däremot hämmas inhemsk efterfrågan i de länder som tvingats strama åt penningpolitiken. I många EM-länder såsom Indien och Ryssland blir tillväxten fortsatt svag, men huvudförklaringen är olösta strukturella problem.

Man ska dock vara försiktig med generella slutsatser. **Stora skillnader i landspecifika förutsättningar** har gjort att turbulensen slagit igenom olika hårt i olika länder. Exempelvis har Argentina och Turkiet drabbats mycket hårt medan andra ekonomier som Kina och Mexiko klarat sig mer eller mindre helskinnade. I vissa länder kan oron förklaras av att den ekonomiska politiken missköts under längre tid (Argentina, Venezuela), i andra av politiska kriser (Thailand, Ukraina) och i många andra ekonomier av strukturproblem (BRIC). Det finns dock även exempel på ekonomier med ljusnande utsikter (Sydkorea, Mexiko, Filippinerna). Generellt är länder med underskott i bytesbalansen, t ex Sydafrika, Indonesien och Indien, extra känsliga för påfrestningar.

Den finansiella oron kommer troligen att leva vidare under en stor del av 2014 även om vi inte väntar oss någon fördjupning. Sannolikt fortsätter trenden med en diversifierad utveckling för EM-länderna. Ett stort antal val hålls under 2014 (bl a i Brasilien, Indien och Indonesien), vilket bidrar till att hålla uppe den politiska osäkerheten. Även osäkerhet kring den kommande ränteutvecklingen i utvecklade ekonomier lär bestå ytterligare en tid.

Press på EM-valutor

Index 100 = 2013-07-01



— Argentina — Ryssland — Sydafrika — Turkiet

Källa: Macrobond

Nordiska länder tar olika vägar

Krisen de senaste åren har påverkat de nordiska länderna på olika sätt, både i upp- och nedgång. Olika förutsättningar när det gäller t ex **växelkurssystem och struktur på bostads- och arbetsmarknaden har spelat stor roll**. Norge stod initialt emot krisen klart bäst och undvek de BNP-fall som inträffade i nästan alla andra industrialiserade länder. I de övriga nordiska länderna föll BNP med mellan 5 och 10 procent.

Balanserade risker

Uppåtriskerna i prognosen ligger liksom tidigare i att den amerikanska konjunkturuppgången **får större spridningseffekter på övriga delar av världsekonomin** 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. Detta påverkar också de nordiska ekonomierna vars återhämtning i huvudscenariot är svagare än normalt.

Nedåtriskerna på kort sikt har minskat när det gäller OECD-länderna bl a beroende på att frågetecknen kring den amerikanska budgeten rätats ut och systemriskerna i eurozonen minskat. På lite sikt finns fortfarande risker kopplade till en penningpolitisk normalisering. Det gäller inte minst om Fed påbörjar sin exitstrategi i ett så tidigt skede att länder i avvikande konjunkturförhållanden får problem. Även om det inte är huvudscenariot finns också risker för att Feds normalisering kan bidra till att underliggande problem i EM-ekonomier blir

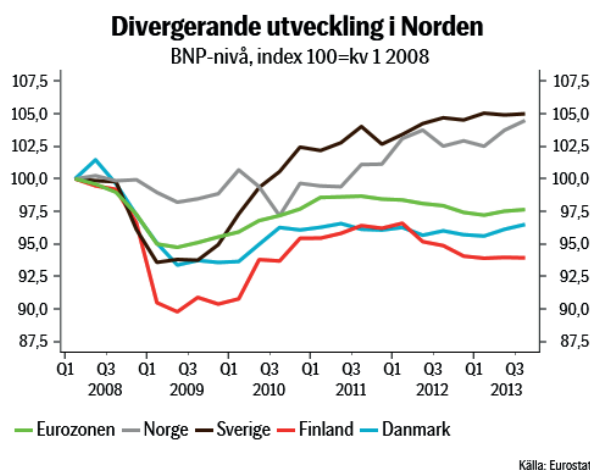
mer svårhanterliga och att tillväxten tar mer skada. **Sammantaget har vi sänkt riskerna för ett sämre konjunkturscenario från 25 till 20 procent.** Därtill är nedgången i det negativa scenariot mildare jämfört med *Nordic Outlook November 2013*.

Alternativscenarier

Årlig procentuell BNP-förändring

	2014	2015
A. Större spridningseffekter från USA-uppgång (20%)		
USA	3,7	4,2
Eurozonen	1,5	2,5
OECD	2,8	3,4
EM-ekonomier	6,2	6,4
B. Risker kopplade till Feds exitpolitik (20%)		
USA	2,8	2,0
Eurozonen	0,5	0,5
OECD	1,6	1,2
EM-ekonomier	3,5	3,0

Källa: SEB



I Sverige var återhämtningen 2010-2011 markant starkare än i övriga nordiska länder, bl a understödd av en svag valuta. Den djupa krisen på dansk bostads- och byggmarknad har hittills hämmat återhämtningen. Finland har präglats av strukturella problem i flera viktiga exportsektorer med bl a ogynnsam prisutveckling på världsmarknaden. Om man jämför BNP-nivån sedan krisens början 2008 kan man se en tydlig tufelning; Sverige och Norge ligger 5 procent över nivån före krisen, medan Danmark och Finland ligger några procent under. Det är således svårt att få stöd för att någon generell nordisk tillväxtmodell existerar.

Framöver kan mönstret i viss mån komma att förändras och länderna står inför olika utmaningar. I **Danmark** verkar nu bostadsmarknaden vara på väg att återhämta sig. Detta skapar förutsättningar för en konsumtionsdriven återhämtning med en tillväxt över trend på 2,0 och 2,5 procent 2014-2015. Överskottet i bytesbalansen har vuxit under krisen och centralbanken måste fortsätta att hålla lägre ränta än ECB för att hålla valutan inom det smala bandet mot euron.

Finsk ekonomi pressas av försämrade konkurrenskraft, ogynnsam prisutveckling på import- och exportvaror samt strukturella svårigheter inom IKT-sektorn och skogsindustrin. Problemen sprider sig nu till den inhemska ekonomin bl a genom ökande arbetslöshet. I denna miljö tvekar hushåll och företag, vilket gör att ekonomin fortsätter att halka efter i återhämtningen jämfört med övriga nordiska länder. BNP-tillväxten på 0,8 respektive 1,4 procent 2014 och 2015 ligger under trend.

I **Norge** har oljesektorn och exceptionellt goda offentliga finanser bidragit till stor inhemska motståndskraft. Det höga kostnadsläget skapar dock konkurrenskraftsproblem, trots den senaste tidens försvagning av valutan. Därtill kommer press från en högt skuldsatt hushållssektor, fallande bostadspriser och lägre aktivitet i oljesektorn. Vår bedömning är dock att bostadsmarknaden mjuklandar vilket skapar förutsättningar för en gradvis återhämtning. Sammantaget ökar BNP med 2,1 procent 2014 och med 1,8 procent 2015.

Efter den starka återhämtningen 2010-2011 har tillväxten i **Sverige** varit trög de senaste åren. Detta har främst berott på att exporten halkat efter t ex Tyskland. Den inhemska ekonomin har dock stimulerats av expansiv finanspolitik, stigande bostadspriser och ökande sysselsättning. Framöver räknar vi med att tillväxtkrafterna breddas och att BNP växer med 2,5

respektive 3,2 procent 2014-2015. Att Sverige till slut, liksom så många andra länder, ska drabbas av en nedgång i bostadspriserna utgör den största nedåtricken.

Norden och Baltikum, BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källa: OECD, SEB

Tilltagande arbetskraftsbrist i Baltikum

Tillväxten i Baltikum växlar upp något. Privat konsumtion fortsätter att vara central kraft, pådriven av goda realinkomster för hushållen, samtidigt som exporten repar sig efter en påtaglig svacka i slutet av 2013. Lettland och Litauen ligger kvar i EU-toppen 2014-2015 med tillväxt på nära 5 procent per år i Lettland och 3,5-4,5 procent i Litauen. Estland, som uppvisade en rejäl dipp 2013, repar sig gradvis med tillväxt på 2,5-3,0 procent 2014 och 2015.

Inflationen blir fortsatt låg i år med prisökningar på ca 2 procent i år i alla länder. Riskerna ligger på uppsidan. Arbetskraftsbrist väntas bli ett tilltagande problem när arbetslösheten, som sjunkit påtagligt senaste åren, närmar sig strukturella jämviktsnivåer. Lettlands eurointräde den 1 januari 2014 väntas ge små ekonomiska effekter initialt. Även Litauen är på väg in i eurozonen; sannolikheten är hög att EU-kommissionen och ECB efter utvärderingar i vår ger klartecken för litauisk anslutning 2015.

Offentliga finanser

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	-5,9	-4,9
Eurozonen	-3,7	-3,1	-2,6	-2,3
OECD	-5,9	-4,8	-4,0	-3,2
Finanspolitisk inriktning*	0,7	1,3	0,7	0,5

* Förändring av strukturellt sparande i OECD-området

Källa: IMF, OECD, SEB

Finanspolitik: svagare motvind

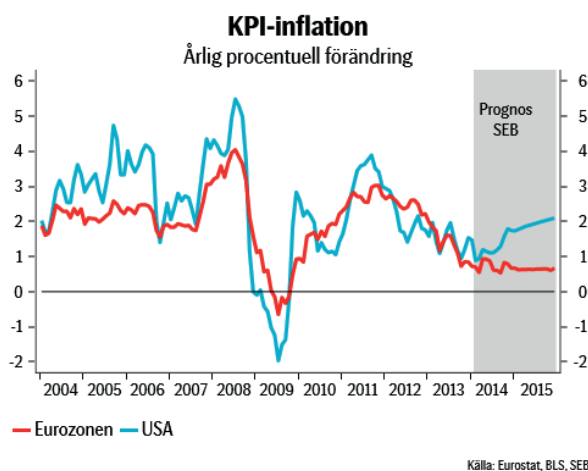
Åtstramningar har pressat efterfrågan i flera delar av världen de senaste åren, men **motvinden minskar nu i de flesta länder**. Samtidigt medför en förbättrad konjunktur att de offentliga underskotten minskar. När återhämtningen sprider sig till delar av ekonomierna som beskattas högt, t ex sysselsättning och löner, tenderar ofta det finansiella sparandet att överraska positivt och vi tror att detta historiska mönster upprepas.

I eurozonen går finanspolitiken mot att vara neutral, även om flera länder fortfarande har underliggande besparingsbehov. I USA har vinterns budgetöverenskommelse gjort att finanspo-

litiken i stort sett blir neutral 2014. I Japan slår finanspolitiken om från att vara expansiv 2013 till kontraktiv 2014. I USA vänder den offentliga skulden ner när BNP-tillväxten tar fart. Eurozonen har större problem på skuldsidan; skuldkvoten får inte mycket draghjälp nedåt när inflation och tillväxt är så låg. Detta innebär att skuldsituationen, trots lägre genomsnittligt budgetunderskott, är mer problematisk än i USA.

Ökande inflationsskillnader

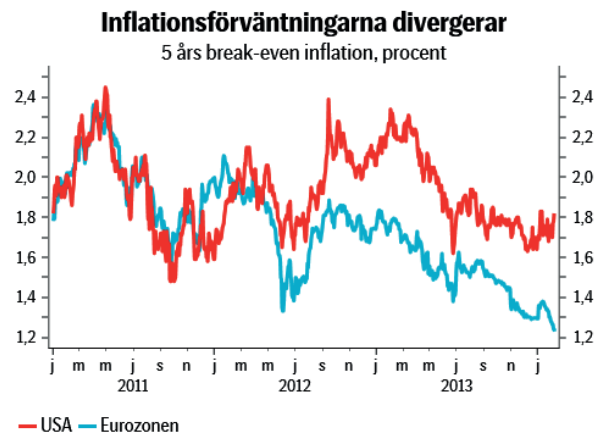
Inflationstrycket i utvecklade ekonomier fortsätter att vara lågt. Efter en tillfällig råvaruprisdriven uppgång 2010 och 2011 har trenden i de flesta länder varit nedåtgående. I en globaliserad värld är många drivkrafter gemensamma. De senaste två-tre åren har producentpriserna på konsumtionsvaror pressats på världsmarknaden. Den dominerande underliggande kraften är lågt resursutnyttjande som leder till en lönepress. Vår generella bild är att **de disinflationistiska krafterna dominerar även framöver**. Resursutnyttjandet förblir lågt och prispressen på konsumentvaror på världsmarknaden fortsätter. Samtidigt hålls råvarupriserna tillbaka av en långsammare expansion i tillväxtekonier. Därtill kommer prisnedgången på jordbruksråvaror under 2013, med viss fördröjning, att pressa ned matpriserna i konsumentledet.



I *Nordic Outlook November 2013* lyfte vi dock också fram **tendenser till ökande regionala skillnader i inflationsmönstret**. Storbritannien har under en period haft betydligt högre inflation än övriga stora industriländer drivet av svag valuta, låg produktivitet och skattehöjningar. Det senaste halvåret har dock inflationen fallit oväntat snabbt och vår prognos är att Bank of England i år uppfyller sitt 2-procentiga inflationsmål för första gången sedan 2004.

Vi ser däremot allt tydligare tendenser till ökade skillnader i inflationsmiljön i USA och eurozonen. I Grekland faller konsumentpriserna nu kraftigt samtidigt som inflationen i andra krisländer ligger runt nollstrecket. Särskilt i Spanien har inflationen fallit brant det senaste halvåret. Deflationstendenserna i Sydeuropa är i hög grad en logisk konsekvens av behoven att anpassa konkurrenskraft och prisnivåer. Situationen kompliceras dock av att även fransk och tysk inflation visar fallande trend och ligger klart under 2 procent. Att den tyska inflationen ligger så lågt försvårar rebalanseringen i eurozonen och bidrar till att processen måste ske i en miljö med alltför hög

realränta. Detta ökar bördorna för skuldsatta stater, hushåll och företag. Den svaga återhämtningen gör att risken för en skadlig deflation förblir hög. **Vår grundprognos är dock att ECB:s åtgärder gör att en generell deflation kan undvikas** men att HIKP-inflationen hamnar så lågt som 0,6-0,7 procent i årsgenomsnitt 2014 och 2015. Kärninflationen ligger ytterligare något lägre på 0,5 procent båda åren.



I USA är bilden mer komplex. Resursutnyttjandet är fortfarande tillräckligt lågt för att hålla nere inflationen de närmaste åren.

Våra prognoser pekar på prissökningar på under 2 procent 2014 och 2015. Riskbilden är dock annorlunda än i eurozonen. Flera indikatorer, bl a Feds Beige Book, visar på arbetskraftsbrist i vissa sektorer och att lönerna börjar röra på sig. I en miljö med stagnerande produktivitet innebär detta stigande enhetsarbetskostnader. Det är inte självklart att företagen kan vältra över detta på konsumentpriserna, men historiskt sett finns ett starkt samband mellan enhetsarbetskostnader och inflation. Inflationsimpulser kan också komma via hyror och hälso- och sjukvårdskostnader.

Man kan också notera att Fed vid flera tillfällen tenderat att underskatta inflationen i liknande konjunkurlägen. Så var t ex fallet 1993 och framför allt 2003, då man fokuserade på deflationsrisker men sedan svängde om och påbörjade räntehöjningar året efter. Även om det finns viktiga skillnader jämfört med dagens situation finns det likheter såsom utdragen penningpolitisk stimulansperiod i kombination med seg återhämtning på arbetsmarknaden.

Omprövningarnas tid för centralbanker

Centralbankerna står nu inför uppgiften att påbörja en normalisering av penningpolitiken i en miljö där många ekonomiska och finansiella samband är osäkra. Man kan identifiera några områden som just nu står i fokus för den globala centralbanksdiskussionen.

Inflationsdynamik. Flera centralbanker efterlyser fördjupad analys av den låga inflationens drivkrafter t ex kopplad till sektorsvis pris- och löneutveckling, storleken på produktionsgapen samt produktivitetens utveckling. Frånvaron av tydliga samband mellan resursutnyttjande och inflation försvårar penningpolitikens uppgift, inte minst kommunikationsmässigt.

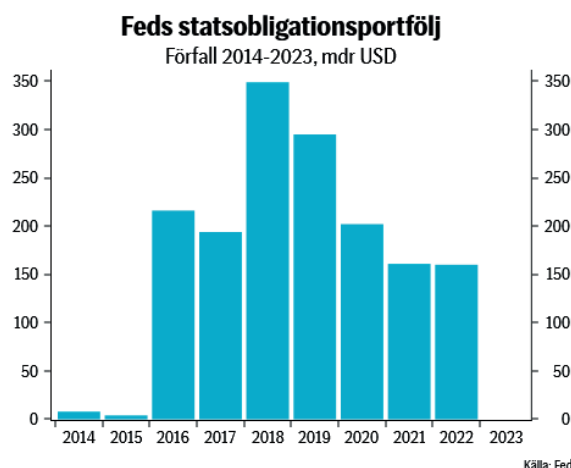
Tillgångsprisinflation. Stigande huspriser och aktiekurser är på väg att passera nivåer som går utöver vad en reparation av olika sektors balansräkningar motiverar. Samspelet med finans- och makrotillsynspolitiken spelar i detta sammanhang en viktig roll. Ansvarsfördelning mellan olika politikgrenar behöver förtydligas och debatten kring penningpolitikens roll när det gäller att förhindra prisbubblor är på väg att intensifieras på nytt.

Kommunikation och förväntningar. Behovet av att styra ränteförväntningarna är stort och flera intressanta försök har genomförts. Försöket att koppla räntepolitiken till tröskelvärden för bl a arbetslösheten har dock inte slagit så väl ut. Både Fed och BoE kommer troligen att behöva justera sin signalering inom kort, vilket kommer att minska trovärdigheten för metoden.

Samordning. Trycket på att centralbankerna ska samordna sin exitpolitik håller på att hårdna. Utmaningen för flera ledande centralbanker blir att hitta en balans mellan att följa inhemska mandat samtidigt som man bidrar med en politik som ger global stabilitet.

Sammantaget går penningpolitiken i än mer expansiv riktning under 2014. Inga styrräntehöjningar förutspås från Fed, ECB, BoE eller Bank of Japan (BoJ). Men **balansräkningarna växer.** Feds monetära bas (bankreserverna) ökar med ca 20 procent (400-450 miljarder dollar) under 2014 till ca 3 000 miljarder dollar. Enligt vår tumregel motsvarar detta en sänkning av styrräntan med 50 punkter. Bank of Japans monetära bas växer med 700 miljarder dollar för att nå målet 270 biljoner yen (2 700 miljarder dollar) vid utgången av 2014. ECB väntas enligt våra prognoser också vidta QE-åtgärder från våren med månatliga obligationsköp på ca 40 miljarder euro.

Under 2015 börjar centralbankerna med försiktiga räntehöjningar. Norges Bank höjer i mars och Riksbanken i april 2015. I slutet av 2015 ligger norska styrräntan på 2,0 procent och den svenska på 1,25 procent. Fed och Bank of England höjer sommaren 2015. I slutet av det året ligger den amerikanska styrräntan på 1,25 och den brittiska på 1,0 procent. Eftersom löptidsprofilen på Feds statsobligationsportfölj visar på begränsade förfall 2015 (ca 4 miljarder dollar) innebär den totala storleken på Feds balansräkning fortsatt kraftig stimulans. Först 2016 minskar portföljen med ca 200 miljarder dollar. Såväl ECB som BoJ ligger still med räntan under hela prognosperioden.



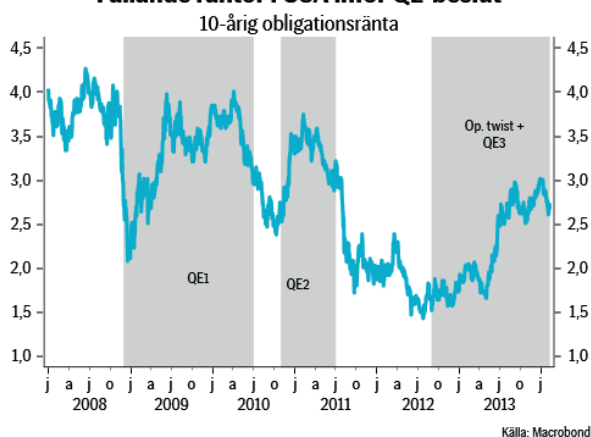
Oförändrade eller till och med minskade balansräkningar (monetära basen), kan fortsätta tillföra likviditetsstöd. **Penningmultiplikatorn**, som i slutänden avgör penningmängdens storlek, är "trög" i flera länder och regioner. Det beror bl a på stora kreditrisker, förtroendebrister, osäkerhet kring framtida regleringar och krav och en låg kreditefterfrågan. T ex ligger USA:s penningmultiplikator på runt 3-4 jämfört med det historiska snittet på 10. Det innebär att den monetära basen på ca 3 000 miljarder dollar, som med dagens multiplikator ger 9 000 – 12 000 miljarder i penningmängd, har en potential att ge så mycket som 30 000 miljarder nya dollar om multiplikatorn blir mer normal.

Långa räntor drar sig uppåt i olika takt

Feds beslut att gradvis börja trappa ned obligationsköpen har, till skillnad från diskussionerna om minskade stimulanser under förra våren, **inte bidragit till att sätta press uppåt på långa räntor**. Vi ser flera skäl till detta. Fed lyckades genom sin framtidsblickande signalering övertyga marknaden om att räntehöjningar ligger långt fram i tiden. Förväntningarna om nya lättnader från ECB har ökat i spåren av låga inflationsutfall. Därtill kommer att EM-oron har dämpat aptiten på risk och bidragit till att sätta förnyad press på långa räntor.

Utsikterna för långa räntor framöver kommer att präglas av de ökade skillnaderna i utsikterna för både tillväxt/inflation och penningpolitik mellan USA och eurozonen. Givet vår tro att EM-oron inte utvecklas till en allvarlig kris med global räddvidd **räknar vi med att långa räntor i USA åter gradvis vänder uppåt**. För detta talar bl a att reala räntor fortfarande är relativt låga ur ett historiskt perspektiv samtidigt som inflationsbilden gradvis kommer att normaliseras. En bräcklig återhämtning och starka disinflationistiska krafter innebär att eurozonen är i behov av fortsatt låga räntor, vilket ligger bakom vår prognos att ECB börjar med kvantitativa lättnader (QE) under våren.

Fallande räntor i USA inför QE-beslut



Erfarenheterna från USA är att **marknadsräntorna fallit inför centralbankens QE-beslut men att de därefter vänt uppåt igen**. Ett framgångsrikt QE-program från ECB kan bidra till att stabilisera och så småningom höja inflationsförväntningarna, vilket bör avspeglas i en förnyad gradvis ökning av obligationsräntorna när programmet väl har lanserats. Vi räknar mot denna bakgrund med att tyska långa räntor rör sig sidledes under våren men att 10-årsräntan i slutet av året hamnar runt 2 procent och att den ligger på 2,20 procent i slutet av 2015. I USA stiger 10-åriga räntor till 3,20 procent i slutet av året och

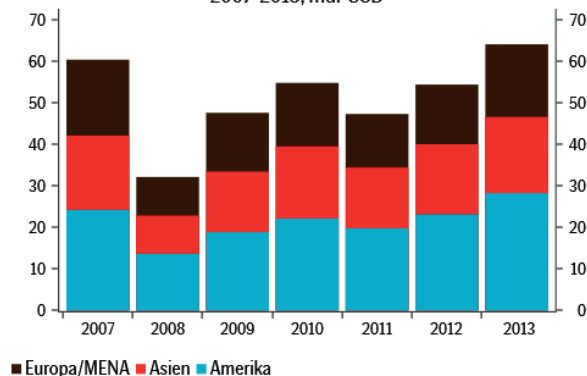
till 3,50 procent i slutet av 2015. Det innebär att räntedifferensen mellan USA och Tyskland fortsätter att stiga till historiskt höga nivåer kring 130 punkter.

Potential för högre aktiekurser

2013 blev ett oväntat starkt börsår. Det samlade globala börsvärdet steg med 18 procent (mätt i USD) till nästan 64 500 miljarder dollar (motsvarar 90 procent av global BNP). **Värdeökningen 2013 på 10 000 miljarder dollar** innebär att toppnivån från 2007 passerats. Flera faktorer hjälpte till att lyfta börserna till rekordnivåer: kraftfull **monetär stimulans**, tecken på mer **självgående amerikansk tillväxt** samt ekonomisk och finansiell bottnenkänning med **färre akuta krishärdar** i eurozonen.

Den positiva börsutvecklingen 2012 och 2013 ger **värdefullt stöd till den ekonomiska tillväxten framöver**. Hushållens och bankernas balansräkningar "repareras" i snabb takt vilket stimulerar ökad privat konsumtion och kreditgivning. Företagen får också bra tillgång till kapital till en attraktiv finansieringskostnad via både aktie- och obligationsmarknad.

Globalt börsvärde - toppnivå 64 500 mdr USD
2007-2013, mdr USD



Trots 2013 års stora globala börslyft och den senaste tidens korrektion nedåt upprepar vi den aktiesyn som presenterats i de senaste utgåvorna av *Nordic Outlook*: **försiktigt positiv börsutveckling det närmaste året**. Men slutsatsen omges med större osäkerhet än tidigare. Uppgången 2013 har ännu inte fått generell stöd från ökande lönsamhet; brist på investeringsalternativ har istället utgjort en viktig drivkraft. Delårsrapporterna för första kvartalet 2014 behöver därför bekräfta förväntningarna om förbättrad lönsamhet och ljusare framtidsutsikter och därtill visa tecken på ökande investeringsvilja.

En global återhämtning i kombination med monetär stimulans stöttar aktiemarknaden under de kommande åren. Därtill kommer en fortsatt god direktavkastning i kombination med risker för negativ avkastning på räntelaceringar. Men trots att mycket talar för en börsuppgång för helåret 2014 **finns risker för fortsatta besvikelser under det närmaste halvåret** på grund av högre riskaversion i en miljö med frågetecken kring utvecklingsekonomiernas framtid och centralbankers politik.

Dollarförstärkning mot slutet av 2014

Förväntningar om centralbankernas penningpolitik fortsätter att ha stor betydelse för valutakursutvecklingen. Liksom tidigare tror vi att **dollarn på sikt kommer att dra det längsta strået i kampen mot euron**. De främsta skälen är en diver-

gerande penningpolitik till dollarns favör när Fed successivt trappar ned obligationsköpen samtidigt som ECB genomför ytterligare lättnader. Bestående tillväxtgap mellan euroländerna och USA gynnar också dollarn. Hittills har dock en aptit på finansiella tillgångar i eurozonen och en kraftig förbättring av handelsbalansen hållit uppe euron. Denna kraft kan bestå ännu en tid, vilket talar för små förändringar i EUR/USD-kursen under första halvåret. I slutet av 2014 har dock dollarn stärkts till 1,28 och till 1,25 i slutet av 2015.

Pundet har gynnats av den goda återhämtningen i brittisk tillväxt. Fortsatt fallande arbetslöshet har även bidragit till att förväntningarna på en första höjning från den brittiska centralbanken har tidigare lagts till slutet på 2014. Inflationen har dock fallit snabbt och framöver räknar vi med att den kan ligga under målet. Vi bedömer därför att **nuvarande förväntningar på en åtstramning av penningpolitiken är för aggressiva** och måste justeras, vilket kan medföra att pundet hamnar under förnyat tryck att försvagas. GBP/USD faller tillbaka under andra halvåret till 1,54 i slutet av 2014.

Vi är fortsatt långsiktigt negativa till den japanska yenens utveckling. Fortfarande finns frågetecken om i vilken utsträckning regeringen kan implementera åtgärder för att stärka ekonomin långsiktigt. Vidare finns det en risk för att den beslutade skatthöjningen återigen dämpar hushållens efterfrågan. Det finns därmed en risk att **nuvarande obligationsköp inte är tillräckliga för att varaktigt få upp inflationen i Japan**. Förväntningar om att BoJ ska slopa målet om att få upp den monetära basen till 270 biljoner yen och istället införa obegränsade (open-ended) värdepappersköp kan därför få fäste. I kombination med en generellt stark dollar gör detta att vi räknar med USD/JPY handlas på 112 vid slutet av 2014.

Den norska kronen har hamnat under press efter det att tillväxten i norsk ekonomi tydlig växlat ned. Trots att kronen har tappat avsevärt efter Norges Bank signalering om att räntehöjningar dröjer förefaller **kronan långt ifrån billig mot bakgrund av kostnadsutvecklingen för arbetskraft**. Vi tror därför att kronen förblir under press och räknar med att NOK/SEK ska röra sig mot paritet i slutet av 2014. Det innebär att EUR/NOK ligger på 8,50 i slutet av 2014. I december 2015 har EUR/NOK tagit sig ned till 8,30.

Den svenska kronan har stärkts med cirka tre procent i handelsviktade termer sedan Riksbankens räntesänkning den 17 december. En drivkraft har varit återinflöden efter det att spekulativa aktörer redan inför Riksbankens sänkning avvecklade stora kronpositioner. Med vår prognos om att underliggande inflation bottnar ut och att Riksbanken ligger still tror vi att **kronan på lite sikt kan dra nytta av starkare inhemsk efterfrågan och stigande världstillväxt**. Därtill kommer ökande förväntningar om nya åtgärder från ECB att leda till en generell press nedåt av euron mot de flesta valutor. Vi behåller därför en prognos på 8,50 för EUR/SEK i slutet av 2014 och räknar med ytterligare något starkare krona på 8,40 i slutet av 2015 då Riksbanken inlett sina räntehöjningar. Mot dollarn beräknas kronan ligga på 6,64 i slutet av i år och 6,72 i slutet av 2015.

Tema: Sekulär stagnation – olika risker kräver olika policyrespons

- **Stort tapp jämfört med tidigare BNP-trend**
- **Deflationstendens och ökade förmögenhetsklyftor ökar stagnationsrisken**
- **Utbudssida ger annorlunda policy-slutsatser**
- **Stigande produktivitet ökar centralbankernas manöverutrymme**

De senaste fyra-fem åren har präglats av en bräcklig och syrefattig återhämtning. Den vanligaste tolkningen har varit att svagheten följer det historiska mönstret efter finansiella kriser med kraftigt fallande tillgångspriser. Behoven av att reparera balansräkningar leder normalt till en ganska lång period av svag efterfrågan (6 till 8 år). Men när denna anpassning väl är över **finns goda utsikter för återgång till en varaktigt hög tillväxt.**

Den senaste tiden har dock en del bedömare diskuterat riskerna för att vi står inför en ännu längre period av svag tillväxt – ”sekulär stagnation”. Debatten intensifierades efter Larry Summers IMF-tal i november 2013 och har sedan bl a följts upp av chefen för BoE, Mark Carney. En tes är att risken för sekulär stagnation skulle nödvändiggöra en påtagligt mer expansiv ekonomisk politik. Den slutsatsen är dock inte självklar. **Beroende på om stagnationstendenserna har sitt upphov i ekonomins utbuds- eller efterfrågesida blir policyresponsen helt olika.**

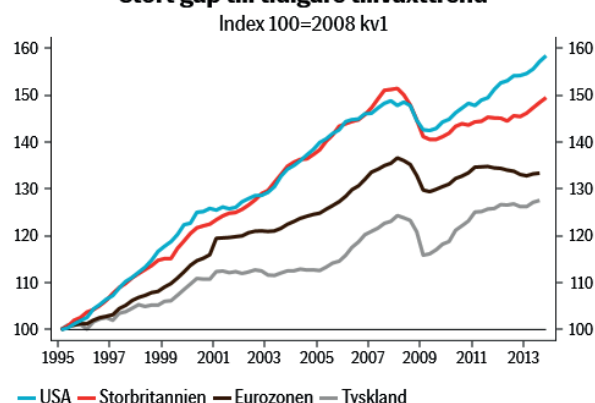
På global nivå kan man peka på faktorer som talar för att världsekonomin sedan en längre **tid lider av kronisk efterfrågebrist och sparandeöverskott** t ex beroende på låg konsumtionsefterfrågan i flera stora tillväxtekonomier samt bristande investeringsvilja i utvecklade ekonomier. Under förra decenniet kan problemen ha dolts av att efterfrågan drevs upp av en ohållbart snabb kreditillväxt. Efter krisens utbrott har dock svagheterna på efterfrågesidan accentuerats ytterligare, bl a genom behovet av offentlig skuldkonsolidering. Växande förmögenhets- och inkomstskillnader, inte minst i USA, bidrar också till att hålla tillbaka efterfrågan på grund av relativt låg konsumtionsbenägenhet hos de mest förmögna hushållen.

I detta fall kan ekonomin fastna i en likviditetsfälla. Realräntan i jämvikt (den som får sparande- och investeringsplaner att gå ihop) är negativ. Trots exceptionellt låga nominella räntor, tenderar den faktiska realräntan – på grund av den låga inflationen – att ligga högre än vad som är förenligt med jämvikt i ekonomin. För att undvika en långvarig (sekulär) stagnation måste penningpolitiken då **med alla medel inriktas på att pressa ned realräntan** – t ex genom att trycka upp inflationen – och bekämpa den typ av deflationsprocesser som präglade världsekonomin på 1930-talet och som drabbat Japan de se-

naste decennierna. Även expansiv finanspolitik bör användas t ex i form av infrastrukturinvesteringar. De regleringsåtgärder inom makrotillsynen som nu är på väg att genomföras riskerar i denna analys att förvärra situationen genom att **den bromsar kreditgivningen och höjer den faktiska räntan för hushåll och företag.**

En lite annorlunda typ av analys är att **problemen främst härrör från ekonomins utbudssida genom försvagad produktionsförmåga.** Låg investeringsnivå, vikande arbets-krafts-deltagande och stigande jämviktsarbetslöshet skulle kunna medföra att produktionsgapet i nuläget inte är så stort som normalt antas. Underliggande orsaker kan därtill vara långsamare befolkningstillväxt och stagnerande produktivitet. Här blir problembilden en annan. Flaskhalsproblem och inflationssymptom riskerar att dyka upp relativt snart, även vid låg tillväxt. **Sådana stagflationstendenser skulle skapa dilemman för centralbankerna. Av trovärdighetsskäl kan centralbankerna tvingas att påbörja en normalisering av penningpolitiken** betydligt tidigare än vad som i nuläget signaleras och vad som prissätts av finansiella marknader.

Stort gap till tidigare tillväxttrend



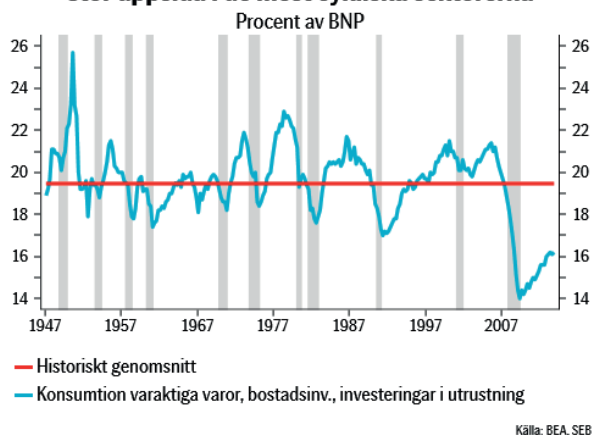
Att olika typer av risker leder till så olika policy-slutsatser illustrerar i hur hög grad den ekonomiska politiken rör sig i okänd och svårnavigerad terräng. **Vår huvudprognos är ändå att stagnationsrisken generellt är relativt liten på global nivå.** En orsak till detta är att produktiviteten troligen kan återhämta sig efter en lång period av svag utveckling. Traditionella cykliska skalfördelar, investeringsåterhämtning och effektivare resursallokering i takt med att situationen i banksektorn normaliseras är viktiga drivkrafter bakom prognosen. Däremot ser vi skäl till att man för en rad länder behöver justera ned de optimistiska bedömningar avseende trendtillväxt som dominerade före krisen. Därtill är riskerna ganska stora att japansk ekonomi på lite längre sikt åter faller in i stagnation. Även i eurozonen är riskerna stora för att en hög faktisk realränta kommer att hindra flera länder att röra sig mot ekonomisk jämvikt.

Positiv tillväxtspiral får fotfäste

- Privat konsumtion växlar upp
- Goda förutsättningar för investeringsrekyl
- Arbetslösheten når 6 procent redan i år
- Ränthöjningar påbörjas i mitten av 2015

Sett sedan i november i fjol, när förra *Nordic Outlook* publicerades, har merparten av statistiken överträffat marknadens förväntningar. De senaste veckorna har dock bjudit på negativa överraskningar i viktiga indikatorer som företagsförtroende och sysselsättning. Bedömningen är dock att tillväxthickan blir tillfällig; **förutsättningarna är på plats för fortsatt expansion i god takt med hushållen som draglok.** Hushållens förmögenhetsställning är rekordstark samtidigt som skuldavvecklingen sannolikt är slutförd. Lägg därtill en allt stabilare arbetsmarknad och slutsatsen blir att privat konsumtion lägger i en högre växel 2014, liksom företagens investeringar. Kongressens budgetöverenskommelse i december 2013 minskar dessutom risken för nya politiska dödlägen även om en ny överenskommelse om skuldtaket måste komma på plats inom kort. **Omslaget i finanspolitiken till nästintill neutral i år, jämfört med en motvind uppgående till 1,7 procent av BNP 2013, är ett tungt argument för starkare tillväxt.** Stor uppsida i de mest cykliska sektorerna i ekonomin stödjer bilden samt talar för att konjunkturuppgången kommer att fortsätta flera år till. Sammantaget håller vi fast vid bedömningen om stark amerikansk tillväxt kommande år. **2014 och 2015 blir BNP-tillväxten 3,3 procent respektive 3,7 procent.** Även om konsensus dragit sig uppåt ligger vår realekonomiska bild alltjämt tydligt över genomsnittsprognosen på marknaden.

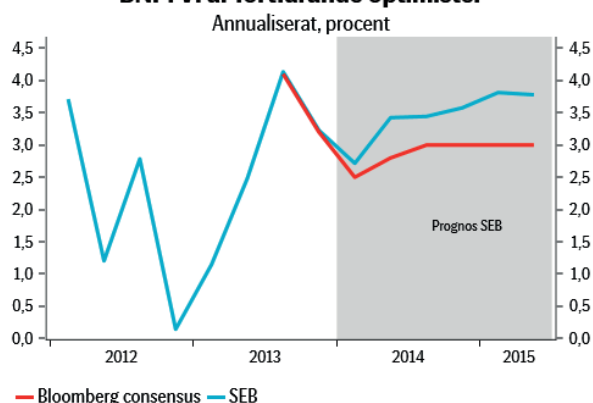
Stor uppsida i de mest cykliska sektorerna



Inflationen förblir låg kommande år. Vi ser dock anledning att höja ett varningens finger för lönedriven inflation eftersom arbetsmarknaden ser allt stramare ut. **Arbetslösheten**, som fallit snabbare än förväntat, når 6 procent redan i år. Detta talar

för att **den första räntehöjningen kommer redan i mitten av 2015.** I slutet av 2015 ligger styrräntan på 1,25 procent.

BNP: Vi är fortfarande optimister



Hushållen vaknar på allvar

Trots skatthöjningar och utgiftssänkningar växte hushållens konsumtion med 2,0 procent 2013, i linje med de föregående åren. **Pådriven av inkomstillväxt och förmögenhetseffekter ligger nu en tydlig konsumtionsuppväxling i korten.** De senaste årens stora förmögenhetsuppbbyggnad, i kombination med historiskt låga lånekostnader, borgar också för högre konsumtionstillväxt via förmögenhetskanalen. Att hela skulduppbbyggnaden under 2002-2007 reverserats – hushållens skuldsättning har fallit från 125 procent av disponibel inkomst 2007 till 101 procent vilket är samma nivå som för tio år sedan – talar också för att hushållssektorn är väl positionerad att bidra mer till ekonomisk tillväxt. Bilden bekräftas av att konsumentkrediter stiger med närmare 6 procent i årstakt, att andelen bostäder där värdet understiger lånen faller snabbt samt att antalet tvångsförsäljningar ligger omkring 30 procent under nivån för ett år sedan.

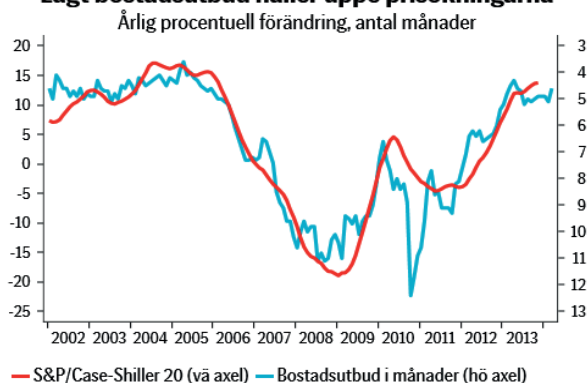
Stigande förmögenhetsvärden förklarade över hälften av konsumtionsuppgången i fjol enligt våra beräkningar och spås ge ett konsumtionslyft på 1,5 procentenheter även i år. **Sammantaget är bedömningen att hushållens konsumtion växer 2,9 procent i år och 3,1 procent 2015.** Reala disponibla inkomster ökar snäppet långsammare än konsumtionen 2014-2015, och **sparkvoten faller till 3,5 procent i slutet av prognosperioden.**

Uppgången på bostadsmarknaden breddas

Trots stigande bostadsräntor fortsätter bostadsmarknaden att stärkas enligt våra prognoser. Segmenten flerfamiljshus och institutionella investerare – som i hög grad köpt bostäder för att hyra ut – har varit viktiga draglok hittills. **2014 breddas efterfrågan när förstagångsköparna**, som utgör botten av

bostadsmarknadspyramiden, får en **allt större roll**. Sysselsättningen i åldersgruppen 25-34, där förstagångs köparna återfinns, har numera återtagit merparten av recessionstappet och nya rekordnivåer nås inom kort. Den underliggande demografiska efterfrågan, som är stor och växande i dessa åldersgrupper, talar för **fortsatt behov av bostadsinvesteringar kommande år**. Dessutom gäller att efter det trendmässiga fallet sedan mitten av 2000-talet har andelen bostadsägare under 35 år börjat stiga igen. Påbörjade nybyggnationer fortsätter upp till 1,2 miljoner 2014 respektive 1,4 miljoner 2015, mätt som årsgenomsnitt. Uppsidan är betydande; historiskt sett brukar påbörjade nybyggnationer toppa på närmare 2 miljoner samtidigt som indikatorerna redan nu är förenliga med en nivå runt 1,7 miljoner. Bostadsinvesteringarna ökar med 12 procent i snitt 2014-2015. Detta motsvarar ett bidrag **med 0,4 procentenheter till BNP-tillväxten** kommande år.

Lågt bostadsutbud håller upp prisökningarna



Källa: S&P, NAR, SEB

Bostadspriserna enligt Case-Shiller's index ökar för närvarande med närmare 14 procent i årstakt, vilket är i linje med **toppnoteringarna** innan krisen. Trots uppgången ligger huspriserna närmare 20 procent under toppnivån 2006 i nominella termer och 30 procent under när hänsyn tas till inflationen. Framöver är utbudssituationen förenlig med viss inbromsning i prisökningarna, liksom att det för första gången på fyra år är billigare att hyra än att köpa bostad. **Huspriserna stiger därmed med 8 procent 2014 respektive 6 procent 2015**, oförändrat jämfört med tidigare bedömningar.

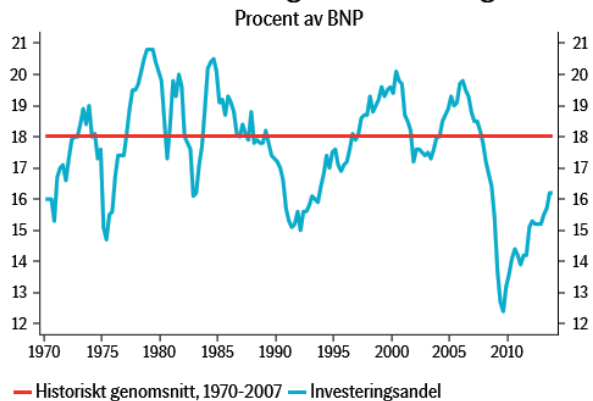
Inkomstskillnaderna skjuter i höjden

Gapet mellan å ena sidan låg- och medelinkomsttagare som spenderar större delen av inkomsterna, och å andra sidan höginkomsttagare med betydligt lägre konsumtionsbenägenhet har skjutit i höjden de senaste fem åren. Den mer ojämlika inkomstfördelningen i USA – man får gå tillbaka till depressionens dagar på 1930-talet för en lika skev inkomstfördelning – lyfts ibland fram som skäl till konjunkturpessimism. Enligt IMF kan växande inkomstskillnader sätta käppar i hjulet för varaktig tillväxt, göra tillväxten mer sårbar och korta expansionsfasen med upp till en tredjedel. Samtidigt som inkomstfördelningen är en faktor att hålla ögonen på – framför allt vad gäller sociala spänningar i samhället – är **trenden i sysselsättning och löner viktigast** för konjunktureren de närmaste åren enligt vår bedömning.

Goda utsikter för investeringsrekyl

Ett av den här konjunkturcykelns utmärkande drag hittills är att tillväxten i kapitalstocken varit den svagaste som noterats. I volymtermer har tillväxten uppgått till 1 procent i genomsnitt sett över de senaste fem åren. **Företagen har alltså satsat på utdelningar och återköp av aktier** istället för organiska investeringar i verksamheten. Flera år av försummade investeringar visar sig nu i form av stagnerande produktivitet. Så svag produktivitetstillväxt som vi nu ser är **vanligt sent i konjunkturcykeln** men knappast i mitten där vi troligen befinner oss.

Privata investeringar fortfarande låga



Källa: BEA, SEB

Men nu talar mycket för att ett trendbrott i företagsinvesteringarna är på väg. En starkare investeringskonjunktur brukar följa starkare konsumtionsutveckling i spåren. I förhållande till BNP är företagens investeringar långt under historiska snitt samtidigt som företagsvinsterna som andel av BNP är nära rekordnivåer. Rationella företag bör söka försvara vinstmarginaler genom att styra kassaflöden och pengar som sitter på företagens balansräkningar mot produktivitetshöjande investeringar kommande år. Behovet är stort; **den genomsnittliga åldern på fabriker och maskiner är 22 år** vilket är den högsta noteringen sedan sent 1950-tal. När nu dessutom republikaner och demokrater lyckats nå en tvåårig budgetuppgörelse är den finanspolitiska spelplanen mindre osäker än på länge samtidigt som upplåningskostnaderna är fortsatt låga för företagen. Det senaste halvårets uppgångar i industriindikatorer som ISM och orderingången stödjer bilden av att en investeringsuppgång är på väg; den väderrelaterade nedgången i januari bedöms som tillfällig. **Bidragen från företagens investeringar till BNP-tillväxten** blir därmed **1-1,5 procentenheter kommande år**.

Energisidan stärker handelsbalansen

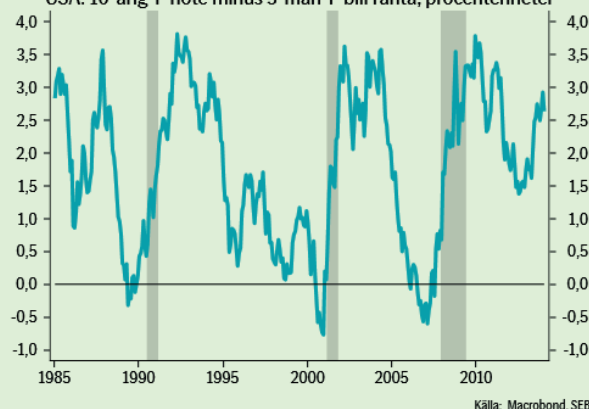
Underskottet i handelsbalansen har stadigt minskat och föll till **fyraårslägst i slutet av 2013**. Det är på energisidan som förbättringen är tydligast; i årstakt faller oljeimporten med tvåsiffriga tal samtidigt som exporten av energi ökar med 22 procent. Det bilaterala underskottet med Opec har fallit trendmässigt och nästan halverats de senaste två åren. Om förbättringen fortsätter kan den bilaterala handeln med Opec visa överskott inom några år. En sådan utveckling skulle kunna få såväl ekonomiska som geopolitiska konsekvenser. Även om exporten spås öka något snabbare än importen 2014-2015, **ger utrikeshandeln neutrala bidrag till BNP kommande år**. Bytesbalansunderskottet, som är strax över 2 procent av BNP, rör sig sidledes.

Högre långräntor stjälp inte återhämtningen

Att Fed inlett och sannolikt kommer att slutföra obligationsköpsprogrammet under loppet av 2014 bidrar till stigande långräntor enligt vår bedömning. Historiskt sett finns det dock **ingen anledning att oroa sig över att högre långräntor kommer att stjälp återhämtningen**. Det är nämligen avkastningskurvens lutning och inte långräntan som är den relevanta konjunkturindikatorn; korrelationen mellan avkastningskurvan och real BNP-tillväxt är 70 procent, vilket är dubbelt upp jämfört med kort- och långräntan var för sig.

När avkastningskurvan inverterar följer recession

USA: 10-årig T-note minus 3-mån T-bill ränta, procentenheter



Källa: Macrobond, SEB

Det är istället när Fed höjer räntan i sådan utsträckning att den korta räntan matchar eller överstiger långräntan som konjunkturedgångar brukar följa. **Stigande korträntor ligger dock inte i korten** ännu. Den framåtblickande guidningen avseende styrräntan har förtydligats och enligt Fed kommer styrräntan att hållas kvar på nuvarande nivåer långt efter det att arbetslösheten fallit under 6,5 procent. Också enligt den framåtblickande aktiemarknaden är sannolikheten för recession försumbar avseende 2014. I fjol steg breda aktieindex med över 20 procent. Sett över de senaste 60 åren har en så stor uppgång på börsen aldrig följts av konjunkturedgång året efter. Tvärtom brukar **real BNP-tillväxt uppgå till 4 procent i snitt efter börsuppgångar som den i fjol**.

Motvinden från finanspolitiken ebbar ut

Ett skäl till vår positiva konjunktursyn är att den finanspolitiska motvinden, som uppgick till 1,7 procent av BNP i fjol, mojar och **finanspolitiken blir nära neutral i år och 2015**. Med våra förutsättningar avseende konjunktur och finanspolitik **fortsätter underskottet att sjunka**. År 2015 är det nere på 3,9 procent av BNP, vilket kan jämföras med toppen på 12,9 procent 2009.

Samtidigt är **den politiska spelplanen tydligare och risken för nya haverier lägre**, trots att deadline för ny höjning av skuldtaket rycker närmare. Budgetöverenskommelsen i december i fjol tog nämligen inte bara udden av de mest skadliga utgiftssänkningarna under "sequestern" och mildrade motvinden 2014-2015 jämfört med tidigare bedömningar. Framför allt visades prov på ett fungerande samarbetsklimat mellan demokrater och republikaner. Att det är mellanårsval i november

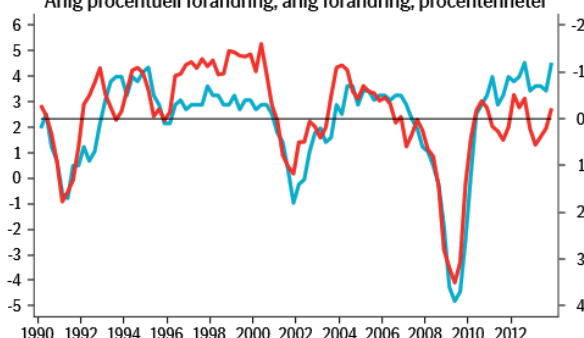
2014 lär också gjuta olja på vågorna, speciellt eftersom republikanerna fick bära hundhuvudet för höstens debacle.

Arbetslösheten faller under jämviktsnivån

Amerikansk ekonomi skapade 2,2 miljoner jobb 2013; en stark siffra mot bakgrund av den kraftiga finanspolitiska motvinden. Jobbuppgången har dessutom varit bredbaserad samtidigt som genomsnittlig arbetsvecka, liksom övertidstimmar, har ökat. Vi räknar med att **sysselsättningen ökar med 200 000 respektive 220 000 jobb i månaden i genomsnitt 2014 och 2015** – en viss uppväxling jämfört med föregående år. Arbetslösheten föll samtidigt 1,2 procentenheter 2013 till 6,7 procent i fjol, på tvärs med historiska samband (Okuns lag) som visar att BNP-tillväxten 2013 var förenlig med viss uppgång i arbetslösheten.

Okuns lag bröt samman i fjol

Årlig procentuell förändring, årlig förändring, procentenheter



— Real BNP-tillväxt (vä axel) — Arbetslöshet, förändring (hö axel)

Källa: BEA, BLS, SEB

Nedgången i arbetslöshet drevs av **arbetskraftsdeltagandet som fortsatte falla till 35-årslägsta**. På sistone förklarar strukturella faktorer det mesta av fallet. För tredje året sedan mätningarna började 1949 minskade arbetskraften 2013. Att äldre kohorter var drivkraft – **fyra-femtedelar av de som lämnade arbetskraften i fjol var över 55 år** – talar för ett strukturellt fall. Detta talar också för att relativt få lämnade arbetskraften i uppgivenhet angående utsikterna att få ett nytt jobb.

Mycket talar för fortsatt nedåtttryck på arbetskraftsdeltagandet. Den manstarka (78 miljoner) baby-boom generationen har börjat nå pensionsåldern, vilket innebär att åtminstone 1,5 miljoner årligen kommer att gå i pension de närmaste 15 åren. Om nedgången i arbetskraftsdeltagandet fortsätter – eller om arbetskraftsdeltagandet planar ut på nuvarande nivåer – kommer arbetslösheten sannolikt att fortsätta falla snabbare jämfört med Feds prognoser också kommande år. Enligt våra prognoser faller arbetskraftsdeltagandet ytterligare något i år. Mot den bakgrunden spår vi att **arbetslösheten når 6 procent redan i slutet av 2014** och faller ytterligare till 5,4 procent i slutet av 2015. Vår arbetslöshetsprognos ligger därmed fem tiondelar under Feds senaste prognoser avseende såväl 2014 som 2015.

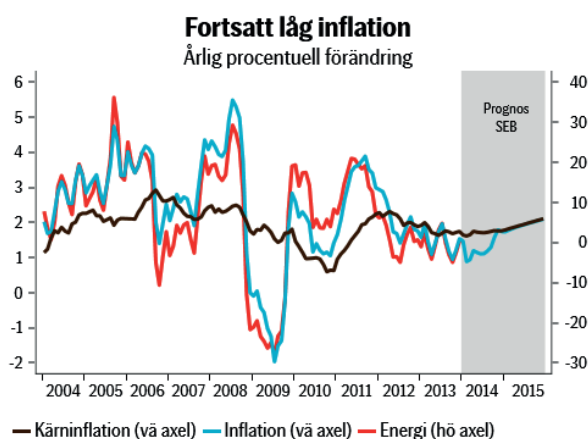
Att arbetslösheten understiger jämviktsarbetslösheten – 5,5 procent enligt Fed – redan 2015 öppnar dörren på glänt för en lönedriven inflationscykel. **Trenden i genomsnittliga tim- och veckolöner har vänt upp**, men ligger fortfarande på låga nivåer. Enligt nationalräkenskaperna, som bygger på ett

betydligt bredare underlag, ökar lönerna med knappt 4 procent i årstakt vilket ger **hygglig real löneutveckling eftersom prisökningarna är så låga**.

Tendenser till högre lönetryck fanns också i senaste Beige Book som dessutom pekar på **arbetskraftsbrist i sektorer** som teknologi, bygg, transport, restaurang och tillverkningsindustri motsvarande ungefär 35 procent av jobben i privat sektor. Detta kan vara en tillräckligt stor andel för att en löne- och inkomstspiral kan få fäste. I så fall är **risken att Fed kan tvingas höja räntan tidigare och i en snabbare takt** jämfört med vad marknadsprissättningen indikerar.

Låg inflation men ökade risker på uppsidan

Ett centralt tema i föl var fallande inflation i den industrialiserade världen, vilket medförde att centralbankernas **fokus var att hålla deflationen stängd**. Huvudspåret är att låg-inflationsmiljön biter sig fast. Detta talar för att Fed kan sitta stilla i båten ett bra tag till trots snabbt fallande arbetslöshet. Enligt Feds egna prognoser kommer inte inflationen överstiga 2 procent de närmaste åren. **Våra prognoser pekar på prissökningar på 1,3 procent 2014 respektive 1,9 procent 2015.**



Samtidigt är den amerikanska inflationsbilden mer komplex än i exempelvis Europa och det kan finnas skäl att varna för högre inflation i USA. Enligt exempelvis NFIB:s småföretagarenkät är såväl anställningsplaner som löner på väg upp. I vilken utsträckning detta spiller över i stigande konsumentpriser beror på huruvida företagen kan vältra över kostnaden på konsumenterna. Samtidigt gäller att även måttliga löneökningar kan slå igenom i stigande enhetsarbetskostnader i en miljö med stagnerande produktivitet. Historiskt sett är korrelationen mellan enhetsarbetskostnader och inflationen över 80 procent. Inflationsövertäckningar kan också komma via hyror och hälso- och sjukvårdskostnader.

Historiska erfarenheter visar dessutom att **Fed har tagits på sängen förr av stigande inflation i liknande konjunkturlägen**. Också 2003 ansågs deflationsrisker dominera men inflationen tog fart och räntan höjdes med besked redan nästkommande år. Även 1993 var det få som trodde att räntehöjningscykeln skulle inledas redan året efter. Även om det finns skillnader mellan tidigare cykler och i dag finns även likheter,

såsom utdragna penningpolitiska lättnads cykler i kombination med sega återhämtningar på arbetsmarknaden.

Räntehöjningar rycker närmare

Centralbanken väntas minska obligationsköpen med 10 miljarder dollar per möte under 2014. Detta innebär att balansräkningen kommer att öka med ytterligare 450 miljarder dollar till omkring 4,5 biljoner dollar, motsvarande 25 procent av BNP.

Därmed fortsätter penningpolitiken att lättas i år, om än i långsammare takt. Enligt den tumregel vi använder motsvarar obligationsköpen 2014 en implicit räntesänkning på 50 punkter att jämföra med 125 punkter i föl.

År 2015 börjar den penningpolitiska normaliseringen. Vid halvårsskiftet nästa år spås den första räntehöjningen – arbetslösheten ligger då på 5,8 procent enligt våra prognoser. Än så länge håller Fed fast vid gränsvärdet avseende arbetslösheten på 6,5 procent för när det är dags att börja diskutera räntehöjningar på allvar. Betydelsen av gränsvärdet har dock urvattnats på sistone, och nuvarande penningpolitiska signaler är förenliga med att räntan höjs i mitten av 2015. Om vår arbetslöshetsprognos är korrekt kommer dock marknaden sannolikt börja prisa in snabbare räntehöjningar, även om inflationen förblir låg. Redan i dag pekar terminerna på en 25-procentig sannolikhet för räntehöjning redan om ett år. Vid prognoshorisontens slut i december 2015 ligger styrräntan på 1,25 procent enligt våra prognoser.

Konjunkturoptimismen sätts på prov

- **Momshöjningar ger tillväxthicka...**
- **... men inflationslyft**
- **Företagen växlar upp när hushållen bromsar**

Aggressiv ekonomisk politik rivstartade japansk ekonomi i fjol. Företagens förtroendeindikatorer vann terräng, yenen försvagades och börsen steg 57 procent; bästa noteringen på 41 år. Men nu när **finanspolitiken slår om till motvind sätts konjunkturoptimismen på prov**, och det avgörs om premiärminister Shinzo Abe har vad som krävs för att långsiktigt vitalisera ekonomin och lämna deflationen bakom sig. Nyckeln är att få omfattande strukturreformer – tredje pilen i den nya ekonomiska politiken (Abenomics) – på plats. Prognosen andas försiktig optimism: **BNP växer 1,4 och 1,3 procent 2014-2015**, snäppet under konsensus. Momshöjningar i kombination med exceptionellt expansiv penningpolitik **lyfter konsumentpriserna med 2,4 och 1,7 procent 2014 och 2015**.

Abe-euforin i hushållssektorn har mattats rejält och hushållens förtroendeindikatorer noterades på årslägsta i december. Som ett led i att få bukt med den skenande statsskulden höjs moms från 5 procent till 8 procent i april i år. Vi räknar med att detta sätter **tydliga avtryck i hushållens konsumtion andra kvartalet**, i linje med tidigare erfarenheter. Den förra momshöjningen med 2 procentenheter 1997 vittnar om att stark konsumtion föregår höjningen och när den väl effektueras sker ett brant fall. För 17 år sedan följde dock recession i spåren vilket inte ligger i prognosen den här gången. Banksystemet är starkare i dag och företagens skuldsättning lägre. Om återhämtningen inte knäcks planeras nästa momshöjning till 10 procent till oktober 2015; beslut kommer före årsskiftet 2014/2015. **Konsumtionen växer 1 procent i snitt 2014-2015**, en halvering jämfört med 2013.

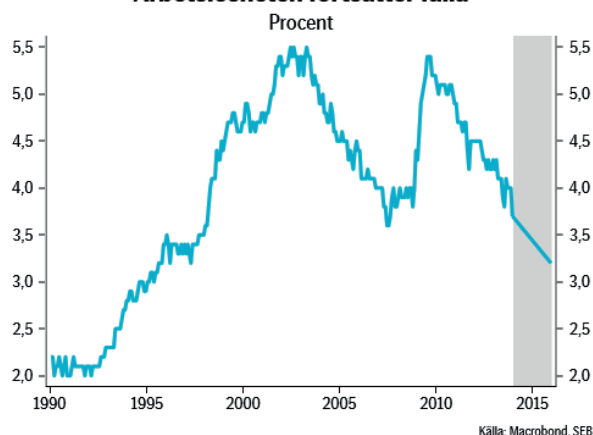
Såväl den senaste **Tankan-undersökningen som andra mått på företagsförtroendet andas optimism**. Enligt Tankan har förtroendet bland tillverkningsföretagen stigit till högsta nivån sedan 2007 och för totala näringslivet tangerar förväntningarna 22-årshögsta. Maskinorderingen ökar med närmare 10 procent i årstakt och investeringsplanerna pekar på 5-procentig investeringstillväxt. Vår investeringsprognos är dock försiktigare än så; efter fallet med 1,5 procent i fjol ökar **företagens investeringar med knappt 2 procent per år 2014-2015**.

Exportföretag som biljättarna Toyota, Nissan och Honda drar fördel av valutatappet – yenen tappade över 20 procent mot dollarn i fjol – och **exporten växer knappt 5 procent i snitt 2014-2015**. Enligt våra jämviktsmodeller är yenen snäppet

undervärderad i handelsviktade termer. Samtidigt **fortsätter Bank of Japans expansion i oförändrad takt**: banken köper bland annat 70 procent av nyutgivna statsobligationer och balansräkningen expanderar snabbt. Att samtidigt Fed drar ned på stimulansdosen i år och påbörjar räntehöjningarna 2015 talar för att trenden med svagare yen håller i sig: **en dollar kostar 118 yen i slutet av 2015**.

Fortsatta penningpolitiska stimulanser behövs också som motvikt till finanspolitiken som slår om från expansiv till åtstramande. Den totala effekten av bl a momshöjning och sänkta företagsskatter ger en **finanspolitisk motvind på 0,5 procent av BNP i år**. Budgetunderskottet, som landade på 9,5 procent i fjol, dämpas till 7 procent av BNP 2015. För att stabilisera statskulden när den åldrande befolkningen driver upp hälso- och sjukvårdskostnader **krävs stora strukturreformer som ökar den potentiella tillväxten**. Nya ekonomiska zoner räcker inte långt. Kvinnors arbetskraftsdeltagande måste öka liksom invandringen, inte minst i byggsektorn där arbetskraftsbristen är akut inför de olympiska sommarspelen i Tokyo 2020. Utläningar utgör endast 1 procent av arbetskraften i dag.

Arbetslösheten fortsätter falla



Abe-administrationens högsta prioritet är att ta Japan ut ur den 15-åriga deflationsperioden. Momshöjningarna driver upp inflationen 2014-2015, men för varaktiga uppgångar i linje med inflationsmålet på 2 procent är **det viktigast att få företagen att börja höja lönerna igen**; löne- och prisökningar brukar driva varandra. Administrationens försök att få företagen att höja lönerna har dock varit fruktlösa hittills: endast 8 av 105 företag planerar lönehöjningar enligt en undersökning nyligen. Bidragande till att genomsnittslönerna fallit med 18 procent sedan 1997 är att andelen korttidskontrakt med sämre villkor skjutit i höjden och utgör en tredjedel av arbetskraften. **Arbetslösheten**, som föll till 3,7 procent i december, **fortsätter ned till 3,2 procent i slutet av 2015**.

Exportökning driver försiktig acceleration

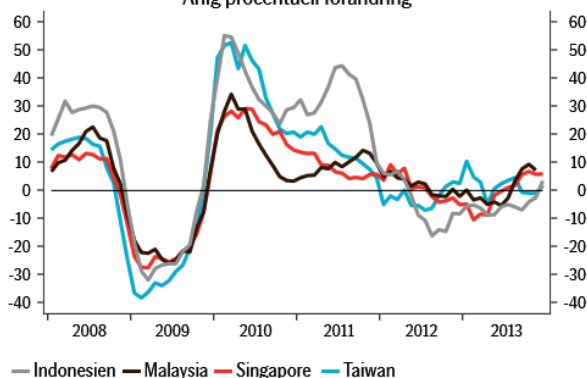
- **Kina: Kreditinbromsning dämpar tillväxten**
- **Indien: Svag tillväxt, regeringsskifte väntas**

I de flesta asiatiska utvecklingsekonomier bedöms BNP-tillväxten ha varit något högre under fjärde kvartalet jämfört med föregående kvartal. Den ekonomiska **aktiviteten väntas fortsätta öka gradvis 2014 och 2015**. De två största ekonomierna i regionen, Kina och Indien, utgör dock tydliga undantag. I Kina bedöms tillväxten bromsa in försiktigt och i Indien ser aktiviteten i ekonomin visserligen ut att ha bottnat men det är svårt att se några starka skäl för att en mer substantiell återhämtning ska komma igång.

De senaste utfallen för inköpschefsindex pekar på successivt stigande aktivitet i regionen. Uppgången väntas fortsätta och drivs till stor del av att **exporten från regionen skjuter fart** understödd av ökad omvärldsefterfrågan. Den försiktiga återhämtningen andra halvåret drevs till stor del av ökad export till USA men nu börjar även efterfrågan från Europa förbättras. Även handeln inom regionen ökar tydligt. Starkare exportefterfrågan kommer i första hand att gynna små, öppna ekonomier (Singapore, Taiwan) medan de positiva effekterna blir begränsade för råvaruexporterande ekonomier (Indonesien, Malaysia).

Asien: Exporten skjuter fart

Årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Starka arbetsmarknader och låg inflation ger tillväxtestöd också från ökad inhemsk efterfrågan. Fortsatt ackommoderande penningpolitik i de flesta ekonomier bidrar också även om vissa centralbanker redan inlett räntehöjningar och fler väntas följa efter.

Den finansiella turbulens som orsakades av oro kring nedtrappningen av Feds stimulanser slog under förra året hårt mot många utvecklingsekonomier i Asien; framför allt Indien och Indonesien. Under hösten bedarrade stormen men ny oro uppstod i januari. Denna bedöms dock vara övergående och

börs- samt valutaeffekter har för Indien och Indonesien varit relativt begränsade. Vår prognos är att det fortsatt sker en stabilisering/återhämtning i kapitalflödena till de asiatiska tillväxtekonomierna bl a beroende på att stora spekulativa positioner som avyttrades förra sommaren troligen inte har kommit tillbaka i speciellt hög grad. Länder med stora externa obalanser, t ex Indien och Indonesien, löper dock störst risk, särskilt om amerikanska och globala räntor skulle stiga kraftigt.

Thailand skakas av en allvarlig politisk kris; nyvalet i början av februari har inte förbättrat läget. Krisen har slagit igenom på både börs och valuta. Det finns även begynnande tecken på att turismen börjar ta skada och viktiga infrastrukturprojekt har försenats. Om krisen förvärras riskerar de negativa tillväxteffekterna att förstärkas och det långsiktiga investerarklimatet kan försämrats betydligt.

Kina: Reformarbete avgörande för tillväxten

Som vi förutspådde i senaste *Nordic Outlook* blev tillväxtaccelerationen tredje kvartalet tillfällig. Fjärde kvartalet dämpades BNP-tillväxten något till 7,7 procent i årstakt och **tillväxten för helåret 2013** hamnade därmed också på **7,7 procent**. Kommunistpartiets *Tredje plenum* i november 2013 resulterade i ett ambitiöst och brett reformprogram vilket innebär att 2014 som den nya ledningens inledande reformår blir centralt för Kinas utveckling. **Reformarbetet blir avgörande för tillväxten de närmaste åren**; den viktigaste åtgärden kommer att vara en åtstramning av den ohållbart snabba kreditstillväxten. **Inbromsningen** har börjat; det bredaste måttet total social finansiering har mätt i årstakt minskat tre kvartal i rad. Kreditdämpningen har börjat slå igenom på investeringarna; inbromsningen är speciellt tydlig för infrastrukturinvesteringar. En viktig fråga under 2014 blir att hantera riskerna kopplade till det skuggbanksystemet.

Även om strukturreformerna kan väntas ge vissa positiva tillväxteffekter på längre sikt är den största fördelen med ett framgångsrikt reformarbete att risken för en hårdlandning minskar. De första indikationerna är positiva; reformarbetet verkar ha kommit igång i god takt.

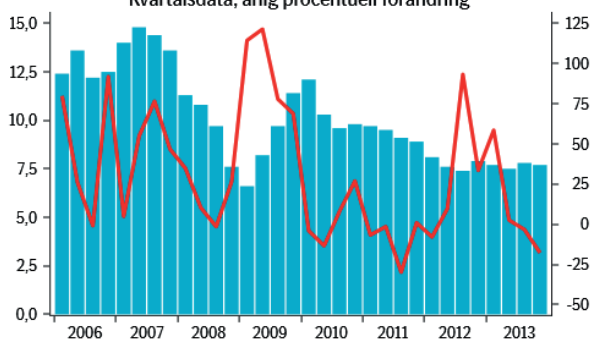
Regeringens tillväxtmål för 2014 offentliggörs troligen i mars. Det mest sannolika är att målet ligger kvar på 7,5 procent. Att uppnå detta samtidigt som kreditstillväxten ska bromsa in och reformer genomföras kan dock bli en utmaning. En sänkning av målet ned till 7,0 procent för att öka utrymmet för kreditinbromsning kan därför inte uteslutas. Det syns ännu inga tydliga tecken på en försvagning av arbetsmarknaden, vilket skulle kunna leda till social oro. Om tillväxten faller under 7 procent är det dock troligt att stimulanser kommer att sättas in. Vårt huvudscenari är att tillväxten bromsar in försiktigt. **Kinas BNP-**

tillväxt väntas hamna på 7,4 procent 2014 och 7,0 procent 2015. Prognosen för 2015 ligger under konsensus.

Inköpschefsindex, både officiellt index samt det index som HSBC/Markit sammanställer, har fallit tillbaka de senaste månaderna. Utvecklingen stödjer bilden av att avslutningen på 2013 blev svag. Delindexet för stora företag som domineras av statliga företag inom tung industri försämrades och trenden väntas fortsätta i takt med att investeringarna bromsar in.

Kreditinbromsning väntas driva tillväxten lägre

Kvartalsdata, årlig procentuell förändring



— Total social finansiering (hö axel) ■ BNP (vå axel)

Källa: People's Bank of China

Problemen med överfakturering av skattemässiga skäl gör att utrikeshandelsstatistiken är mer osäker än vanligt. Exporten ökade med strax över 4 procent i årstakt i december och för helåret 2013 hamnade ökningen på strax under 8 procent. Ökad efterfrågan från främst USA och Europa gör att **exporten väntas stiga med omkring 10 procent under 2014.** Den fortsatta apprecieringen av yuanen utgör dock en dämpande faktor. Importen har utvecklats hyfsat senaste tiden. Detta beror dock i hög grad på en uppgång i importerade insatsvaror till exportindustrin. Importen ser därför i nuläget inte någon bra indikation på inhemsk efterfrågan. Handelsbalansöverskottet väntas bestå under kommande år då exporten får extra skjuts av ökad aktivitet i omvärlden samtidigt som långsammare investeringstakt dämpar importbehovet.

Valutareserven fortsätter öka och nådde fjärde kvartalet 3 800 miljarder USD; centralbankens omfattande interventioner för att hålla tillbaka yuanapprecieringen fortsätter. 2013 apprecierade yuanen med omkring 3 procent mot dollarn. Flera faktorer pekar på att förstärkningen fortsätter i ungefär samma takt 2014. Huvudanledningen är en snabbare åtstramning av penningpolitiken relativt USA med stigande interbankräntor och inlåningsräntor. Yuanen får även stöd från överskottet i bytesbalansen samt kapitalinflöden. **USD/CNY väntas stå i 5,90 vid slutet av 2014 och 5,80 vid slutet av 2015.**

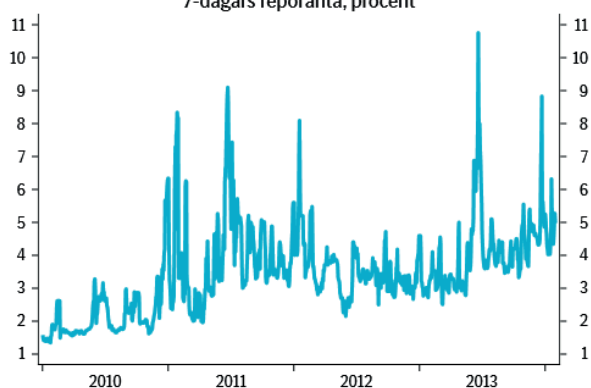
I december föll inflationen tillbaka till 2,5 procent drivet av en rejäl inbromsning för livsmedelspriserna. Inflationen väntas dock stiga igen i januari; det kinesiska nyåret inföll i år i slutet av januari och brukar temporärt driva upp livsmedelspriserna veckorna innan firandet. För helåret 2013 hamnade inflationen på 2,6 procent, klart under målet på 3,5 procent. **Det låga inflationstrycket väntas fortsätta 2014 och 2015** drivet av dämpningen i ekonomisk aktivitet samt kredittillväxt. Kärninflationen håller sig under 2 procent och producentpriserna faller

alltjämt i årstakt. **För helåret 2014 väntas inflationen hamna på 3,0 procent och 2015 på 2,9 procent.**

I december och januari ledde en säsongsdriven ökning av efterfrågan på likviditet återigen till stigande räntor. Centralbanken disciplinerade marknadsaktörerna genom att till en början inte genomföra likviditetsinjektioner. Interbankräntorna steg rejält även om de inte nådde upp till samma höga nivå som i juni. Räntorna har sedan dess fallit tillbaka men den långsiktiga trenden är klart stigande och centralbankens agerande ska ses som ett led i ansträngningarna att strama åt kredittillväxten. Likviditetsstyrningen genom repotransaktioner gör att styrräntans betydelse för penningpolitiken minskat avsevärt. Styrräntan ligger kvar på 6,0 procent sedan den senaste sänkningen i juli 2012. **Vår bedömning är att styrräntan hålls oförändrad på 6,0 procent 2014.**

Centralbanken driver upp korträntorna

7-dagars reporänta, procent



Källa: ChinaMoney

I slutet av december publicerades statistik som visar att de lokala myndigheternas skulder i slutet av juni 2013 motsvarade omkring en tredjedel av BNP (17 900 miljarder yuan) vilket innebär en uppgång med ca 67 procent sedan den föregående undersökningen i slutet av 2010. Skuldökningen har visserligen inte använts till konsumtion utan huvudsakligen till investeringar i bl a infrastruktur men avkastningen på investeringarna är ofta låg och utdragen i tiden samtidigt som lånen har korta löptider. Hittills har lånen kunnat rullas framåt och betalningsinställelser är ovanliga. Dessutom är Kinas totala offentliga skuldsättning inte uppseendeväckande hög. När de lokala myndigheternas skulder läggs ihop med centralregeringens skulder hamnar den totala offentliga skuldsättningen på mellan 50 och 60 procent av BNP. Den **lokala skuldsättningen** utgör **inget akut hot** mot det finansiella systemet **men den snabba ökningen måste ändå dämpas.** Bankernas balansräkningar tyngs av improduktiv utlåning samtidigt som låntagarna slipper ta konsekvenserna av dåliga investeringsbeslut.

Indien: Inget tydligt uppsving för tillväxten

Medan de flesta länder i Asien visar en försiktig tillväxtacceleration fortsätter den svaga utvecklingen för den indiska ekonomin. Det **finns fortfarande inga tecken på en tydlig återhämtning** även om tillväxten nu sannolikt bottnat. BNP ökade med 4,8 procent i årstakt tredje kvartalet 2013, vilket var något högre än föregående kvartal. Konjunkturindikatorer pekar på en svag avslutning för 2013. Inköpschefsindex ligger på låga nivåer; för tjänstesektorn långt under 50-strecket. Det

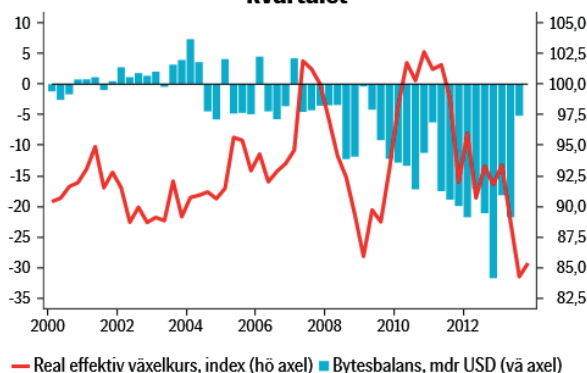
nya mått på konsumentförtroende, som centralbanken tagit fram, återhämtade sig fjärde kvartalet men ligger på en mycket låg nivå.

Även utfallen för hårddata har varit fortsatt svaga. Exporten är dock en av få ljuspunkter och har ökat starkt senaste halvåret drivet av den kraftiga försvagningen av rupien. Samtidigt har importen fallit tillbaka och underskottet i handelsbalansen minskade 2013 för första gången sedan 2009. Reformen för att dämpa den omfattande guldimporten har gett positiva resultat. Underskottet i bytesbalansen minskade rejält tredje kvartalet.

Ökad export ger visserligen stöd till tillväxten men den indiska ekonomin drivs till största delen av inhemsk efterfrågan; privat konsumtion motsvarar omkring 60 procent av BNP. För den inhemska efterfrågan syns få tecken på förbättringar. Den mycket svaga utvecklingen för tillverkningssektorn fortsätter; i november minskade industriproduktionen med 2 procent i årstakt. I avsaknad av detaljhandelsstatistik är personbilsförsäljningen en viktig indikator för konsumentefterfrågan. Även här är efterfrågan svag; de senaste utfallen indikerar en minskning med omkring tio procent i årstakt. **BNP bedöms ha ökat med 4,7 procent 2013. 2014 väntas tillväxten hamna på 5,0 procent och 2015 accelererar den ytterligare till 5,4 procent.**

Det finns få möjligheter att stimulera ekonomin med penning- eller finanspolitik. Fortsatt hög inflation gör att centralbanken måste fortsätta föra en stram politik samtidigt som ambitionen att få ned budgetunderskottet gör att finanspolitiken förblir kontraktiv. Den svaga ekonomin och bristen på reformer gör kommande parlamentsval extra viktigt (se ruta).

Bytesbalansunderskottet minskade rejält tredje kvartalet



Källa: BIS, Reserve Bank of India

Parlamentsval i Indien

Parlamentsvalet ska senast genomföras i maj men vår bedömning är att det troligen sker i april. Den svaga tillväxten skapar ett stort reformbehov vilket ökar betydelsen av valresultatet. Den sittande koalitionsregeringen ledd av Kongresspartiet under premiärminister Singh har lågt förtroende efter en mandatperiod med fallande ekonomisk tillväxttakt, svagt reformarbete och korruptionsanklagelser. Det mesta pekar därför på regeringsskifte. Opinionsundersökningar samt lokalval indikerar att oppositionspartiet **BJP under ledning av Narendra Modi** kommer att stärka sin ställning rejält och bilda ny regering. BJP kan spela på lyckosamt reformarbete och hög ekonomisk tillväxt i Modis hemstat Gujarat. Även om BJP väntas göra ett bra val är det osannolikt att partiet når

Höstens trend med stigande inflation bröts till sist i december då inflationstakten (mätt med WPI) föll tillbaka rejält och hamnade på 6,2 procent. En tydlig inbromsning för livsmedelsinflationen är huvudförklaringen och i sin tur sannolikt ett resultat av en gynnsam monsun som vanligtvis dämpar priserna på jordbruksvaror. För helåret 2013 hamnade inflationen på 6,3 procent. Centralbanken är angelägen att få ned inflationstrycket och en panel föreslog i januari att ett inflationsmål på 4 procent (mätt med KPI) ska antas. Penningpolitiken ska dessutom bli mer transparent och räntebeslutet ska fattas av en kommitté och inte av centralbankschefen på egen hand. Vår bedömning är att inflationstrycket kommer att dämpas under kommande år; mätt som årsgenomsnitt **bedöms inflationen (WPI) hamna på 5,6 procent 2014 och 5,2 procent 2015.**

Trots svag aktivitet i ekonomin tvingades centralbanken höja styrräntan med 50 punkter under hösten för att ge stöd åt valutan, men även för att få bukt med den höga inflationen. Som vi förutspådde i *Nordic Outlook November* har åtstramningen av penningpolitiken fortsatt; i januari höjdes styrräntan med ytterligare 25 punkter till 8,0 procent med oro för inflationen som huvudargument. Trots att inflationstakten föll tillbaka rejält i december gör dock det väntade införandet av ett inflationsmål att centralbanken vill se en mer varaktig nedgång för inflationen. Penningpolitikens fokus har under centralbankschefen Raghuram Rajan tydligt börjat förflyttas från att stimulera tillväxten till att få ned inflationen. Vår bedömning är att **styrräntan höjs ytterligare en gång under 2014 till 8,25 procent.** Rupien har sedan bottennoteringen i slutet av augusti i fjol apprecierat med omkring nio procent mot USD. När den finansiella turbulensen återkom i januari försvagades rupien återigen även om flera andra EM-länders valutor drabbades betydligt hårdare. Fortsatt stram penningpolitik och krympande bytesbalansunderskott ger stöd; osäkerhet i samband med valet kan dock tillfälligt försvaga valutan. **Vid slutet av 2014 och 2015 väntas rupien ligga på 59,0 respektive 55,0 mot USD.**

egen majoritet i parlamentet, något som inte inträffat sedan 1984.

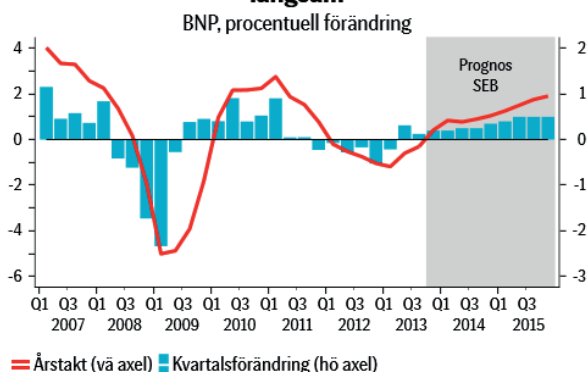
Många hoppas att valet ska resultera i en nytändning för ekonomin och att en BJP-regering ska kunna replikera de näringslivsvänliga reformerna i Gujarat på nationell nivå; BJP:s framgångar i lokalvalen i december gav tydligt positiva börsreaktioner. Sannolikt kommer dock BJP bli tvunget att samarbeta med regionala partier som vanligtvis motsätter sig mer genomgripande reformer. Modi är dessutom kontroversiell bland många och hans samarbetsförmåga är oprövad. **Risken är därmed stor att valet resulterar i en svag koalitionsregering** som trots goda intentioner i praktiken får svårt att genomföra nödvändiga reformer på nationell nivå.

Återhämtning i otakt

- Indikatorer pekar på fortsatt återhämtning
- Fallande statslåneräntor för krisländerna
- Hög arbetslöshet och låg inflation
- Finanspolitiken neutral
- QE nästa steg för ECB

Konjunkturutsikterna i eurozonen förbättras långsamt. Recessionen är slut och regionen väntas för fjärde kvartalet visa en positiv BNP-tillväxt såväl på kvartalsbasis som i årstakt. Senast detta inträffade var tredje kvartalet 2011. Finanspolitiken blir i stort sett neutral 2014-2015 samtidigt som konkurrenskraften förbättras. Mätt som årsgenomsnitt växer **BNP med 1,0 procent 2014 och 1,6 procent 2015**, vilket innebär nära trendtillväxt 2014 och strax över 2015. Återhämtningen hämmas dock av fortsatta obalanser, vilket gör att regionen tappar mark i den USA-ledda globala återhämtningen. **Norra Europa står på stabilare mark än de södra delarna** som fortsatt kämpar med arvet från krisen. På kort sikt finns **risk för besvikelser** då det finansiella klimatet och sentimentsindikatorer ljusnat på ett sätt som ännu inte bekräftats i realekonomiska data.

Eurozonen på fastare mark, men återhämtningen långsam

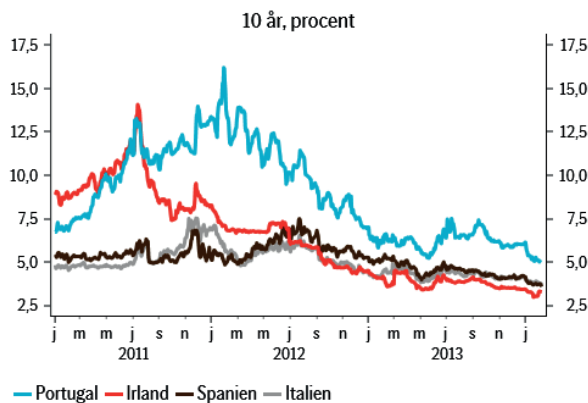


Källa: Eurostat, SEB

ECB:s åtgärder och verbala interventioner samt marknadens ökade jakt på avkastning har stärkt förtroendet och bidragit till att **räntor och spreadar inom eurozonen har fallit**. Nedgången 2013-2014 är tydligast i Portugal, Irland och Spanien. Framgångsrika obligationsemissioner i t ex Irland har också bidragit. En generellt sett fallande inflation i kombination med svag tillväxt gör dock att vi räknar med att **ECB kommer att plocka fram fler verktyg och agera ännu mer kraftfullt**. Vi står fast vid prognosen om att ett mer renodlat QE-program sjösätts i vår och att nya LTRO-lån erbjuds. Därigenom kan ECB stimulera kreditgivningen och minska riskerna för deflation. Denna politik ökar också möjligheterna att frikoppla europe-

iska räntor från utvecklingen i USA. Vi väntar oss att räntor på kort sikt kan falla något ytterligare och att uppgången därefter blir lägre än i USA.

Fallande statslåneräntor



Källa: Macrobond

Ytterligare ekonomisk-polisk integration är nödvändig men med ordförandeländer (Grekland och Italien) hårt engagerade i egna krisrelaterade problem, val till EU-parlamentet och ett byte av EU-kommission kommer sannolikt inte mycket att hända under 2014. Undantaget är processen kring bankunionen, men Europaparlamentets legala kritik mot finansministrarnas överenskommelse i december 2013 visar att problem återstår att lösa även på detta område. ECB:s stresstester och genomgång av bankernas balansräkningar utgör en viktig pusselbit för att komma till rätta med den fallande kreditgivningen. På sikt bör det leda till minskad osäkerhet. Fallande räntor i krisländerna ökar också sannolikheten för att länderna själva ska kunna klara sin finansiering utan internationellt stöd.

BNP

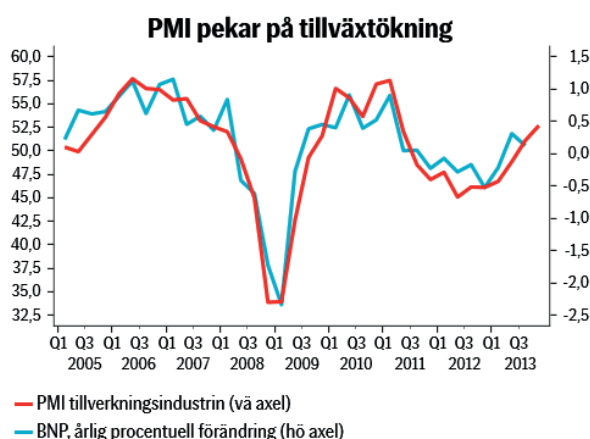
Årlig procentuell förändring

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

Källa: Eurostat, SEB

Indikatorer skickar positiva signaler

Indikatorer, både inköpschefsindex (PMI) och EU-kommissionens ESI, har förbättrats tydligt det senaste året och **tyder på att konjunkturen kommer att förbättras framöver**. PMI för tillverkningsindustrin har legat över 50-nivån sedan juli 2013 och en paus i uppgången är att vänta eftersom hårddata släpper efter. Inköpschefsindex (PMI) för tillverkningsindustrin konvergerade kring 50-nivån i höstas, men därefter har **utvecklingen spretat mellan olika länder**. Senaste månaderna har framför allt Frankrike varit en besvikelse där PMI inte tagit sig upp över 50-strecket (48,8 i januari), vilket reser vissa frågetecken kring tillståndet i eurozonens näst största ekonomi. Spanien ligger och hackar kring 50-nivån. I Grekland, Italien och Irland ser framtidsutsikterna ljusare ut.



Källa: Eurostat, Markit

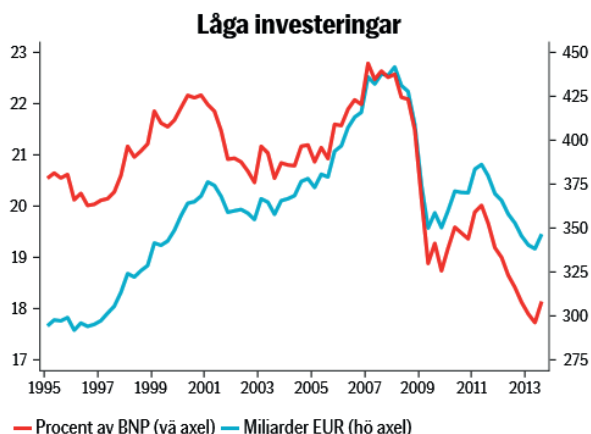
Svag ökning av export och produktion

Industriproduktionen, som minskade i årstakt mellan november 2011 och augusti 2013, stiger. Även om en viss rekyl med svagare tillväxt är att vänta i närtid växer produktionen 2014 och 2015. Exportutvecklingen går i rätt riktning och **stötts av förbättrad konkurrenskraft samt starkare omvärldsefterfrågan**. Bland krisländerna är exportuppgången tydligast i Portugal och Spanien. Enligt OECD:s mått på enhetsarbetskraftskostnad har Irland, Grekland och Spanien förbättrat kostnadsläget rejält. Den senaste trenden är att kostnaderna fortsätter ned i Grekland medan de planat ut i Spanien och Irland. Oroande är dock att Italien och Frankrike fortfarande inte närmar sig kostnadsläget i Tyskland. **Sammanlagt växer exporten med 3,8 respektive 3,9 procent 2014 och 2015**. Samtidigt som exporten ökar återhämtar sig även importen från nedpressade krisnivåer. Därmed blir tillväxtbidraget från nettoexporten endast marginellt positivt 2014 och 2015.

Investeringarna ökar svagt

Att företagen i eurozonen överlag blivit mer positiva återspeglar sig ännu inte i investeringsaktiviteten. Kapacitetsutnyttjandet ligger klart under det historiska genomsnittet även om mängden lediga resurser är mindre nu än för ett år sedan. Bankutlåning till icke-finansiella företag fortsätter också att falla; senaste månadsnoteringen visade på en nedgång med 3,8 procent i årstakt.

Men efter två år med fallande investeringar noterades en svag uppgång 2013. Flera faktorer talar för att investeringarna långsamt fortsätter uppåt. Den låga investeringsnivån gör att nyinvesteringar är nödvändiga för att bibehålla existerande produktionskapacitet. Samtidigt förstärks den internationella konjunkturen och finanspolitiken blir mer neutral och förutsägbart vilket stärker framtidsstron. Det är dock rimligt att tro att företagen vill se tydligare tecken på att efterfrågan verkligen går i positiv riktning innan investeringsbeslut tas i större skala. Det kommer därför att dröja ännu en tid innan investeringscykeln drar igång på allvar. **Investeringarna ökar med 1,7 procent 2014 och 3,0 procent 2015**.

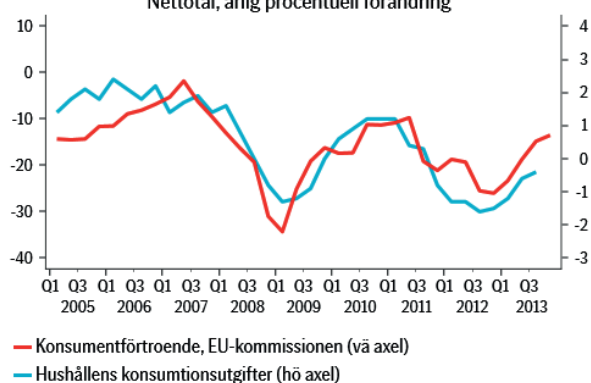


Källa: Eurostat

Hushållens framtidsstro förbättras

Hushållens förtroende har förbättrats, om än från låga nivåer och en ytterligare förbättring är att vänta i takt med mjukare finanspolitik och stabilisering på arbetsmarknaden. I krisländerna fortsätter löner att vara pressade i jakten på att återta konkurrenskraft men den låga inflationen ger dock utrymme för en viss reallöneökning. Efter att ha fallit eller vuxit svagt under ett par år förbättrades konsumtionen mot slutet av 2013, även om decembersiffran var svag. Även **mer konjunktur känsliga delar som bilförsäljning har börjat återhämta sig**. Även om en viss korrektion efter de senaste starka siffrorna är trolig på kort sikt väntar vi oss att konsumtionen kommer att öka framöver. Efter en nedgång med 0,6 procent 2013 **räknar vi med att hushållens konsumtion växer med 0,8 procent 2014 och med 1,4 procent 2015**.

Konsumentförtroendet pekar på ökad konsumtion



Källa: Eurostat

Tyskland: Fortsatt stabil tillväxt

Indikatorer pekar på en fortsatt stabil utveckling i tysk ekonomi. PMI för tillverkningsindustrin steg i januari 2014 till 56,3 och tjänste- och byggsektorerna ligger nära 54. Bilden stöds av andra indikatorer som ESI och Ifo. Industriproduktionen, som utvecklades svagt under 2012 och stora delar av 2013, ökade i slutet av 2013 (4,7 procent i årstakt i november). Exporten har utvecklats på ett liknande sätt och även konsumtion och konsumentförtroende är på uppgång. Arbetslösheten fortsätter att långsamt krypa nedåt. En starkare inhemsk ekonomi och en bättre internationell konjunktur gör att tillväxten framöver tar hyfsad fart trots en trög utveckling inom övriga eurozonen.

BNP växer med 1,7 procent 2014 och 2,1 procent 2015

Bytesbalansöverskottet, som legat på mellan 6 och 7 procent av BNP de senaste åren, har skapat internationell kritik och lett till krav på en mer expansiv politik. Vi räknar dock inte med att den nyttillträdde "stora koalitionen" mellan CDU och SPD ska genomföra någon större kursförändring. Den offentliga sektorn uppvisade visserligen balans 2013 och ett svagt överskott växer fram under prognosåren. Den offentliga skulden på ca 80 procent av BNP gör dock att reformutrymmet är begränsat. Koalitionsavtalet innehåller bl a att reformer ska finansieras, en ökad minimilön, sänkt pensionsålder och motorvägsavgifter för icke-tyskar. Överenskommelsen innebär också att EU-politiken i stort sett ligger fast.

Frankrike: Svag ekonomi ger politisk omprövning

De senaste månaderna har svaga makroekonomiska data och politisk osäkerhet bidragit till ökad oro för den franska ekonomin. BNP har, mätt i kvartalstakt, fluktuerat mellan plus och minus under 2013 och indikatorer pekar på en svag utveckling. PMI-indikatorn har vänt ner samtidigt som den stigit i flera andra länder i eurozonen. Hushållens förtroende har fallit och detaljhandelns försäljning bromsade in mot slutet av 2013. Arbetslösheten på nära 11 procent är den högsta nivån under 2000-talet (upp från 7,4 procent i början av 2008) och väntas ligga kvar på i stort sett dagens nivåer under hela prognosperioden. **BNP-tillväxten hamnar på svaga 0,7 procent 2014 och stiger sedan till 1,4 procent 2015.**

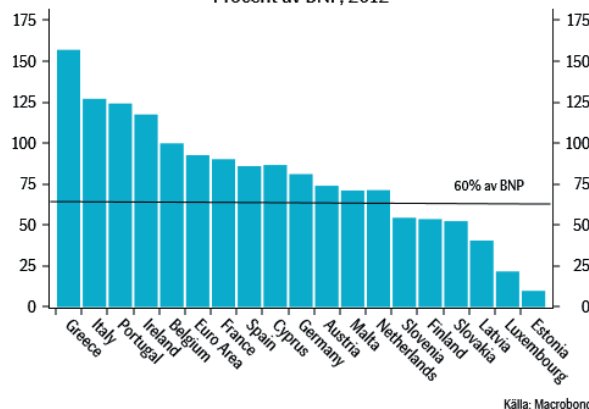
Frankrikes statsupplåning har blivit nedgraderad av S&P (till AA). En eventuell kris i Frankrike skulle kunna få debatten om eurons existens att blossa upp på nytt. Än så länge har dock inte marknadsreaktionerna varit alarmerande; räntespreaden mot Tyskland har legat på ca 50 punkter hela 2013. Förutom den svaga ekonomin står den politiska beslutskraften i fokus. **President Hollande brottas med fallande popularitet i opinionsundersökningar samtidigt som stödet för EU-fientliga Nationella Fronten tilltagit inför årets lokal- och EU-parlamentsval (i mars respektive maj).** Hollande utlovade i mitten av januari 2014 reformer för att minska de offentliga utgifterna, sänka skatteuttaget och minska de sociala avgifter företagen betalar för anställda. Det sistnämnda kan vara ett sätt att med en intermedialvering försöka motverka negativa effekter av en stark euro för franska företag. Dessa åtgärder innebär en markant omsvängning från den tidigare politiken då finanspolitisk sanering till stor del genomförts genom skattehöjningar.

Mot en neutral finanspolitik

Finanspolitiken i eurozonen som helhet går 2014 och 2015 mot att bli i stort sett neutral, mätt som förändring av strukturellt sparande. I krisländerna finns dock behov av ytterligare åtgärder och på sikt kommer en åldrande befolkning att kräva åtstramningar eller skattehöjningar. **Det offentliga saldot förbättras successivt från -3,1 procent av BNP 2013 till -2,6 procent av BNP 2014 och -2,3 procent av BNP 2015.** Underskottet underskrider därmed 3 procent av BNP för första gången sedan 2008.

Lägre underskott och något starkare real tillväxt gör att den offentliga bruttoskulden toppar på 96 procent av BNP 2014 och faller därefter något 2015. Den mycket låga inflationen bidrar dock till att nominell BNP utvecklas mycket svagt i de flesta länder. Detta försvårar processen att pressa ned de höga skuld-kvoter som uppnåtts genom krisens framfart.

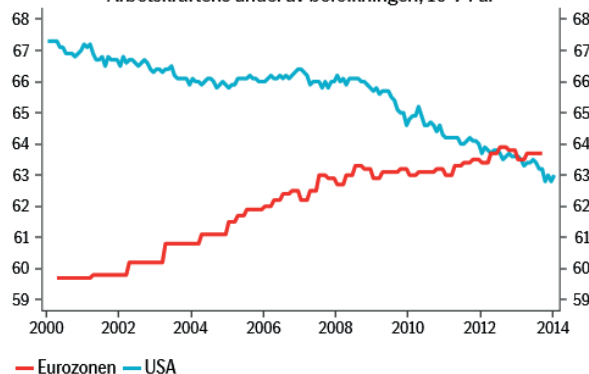
Få länder med låga offentliga skulder
Procent av BNP, 2012



Arbetslösheten fast på rekordnivå

Utvecklingen på arbetsmarknaden illustrerar i stort läget i regionen; det verkar inte bli värre, men samtidigt är vägen tillbaka lång. I eurozonen som helhet har arbetslösheten legat still på 12,1 procent sedan april 2013. Liksom på andra områden spretar utvecklingen. I Grekland och Spanien ligger arbetslösheten på rekordhög nivåer, över 25 procent, samtidigt som den tyska arbetslösheten ligger kvar på rekordlåga 5,2 procent (november 2013).

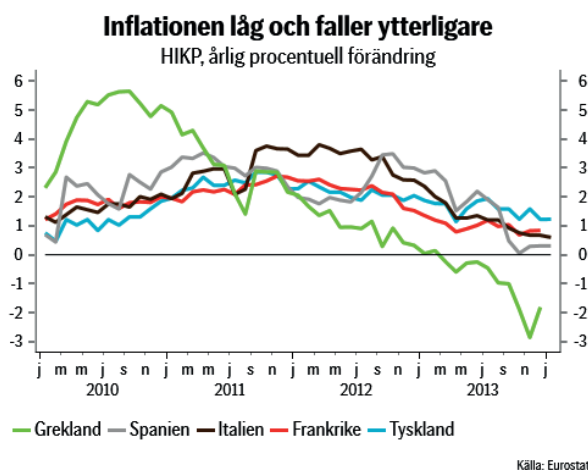
Arbetskraftsdeltagandet går åt olika håll
Arbetskraftens andel av befolkningen, 16-74 år



Vi väntar oss att arbetslösheten i eurozonen som helhet ligger kvar på i stort sett nuvarande nivå under 2014 för att därefter falla ned till drygt 11 procent i slutet av 2015. Mätt som årsgenomsnitt blir **arbetslösheten 12,1 procent 2013, 11,9 procent 2014 och 11,5 procent 2015**. Den långa perioden av hög arbetslöshet har förmodligen pressat upp jämviktsarbetslösheten. Vi räknar med att denna nu ligger runt 9 procent i eurozonen. Trots den höga arbetslösheten i flera länder har **inte arbetskraftsdeltagandet påverkats i någon större utsträckning**. Ett visst fall har visserligen skett i krisländerna, men samtidigt ökar deltagandegraden i Tyskland. Arbetslösheten pressas således inte nedåt av fallande deltagandegrad såsom fallet är i USA.

Låg inflation blir ännu lägre

Inflationen förblir låg under prognosperioden. I december föll inflationen till 0,8 procent. Låga prisökningar eller deflation i krisländerna håller ner regionens genomsnitt, men även i länder som Tyskland (1,2 procent i december 2013) och Frankrike (0,8 procent) ligger inflationen klart under ECB:s mål på nära men under 2 procent på medellång sikt. Den låga inflationen i främst Tyskland försvårar rebalanseringen inom eurozonen som nu måste genomföras i en miljö med stora risker för en allvarlig deflationsspiral.



Flera strukturella och konjunkturella faktorer talar för att prisökningstakten kommer att vara fortsatt låg de kommande åren. Fallande råvarupriser under 2013, inte minst på jordbruksvaror, bidrar till att pressa ned konsumentpriserna under 2014. Underliggande svag efterfrågan och allt lägre löneökningstakt pressar ned den underliggande inflationen, även om låg produktivitetstillväxt i viss mån dämpar pressen nedåt på enhetsarbetskostnaderna. Prognosen är att eurozonen som helhet undviker deflation under förutsättning att ECB agerar kraftfullt framöver för att hålla uppe inflationsförväntningarna. Mätt som årsgenomsnitt blir **HIKP-inflationen 0,7 respektive 0,6 procent 2014 -2015**. Den underliggande inflationen, exklusive mat, alkohol tobak och energi blir 0,5 procent både 2014 och 2015.

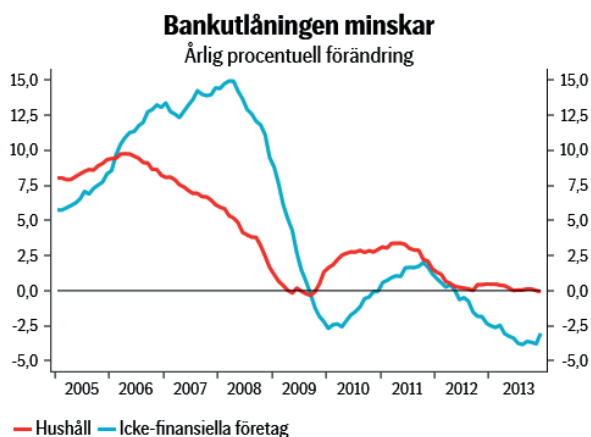
ECB gör mer med balansräkningen

Pressen på ECB från omvärlden, t ex IMF och G20, är fortsatt hög att banken bör **använda balansräkningen** i större utsträckning för att minska **deflationsrisken** och förbättra eurozonens **kreditförsörjning**. ECB-systemets överskottslikviditet nådde en toppnivå på 850 miljarder euro i mars 2012

med hjälp av LTRO-lånen. I dag är överskottet ca 130 miljarder, vilket återspeglar bankers återbetalningar när ekonomiska och finansiella förhållanden förbättrats. ECB har försiktigt varnat för (*Månadsrapporten, Januari 2014*) att begränsad likviditet kan skapa **oönskad volatilitet i korta marknadsräntor**. Därutöver har ECB-budskapet efter den väntade räntesänkningen i november till 0,25 procent varit tydligt och signalerat mjukhet: **vi har verktygen** [negativa räntor, lån till banker, obligationsköp], **vi är förberedda och vi agerar kraftfullt när det är lämpligt**.

Eurozonens deflationsrisk kvarstår. Samtidigt står ECB inför en utmaning: granskningen och testerna av 130 banker kan avslöja svagheter som riskerar att göra en redan dålig kreditförsörjning i främst södra Europa ännu sämre. Om bankunionens andra steg – rekonstruktionsmekanismen – varit godkänd av parlamentet hade pressen på ECB att stötta banksektorn inte varit lika stor. Men utsikterna för att parlamentet ska hinna godkänna förslaget är små innan det stänger inför EU-valet i maj.

Slutsatsen är att de disinflationistiska krafterna i eurozonen är tillräckligt starka för att **ECB ska initiera obligationsköp** (QE, Quantitative Easing) senare i vår även om vissa ECB-ledamöter visat svalt intresse för att redan nu aktivera verktyget. De månatliga köpen, som väntas bli BNP-viktade för att understryka att åtgärden är penningpolitisk och inte syftar till att direktfinansiera budgetunderskott, kan komma att uppgå till 40 miljarder euro. ECB:s förhoppning är att europeiska räntor ska förbli isärkopplade från amerikansk penningpolitik och även att eurons värde ska pressas nedåt. Någon form av kreditlätnad behövs också. **Nya LTRO-lån** väntas för att underlätta bankernas likviditetsläge och förhindra tvångsförsäljningar av krisländernas statspapper. Eventuellt blir lånen riktade till speciella kundkategorier (s k "funding for lending"). ECB-chefen Draghi har därtill öppnat dörren för möjligt övertagande av länestocker (värdepapperisering) för privata sektorn. Vi håller dock fast vid prognosen från *Nordic Outlook November 2013* att styrräntan sannolikt har nått botten och att ECB inte kommer att införa negativa räntor. ECB-räntan ligger därmed kvar på 0,25 procent 2014 och 2015.

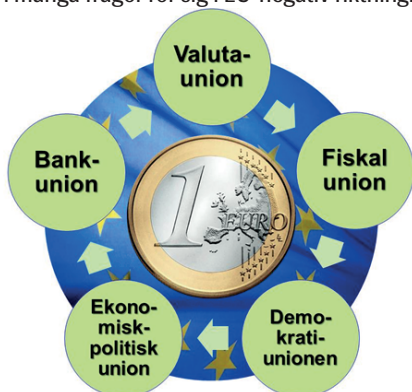


- **Tyskland driver på om fördragsändringar**
- **Kompromisser försenar bankunionen**
- **Fransk politik under omprövning?**
- **Tysk makrostyrka komplicerar samarbetet**

Samarbetet mellan Tyskland och Frankrike är centralt för att förstärka såväl euro- som EU-samarbetet. I följande artikel diskuteras först några politiska aspekter av den tysk-franska relationen och därefter görs en genomgång av centrala makroekonomiska förhållanden.

Samarbetsklimatet har varierat påtagligt på senare år. Förbundskansler Merkel och president Hollande gjorde ett försök till nystart för samarbetet – efter kritik från omvärlden för svagt ledarskap – genom en bilateral deklaration i maj 2013 inför EU-toppmötet 27-28 juni: *"France and Germany – Together for a stronger Europe of Stability and Growth"*. **Men det riktiga lyftet uteblev.** Samarbetet har därefter varit trögt och defensivt snarare än proaktivt – förra årets tyska val har förstås spelat en hämmande roll.

Ett fungerande tyskt-franskt samarbete är viktigt av olika skäl. Länderna utgör en **ekonomisk ryggrad** i eurozonen med en total BNP-vikt på 48 procent och kan därmed fungera som tillväxstöd för södra Europa. De utgör också den viktigaste drivkraften för ett europeiskt utvecklings- och integrationsarbete och behöver ofta vara en **politisk motvikt till EU-kommissionen och Bryssel**. Ett konstruktivt tysk-franskt samarbete behövs också för att **ge tyngd åt EU:s politiska röst i den globala politiken**. Speciellt i en miljö där Storbritannien i många frågor rör sig i EU-negativ riktning.



Tysklands ambitioner är tydliga i den fortsatta utvecklingen mot den "äka ekonomiska och monetära unionen". Från tyskt politiskt håll accepteras ökad **federalism och centralisering** av beslutsfattande. **Frankrikes acceptans** av hittills lagda förslag och fattade beslut verkar främst baseras på en vilja att **sprida ekonomiska/finansiella risker** mellan eurozonens 18 länder utan att samtidigt förlora politisk självständighet.

Men en uppenbar slutsats är att eurons stabilitet och överlevnad i stora stycken förutsätter **tysk vilja** att ekonomiskt/finansiellt indirekt – och direkt – **gå i borgen för andra länders skulder**. Tysklands nettofordran på omvärlden har vuxit med uppemot 1 100 miljarder euro sedan 1999. Men en sådan "borgen" sker inte utan eftergifter, t ex att andra euroländer "kontraktsmässigt" avsäger sig ekonomisk-politisk självständighet.

Bankunionens utveckling exemplifierar väl de svagheter som fransk-tyska kompromisser kan leda till. Bankunionens första steg, tillsynsmekanismen SSM, har blivit en framgång. Att ECB fick huvudansvaret var relativt lätt att enas kring. Men när bankunionens andra steg togs i december 2013 – rekonstruktionsmekanismen SRM – blev det svårare. **Systemet är underfinansierat och därtill för komplicerat och långsamt för att kunna skapa önskvärd stabilitet.** I dag ligger det andra steget mot en bankunion på EU-parlamentets bord och det är oklart när beslut kan fattas.

Tyskland höjer nu rösten för mer **genomgripande fördragsändringar** för att möjliggöra ökad integration. Men det är ett vågspel. Visserligen ges Storbritannien möjligheter att göra mindre justeringar som säkrar det brittiska EU-medlemskapet, men även andra länder kan komma att kräva förändringar och nya fördrag väntas även påkalla folkomröstningar. I dagsläget har Frankrike valt en förhållandevis låg profil i fördragsfrågorna.

Den tyska ekonomiska politiken har på senare år generellt **präglats av målmedvetenhet, långsiktighet och symbios mellan politik och näringsliv**. Tidigare reformpolitik främst på arbetsmarknaden ger i dag tysk ekonomi styrka. Fransk ekonomisk politik har däremot präglats av ryckighet och kortsiktighet. De senaste signalerna tyder på att Frankrike är på väg att förändra den ekonomiska politiken i mer pragmatisk riktning och försöka hantera problemen med svag konkurrenskraft. Man kan se vissa paralleller till president François Mitterands första tid vid makten i början på 1980-talet. Då genomfördes en omsvängning ganska tidigt efter en inledande period med äventyrliga och misslyckade ekonomisk-politiska experiment. Frågan nu är dock om president Hollande är tillräckligt stark för att kunna genomföra en sådan förändring av politiken.

När det gäller auktoritet för den politiska ledningen skiljer sig situationen åt. **Angela Merkel åtnjuter hög trovärdighet** och starkt stöd både på hemmaplan och internationellt. Merkel sitter säkert och påbörjar nu sin tredje och sannolikt sista mandatperiod som förbundskansler, vilket möjliggör mer kontroversiella och hårda beslut. Hollande har nu suttit knappt två av fem år som president. **Han lyser ovanligt svagt på den globala scenen för att vara fransk president.** Han inhemska popularitetssiffror är därtill mycket svaga och han pressas av starka fraktioner inom den egna administrationen.

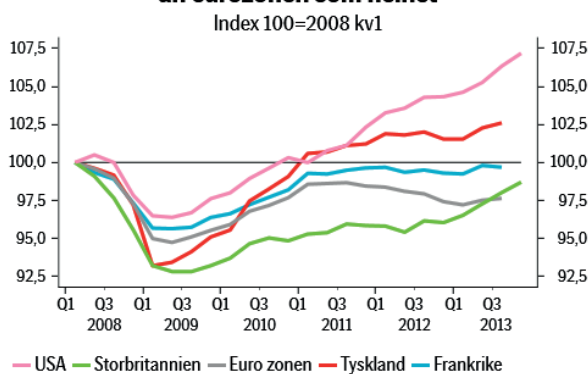
Problemen med att Tyskland leds av en kristdemokratisk förbundskansler och Frankrike av en socialistisk president

behöver däremot inte vara så stora. I praktiken är sannolikt det ideologiska avståndet mindre med Merkels östtyska bakgrund. Det faktum att den tyska koalitionsregeringen från slutet av 2013 även inkluderar socialdemokraterna SPD minskar det politiska avståndet mellan Tyskland och Frankrike. Därtill kommer historiska erfarenheter av att ideologiska skillnader inte spelar så stor roll. **Det goda samarbetet mellan CDU-kanslern Helmut Kohl och den socialistiske presidenten Mitterand** var avgörande för genombrotten i Europapolitiken på 1980- och 90-talet. **Däremot gnisslade samarbetet betänkligt** mellan de båda borgerliga politikerna Merkel och Sarkozy under finanskrisens mest akuta fas.

Ekonomisk divergens på flera områden

Ofta ses **divergerande ekonomisk utveckling mellan Tyskland och Frankrike** som en orsak till politiska spänningar. Generellt har den tyska återhämtningen de senaste åren varit stark, men även Frankrikes BNP har utvecklats starkare än t ex Storbritanniens och genomsnittet inom eurozonen. Framöver ser indikatorerna sämre ut för Frankrike. Ett tecken på att ekonomin och banksektorn är i sämre skick är att utlåningen till icke-finansiella företag faller i Frankrike men ökar i Tyskland.

Tyskland och Frankrike har återhämtat sig snabbare än eurozonen som helhet



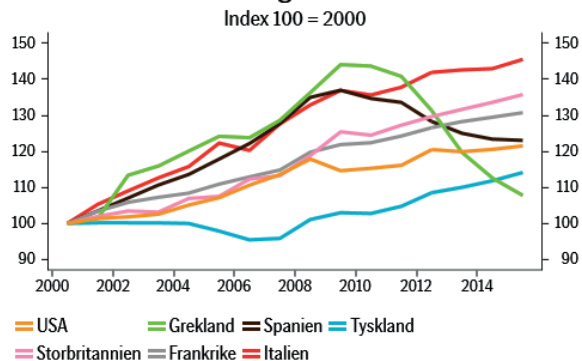
Konkurrenskraften är klart starkare i Tyskland än i Frankrike. Trots liknande produktivitetsutveckling ökar enhetsarbetskraftskostnaderna i Frankrike, vilket har lett till förlorad konkurrenskraft också mot eurogenomsnittet. I ett globalt perspektiv är inte den franska situationen särskilt alarmerande; den franska industrin står sig relativt väl konkurrensmässigt. Men medan valutaförändringar kan utgöra krockkuddar för t ex USA:s och Storbritanniens exportindustri gör eurosamarbetet att fransk industri blir extra känslig för konkurrenskraftsproblem gentemot Tyskland.

Den franska **exporten som andel av BNP** har visat stagnation under en ganska lång period och ligger nu klart lägre än Tysklands. Utrikeshandeln är i stort sett i balans medan Tyskland har stora överskott i bytesbalansen. Detta har lett till att Tyskland har en mycket stor nettoförmögenhet gentemot utlandet medan Frankrike har en måttlig nettoskuld.

Arbetsmarknaden visar också på tysk styrka. Tysk arbetslöshet ligger på historiskt låga nivåer medan den franska ligger strax under genomsnittet för eurozonen och på en historiskt

hög nivå. Arbetskraftsdeltagandet har ökat i Tyskland efter att reformer i början av 2000-talet burit frukt. I Frankrike går utvecklingen sidledes och nivån ligger i stort sett på eurozonens genomsnitt.

Tyska enhetsarbetskraftskostnaden har ökat långsamt



I ett långsiktigt perspektiv har Frankrike en mer gynnsam **demografi** än Tyskland. Enligt Eurostats befolkningsprognos kommer den tyska befolkningen att minska samtidigt som den franska fortsätter att öka. En bättre demografi ger möjlighet att på sikt klara av offentliga åtaganden och skuldbörda.

Jämförelse Tyskland-Frankrike – utvalda data

Procent av BNP, 2012

	Tyskland	Frankrike	Tröskelvärde
Bytesbalans, 3-årsnitt	6,5	-1,8	-4/+6
Utlandsställning, netto	42	-21	-35
Skuld, privat sektor	107	141	133
Skuld, off. sektor	81	90	60
Real växelkurs, % förändring 3 år	-8,9	-7,8	±5
Arbetslöshet, 3-årsnitt	6,2	9,9	10
ULC, 10 års% utv jmf med EZ	-11	10,3	

Källa: EU-Kommissionen (Macro Imbalance Procedure)

Sammantaget blir vår slutsats att **det tysk-franska samarbetet haltar** och inte utgör den stabiliserande och drivande kraft som euro- och EU-samarbetet behöver. Frankrike står inför utmaningar att lägga om sin ekonomiska politik för att möta en vacklande konkurrenskraft. Skillnaderna mellan ländernas ekonomiska styrka har ökat även om den franska svagheten ibland överdrivs.

Arbetslösheten nosar på Bank of Englands tröskelvärde

- Inflationen faller under målet
- Köpkraften förbättras – hushållen draglok
- Räntenormaliseringen påbörjas 2015

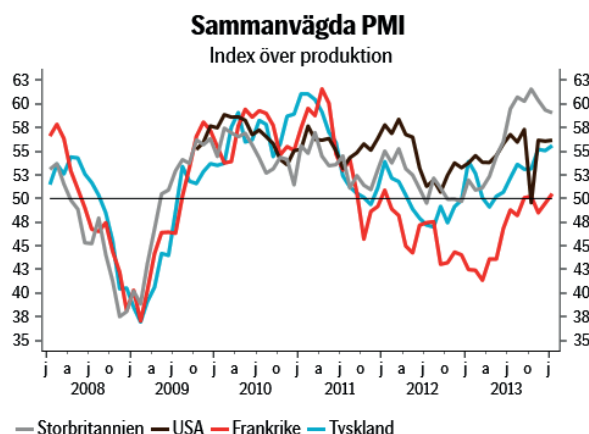
Brittisk ekonomi har vind i seglen. Arbetslösheten faller snabbt och banksystemet har kommit på fötter. Kombinationen av positiva sentimentsindikatorer och nyvunnen fart på tunga exportmarknader borgar för fortsatt uppsving, trots pundförstärkningen andra halvåret i fjol. **Real BNP ökar med 2,8 procent i år och med 2,6 procent 2015;** några tiondelar över konsensus båda åren. Samtidigt har inflationen fallit oväntat snabbt till 2 procent. Inflationen ligger därmed i linje med målet för första gången sedan 2009 på månadsbasis. Brittiska prisökningar är fortfarande snabbast inom G7 men **inflationsdämpningen spås fortsätta**, vilket gör det lättare att motivera den expansiva penningpolitiken. Samtidigt har **arbetslöshetsprognosen skruvats ned** vilket talar för att Bank of England (BoE) följer Fed och **höjer räntan i mitten av 2015;** ett halvår tidigare jämfört med bedömningen i november.

Trots negativ real löneutveckling i fjol ångade återhämtningen på med hushållen som draglok; detaljhandelsförsäljningen ökade med 7 procent i volym. Stigande finansiella och reala tillgångsvärden fick hushållen att dra ned på sparandet. Att **brittiska huspriser ökar snabbt** spär på oron för en bostadsbubbla, vilket skapar frågetecken kring varaktigheten i återhämtningen. Att hushållens skuldsättning fortsätter att falla bidrar till att vi inte tror att någon husprisbubbla är på gång, åtminstone sett utanför London. Framöver växer lönerna snabbare och **förbättrad köpkraft lyfter konsumtionen med 2,4 procent i snitt 2014-2015.**

Efter fallet i fjol vänder investeringarna upp. **Förtroendeindikatorerna i företagssektorn andas optimism** – brittiska inköpschefsindex noteras på historiskt höga nivåer och överstiger tydligt motsvarande mått i exempelvis USA, Tyskland och Frankrike. Företagens starka balansräkningar, med en hög andel likvida medel, lägger inga hinder i investeringsvägen. Fjolårets pundförstärkning och högre importefterfrågan talar dock för negativa bidrag från utrikeshandeln 2014. **Pundet rör sig sidledes mot euron i år och stärks därefter till 0,81 2015,** drivet av en positiv räntedifferens.

Så sent som i augusti 2013 kopplade BoE den första räntehöjningen till ett tröskelvärde för arbetslösheten på 7 procent. Den arbetslöshetsnivån låg flera år bort enligt centralbankens dåvarande prognoser. Sedan dess har dock arbetslösheten vänt tvärt ned till 7,1 procent i slutet av 2013. Nedgången fortsätter,

om än i långsammare takt, och mätt som årsgenomsnitt blir arbetslösheten 6,6 procent och 6,2 procent 2014-2015. Att produktiviteten börjar återta förlorad mark – den har stagnerat helt sedan 2008 och ligger 15 procent under sin långsiktiga trend – talar för att arbetslöshetsfallet bromsar upp.



Källa: Markit, SEB

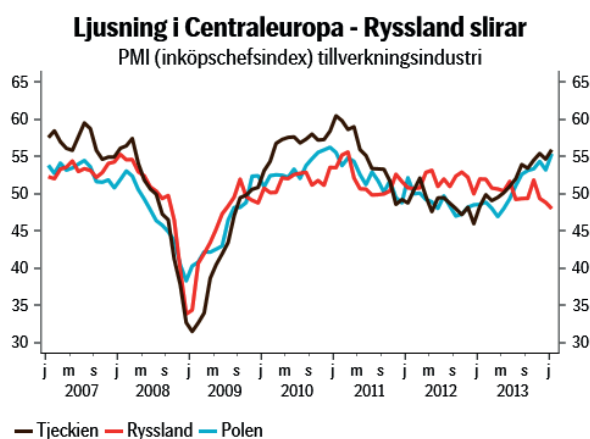
Samtidigt som arbetslösheten faller under tröskelvärdet redan i vår ger inflationsutsikterna centralbanken svängum. För första gången sedan 2004 hamnar nu inflationen under centralbankens mål räknat över hela kalenderåret; **priserna ökar med 1,7 procent 2014 respektive 1,7 procent 2015.** Bedömningen är att det finns gott om lediga resurser i ekonomin: i nivåtermer ligger brittisk BNP fortfarande någon procentenhet under toppen 2008 medan BNP i USA nu ligger 7 procent över toppnivån innan krisen. Vi tror därför att **BoE skrotar tröskelvärdet snart** och signalerar att räntehöjningar fortfarande är avlägsna. Den starkare återhämtningen ger ändå motiv att något tidigare lägga räntehöjningen: **BoE höjer räntan i mitten av 2015,** ett halvår tidigare jämfört med bedömningen i november. Vid prognosperiodens slut ligger styrräntan på 1,0 procent.

Vår bedömning är att skottarna väljer status quo i ödesfrågan om regionens oberoende när folkomröstningen går av stapeln den 18 september 2014. Anhängarna av ett oberoende Skottland ligger omkring 20 procentenheter efter i opinionsundersökningarna. Liksom tidigare är bedömningen att regeringens budgetkonsolidering mildras i takt med att valet 2015 närmar sig. **Budgetunderskottet,** som beräknas till 5,9 procent av BNP i år, **minskar till 4,9 procent av BNP 2015.**

Gradvis återhämtning med draghjälp av Tyskland/Väst

- **Ukrainas BNP faller trots nya stödåtgärder**
- **Svag tillväxt i Ryssland - behov av reformer**
- **Bredbaserad uppgång i robust Polen**

De flesta ekonomier i Östeuropa – med notabla undantag för Ryssland och Ukraina – inledde i höstas en gradvis återhämtning efter att ha bottnat ur andra kvartalet 2013. Förbättringen är tydligast i den centrala regionen som registrerat relativt starka exportlyft men även försiktigt växande privat konsumtion. Detta avspeglas såväl i industri- och konsumentbarometrar som hårddata. Industriproduktionen har stigit i hyfsad takt i länder som Polen, Tjeckien och Ungern medan den är i fortsatt stagnation i Ryssland och i kontraktion i Ukraina.



Det är uppenbart att främst centrala delen av Östeuropa fått **stöd av ökad tillväxt i Tyskland och av stabilisering av eurozonens ekonomi och banksystem**. Handels- och bankintegrationen är stor just i denna del av Östeuropa; i Polen och Tjeckien finns därtill en betydande tyskägd industriproduktion. Exportandelen till Tyskland är i Polen och Ungern 25 procent och Tjeckien (som därtill är en extremt öppen ekonomi) 31 procent enligt data från 2012. Länderna påverkas klart mindre av den svaga ryska tillväxten. Polens exportandel till Ryssland är 5 procent och för Tjeckien och Ungern är den ännu något lägre.

Vi räknar med fortsatt gradvis konjunkturuppgång i de flesta östeuropeiska länder 2014-2015. **Till en början förblir export en central drivkraft.** Även privat konsumtion stärks successivt. Konsumtionen får näring av god reallönetillväxt. Det senare är mycket en effekt av **ihållande låg inflation** i spåren av kvarhängande lediga resurser (dock små i Ryssland) och beskedlig ökning av råvarupriser inklusive livsmedel. Någon

större investeringsuppgång är dock inte att vänta. Måttligt kapacitetsutnyttjande i industrin och sakta upptinande kreditvillkor hämmar privat investeringstillväxt. Däremot får offentliga investeringar en viss skjuts. Flera länder kommer troligen att följa senaste årets initiativ i t ex Polen, Ukraina och Ryssland att **satsa extra på infrastruktur** (Rysslands tidigare satsning var även delvis knuten till vinterns OS) för att stötta konjunkturen. Ungern och Slovakien är två exempel där regeringarna nu väntas lätta allmänt på finanspolitiken; i Slovakien efter två år med relativt tuff åtstramning.

Fler krisåtgärder krävs i Ukraina

De hårda politiska motsättningarna och utdragna protestaktionerna i Ukraina fördjupar landets ekonomiska kris. Den extrema politiska osäkerheten skadar såväl inhemsk efterfrågan som utrikeshandel. Risken för betalningsinställelse har på nytt allvarligt ökat. Det ryska stödlånet strax före jul räcker troligen inte för att varaktigt stabilisera ekonomin. Ett möjligt scenario är därför att Ukraina inom kort får ett **stödlånpaket från EU/IMF** samt att **centralbanken fortsätter att låta hryvnian depreciera**. Även med antaganden om dessa ytterligare stödåtgärder är **tillväxtutsikterna fortsatt svaga. BNP väntas falla med 2 procent i år, efter nolltillväxt i fjol**. Fortsatt stor politisk osäkerhet hämmar såväl investeringar som privat konsumtion. Inflationen, som var -0,3 i fjol, vänder uppåt till 4 procent 2014 i kölvattnet av valutadepreciering och höjda gaspriser (krav från IMF att Ukraina ska minska subventioner); detta håller också tillbaka privat konsumtion. Även hushållens kostnader för utlandslån stiger p g a valutaförsvagning. Viss uppgång i de viktiga jordbruks- och stålsektorerna ger stöd åt ekonomin.

Ökad jordbruksproduktion samt baseffekter från ett svagt fjärde kvartal 2012 gjorde att Ukraina under slutet av 2013 övanta lyckades bryta den negativa trenden med BNP-fall fem kvartal i rad; BNP ökade med 3,7 procent i årstakt, enligt officiella data. Men underliggande var ekonomin fortsatt svag med nedgång i industriproduktionen. Det var just den långa perioden av sjunkande BNP, ett stort bytesbalansunderskott på 8-9 procent av BNP i föl samt gradvis urholkad valuta-reserv som ledde fram till en **akut finansiell kris**. Utbrottet av protester i Kiev, som startade i november 2013 efter att president Janukovitj plötsligt vägrat att anta ett handels- och integrationsavtal med EU, blev en katalysator för förloppet. Investerares förtroende för Ukraina och dess valuta föll dramatiskt vilket bidrog till att valuta-reserven låg kvar på knappa nivåer. Marknaden befarade betalningsinställelse och riskpremien på CDS-kontrakt sköt i höjden. Det övanta ryska krislånet på 15 miljarder USD den 18 december – varav 3 miljarder hittills betalats ut - undanröjde den omedelbara risken för betalningsinställelse. Den starkt uppdrivna riskpremien på CDS-kontrakt vände temporärt

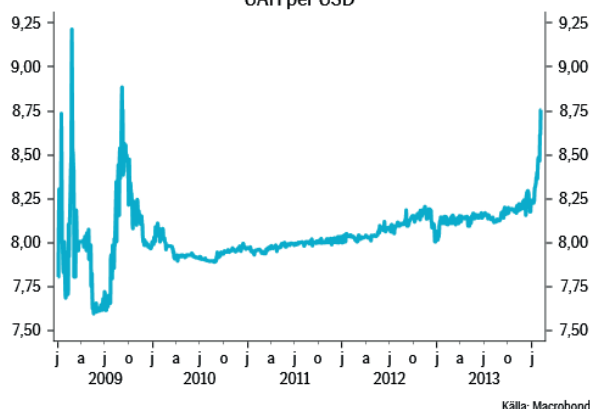
snabbt ned. Men oron blossade åter upp i slutet av januari efter de våldsamma sammandrabbningarna efter presidentens planer på att inskränka mötesfriheten; planer som senare drogs tillbaka.

Ukraina hade direkt efter det ryska lånet utsikter att klara sitt externa finansieringsbehov för 2014. Men de fortsatta protesterna och allvarligt förvärrade spänningarna har åter försämrat läget. Dessutom har Ryssland indikerat att det kan komma att frysa lånet. **Valutarenservan är fortsatt svaga** och täckte i december bara ca tre månaders import, vilket är en kritisk gräns enligt tumregler. **Bytesbalansunderskottet är ohållbart stort** i längden och dämpas bara måttligt närmaste året. Finansiering krävs därför också på sikt.

Sammantaget är vår bedömning att **Ukraina behöver ytterligare ekonomiskt stöd**. Ett avtal om **stödlån med EU/IMF – som troligen blir i samma härad som det från Ryssland – skulle även kunna bidra till minskade spänningar politiskt** då det skulle ses som att presidenten ännu håller dörren öppen för ökad EU-integration på sikt. **Samtidigt är den politiska utgången efter protestvågorna högst osäker**. Presidentval ska hållas 2015, men troligen blir det tidigare. Regeringskonstellationen efter nuvarande interimregering, som tillsattes i januari, är också oklar. Det blir troligen nyval.

Förutom mer akut stödlån väljer Ukraina även att försöka stärka tillväxtutsikterna (via ökad konkurrenskraft i exporten) med hjälp av försvagad valuta. Centralbanken har sedan länge som mål att hålla valutan stabil mot USD och upprepade interventioner med stödköp har krävts för detta under det senaste året. Kursen har dock gradvis blivit svagare det senaste året, från ca 8,00 mot USD i början av 2013 till 8,20-8,25 i slutet av 2013 och vidare till ca 8,90 i början av februari i spåren av de förvärrade politiska oroligheterna. **Deprecieringen sedan början av 2013 uppgår därmed till ca 10 procent. En lika stor gradvis depreciering till är troligen att vänta framöver**. Ukraina kan även komma att övergå till en mer rörlig växelkurs på sikt. IMF har i flera år efterlyst en mer rörlig växelkursregim i Ukraina; detta fanns med som en uppmaning i samband med krislånet 2010.

Hryvnian försvagas
UAH per USD



Risken för ett mörkare ekonomiskt scenario än det vi nu tecknar är **hög**. En oordnad politisk utveckling - i hög grad kopplad till den stora osäkerheten kring president Janukovitj

politiska framtid - gör att man inte kan utesluta en okontrollerad och ännu svagare ekonomisk och finansiell utveckling. Exempelvis kan valutan hamna i fritt fall och få dramatiska effekter på ekonomin.

Strukturproblem hämmar rysk tillväxt

Ryssland blir ingen stark motor för Östeuropa. Vi sänker något vår konservativa tillväxtprognos till 2,0 procent 2014 och till 2,4 procent 2015, klart under de 6-7 procent som presterades före den globala krisen. Tillväxten hämmas av strukturproblem, med bl a dålig demografisk position och överansträngd arbetsmarknad, samt av svaga investeringar. Vikande investeringar har varit en central faktor bakom den kraftiga inbromsningen. Därtill börjar hushållen – som tidigare konsumerade livligt – bli högt belånade, något som centralbanken försöker stävja. Detta skapar osäkerhet om privat konsumtion, trots relativt goda reallöner när inflationen under 2014 fortsätter ned till i snitt historiskt låga 5,7 procent.

Vi ser inga kraftfulla ekonomiska strukturreformer i Ryssland inom den närmaste tiden. Tillväxten fortsätter att hållas uppe av ett stagnerande oljepris på 100-110 USD/fat. För att balansera statsbudgeten krävdes i fjol ett oljepris på 110-115 USD/fat och sannolikt slutade året totalt sett med ett mindre underskott i statsbudgeten. Budgetunderskottet väntas stegvis öka till 1,5 procent av BNP 2015 i spåren av stabilt oljepris och svag tillväxt. Samtidigt väntas den mångåriga trenden med krympande bytesbalansöverskott fortsätta. Så sent som 2006 var överskottet nära 10 procent av BNP; nu är det på väg ned till marginella 0,5 procent av BNP 2015. Rubeln väntas efter en relativt kraftig depreciering återhämta sig något under det närmaste året. Enligt centralbankens plan ska kursen under 2015 bli rörlig i samband med att Ryssland övergår till ett renodlat inflationsmål. Centralbanken har nyligen tagit steg i den riktningen genom att öka tillåtet rörelseintervall.

Polsk ekonomi i gott skick

Vi är fortsatt **optimistiska om Polen**: tillväxten växlar upp från 1,6 procent i fjol till **3,1 respektive 3,4 procent 2014-2015**. Den senaste tidens data och indikatorer ger vid handen att Polen redan inlett en bredbaserad uppgång. Privat konsumtion har vaknat till liv något tidigare än väntat. Drivkrafterna är stärkta reallöner efter en skarp inflationsnedgång för ett år sedan samt centralbankens kraftiga räntesänkningar som börjat verka. Första räntehöjningen väntas i början av 2015. Polen hör till de länder i Östeuropa som är i bäst fundamentalt skick. Landet uppvisar visserligen ett måttligt bytesbalansunderskott och ett relativt stort budgetunderskott, men båda är hanterbara. Regeringen väntas i år återstarta budgetkonsolideringen efter en tillfällig paus 2013. Det bidrar till att underskottet krymper till under 3 procent av BNP i år. Detta skulle öppna för euro-anslutning. Frågan blir dock inte aktuell under vår prognosperiod.

Zlotyn har försvagats måttligt under vinterns EM-frossa. Långsiktigt rimlig värdering samt relativa tillväxtfördelar och en tidig räntehöjning jämfört med väst talar för att **zlotyn på sikt återhämtar sig** och att kursen mot EUR står i 4,05 i december 2014.

Lettland och Litauen kvar i EU-topp – Estland repar sig

- Hushållen håller fortsatt i taktpinnen
- Export upp efter djup svacka i slutet av 2013
- Ökad resursbrist hotar låginflationsbild

Tillväxten i Baltikum växlar upp något och blir mer bredbase-rad när exporten i år åter vaknar och hakar i den sedan länge stabila konsumtionsuppgången. Lettland och Litauen behåller god fart – fortsatt ledande i EU. **Lettlands tillväxt är påtagligt stabil och BNP ökar med 4,8 procent per år 2014-2015.**

Litauens tillväxt landar på 3,5 respektive 4,5 procent efter en temporär sättni ng i fjol till 3,4 procent; delvis en följd av oväntat stark inbromsning i den viktiga oljeexporten. Estlands tillväxt repar sig gradvis efter fjolårets markanta dämpning till prognostiserade 1 procent. Dämpningen orsakades av fallande offentliga investeringar (delvis p g a lägre EU-stöd) samt sviktande export. Under **2014-2015 växer Estlands BNP med 2,6 respektive 2,9 procent.**

Vi räknar med små initiala ekonomiska effekter av Lettlands eurointräde den 1 januari 2014; en mindre knuff uppåt i inflation och investeringar. **Sannolikheten är hög att även Litauen** – som sista baltstat – **kvalar in i eurozonen 2015** i enlighet med regeringens mål. Litauen har uppfyllt Maastrichts inflationskriterium sedan september 2012 och det offentliga budgetunderskottet beräknas i fjol ha sjunkit under 3 procent av BNP. Därmed väntas EU-kommissionen och ECB ge grönt ljus för eurointräde efter vårens utvärdering av Maastrichtkriterierna.

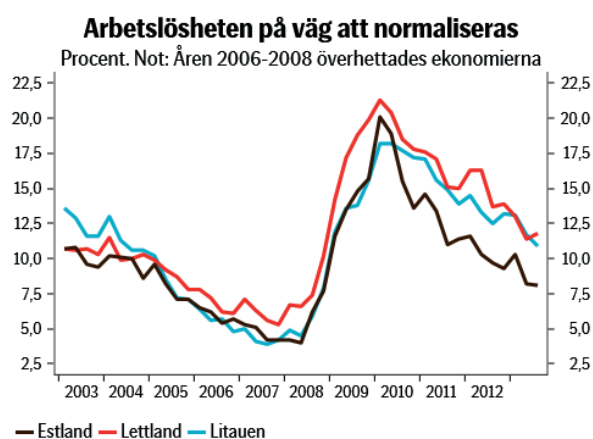
Växande privat konsumtion förblir en central kraft för tillväxten i Baltikum i år. Efterfrågan blir fortsatt stark på livsmedel, varaktiga varor som hushållsmaskiner samt byggvaror. Konsumtionen får stöd av goda realinkomstökningar och historiskt relativt hög framtidsstro i hushållssektorn. Därtill fortsätter huspriser att öka; i Litauen är uppgången dock bara i sin linda. **Företagens investeringsvilja** är däremot ännu låg och ökar bara långsamt de närmaste åren. Industrins konfidensindikator rörde sig i stort sett sidledes under 2013, vilket återspeglar tveksamhet inför framtiden. Kapacitetsutnyttjande på måttliga nivåer tyder heller inte på något akut investeringsbehov. Offentliga investeringar hämmas därtill av mindre tillgång till EU-finansiering än tidigare.

Exporten sviktade rejält under andra halvåret i fjol efter en relativt stark start på året; i oktober och november 2013 föll alla länders export mätt i årstakt och löpande pris. Svackan berodde främst på svag extern efterfrågan, bl a från viktiga Ryssland; 13 procent av Estlands export (2012) och så mycket som en femtedel av Lettlands och Litauens export går till Ryss-

land. I Lettland bidrog även produktionsbortfall i det krisande stålbolaget Liepajas Metalurgs och i Litauen produktionsneddragning i oljeraffinaderiet. Vår syn kvarstår att **exporten i Baltikum gradvis stärks 2014** till följd av ökad tillväxt i Väst-europa och närområdet. Svag rysk tillväxt hindrar en kraftigare uppgång.

Våra BNP-prognoser innebär att Estland ligger kvar något under potentiell tillväxt, som i alla länder beräknas ligga på 3-3,5 procent, med Estland i den lägre delen av spannet. Det bidrar till att **inflationen i Estland**, som de senaste åren legat klart högre än i Lettland och Litauen, **fortsätter att dämpas i år** till i snitt **något under 2 procent**, mot 3,2 procent 2013. Även lägre elpriser och låga importprisökningar håller tillbaka inflationen. I både **Lettland och Litauen vänder dock inflationen något uppåt** i år, till ca 2 procent från noll respektive 1,2 procent 2013. Alla inflationsprognoser är något nedjusterade.

På två års sikt tilltar pristrycket i Baltikum. Basscenariot är att uppgångarna i inflation blir måttliga eftersom lediga resurser finns kvar i ekonomierna. Riskerna ligger på uppsidan då **arbetskraftsbrist** blir ett växande problem i vissa sektorer som teknik och bygg. Den tidigare skyhöga arbetslösheten på uppemot 20 procent 2010 har också stadigt krupit nedåt. I Estland väntas arbetslösheten nu plana ut runt 8 procent, vilket motsvarar strukturell jämvikt. I Lettland och Litauen fortsätter arbetslösheten ned från ca 11 procent och Litauen når 2015 sin jämviktsnivå på 8-9 procent. Stor emigration, delvis av välutbildad arbetskraft, ökad långtidsarbetslöshet samt utslagning av jobb under den djupa krisen har gjort att jämviktsnivåerna i arbetslöshet flyttats upp jämfört med läget för runt tio år sedan. Alltmer ansträngda arbetsmarknader innebär risk för ökade lönekostnader på sikt. För 2014 spår vi lönetillväxt i länderna på 5-6 procent, vilket jämfört med 2013 ger en viss dämpning i Estland och viss ökning i övriga länder.



Källa: Nationella statistikbyråer

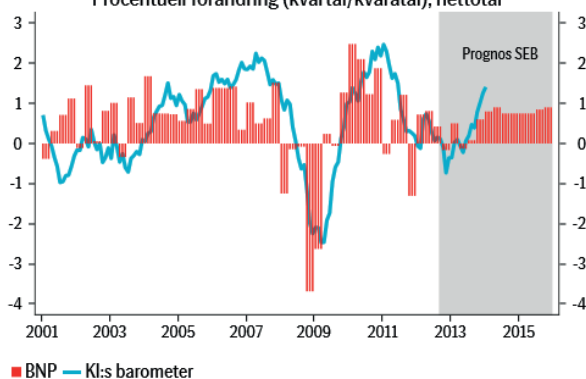
Lägre arbetslöshet när tillväxten når över trend 2014

- **Konsumtionsdriven återhämtning på spåret**
- **Arbetslösheten faller i början av året**
- **Inflationen fortsatt långt under målet**
- **Inga räntehöjningar i år**
- **Risk för procyklisk finanspolitik**

Svensk ekonomi uppvisar en blandad bild. BNP-utvecklingen under de tre första kvartalen 2013 var svagare än väntat men framåtblickande indikatorer ger stöd för att tillväxten accelererade i slutet av förra året. Den inhemska ekonomin visar styrketecken när det gäller t ex arbetsmarknad och hushållens framtidsstro medan exportsektorn uppvisar en fortsatt trög utveckling. Vår prognos om en **BNP-ökning på 2,5 procent 2014 och 3,2 procent 2015** är oförändrad jämfört med *Nordic Outlook November 2013*. En sådan prognos innebär en betydligt segare återhämtning jämfört med uppgången 2004-2007 efter IT-krisen då BNP ökade med i genomsnitt 3,8 procent per år. Skillnaden ligger främst i en svagare expansion för industri-sektorn jämfört med historiska uppgångar. Drivkraften i den nuvarande uppgången är i högre grad den privata konsumtionen och en relativt kraftig uppgång i bostadsbyggandet.

Indikatorer pekar på tillväxtacceleration

Procentuell förändring (kvartal/kvartal), netttotal



Källa: SCB, SEB

Indikatorer för arbetsmarknaden har stärkts under de senaste tre-fyra månaderna och vi räknar med att **arbetslösheten vänder nedåt under första kvartalet i år**. Starkare arbetsmarknad talar för att **reporäntesänkningen i december var den sista i denna cykel**. Låg inflation gör dock att pressen består på Riksbanken att sänka räntan ytterligare. Vi tror dock att man ligger still under 2014, för att sedan påbörja försiktiga höjningar våren 2015 då återhämtningen är på säkrare mark och arbetslösheten närmar sig sju procent. Prognosen är att två höjningar genomförs och att **reporäntan ligger på 1,25 procent i slutet av 2015**.

Finanspolitiken ser ut att bli något mindre expansiv än vi räknade med i november. Både regeringen och den socialdemokratiska partiledningen satsar på en försiktig strategi och det politiska priset av att inte värna budgetmålet tycks ha ökat. Vi befarar att detta kan leda till en **alltför procyklisk finanspolitik de närmaste åren**.

Blandade signaler från industrin

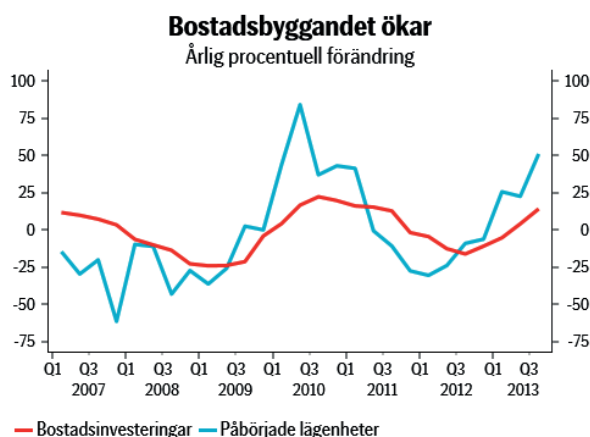
Trots stigande sentimentsindikatorer under andra halvåret 2013 har industriproduktion och varuexport varit svagare än väntat även om en viss återhämtning kunde skönjas under november och december. Detta kan bero på att den ovanliga kombinationen av stark krona och svag global efterfrågan medfört att industrin haft svårt att följa med i den internationella uppgången. Enligt Konjunkturinstitutets och SCB:s undersökningar har dock kapacitetsutnyttjandet i industrin stigit i ungefär samma utsträckning som i Tyskland. Dessutom är industrins planerade investeringar för 2014 relativt expansiva. Vi ser därför vissa skäl för att misstänka att de officiella export- och produktionssiffrorna för andra halvåret 2013 överdriver den underliggande svagheten. Vi räknar med att **exporten kommer att växa i hygglig takt under 2014**. Att återhämtningen i eurozonen och i tillväxtekonomierna förutses bli historiskt svag gör att uppgången blir måttlig. Vi räknar med att den totala exporten växer med 3,5 procent 2014 och med 6 procent 2015.

Bostadsbyggande driver upp investeringar

De totala bruttoinvesteringarna ser ut ha minskat med 1,5 procent under 2013, främst beroende på fallande investeringar inom industrin. När efterfrågan nu skjuter fart är det mycket **troligt att investeringarna** börjar öka igen, något som också får stöd i den senaste enkäten från SCB där t ex industrin planerar en investeringsuppgång på 5 procent 2014.

Bostadsinvesteringarna vände uppåt i fjol efter att ha fallit med drygt 10 procent under 2012. Antalet påbörjade nya lägenheter har gradvis stigit under de tre första kvartalen 2013 och mycket talar för att uppgången fortsätter i år. **Bostadsinvesteringar beräknas öka med cirka 20 procent både i år och nästa år**, vilket bidrar med ungefär en halv procentenhet per år till den totala BNP-tillväxten. Uppgången för nystartade lägenheter under förra året drevs främst av nya bostadsrätter, medan hyreslägenheter och småhus är kvar på mycket låga nivåer. Även med den prognostiserade uppgången **ligger bostadsbyggandet på en låg nivå**, särskilt med tanke på den starka befolkningstillväxten under de senaste tio åren. Den bostadspolitiska debatten har den senaste tiden intensifierats men de konkreta förslagen för att öka byggandet begränsar sig än så länge till mindre ändringar i reglerna för andrahandsuthyrning och vaga förändringar i plan- och bygglagen. Avsaknaden av strategi för att få fart på byggandet av hyresrätter talar emot en starkare uppgång i bostadsbyggandet. Därtill är det svårt att

se hur en betydande uppgång i nybyggandet av egna hem är förenligt med Riksbankens ambitioner att hushållens skulder inte ska öka.



Källa: SCB

Konsumtionen fortsätter att driva tillväxten

Medan industrin står och stampar är signalerna om att konsumtionen är på väg att accelerera relativt tydliga. Konsumentförtroendet har trendmässigt stigit sedan mitten av 2013 och ligger nu på en nivå klart över det historiska genomsnittet. En allt starkare arbetsmarknad tillsammans med stigande förmögenhet och kraftigt ökande inkomster talar för att uppgången fortsätter i år. Detaljhandelns försäljning av framför allt konjunkturskänsliga varaktiga varor steg under slutet av 2013 och uppvisar nu den snabbaste ökningstakten sedan 2011. Skattesänkningar motsvarande nästan 1 procent av inkomsterna och stigande reallöner ger relativt stora inkomstökningar. Vår prognos om en **konsumtionsuppgång runt 3 procent både 2014 och 2015** är därmed förenlig med en marginell nedgång i det historiskt mycket höga hushållssparandet.

Risken för en svagare konsumtionsutveckling är fortsatt kopplad till ett fall i bostadspriserna. Även om prisnedgången i Norge ökat osäkerheten talar det låga utbudet av bostäder mot en liknande utveckling i Sverige (se tema-artikel Den nordiska bostadsmarknaden). Vi räknar med att **huspriserna stiger med ytterligare ca 5 procent i år**, för att därefter plana ut under 2015.

Hushållens inkomster och konsumtion

Årlig procentuell tillväxt

	2012	2013	2014	2015
Konsumtion	1,6	2,0	2,7	3,0
Inkomster	3,5	2,4	3,1	2,2
Sparkvot, nivå	12,2	12,0	12,2	11,4

Källa: SCB, SEB

Arbetslösheten på väg att vända nedåt

Sysselsättningen har fortsatt att överraska på uppsidan men ett **kraftigt stigande arbetsutbud har bidragit till att hålla uppe arbetslösheten**. Arbetsutbudet drivs av både en stark befolkningstillväxt och stigande arbetskraftsdeltagande. Mycket talar för att arbetslösheten kommer att vända nedåt i

början att 2014 och drivkrafterna kommer vara en kombination av starkare sysselsättningstillväxt och en avmattning i öknings-takten för arbetskraften. Anställningsplanerna enligt konjunkturinstitutets barometer, en normalt mycket pålitlig indikator för sysselsättningen, har trendat uppåt under 5-6 månader. Samtidigt mattas den kraftiga nedgången i antalet personer i sjuk- och aktivitetsåtgärder nu betydligt (se temaartikel). Snabb befolkningstillväxt talar för att arbetsutbudet fortsätter att öka i hög takt även om arbetskraftsdeltagandet planar ut. Vi räknar med att **arbetslösheten faller från åtta procent i december 2013 till 7,6 procent i slutet av 2014 och till 6,8 procent i slutet av 2015**.



Källa: SCB, Konjunkturinstitutet

Andelen av de arbetslösa som har låg utbildningsnivå eller utomnordiskt ursprung har ökat betydligt under de senaste åren, vilket talar för att det kan bli svårt att pressa ned arbetslösheten. Riskerna för ökat lönetryck under de närmaste åren är dock små. Det är värt att notera att inte ens de lägsta arbetslöshetsnivåerna (ca 5,7 procent) under de senaste 20 åren har varit inflationsdrivande i någon större utsträckning. De korta perioder som inflationen legat över två procent sedan 1995 har drivkrafterna främst varit tillfälligt svag krona i kombination med stora prisuppgångar på råvaror.

Arbetsmarknaden

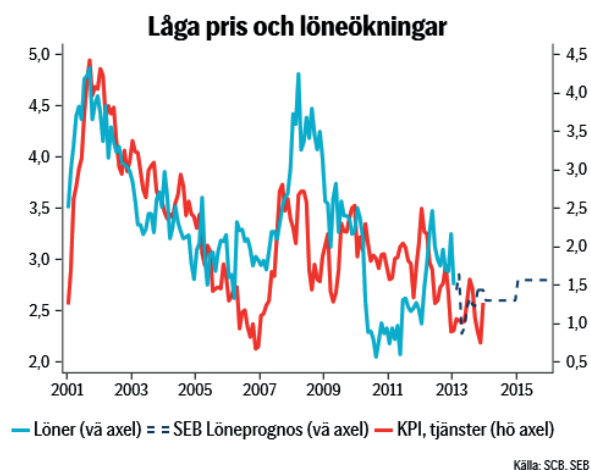
Procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
Sysselsättning	0,6	1,0	1,0	1,3
Arbetsutbud	0,8	1,1	0,7	0,7
Arbetslöshet (nivå)	8,0	8,0	7,7	7,0
Produktivitet, BNP	0,6	-0,5	1,7	1,9

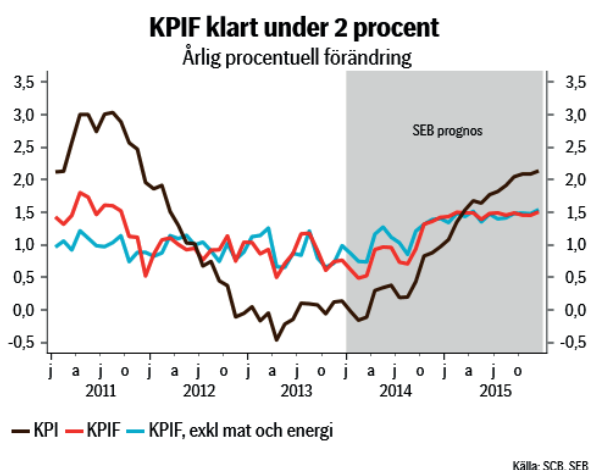
Källa: SCB, SEB

Inflationen långt under målet

Trots en liten uppgång i december förra året så har pristrycket fortsatt vara mycket lågt med en KPIF-inflation under 1 procent och KPI nära noll. Löneavtal på historiskt låga nivåer de närmaste 2-3 åren i kombination med lågt internationellt pristryck talar för fortsatt låg inflation under de närmaste åren. Priserna på livsmedel och energi, som ofta ligger bakom kortsiktiga fluktuationer i inflationen, ser i nuläget ut att utgöra en viss nedåtrisk för inflationen i år.



Avtagande nedåtttryck från tidigare kronförstärkning och något högre löneökningar talar för att inflationen stiger något under andra halvåret i år. KPIF förutses ändå ligga klart under Riksbankens mål under hela prognosperioden. KPI-inflationen bedöms dock stiga över 2 procent under 2015 genom att väntade räntehöjningar från Riksbanken slår igenom i högre räntekostnader för egnahem.



Risken för högre inflation ligger i första hand i att en starkare världskonjunktur leder till ökade priser på energi och andra råvaror. Den svaga produktivitetstillväxten skulle också, med viss eftersläpning, kunna leda till högre inflationstryck. Denna tendens är dock inte unik för Sverige och har inte medfört högre inflation i andra länder. Dessutom är det troligt att en stor del av den svaga produktiviteten är konjunkturrell. Med löner som under de närmaste åren sannolikt kommer att öka betydligt långsammare än det historiska snittet och tydliga tendenser till nedåtttryck på många för KPI viktiga råvaror så är riskerna för inflationen större på nedsidan både 2014 och 2015.

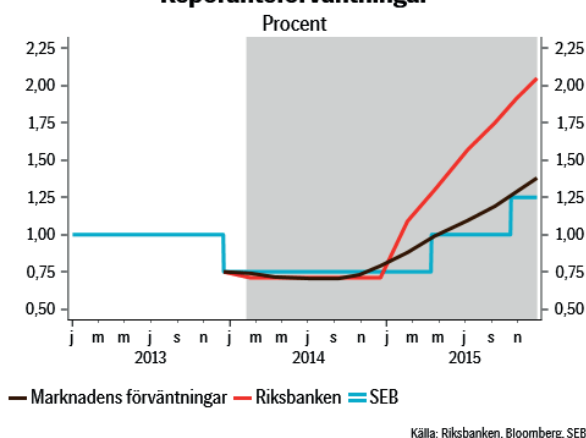
Inflationsmålet återtar förlorad mark

Starkare tillväxt och fallande arbetslöshet talar för att **räntesänkningen i december var den sista i den här cykeln**. Historiska erfarenheter tyder på att höjnings- eller sänkingscykler påbörjas redan cirka sex månader efter det att arbetslösheten vänt. Detta skulle tala för en höjning redan i mitten av 2014. Motsvarande mönster i flera andra länder har dock inte gällt i innevarande återhämtning. I USA har t ex Fed fortsatt att öka den penningpolitiska stimulansen långt efter det att arbetslös-

heten vänt nedåt. Vi räknar med att fortsatt låg inflation och lågt resursutnyttjande gör att räntehöjningar dröjer till våren 2015 och att endast **två höjningar genomförs till en reporäntenivå på 1,25 procent i slutet av 2015**.

Protokollet från det senaste penningpolitiska mötet (december 2013) visar på ett paradigmskifte där den långvarigt låga inflationen hamnat i fokus på bekostnad av finansiell stabilitet. Direktionens majoritet tycks motvilligt ha accepterat att den finansiella stabiliteten hamnat på Finansinspektionens bord. Vi tror att den låga inflationen kommer att fortsätta att vara i fokus. Det innebär att Riksbanken fortsätter att signalera en nedåtrisk i reporänteprognosen under stora delar av året. Därtill är det troligt att en eller flera ledamöter i direktionen kommer att argumentera för fler räntesänkningar och så småningom **reservera sig mot beslut om oförändrad räntenivå**.

Reporänteförväntningar

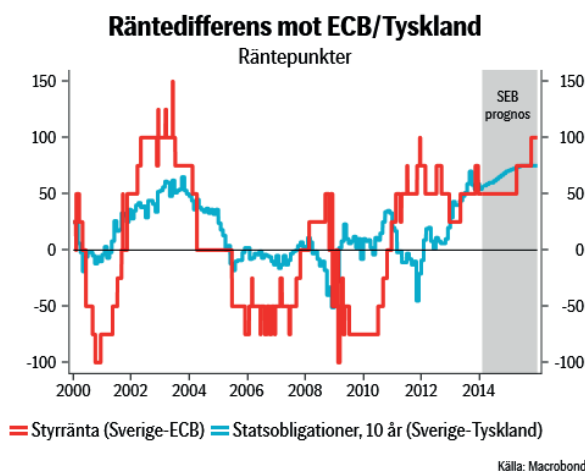


Även om reporäntebanan sänktes relativt kraftigt i december fortsätter Riksbanken att signalera ganska stora höjningar på längre sikt; räntan ska höjas vid i princip varje räntemöte under 2015 och inledningsvis med mer än 25 punkter. Medan de flesta av världens centralbanker signalerar låg ränta under lång tid för att stödja arbetsmarknaden och minimera riskerna för deflation väljer **Riksbanken således att betona att reporäntan ska höjas så fort inflationen börjar närma sig målet**. Bakgrunden till detta är förmodligen att man vill höja ett varningens finger för att hushållen inte ska ta för givet att den rekordlåga räntenivån kommer bestå. Denna aspekt prioriteras högre än att stödja en återhämtning på arbetsmarknaden. Kritiken mot direktionens avvägningar har blivit mer artikulärad både från politiker och ekonomer. Denna kritik blir svår att stå emot om inte Riksbanken presenterar en tydligare analys av problemen på arbetsmarknaden. Vi tror att denna argumentation blir svår i en miljö med relativt låga löneökningar och med indikatorer som pekar på bestående lågt resursutnyttjande. Det är därför troligt att Riksbanken återigen får backa från sina normaliseringsplaner.

Spreaden mot Tyskland ökar ytterligare

I linje med den internationella utvecklingen har svenska obligationsräntor sjunkit de senaste månaderna. Fallet i den svenska 10-årsräntan har varit något större än för den tyska, framför allt beroende på Riksbankens räntesänkning i december. Trots nedgången ligger ränteskillnaden mot Tyskland nära toppnivåerna från de senaste femton åren. **Ändå tror vi att skillnaden**

kommer att öka ytterligare. Vår prognos om kvantitativa lättnader (QE) från ECB kommer att sätta press nedåt på de tyska räntorna under första halvåret i år. En viss sannolikhet för ytterligare räntesänkning från Riksbanken håller visserligen också nere svenska räntor, men när räntehöjningarna 2015 närmar sig räknar vi med att ränteskillnaden mot Tyskland vidgas till 70 punkter i slutet av 2014 och till 75 punkter i slutet av 2015. Ränteskillnaden är därmed den största sedan mitten på 1990-talet. Den mycket måttliga uppgången för den tyska räntan gör att räntenivån ändå ligger så pass lågt som 2,95 procent i slutet av 2015.



Fortsatt appreciering under 2014

Kronan har stärkts med cirka tre procent i handelsviktade termer sedan Riksbankens räntesänkning den 17 december. Rörelsen i EUR/SEK från 9,10 till under 8,80 har gått fort och under kommande månader finns en risk för att inflationen i Sverige överraskar på nedsidan. Detta skulle skapa förväntningar om ytterligare räntesänkningar och få utländska placerare att sälja kronor.

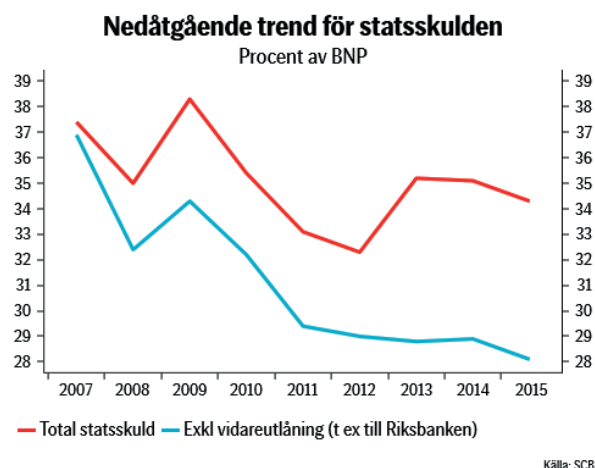
Men med vår huvudprognos om att KPIF bottnar ut och att Riksbanken ligger still tror vi dock att kronan kan dra nytta av en relativt sett starkare konjunktur. Därtill kommer ökande förväntningar om nya åtgärder från ECB att leda till en generell press nedåt på euron mot de flesta valutor. Kronan bör vara en av de valutor som gynnas av stigande världstillväxt. **Vi behåller därför en prognos på 8,50 för EUR/SEK i slutet av 2014** och räknar med ytterligare något starkare krona på 8,40 i slutet av 2015. Mot dollarn beräknas kronan ligga på 6,64 i slutet av i år och 6,72 i slutet av 2015.

Ökad försiktighet i finanspolitiken

Finanspolitiken i år ser ut att bli något mindre expansiv än tidigare beräknat. Trots att finansminister Borg har antytt att framtida reformer kräver finansiering tror vi ändå att vår proposition innehåller en del mindre stimulanser, antagligen i form av arbetsmarknadsåtgärder och infrastrukturinvesteringar. Totalt förutser vi att den **finanspolitiska stimulansen motsvarar 0,6 procent av BNP 2014 och 0,1 procent 2015.**

Regeringen och den socialdemokratiska ledningen försöker just nu att överträffa varandra i att visa hur viktigt det är att värna de offentliga finanserna och överskottsmålet på en procent av BNP. Flera statliga myndigheter har dessutom dragit slutsatsen

att regeringens budget är för expansiv och kommer kräva stora besparingar efter 2015.



Utgången i höstens val är oviss även om oppositionen har ett klart övertag i opinionen. Vår prognos baseras på att den finanspolitiska inriktningen inte är så beroende av valutgången. Den pågående debatten riskerar att leda till en onödigt stram politik och att man **försätter möjligheterna till stimulanser som kan gynna svensk ekonomi både strukturellt och konjunkturrellt.** Skattningar av det konjunkturjusterade budgetunderskottet, som ligger till grund för bedömningen av det framtida reformutrymmet, är extremt osäkra. Modellerna tycks underskatta konjunktorens inverkan på de offentliga finanserna. Noterbart är också att underskotten, som andel av BNP, förra året var lägre än under lågkonjunkturen 2001-2005. När konjunkturen vände under 2006 så förbyttes underskotten snabbt till överskott på 2-3 procent av BNP. Också under förra lågkonjunkturen indikerade beräkningsmodellerna att det inte fanns något reformutrymme och kom till liknande slutsatser som de gör nu. Det omvända har gällt under högkonjunkturen; då har modellerna ofta indikerat ett orimligt stort reformutrymme. Benägenheten att underskatta konjunktorens effekter på budgeten leder till en procyklisk finanspolitik med alltför försiktig politik i lågkonjunktur och alltför expansiv i högkonjunktur.

En närliggande fråga är om överskottsmålet på en procent av BNP på några års sikt kan komma att revideras till ett mål att offentligt sparande i genomsnitt ska vara i balans över en konjunkturcykel. När överskottsmålet sattes till en procent var det implicita antagandet att statens och kommunernas sparande skulle vara i genomsnitt noll, eftersom pensionssystemet då genererade ett överskott på 1 procent av BNP. På grund av ökade pensionsutbetalningar är nettosparandet i pensionssystemet nu nära noll. Detta innebär i princip att ett statligt överskott måste genereras, vilket får till följd att statsskulden faller mycket snabbt. Givet att nominella BNP växer med fyra procent per år (och att Riksbanken betalar tillbaka sina lån till Riksgälden) kommer statsskulden att falla under 20 procent inom 10 år, även med en i genomsnitt balanserad statlig budget. Om staten noterar ett överskott på en procent av BNP per år kommer skuldens andel av BNP att falla till strax över 10 procent. **Trots nuvarande stämning i den politiska debatten tror vi att de ekonomiska argumenten är så tunga att en förändring genomförs i början på nästa mandatperiod.**

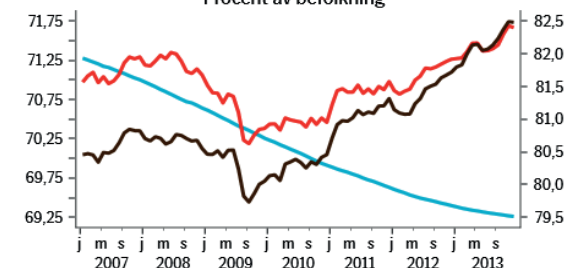
Tema: Stor ökning av arbetskraftsdeltagandet i Sverige

- **Stark ökning av förvärvsfrekvens trots konjunkturmotvind**
- **Nästan 200 000 färre i sjukersättnings-systemen**
- **Politiska åtgärder viktig drivkraft**

Den svenska arbetsmarknaden har de senaste åren präglats av en ganska ovanlig kombination; **arbetslösheten har förblivit hög trots att sysselsättningen (antalet anställda) ökat**. Förklaringen ligger i en stor ökning av arbetsutbudet, främst driven av en betydande uppgång i arbetskraftsdeltagandet. Sett i ett längre perspektiv har **ungefär hälften av det stora fallet i förvärvsfrekvensen i början av 1990-talet återtagits**. Utvecklingen är extra anmärkningsvärd mot bakgrund av det svaga konjunkturläget och av att de senaste årens stora invandring troligen pressat ned arbetskraftsdeltagandet.

Arbetskraftsdeltagandet har ökat

Procent av befolkning



— Faktiskt, 16-64 år (hög axel)
— Faktiskt, 15-74 år (vänster axel)
— Med oförändrat deltagande i åldersgrupper jämfört med 2007, 15-74 år (vänster axel)

Källa: SCB

För populationen i åldrarna 16-64 år har andelen personer i arbetskraften ökat med ungefär tre procentenheter, **vilket motsvarar 225 000 personer**. Inflödet till arbetskraften har varit störst för åldersgruppen 55-64 år där förvärvsfrekvensen ökat med 5 procentenheter. Därtill har en uppgång registrerats bland 35-44-åringarna, medan de yngre åldersgrupperna noterat ett i stort sett oförändrat arbetskraftsdeltagande. Generellt är uppgången något större för kvinnor än för män.

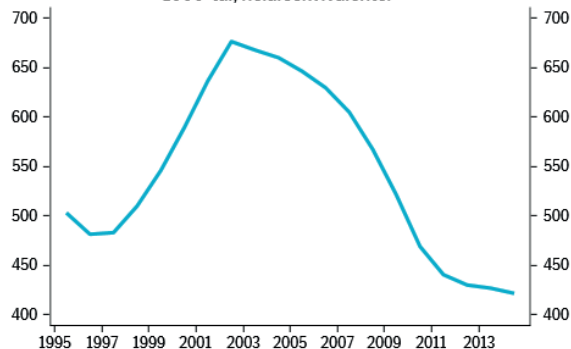
Även arbetskraftsdeltagandet i åldern 65-74 år har ökat ganska mycket. Ändå har uppgången i arbetskraftsdeltagandet i den totala arbetskraften (åldrarna 15-74 år) varit ganska måttlig. Detta beror dock på att ålderssammansättningen har en starkt återhållande inverkan genom att antalet personer i åldrarna 65-74 år ökat så kraftigt. Denna sammansättningseffekt har **pressat ner förvärvsfrekvensen med ca två procentenheter sedan år 2007**.

Uppgången i arbetskraftsdeltagandet motsvaras nästan helt av en nedgång i antalet långtidssjukskrivna och antalet personer med sjuk- och aktivitetsersättning (tidigare förtidspensionärer). Antalet personer i dessa ersättningssystem har minskat med

180 000 personer jämfört med 2007. Nedgången av antalet personer i sjuksystemen ser nu ut att stanna av, vilket talar för att arbetskraften framöver växer mer i takt med den arbetsföra befolkningen.

Antal personer med sjuksättning eller sjuk- och aktivitetsersättning (förtidspension)

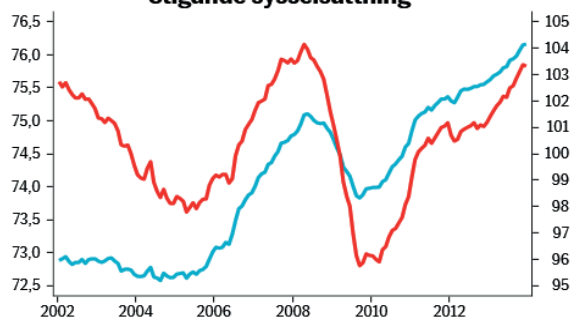
1000-tal, helårsekvivalenter



Källa: SCB

Nedgången av antalet personer i sjuksättningssystemen inleddes 2004 och accelererade sedan efter regeringsskiftet 2006. **Uppstramningen av processen för sjukskrivning** är den viktigaste förklaringen, men **ökade incitament till arbete** t ex genom jobbskatteavdraget har också haft betydelse. Totalt innebär de fem stegen i jobbskatteavdraget att nettoinkomsten (givet samma bruttoinkomst) nu är 10-15 procent högre för lågavlönade och 5 procent högre för medel- och höginkomsttagare om man får sin försörjning av arbete istället för bidrag. Dessutom har ersättningarna inom socialförsäkringssystemet minskats.

Stigande sysselsättning



— Sysselsatta, andel av befolkning 16-64 år (vänster axel)
— Sysselsatta, index 2007 = 100 (höger axel)

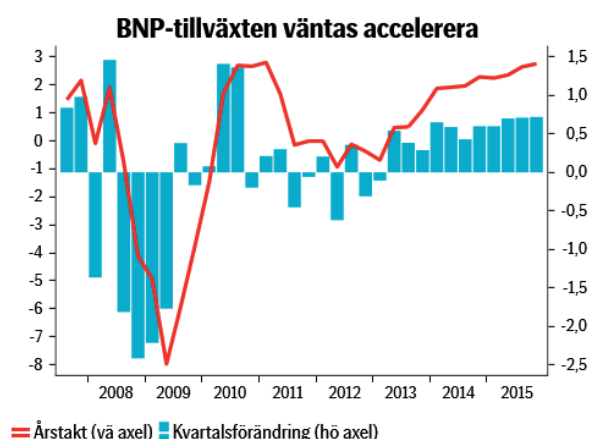
Källa: SCB

Den stora utmaningen framöver blir att pressa ned arbetslösheten genom att den ökande arbetskraften i högre grad får jobb och blir sysselsatt. Att de arbetslösa i hög grad utgörs av personer med låg utbildning och med utomeuropeiskt ursprung kan försvåra uppgiften eftersom dessa grupper haft svårare att få fotfäste på arbetsmarknaden. Att sysselsättningen stigit med hela fyra procent sedan 2007, trots den svaga konjunkturen, tyder ändå på den ekonomiska politiken noterat vissa framgångar även på sysselsättningsidan. Exempel på åtgärder som kan vara delförklaringar är ROT och RUT.

Återhämtningen skjuter fart

- Äntligen starkare tillväxt
- Både extern och inhemsk efterfrågan stärks
- Budgetbalans med tillfälliga effekter
- Koalitionsparti lämnar regeringen

Den danska ekonomin väntas växa betydligt snabbare 2014 än 2013. Även om 2013 innebar slutet på flera års stagnation väntas tillväxten hamna kring låga 0,5 procent. Med stigande sysselsättning, ett konsumentförtroende på sexårshögsta samt tecken på acceleration i omvärlden väntas dock **tillväxten accelerera till 2 procent 2014 och 2,5 procent 2015**; oförändrat jämfört med prognoserna i senaste *Nordic Outlook*.



Äntligen tillväxt

Nyckeln till en återgång till positiv tillväxt är extern.

Efter en lång period med svag extern efterfrågan på grund av krisen för Danmarks handelspartners i eurozonen uppstod under 2013 till sist lite lättad och utrymme för viss optimism. Avslutningen av recessionen i eurozonen i somras samt förväntningar på fortsatt förbättring har fått exportutsikterna för den danska ekonomin att ljusna.

Även om tillväxten i eurozonen blir dämpad är förbättringen ändå tillräcklig för att påverka dansk export, speciellt eftersom även andra viktiga exportmarknader förbättras. Dansk export bedöms växa med mer än 4 procent 2014 jämfört med strax över 1 procent 2013.

Exportökningen kommer inte i någon större utsträckning att påverka storleken på Danmarks nuvarande överskott i bytesbalansen. En mildare finanspolitisk motvind, förbättringar på arbetsmarknaden samt stärkt konsumentförtroende väntas öka den inhemska efterfrågan. Även en ljusning för investering-

arna som följd av starkare global tillväxt bidrar. Därmed väntas även efterfrågan på importvaror stiga under 2014 vilket gör att utrymmet för en ytterligare ökning av bytesbalansöverskottet blir litet.

De danska konsumenterna har varit försiktiga under flera år men nu pekar flera faktorer på förbättringar framöver. Utvecklingen på arbetsmarknaden är fortfarande ojämn, men sysselsättningen fortsatte stiga tredje kvartalet även om ökningen var måttlig. Huspriserna har också stigit något, vilket minskar pressen på hushållen att öka sparandet.

Oron för en upplösning av eurozonen har försvunnit ur nyhetsflödet och både de globala och danska aktiebörserna har gett hög avkastning, vilket stärkt konsumenternas optimism. Enligt vissa mått är konsumentförtroendet i nuläget det starkaste sedan innan den finansiella krisen och det finns därmed förutsättningar för att få igång konsumtionen igen efter ett halvt decenniums försiktighet.

Hushållens skuldsättning kan dock hålla tillbaka konsumtionen även om inkomsterna ökar. Skuldsättningen gör även hushållen känsliga för framtida räntehöjningar då fler bolån har rörliga än fasta räntor. Denna risk är dock i nuläget snarast hypotetisk. De danska bolåneräntorna ligger för närvarande på rekordlåga nivåer och låga lånekostnader ger därmed stöd åt konsumenterna.

Fortsatt låg inflation

Inflationen föll under 2013 tillbaka klart under 1 procent när svag tillväxt slog igenom på lönerna och en stark valuta höll nere importpriserna. Även en svag utveckling för råvarupriserna hade en dämpande effekt på inflationen på liknande sätt som i andra ekonomier. Sedan början av hösten i fjol har dock inflationen börjat röra sig uppåt.

Löneökningarna väntas accelerera från en rekordlåg ökningstakt på 1 procent när sysselsättningen börjar stiga men det kommer att ta lång tid innan detta riskerar att slå mot konkurrenskraften. De flesta bedömare börjar nu bli överens om att Danmark inte har några stora problem med konkurrenskraften. Högre inflation är snarast välkommet för att undvika deflation och ge stöd till hushållens skuldbantning.

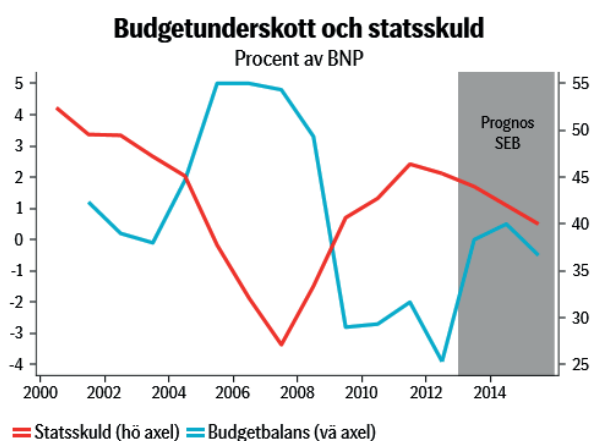
Budgetöverskott 2014

Preliminära siffror pekar på att statens budgetsaldo kommer att hamna mycket nära noll vid slutet av 2013, vilket är betydligt bättre än vad regeringen hade förväntat sig för bara några månader sedan.

Regeringen har de senaste åren fört en stram finanspolitik trots att Danmarks statsskuld är lägre än i de flesta utvecklade län-

der. Under 2013 och 2014 har dock den strama politiken mjukats upp något, vilket enligt vår bedömning något paradoxalt hjälper till att minska budgetunderskottet genom att reducera den cykliska komponenten.

En annan förklaring till förbättringen av statsfinanserna 2013 härrör från ändringar i pensionssystemet, vilka får en tillfällig positiv effekt på statsfinanserna både 2013 och 2014. Effekten ligger kring 1,8 procent för båda åren, vilket ger ett tekniskt bidrag till överskottet 2014. Det råder dock inget tvivel om att **Danmark har relativt starka statsfinanser jämfört med de flesta andra länder** både när det gäller skuld och underskott. I en miljö där stora delar av den utvecklade världen fortfarande står inför rejäla finanspolitiska utmaningar utmärker sig Danmarks goda statsfinanser.



Vår prognos där tillväxten accelererar till 2 procent 2014 och 2,5 procent 2015 gör att statsfinanserna väntas vara fortsatt sunda med ett saldo nära noll trots att de temporära effekterna klingar av under 2015. Denna utveckling kombinerat med ett **bytesbalansöverskott på över 7 procent av BNP** innebär att Danmark ligger nära att bli ett av få länder med överskott både när det gäller offentliga finanser och bytesbalans.

Lyckad centralbanksstrategi

Centralbanken har stabiliserat kronen efter att ha sänkt räntan till negativt territorium för två år sedan. Den övergående krisen i eurozonen innebär att uppåttrycket på valutan försvunnit; kronen handlas i nuläget närmare centralkursen än vanligt.

Valutareserverna har minskat något då trycket mot Sydeuropa lättat. Den generella bilden pekar dock på i stort sett oförändrade reserver under de senaste två åren på en nivå 2-3 gånger genomsnittet innan den stora recessionen. Den nuvarande nivån för EUR/DKK tyder på att det **inte längre finns något behov av en negativ räntespread gentemot ECB:s räntor** och vi bedömer att centralbanken kommer att stänga gapet under kommande månader, antingen i kombination med en räntesänkning från ECB eller unilateralt.

Nya initiativ kan dock bli nödvändiga om vår bedömning slår in att ECB sjösätter QE. I sådant fall väntas den danska centralbanken snarare använda mer traditionella åtgärder än att introducera QE.

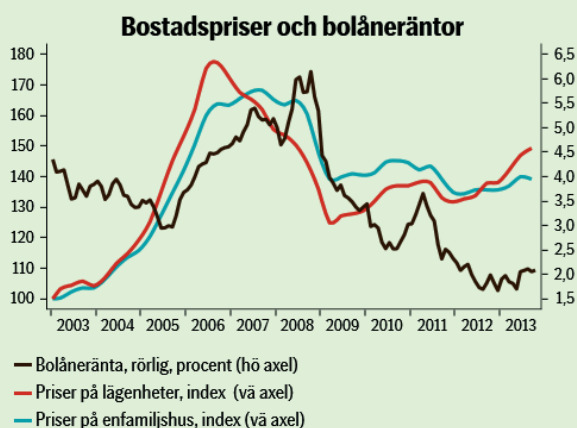
Förändringar i koalitionsregeringen

Socialistiskt folkeparti lämnade i slutet av januari 2014 den danska regeringen. Partiets popularitet har sjunkit stadigt sedan inträdet i regeringen. Partiet har tvingats acceptera flera politiska initiativ som går på tvärs mot partiuppfattningen, vilket byggt upp missnöje bland ledande partiföreträdare. Regeringens beslut att sälja delar av det statliga energibolaget Dong Energy till Goldman Sachs var droppen som fick bägaren att rinna över.

De andra två koalitionspartierna, Socialdemokraterna och det socialliberala mittenpartiet Radikale Venstre, kommer dock att fortsätta regeringssamarbetet och inget nyval väntas. De två partierna har dominerat regeringens politik och endast mindre förändringar av politiken väntas.

Uppgång på dansk bostadsmarknad

Den danska bostadsmarknaden är långsamt på väg att återhämta sig efter en lång nedgång. Priserna på enfamiljshus föll under fem år efter kraschen 2007 medan nedgången för lägenheter 2006 till 2009 var kortare men mer dramatisk. De senaste två åren har bostadspriserna stigit och förbättringar för ekonomin, starkt arbetsmarknad samt mycket låga boräntor gör att vår bedömning är att trenden kommer att fortsätta. Förbättringen på bostadsmarknaden skapar i sin tur positiva effekter på ekonomin som helhet.



I nuläget har majoriteten av de danska bolånen rörlig ränta till skillnad från för 10-15 år sedan då bolånen hade fasta räntor. Dessutom har amorteringsfria lån blivit betydligt vanligare. Som en följd av detta har bostadsmarknaden och ekonomin som helhet blivit betydligt mer känsliga för förändringar i de korta räntorna. Dessa räntor är dock i nuläget mycket låga och väntas fortsätta vara låga under kommande år. Detta tack vare fortsatta strukturella svagheter i eurozonen samt Danmarks fasta växelkursregim gentemot euron. På längre sikt har dock sårbarheten för bolånemarknaden ökat som en följd av förändringarna i långivningen men vår bedömning är att riskerna är begränsade.

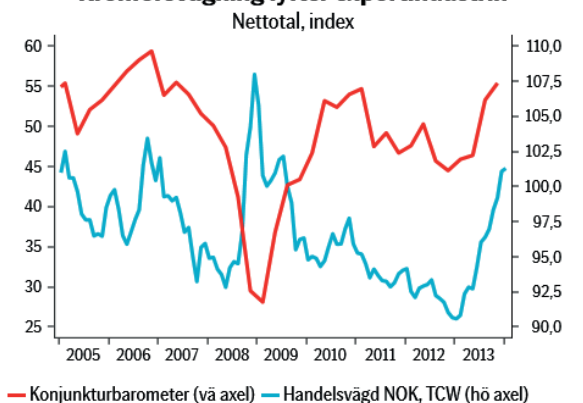
Tillväxten repar sig trots vikande bostadsmarknad

- **Bostadsmarknaden mjuklandar**
- **Goda realinkomster stärker hushållen**
- **Inflationen kvar strax under målet**

Norges tillväxt återhämtar sig gradvis under 2014 efter fjolårets oväntat djupa svacka som främst orsakades av svag privat konsumtion men även sviktande export. Tillväxten drivs av en förstärkning i just nämnda aggregat; **hushållen möter** stärkta realinkomster och en fortsatt bra sysselsättningsutveckling, medan **exporten gynnas** av kronens försvagning och ökad utländsk efterfrågan. Investeringsstillväxten förblir dock modest; **näringslivets investeringar ökar något, men aktiviteten i oljeindustrin dämpas markant**. En något mer stimulerande finanspolitik än i fjol bidrar positivt till inhemsk efterfrågan.

Sammantaget väntas tillväxten hamna på 2,1 procent i år och 1,8 procent 2015, vilket innebär nedrevideringar med 0,3 procentenheter per år jämfört med *Nordic Outlook November 2013*. **Fastlands-BNP**, där olja/gas och sjöfart exkluderas, ökar **i år med 2,2 procent – vilket är under trend – och med 2,6 procent 2015**, efter en tillväxt på beräknade 1,8 procent i fjol. Fastlandsprognosen för 2014 är nedreviderad med 0,2 procentenheter; återhämtningen väntas nu materialiseras något senare än tidigare förväntat. Prognosen antar en mjuklandning på bostadsmarknaden. Den första nedgången i huspriser i årstakt uppmättes för december 2013. Vi spår att **prisfallet under 2014 stannar vid 3-4 procent mätt som årsgenomsnitt** och sedan **följs av en utplaning 2015**. Ett klart större prisfall än så är den största risken för våra bedömningar av BNP-tillväxt, penningpolitik och valutakurs.

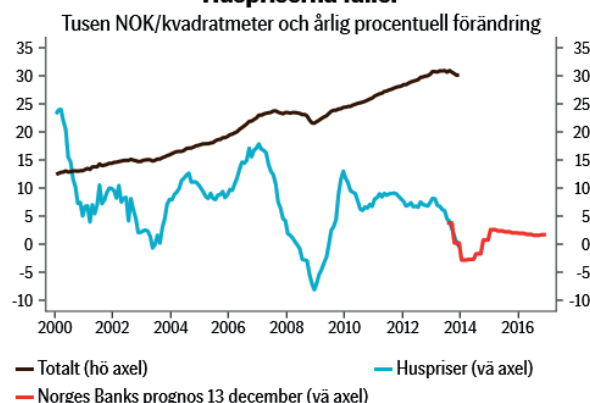
Kronförsvagning lyfter exportindustrin



Hårddata tyder på att **tillväxten låg fortsatt under trend fjärde kvartalet** (publiceras 12 februari); tredje kvartalets förbättring av den konsekutiva fastlandstillväxten till 0,5 pro-

cent från andra kvartalets 0,3 procent drevs i hög grad av lageruppbbyggnad. Samtidigt har det de senaste månaderna kommit vissa **tecken på en annalkande konjunkturuppgång**. Under det fjärde kvartalet var varukonsumtionen svagt positiv – tjänstesidan hölls uppe väl under hela fjolåret – och exporten började försiktigt återhämta sig. Konsumentförtroendet föll visserligen tillbaka något, men det berodde till stor del på ökad pessimism om landets ekonomi; synen på egna ekonomin låg kvar över historiskt snitt – trots vikande huspriser och stor medial uppmärksamhet runt detta. Industrins konfidensindikator stärktes ytterligare till den högsta nivån sedan första kvartalet 2012. Indikatoren är nu på en historiskt relativt hög nivå och stödjer vår prognos att export av icke oljerelaterade varor är på väg att accelerera. En delförklaring till uppgången i indikatorn är troligen att kronefallet börjar stärka företagets utsikter via förbättrad konkurrenskraft, även om kostnadsläget fortfarande är högt.

Huspriserna faller



En central utgångspunkt i Norge-analysen är och har varit att **vi inte ser någon bubbla på bostadsmarknaden**. De senaste årens prisökningar på hus (i snitt 8 procent per år 2010-2012) kan förklaras av hushållens starka inkomstutveckling, standardförbättringar via renovering etc samt fundamental efterfråge-utbudssituation. Den påbörjade **priskorrigeringen orsakas till stor del av psykologi**. En bidragande faktor till nedgången är också att bankerna har skärpt kraven på sk förhandsförsäljning, d v s de som säljer innan de köper. Vi vidhåller att den fortsatta prisdämpningen blir kontrollerad; när det gäller omsättning och transaktionstider sker nu en normalisering. Efterfrågan/utbud på marknaden samt starka inkomster och högt sparande i hushållssektorn talar för en mild prisanpassning. Att antalet byggnadstillstånd under 2013 minskade snabbare än vi trott ger också en bättre marknadsbalans när efterfrågan snart åter kommer att överstiga utbudet. Under 2015 väntas den redan inledda nedgången i bostadsbyggande bidra till att stabilisera priser och marknad överlag. En annan

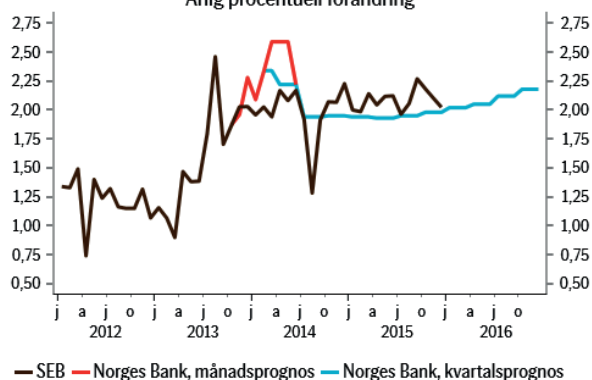
lugnande faktor är att bankerna i hög grad redan uppfyllt de nya kapitalkraven.

Privatkonsumtionen var överraskande svag i fjol sett till den goda utvecklingen i hushållens disponibelinkomster, även om inflationsuppgången under tredje kvartalet gav ett temporärt bakslag i köpkraften. Inkomstsidan ser bättre ut för 2014 och arbetsmarknaden är fortsatt robust. **Konsumtionen** bör därmed återhämta sig, till en ökning om 2,7 procent 2014. Ett mer markant fall i huspriser skulle tynga sentiment och konsumtion. Men samtidigt är det få tecken på att senaste årens husprisökning i sig skulle ha drivit upp privat konsumtion. Konsumtionen har heller inte varit kreditledd.

Arbetsmarknaden är relativt stark, även om arbetslösheten (såväl den registrerade som AKU) steg något under 2013 i spåren av försvagad ekonomisk tillväxt. Den senaste AKU-statistiken för fjärde kvartalet visade en aningen större uppgång än väntat, till 3,5 procent från 3,4 procent tremånaderssnittet till o m november. Uppgången berodde emellertid på ökat utbud; rensat för denna effekt var arbetslösheten oförändrad jämfört med nivån under de tre föregående kvartalerna. Arbetslösheten stiger marginellt 2014-2015. Sysselsättningstillväxten sviktade något under slutet av fjolåret men har ändå stått emot ekonomisk svaghet väl. Sysselsättningen spås i år öka något snabbare än helårssnittet på 0,7 procent för 2013.

Inflation kvar under målet

Årlig procentuell förändring



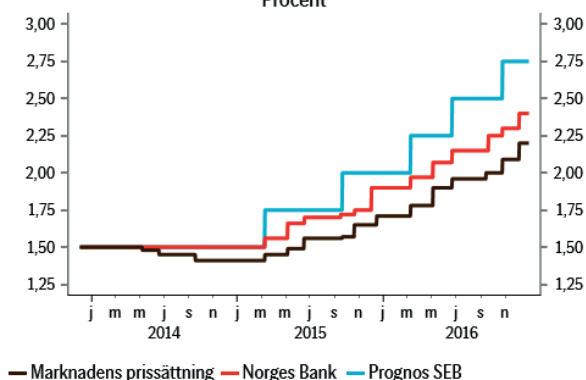
Inflationen (KPI-JAE) har planat ut vid en årstakt på runt 2 procent efter förra sommarens förhållandevis skarpa uppåtrörelse som främst drevs av hyror och livsmedel; delposter som under åren 2011-2012 i stället ökade klart mindre än väntat. Inflationsutsikterna är mixade. Livsmedel fortsätter uppåt medan hyresinflationen minskar från historiskt höga nivåer. Vidare verkar alkohol- och tobakspriser dämpande på inflationen under första halvåret. Löneförhandlingarna i vår väntas visa att löneökningarna håller sig stabila omkring 3,5 procent under 2014. **Inflationsimpulser väntas dock komma från den försvagade kronen** som höjer importerad inflation under året. Sammanvägt ligger **KPI-JAE-inflationen kvar relativt stabil något under inflationsmålet 2,5 procent** i år och nästa år. Vår inflationsbana fortsätter att ligga något under Norges Banks i närtid men för andra halvåret i år och under 2015 ligger vi något över.

Den senaste tidens ekonomiska data har inte gett Norges Bank

någon anledning att omvärdera sin penningpolitiska hållning. Utsikterna för tillväxt och inflation är högst osäkra och den penningpolitiska rapporten i december signalerade oförändrad styrränta fram till sommaren 2015. Norges Bank väntas hålla dörren öppen för en sänkning fram till dess att husmarknaden stabiliserats något och momentum i ekonomin förstärks. Möjligheten till en räntesänkning ska alltså inte ignoreras även om det inte är vårt basscenario. Nästa steg från Norges Bank blir en höjning men med en tillväxt under trend i fastlandsekonomin, stabil inflation och låga styrräntor i omvärlden **dröjer första räntehöjningen till mars 2015. Folioräntan är uppe på 2,00 procent i slutet av 2015.**

Ränteförväntningar

Procent



Norska statsobligationer har tydligt påverkats av ett markant ökat utbud sedan 2012, svag krone och av att investerare åter sökt sig till eurozonen. Framöver räknar vi med att utbudssoran och marknadsvolatiliteten avtar, vilket gör att norska obligationer repar sig visavi Tyskland. Nedåtpressen på tyska långräntor i början av 2014 leder likväl till att **10-årsspreaden förblir stor under de närmaste månaderna. På sikt krymper 10-årsskillnaden** från nuvarande 105 punkter till 85 i slutet av 2014 för att åter stiga något 2015 när Norges Bank börjar höja räntorna. En nedåttrend i långa räntor i kombination med utgivning av nya längre obligationer i maj leder till en flackare avkastningskurva (2år/10år).

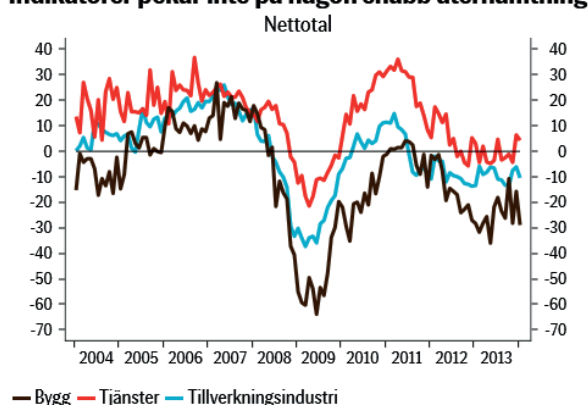
Kronen har pressats av negativa ekonomiska rapporter och överraskande duvaktig hållning från Norges Bank. **Merparten av deprecieringen är över** men någon märkbar återhämtning på kort sikt är inte att vänta med tanke på risken för en räntesänkning. Utländska banker har aggressivt nettosålt NOK under det gångna året. Givet underliggande högt kostnadsäge samt osäkra utsikter för råvarupriser och norsk ekonomi så kan vi inte utesluta en fortsatt avyttring. Vi spår att **EUR/NOK handlas i intervallet 8,30-8,60 under 2014 och att kursen i slutet av året ligger på 8,50.**

Svag återhämtning när hushåll och företag tvekar

- Både strukturella och cykliska svagheter
- Arbetslösheten på väg upp
- Exporten återhämtar sig långsamt

Strukturella problem förstärker den svaga konjunkturen och pressar tillväxt och arbetsmarknad. Recessionen är med nöd och näppe över; BNP-utvecklingen gick i stort sett sidledes 2013 mätt i kvartalstakt. I stort sett samtliga delar av ekonomin går dåligt för tillfället. **Hushållen pressas** av stigande arbetslöshet, låga löneökningar och skattehöjningar. Fallande export, ledig kapacitet och svag efterfrågan gör att **företagen tvekar att investera**. Det är svårt att hitta ljuspunkter på kort sikt och den finska ekonomin utvecklas svagast i Norden. **BNP väntas ha fallit med 1,3 procent 2013 och ökar svagt med 0,8 respektive 1,4 procent 2014 och 2015.**

Indikatorer pekar inte på någon snabb återhämtning

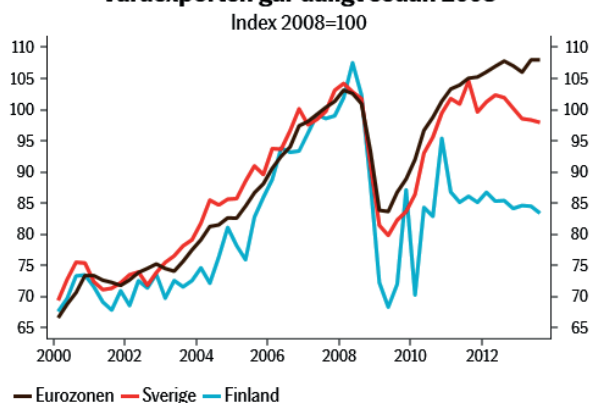


Indikatorer ligger generellt på låga nivåer. För tillverkningsindustrin har visserligen en viss förbättring skett de senaste månaderna, men nivån pekar om något på en lägre tillväxt än i prognosen för första halvåret och **riskerna ligger därför på nedsidan**. Tjänstesektorn är mer positiva, vilket kan förklaras av att både inhemsk efterfrågan och tjänsteexporten utvecklats bättre än varusidan den senaste tiden.

Produktion och export är fortsatt under press och har fallit det senaste året. Jämfört med 2008 har den finska exportens andel av BNP minskat med nära 10 procentenheter. Nettoexporten har gett ett negativt tillväxtbidrag på i genomsnitt 0,7 procentenheter. Den senaste tiden har dock importen fallit mer än exporten vilket gjort att nettoexporten slagit om till ett positivt tillväxtbidrag. En jämförelse med två andra exportberoende länder, Sverige och Tyskland, illustrerar tydligt hur finsk export tappat mark. Fallet var djupare 2008-2009 och åter-

hämtningen har inte varit lika stark. De varugrupper där fallet var störst 2008-2009, och som dessutom utvecklats svagt sedan dess, är elektronik- och skogsindustrin. Finland har tappat konkurrenskraft under en längre period och därtill har en ogynnsam utveckling av de finska import- och exportpriser haft negativa effekter på såväl näringslivets lönsamhet som bytesbalansen. Ett stort beroende av sektorer som länge varit under prispess och där ingen vändning är att vänta bidrar till den svaga utvecklingen.

Varuexporten går dåligt sedan 2008



OECD:s indikator för exportorder tyder på en fortsatt svag utveckling även om en successivt förbättrad internationell konjunktur kommer att gynna landet. **Exporten ökar med 2,5 respektive 4,0 procent 2014 och 2015.**

Svag konjunktur och lediga resurser ger låga investeringar

Investeringarna har fallit två år i rad, men trots det är kapacitetsutnyttjandet lågt. Enligt EU-kommissionens indikator är läget pressat i byggbranschen och föga förvånande ser byggföretagen efterfrågan som den återhållande faktorn. Svaga bostadsinvesteringar bidrar till detta. Måttlig inkomstökning för hushållen och svagt fallande bostadspriser håller ner investeringarna. Antalet nya byggnadstillstånd för bostadshus ligger nära rekordlåga nivåer. Låga räntor räcker inte för att företag och hushåll ska börja investera i större skala i en miljö med låg efterfrågan och stigande arbetslöshet. Bostadsmarknaden väntas inte visa några större tecken på ljusning. Ett uppdämt investeringsbehov gör ändå att **företagens investeringar långsamt kommer igång mot slutet av 2014**. Totala **investeringar ökar med 0,5 procent 2014 och 2 procent 2015.**

Hushållen pressas från flera håll

De tidigare relativt motståndskraftiga hushållen pressas nu från flera håll. Arbetslösheten stiger, finanspolitiken är åtsträ-

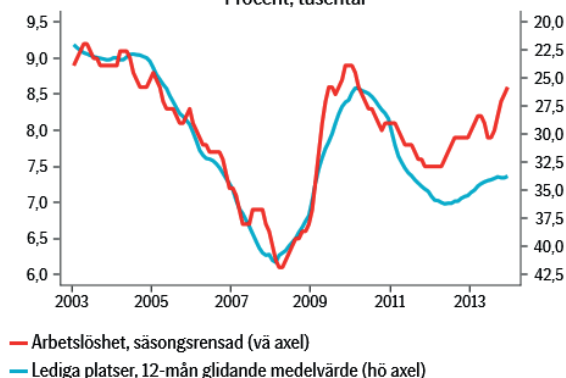
mande med bl a momshöjningar, löneökningarna har växlat ner och bostadsmarknaden är skakig. Hushållens reala inkomster växer långsamt 2014 och 2015. På grund av osäkerheten stiger sparkvoten något 2014. Bostadsmarknaden är en stor riskfaktor i prognosen. I nuläget har bostadspriserna planat ut med vissa tendenser till mindre prisfall och huvudprognosen är att priserna är oförändrade eller faller svagt. **Hushållens konsumtion stiger med 0,4 procent 2014 och 0,8 procent 2015.** Skulle arbetsmarknaden försämrats mer än väntat i kombination med en svagare generell konjunkturbild finns en risk att hushållen blir än mer försiktiga och drar upp sitt sparande vilket skulle resultera i en ännu svagare konsumtionsutveckling.

Oväntat snabb uppgång i arbetslösheten

Efter en tillfällig nedgång i höstas **stiger nu arbetslösheten åter**. Uppgången i arbetslöshet har varit oväntat stor mot bakgrund av BNP-tillväxten och kortsiktiga indikatorer som antalet lediga platser. Arbetslöshetsnivån på 8,6 procent i december ligger inte långt från toppnivån som observerades 2009. Tillväxt under trend 2014 gör att arbetslösheten fortsätter att stiga innan den vänder ner 2015. **Mätt som årsgenomsnitt blir arbetslösheten 8,5 procent 2014 och 8,3 procent 2015.** Uppgången i arbetslöshet har hittills berott på stigande arbetsutbud medan sysselsättningen bara fallit marginellt (med 4 000 personer) det senaste året. Framöver kommer bl a en åldrande befolkning att dämpa arbetsutbudet, vilket bidrar till att hålla nere arbetslösheten.

Arbetslösheten nära toppen 2009

Procent, tusental



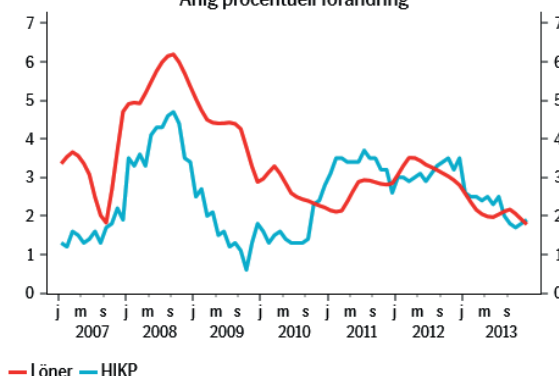
Källa: Finlands Statistik

Löner och inflation på väg ner

Löneavtal som slöts 2013 innebär en nedväxling i löneökningstakt 2014-2015 jämfört med 2012-2013. Det är positivt för konkurrenskraften, men innebär samtidigt att hushållens inkomster utvecklas svagare. Lönerna stiger med strax över 2 procent per år 2014 och 2015. Trots höjningar av moms och andra indirekta skatter är inflationen på tillbakagång. Genomslaget av skatthöjningar verkar vara något mindre än vad initiala bedömningar indikerade; i rådande miljö har företag svårt att höja slutpriser för konsumenter. **Inflationen (HIKP) ökar med 1,6 respektive 1,7 procent 2014 och 2015**, vilket innebär att reallönerna stiger svagt under prognosperioden.

Fallande pris- och löneökningar

Årlig procentuell förändring



Källa: Finlands Statistik

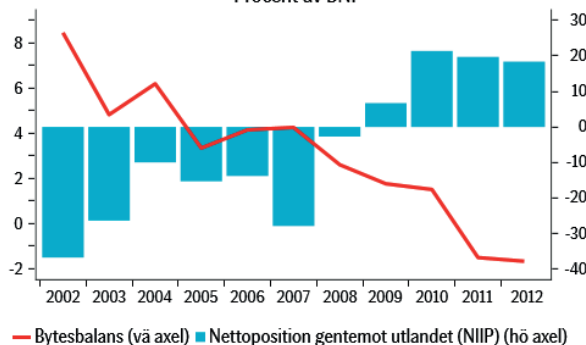
Fortsatta underskott trots åtstramningar

Den svaga tillväxten i kombination med stigande arbetslöshet tar ut en stor del av de positiva budgeteffekterna av åtstramningarna. Det offentliga underskottet väntas ha fallit till 2,3 procent av BNP 2013 och ligger kvar på den nivån även 2014 och 2015. Den offentliga skulden fortsätter att öka och når 60 procent av BNP 2014. Trots underskott, stigande skuldnivå och ett underliggande utgiftstryck från en åldrande befolkning är finska offentliga finanser i relativt gott skick, speciellt sett ur ett eurozonsperspektiv.

Den finska finanspolitiken väntas bli fortsatt svagt kontraktiv 2014 och 2015; den omsvängning som vi sett under krisen i Sverige lyser med sin frånvaro. Med stora delar av ekonomin pressad och med räntor redan på rekordlåga nivåer skulle en viss lättning kunna ge stöd åt utvecklingen utan att finansmarknadernas förtroende skulle ta skada. Trots underskott i offentlig sektor, stigande skuld och bytesbalansunderskott har landet som helhet nettotillgångar gentemot utlandet på nära 20 procent av BNP. Landet tillhör fortsatt den krympande skara länder med högsta kreditbetyg och statslåneräntorna ligger på låga nivåer samtidigt som ränteskillnaden till Tyskland varit stabil på 20-30 räntepunkter hela 2013.

Försämrade bytesbalans men tillgångar gentemot utlandet

Procent av BNP



Källa: Finlands Statistik, Eurostat

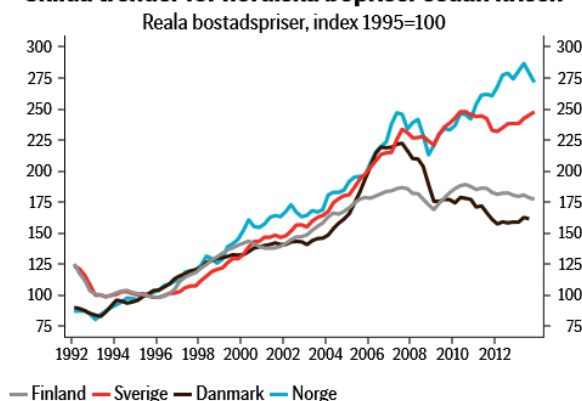
Tema: Den nordiska bostadsmarknaden

- **Högt sparande och lågt utbud ger stöd i Sverige**
- **Mindre obalanser i Danmark efter prisfall**
- **Riskerna störst i Norge**
- **Regeländringar och högre räntor skapar osäkerhet på sikt**

Även om prisutvecklingen på bostäder huvudsakligen speglar inhemska förhållanden har globala fastighetspriscykler ofta rört sig i tandem. Det gäller särskilt de nordiska bostadsmarknaderna, vilket bl a speglar inbördes integrerade ekonomier och banksystem liksom stor påverkan av internationella trender i egenskap av små öppna ekonomier. Utvecklingen sedan finanskrisen 2007 skiljer sig dock åt med ett kraftigt fall i Danmark på nära 30 procent i reala termer, priser som rört sig sidledes till svagt ned i Finland samt fortsatta uppgångar i Sverige och framför allt Norge. Skillnaderna väcker frågan om det finns anledning att befara en större sättnings även i Norge och Sverige framöver, en fråga som aktualiserats av prisfallen som inleddes i Norge i slutet av förra året.

De skilda trenderna på bostadsmarknaden speglar underliggande skillnader i ekonomierna, där Danmark och Finland halkat efter sedan krisen och ännu inte lyckats ta sig tillbaka till utgångsnivån för BNP 2007. I Danmarks fall har nedgången på husmarknaden dock i hög grad bidragit till den svaga utvecklingen i ekonomin, snarare än tvärtom.

Skilda trender för nordiska bopriser sedan krisen



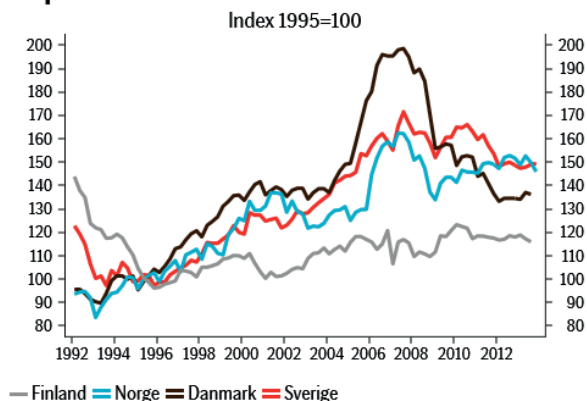
Källa: Lokala statistikbyråer

I tabellen nedan har vi jämfört ett antal av de faktorer som internationellt visat sig utgöra en ökad risk för kraftigare korrekationer på fastighetsmarknaden. För att få en sammanfattande bild har vi rankat hur de fyra nordiska länderna placerar sig i en jämförelse från störst (4) till (1) lägst risk utifrån respektive variabel.

Störst prisuppgång i Norge och Sverige

Jämförelser av bopriser är i hög grad beroende av vilka utgångsår man väljer. Sverige och Norge hamnar dock i topp oavsett om man jämför utvecklingen sedan t.ex. år 2000 eller mitten av 1990-talet. I förhållande till disponibelinkomsterna – som över tid är avgörande för hushållens förmåga att finansiera sina bostäder – har bopriserna i Sverige och Norge också ökat i snabbare takt än i övriga Norden. Skillnaderna särskilt relativt Danmark är betydligt mindre i en sådan jämförelse, vilket visar att boprisuppgången i Norge och Sverige delvis drivits av en stark inkomstuveckling. I både Norge och Sverige har bopriserna mätt på detta sätt också stabiliserats under de senaste åren även om de fortfarande ligger något över de historiska snitten.

Bopriser i relation till inkomsterna har stabiliserats



Källa: Lokala statistikbyråer, OECD

Nordisk husmarknad

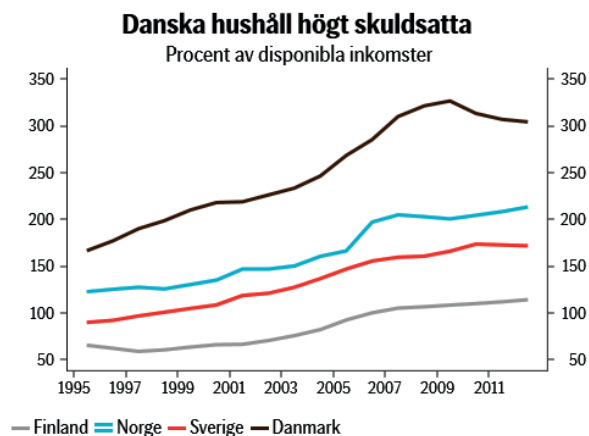
Schematisk ranking av riskfaktorer från 1-4, där 4 utgör högst risk för korrigerings och 1 minst risk.

	Dk	Fi	Nor	Sve
Huspriser (1995-)	1	2	4	3
Huspriser relativt disp. inkomster	2	1	3	4
Skuldkvot (Hushållsskuld/disp.ink)	4	1	3	2
Skuldkvot förändring (från 2000)	1	4	2	3
Bostadsinvesteringar, andel av BNP	2	4	3	1
Sparkvot avv. hist. snitt (från 1995)	4	3	2	1
Totalt	14	15	17	14
Ranking	1	3	4	1

Källa: Lokala statistikbyråer, OECD, Eurostat

Nordiska hushåll högt skuldsatta – snabb ökning från låg nivå i Finland

Hushållens skuldsättning, som andel av disponibla inkomster, ligger högt i ett internationellt perspektiv i Sverige, Norge och framförallt Danmark. Nivån på skuldsättningen påverkas av strukturella faktorer, t.ex. i hur hög grad hushållen äger sina bostäder och skillnader i skatteregler vad gäller t.ex. möjligheter att dra av för räntekostnader samt utformningen av välfärdssystem. Det kan därför vara relevant att se hur skulden utvecklats över tiden. Sedan mitten av 1990-talet har Sverige och Danmark sett den snabbaste skulduppbyggnaden. Sedan 2000 hamnar Finland högst och Danmark lägst, vilket speglar att det skett en viss anpassning av hushållens skuldsättning i Danmark sedan krisen.



Strukturella skäl till svensk skuldökning

Även när det gäller hur hushållens skulder utvecklats över tiden har dock strukturella förändringar spelat en roll, inte minst för Sveriges del. Finansinspektionen kommer t.ex. i en undersökning fram till att ett ökat privat ägande av bostäder, lägre boendeskatter samt lägre bolåneräntor förklarade hela ca 90 procent av uppgången i skuldkvoten sedan slutet av 90-talet och fram till krisens utbrott 2008 jämfört med drygt 10 procent för Danmark och noll för Finland (Finansinspektionen har inte undersökt Norge mot bakgrund av den särställning som landets oljeförmågenheter innebär). Både Sverige och Finland hamnar också lägre, och mer i linje med omvärlden, om hushållens skuldsättning relateras till BNP.

Skillnader i bostadsbyggande och sparkvot

En faktor som internationellt visat sig utgöra en riskfaktor för boprisfall är ett högt byggande medan risken för nedgångar varit mindre om prisuppgången inte åtföljts av ett ökat utbud av bostäder. Framför allt Sverige skiljer ut sig på denna punkt. Bostadsinvesteringarna som andel av BNP ligger på internationellt låga nivåer i Sverige och har rört sig sidledes under de senaste fem åren. Finland och Norge ligger högre vad gäller både nivån och trenden för bygginvesteringar medan byggandet i Danmark sjunkit från tidigare höga nivåer efter att bopriserna började falla.

En annan riskfaktor som återspeglar i vilken utsträckning hushållen använt ökad husförmågenhet för att finansiera konsumtion är nivån och utvecklingen för hushållens sparande. Lågt

hushållsparande och underskott i bytesbalansen föregick t.ex. fastighetskriserna i både USA, Irland och Spanien. Lågt sparande ökar risken att hushållen drar ned på sin konsumtion för att återställa sina balansräkningar efter ett fastighetsprisfall. Återigen kan det vara befogat att jämföra förändring över tiden snarare än den absoluta nivån. Sverige och Norge hamnar högt både vad gäller nivån på hushållssparande och i förhållande till det historiska genomsnittet, medan sparandet i Danmark och Finland är lågt nivåmässigt och strax över det historiska snittet.

Flest risker på kort sikt för norska bopriser

I en sammanvägd bedömning utifrån ovanstående faktorer hamnar **Norge högst upp vad gäller olika risker och Danmark och Sverige längst ner**. Vi räknar ändå med en relativt mild dämpning av bostadspriserna i Norge. Norges urstarka statsfinanser gör att landet har oöverträffade möjligheter när det gäller att motverka negativa följdverkningar på ekonomin av en nedgång i bopriserna, vilket i sig utgör en stabiliserande faktor. Det ökade sparandet innebär också att hushållen är bättre rustade att hantera en prisnedgång.

Den höga skuldsättningen bland hushållen i kombination med ett alltför lågt sparande utgör en riskfaktor för Danmark. Nedgången i bopriserna sedan krisen i kombination med att hushållen inlett en anpassning av sina skulder innebär dock att riskerna för nya boprisfall för närvarande är begränsade. På kort sikt räknar vi med att bopriserna fortsätter att återhämta sig med stöd av stigande inkomster.

För Sveriges del balanseras snabba boprisökningar och hög skuldsättning delvis av ett lågt utbud av bostäder och ett högt hushållssparande. Fortsatt stigande bopriser gör dock att man inte kan bortse från riskerna för en anpassning längre fram. Att den ökade skuldsättningen i hög grad kan förklaras av strukturella förändringar i ekonomin innebär att **svenska fastighetspriser är känsliga för ändringar av spelreglerna**. En sådan skulle t.ex. vara om Riksbanken skulle få gehör för sina önskemål om en begränsning av ränteavdragen och/eller en skärpt beskattning av fastigheter. Här kan utvecklingen i Nederländerna utgöra ett varnande exempel, där mindre generösa skatteregler för bolån och åtföljande press att öka amorteringarna bidragit till en sänkning för både husmarknaden och privat konsumtion sedan finanskrisen. Intressant att notera är att skulduppbyggnaden i Nederländerna sedan slutet av 90-talet också i hög grad kan förklaras av strukturella faktorer (till 70 procent) enligt Finansinspektionens beräkningar.

Ett ökat byggande kan på sikt utgöra en risk för korrigeringar i Sverige om prisuppgången i hög grad varit driven av ett bristande utbud på bostäder. Nybyggnationen i Sverige har visat tecken på att öka under senare delen av 2013 samtidigt som det låga byggandet har fått ökad politisk uppmärksamhet. Vi tror dock att det dröjer innan tillräckliga åtgärder kommit på plats för att åstadkomma ett bostadsbyggande i bättre balans med befolkningsutvecklingen.

Det verkliga testet för bostadsmarknaden i både Sverige och övriga Norden kommer när räntorna åter börjar höjas, vilket dröjer till nästa år i Norge och Sverige, och ännu längre för Danmark och Finland.

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
BNP OECD	1,3	1,3	2,4	2,7
BNP världen	3,3	3,2	3,9	4,0
KPI OECD	2,3	1,6	1,5	1,7
Exportmarknad OECD	2,5	3,7	6,5	6,8
Oljepris Brent (USD/fat)	111,7	108,7	105,0	100,0

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012, Mdr USD	2012	2013	2014	2015
BNP	16 420	2,8	1,9	3,3	3,7
Privat konsumtion	11 286	2,2	2,0	2,9	3,1
Offentlig konsumtion	3 151	-1,0	-2,2	-1,0	-0,4
Bruttoinvesteringar	23 86	8,3	4,3	7,9	10,7
Lagerinvesteringar		0,2	0,2	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	2 214	3,5	2,8	6,5	6,0
Import	2 730	2,2	1,4	4,3	5,7
Arbetslöshet (%)		8,1	7,4	6,4	5,7
KPI		2,1	1,5	1,3	1,9
Hushållens sparkvot (%)		5,6	4,5	4,1	3,9

EUROZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012 Mdr EUR	2012	2013	2014	2015
BNP	9 484	-0,7	-0,4	1,0	1,6
Privat konsumtion	5 450	-1,4	-0,6	0,8	1,4
Offentlig konsumtion	2 040	-0,5	0,0	0,1	0,8
Bruttoinvesteringar	1 739	-4,1	-2,5	1,7	3,0
Lagerinvesteringar		-0,6	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	4 348	2,5	1,7	3,8	3,9
Import	4 100	-1,0	1,0	3,8	3,9
Arbetslöshet (%)		11,4	12,1	11,9	11,5
KPI		2,5	1,4	0,7	0,6
Hushållens sparkvot (%)		7,6	7,9	7,9	7,8

ÖVRIGA STORA EKONOMIER

Årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
BNP				
Storbritannien	0,1	1,9	2,8	2,6
Japan	1,4	1,7	1,4	1,3
Tyskland	0,7	0,5	1,7	2,1
Frankrike	0,0	0,2	0,7	1,4
Italien	-3,0	-1,8	0,5	1,0
Kina	7,7	7,7	7,4	7,0
Indien	5,1	4,7	5,0	5,4

Inflation

Storbritannien	2,8	2,6	1,7	1,7
Japan	0,0	0,3	2,4	1,7
Tyskland	2,0	1,2	1,6	2,0
Frankrike	1,5	1,2	1,5	1,8
Italien	3,3	1,3	1,6	1,7
Kina	2,7	2,6	3,0	2,9
Indien (WPI)	7,5	6,3	5,6	5,2

Arbetslöshet, (%)

Storbritannien	8,0	7,7	6,6	6,2
Japan	4,4	4,0	3,6	3,3
Tyskland	5,5	5,5	5,5	5,4
Frankrike	10,7	10,8	11,0	10,8
Italien	10,7	12,2	12,0	12,0

ÖSTEUROPA

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

Inflation, årlig procentuell förändring

Estland	3,9	3,2	1,8	2,2
Lettland	2,3	0,0	1,8	3,3
Litauen	3,2	1,2	2,0	3,0
Polen	3,7	0,8	2,2	2,5
Ryssland	5,1	6,8	5,7	5,2
Ukraina	0,6	-0,3	4,0	6,0

FINANSIELLA PROGNOSE

		05 feb	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Officiella räntor						
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,25	1,25
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Eurozonen	Refiränta	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,50	1,00
Obligationsräntor						
USA	10 år	2,66	2,80	3,20	3,40	3,50
Japan	10 år	0,60	0,80	1,00	1,10	1,20
Tyskland	10 år	1,63	1,70	2,00	2,10	2,20
Storbritannien	10 år	2,68	2,75	3,05	3,15	3,25
Växelkurser						
USD/JPY		101	108	112	115	118
EUR/USD		1,35	1,34	1,28	1,26	1,25
EUR/JPY		137	145	143	145	148
GBP/USD		1,63	1,61	1,54	1,54	1,54
EUR/GBP		0,83	0,83	0,83	0,82	0,81

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012 Mdr SEK	2012	2013	2014	2015
BNP	3 550	0,9	1,0	2,5	3,2
BNP, dagkorrigerat		1,3	1,0	2,6	3,0
Privat konsumtion	1 718	1,6	2,0	2,7	3,0
Offentlig konsumtion	956	0,3	0,8	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	674	3,3	-1,5	3,0	5,5
Lagerinvesteringar	-4	-1,3	0,0	0,1	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 722	0,7	-1,4	3,7	6,2
Import	1 516	-0,6	-1,9	3,5	6,1
Arbetslöshet (%)		8,0	8,0	7,7	7,0
Sysselsättning		0,6	1,0	1,0	1,3
Industriproduktion		-4,3	-3,5	2,5	3,5
KPI		0,9	0,0	0,4	1,8
KPIF		1,0	0,9	0,9	1,5
Timplöneökningar		3,0	2,5	2,7	2,8
Hushållens sparkvot (%)		12,2	12,0	12,2	11,4
Real disponibel inkomst		3,5	2,4	3,1	2,2
Handelsbalans, % av BNP		2,4	2,4	2,8	3,0
Bytesbalans, % av BNP		6,5	6,2	6,0	6,0
Statligt lånebehov, mdr SEK		25	131	47	14
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		-0,5	-1,4	-1,7	-0,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		37,7	40,6	40,5	39,0

FINANSIELLA PROGNOSE	05 feb	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Reporänta	0,75	0,75	0,75	1,00	1,25
3-månaders ränta, STIBOR	0,95	0,95	1,00	1,25	1,55
10-års ränta	2,21	2,30	2,70	2,85	2,95
10-års räntedifferens mot Tyskland	58	60	70	75	75
USD/SEK	6,53	6,46	6,64	6,71	6,72
EUR/SEK	8,84	8,65	8,50	8,45	8,40
TCW	118,5	115,7	114,5	114,3	113,8
KIX	103,2	100,8	99,8	99,5	99,2

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr NOK	2012	2013	2014	2015
BNP	2 830	2,9	0,8	2,1	1,8
BNP (Fastlandet)	2 146	3,4	1,8	2,2	2,6
Privat konsumtion	1 164	3,0	2,5	2,7	3,1
Offentlig konsumtion	603	1,8	2,1	2,3	2,3
Bruttoinvesteringar	584	8,3	6,5	3,1	2,1
Lagerinvesteringar		-0,1	-0,4	-0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 166	1,1	-2,8	2,2	1,6
Import	796	2,3	1,6	3,3	3,8
Arbetslöshet (%)		3,2	3,5	3,6	3,7
KPI		0,8	2,1	1,9	2,1
KPI-JAE		1,2	1,6	2,0	2,1
Årslöneökningar		4,3	3,5	3,5	3,7

FINANSIELLA PROGNOSE

	05 feb	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Folioränta	1,50	1,50	1,50	1,75	2,00
10-års ränta	2,67	2,70	2,85	3,05	3,15
10-års räntedifferens mot Tyskland	104	100	85	95	95
USD/NOK	6,24	6,42	6,64	6,67	6,64
EUR/NOK	8,45	8,60	8,50	8,40	8,30

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr DKK	2012	2013	2014	2015
BNP	1 826	-0,4	0,4	2,0	2,5
Privat konsumtion	896	-0,1	0,4	1,7	2,3
Offentlig konsumtion	519	0,4	0,2	1,3	0,6
Bruttoinvesteringar	320	0,8	2,0	5,2	5,6
Lagerinvesteringar		-0,2	0,3	0,0	-0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1 000	0,4	1,2	4,7	5,0
Import	908	0,9	2,9	5,2	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	7,0	7,0	6,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-4,1	0,0	0,5	-0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		45,5	43,7	43,0	41,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	05 feb	jun 14	dec 14	jun 15	dec 15
Utlåningsränta	0,20	0,25	0,25	0,25	0,25
10-års ränta	1,68	1,75	2,05	2,15	2,25
10-års räntedifferens mot Tyskland	5	5	5	5	5
USD/DKK	5,51	5,57	5,83	5,92	5,97
EUR/DKK	7,46	7,46	7,46	7,46	7,46

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2012				
	Mdr EUR	2012	2013	2014	2015
BNP	192	-1,0	-1,3	0,8	1,4
Privat konsumtion	109	0,3	-1,0	0,4	0,8
Offentlig konsumtion	48	0,5	0,3	0,6	0,7
Bruttoinvesteringar	38	-0,8	-2,0	0,5	2,0
Lagerinvesteringar		-1,3	-0,4	0,2	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	78	-0,2	-1,8	2,5	4,0
Import	80	-0,7	-2,0	2,5	3,5
Arbetslöshet (%)		7,7	8,2	8,5	8,3
KPI, harmoniserat		3,2	2,2	1,6	1,7
Timlöneökningar		3,2	2,1	2,0	2,0
Bytesbalans, % av BNP		-1,7	-1,7	-1,5	-1,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		-2,2	-2,3	-2,3	-2,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		53,6	58,0	59,0	60,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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

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

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

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



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge, och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 31 december 2013 uppgick koncernens balansomslutning till 2 485 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 475 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.