



EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA

NOVEMBER 2009

Nordic Outlook

Återhämtning i väntan på exitpolitiken

SEB
Financially yours

SEB Ekonomisk Analys

Nordic Outlook - November 2009

Denna rapport publicerades den 24 november 2009.

Avstämningsdag för valuta- och räntenoteringar var den 19 november 2009.

Robert Bergqvist, chefekonom +46 8 506 23016
robert.bergqvist@seb.se

Håkan Frisén, chef för Ekonomisk Analys 763 8067
hakan.frisen@seb.se

Daniel Bergvall, ekonom 8594
daniel.bergvall@seb.se

Mattias Bruér, ekonom 8506
mattias.brueer@seb.se

Susanne Eliasson, analytiker privatekonomi 6588
susanne.eliasson@seb.se

Ann Enshagen Lavebrink, ekonomassistent 8077
ann.lavebrink@seb.se

Ingela Hemming, företagarekonom 8297
ingela.hemming@seb.se

Mikael Johansson, ekonom 8093
mikael.johansson@seb.se

Tomas Lindström, ekonom 8028
tomas.z.lindstrom@seb.se

Gunilla Nyström, privatekonom 6581
gunilla.nystrom@seb.se

Johanna Wahlsten, analytiker företagarekonom 8072
johanna.wahlsten@seb.se

Fax nr +46 8 763 9300

SEB, Ekonomisk Analys, K A3, SE-106 40 Stockholm

Bidrag till texten har lämnats av Thomas Köbel, Klaus Schrüfer, SEB Frankfurt/M och Olle Holmgren, Trading Strategy. Den norska analysen är gjord av Stein Bruun, SEB Oslo.

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.

Internationell översikt	4
Tema: Finanspolitik	12
USA	14
Japan	19
Asien	20
Euro-zonen	21
Storbritannien	26
Östeuropa	27
Baltikum	28
Sverige	30
Danmark	39
Norge	40
Finland	42
Nordiska nyckeldata	44
Internationella nyckeldata	46

Fördjupningsrutor

Återhämtningens vägskäl	6
Guldprisets nya roll	10
Appreciering av yuanen	11
Exempel på finanspolitiskt saneringsprogram – Sverige på 1990-talet	13
Tillväxtprognoserna talar för att ECB höjer före Fed	18
Recessionens långsiktiga effekter	23
Förlorade industrijobb	33
Avtalsrörelsen	34
Kommunala balanskravet under omprövning?	38

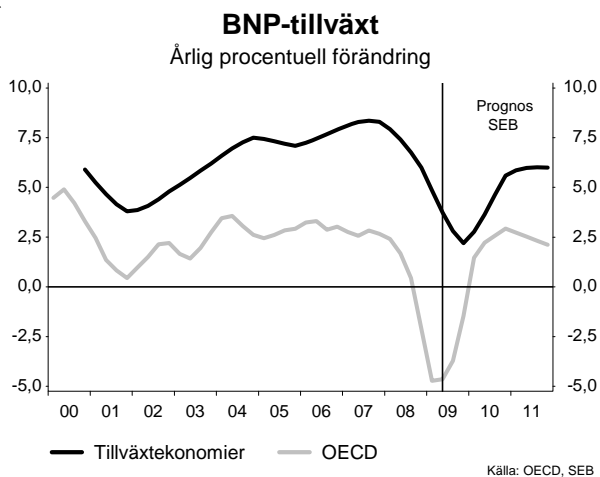
Återhämtningen vinner terräng

- BNP-tillväxt runt trend 2010 och 2011
- Inflationen förblir låg
- Risk för nya bubblor skapar policydilemma
- Centralbankshöjningar på bred front 2010
- Kinesisk appreciering minskar spänningar

Världsekonomin har fortsatt att tillfriskna under hösten. De exceptionella ekonomisk-politiska insatserna har stöttat de finansiella marknaderna. Detta har lett till en snabbt ökad riskvillighet hos finansiella aktörer, vilket i sin tur bidragit till större framtidstro hos hushåll och företag.

Därmed har förutsättningar skapats för en rekyll i den ekonomiska aktiviteten. Orderböckerna är fortfarande magra, men produktionskurvorna fortsätter uppåt. Så länge den massiva stimulanspolitiken ligger kvar är det troligt att utvecklingen på finansiella marknader fortsätter att stimulera den reala ekonomin.

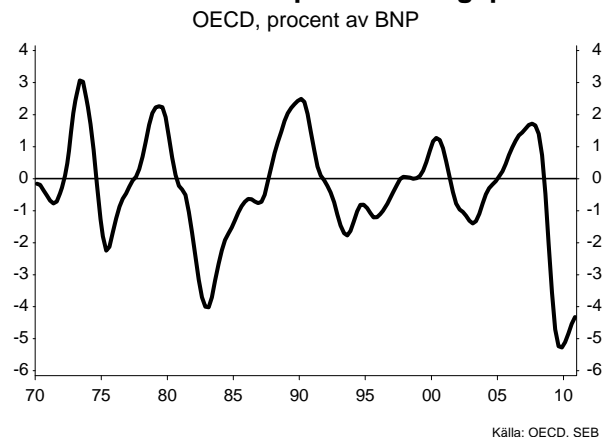
Men olika stödåtgärder innebär också att anpassningen av de finansiella obalanser som utlöste krisen skjuts på framtiden. Först när den ekonomisk-politiska exitstrategin verkställs på allvar sätts den underliggande kraften i återhämtningen på prov.



Vår sammanvägda slutsats är att BNP-tillväxten i OECD-området som årsgenomsnitt kommer att ligga runt 2½ procent såväl 2010 som 2011, vilket är nära den trendmässiga. Den snabba tillväxten i Asien bidrar till att den globala tillväxten hamnar runt 4 procent.

Trots ljusare tillväxtutsikter består de stora produktionsgap som öppnats upp under krisen. Det innebär att de närmaste åren präglas av hög arbetslöshet, fortsatt disinflationstryck och svaga offentliga finanser.

Fortsatt stora produktionsgap



Policydilemman rycker närmare

I förra Nordic Outlook pekade vi på de spänningar i den ekonomiska politiken som nu håller på att växa fram. Hittills har alla medel varit tillåtna för att motverka krisens depressions- och deflationsrisker, men nu blir det alltmer tydligt att såväl penning- som finanspolitiken ställs inför svåra avvägningar. Det gäller att säkerställa vägen mot återhämtning utan att nya obalanser byggs upp.

Finanspolitikens problem är att underskott och statsskuld växer snabbt. Trovärdigheten för de offentliga finansernas hållbarhet hotas därmed. Detta kan leda till att företag och hushåll blir försiktigare, vilket minskar den ekonomiska politikens verkningsgrad även på kort sikt. En del krisåtgärder tenderar också att sätta konkurrensneutraliteten ur spel. Det troliga är att medelfristiga konsolideringsstrategier relativt snart kommer att presenteras, men att implementeringen läggs några år framåt i tiden.

För **penningpolitiken** är utmaningen att extremt låga räntor kan leda till att tillgångspriser stiger alltför snabbt samtidigt som inflationen inte motiverar räntehöjningar. Dilemmat har skärpts den senaste tiden; en oväntat effektiv transmissionsmekanism har lett till ökat risktagande och allt intensivare jakt på avkastning samtidigt som inflationen överraskat på nedsidan.

Under loppet av 2010 räknar vi med att räntehöjningar påbörjas i syfte att undvika finansiella bubblor. Styrräntan i de flesta länder höjs till nivåer runt 2½ till 3 procent mot slutet av 2011. Att penningpolitiken styrs av prognoser flera år framåt i tiden underlättar centralbankernas pedagogiska uppgift att motivera räntehöjningar i en situation med hög arbetslöshet. Den internationella diskussionen de senaste månaderna indikerar också att **centralbankers målfunktion** kan komma att ändras så att **större vikt läggs vid finansiella obalanser**. Förändringen kan också ske på ett indirekt sätt; genom att finansiella obalanser på ett mer genomgripande sätt än tidigare **integreras i konjunktur- och inflationsanalysen**.

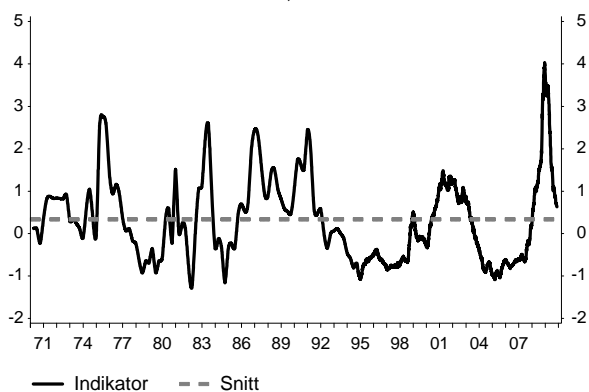
Penningpolitiken roll kommer också att påverkas av förändringar i den finansiella sektorns infrastruktur och regelsystem. Centralbanker betonar t ex redan i allt högre grad att man är beroende av finanspolitikens utformning, banksystemets kreditprövning och starkare tillsynsfunktioner för att klara den finansiella stabiliteten. Därtill kommer också ett utökad internationellt samarbete och koordinering när det gäller den makroekonomiska politiken i stort. Stora underliggande obalanser i handeln mellan olika delar av världen är i sig en grogrund för finansiell instabilitet. G20-gruppen tycks nu vara beredd att i högre grad än tidigare gå från ord till handling när det gäller att komma tillrätta med dessa problem.

Förbättring på kreditmarknaden

Stabilisering på de finansiella marknaderna har fortsatt de senaste månaderna. Prissättningen på interbankmarknaden speglar tilltro till de åtgärder som vidtagits för att säkra det finansiella systemets funktion. Riskaptiten har bidragit till att större icke-finansiella företags kreditförsörjning har förbättrats. Aktiviteten på den internationella obligationsmarknaden har fortsatt upp och emissionsvolymerna har varit stora. Efter en snabb nedgång har dock kreditspreadarna planat ut den senaste månaden.

SEB:s indikator för kreditförhållanden

USA, index



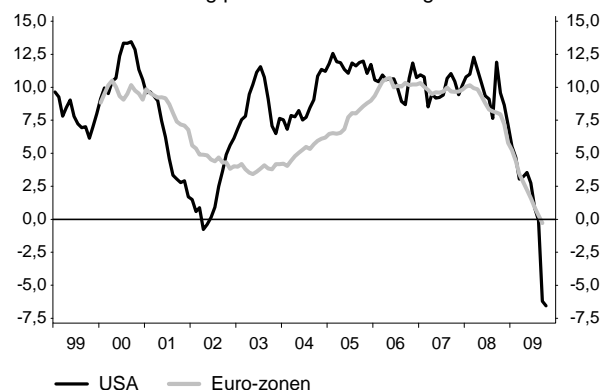
Källa: Federal Reserve, SEB, Reuters EcoWin

Banksektorn är dock fortfarande i stort behov av ytterligare rekapitalisering. IMF:s bedömning är att mer än hälften av nedskrivningarna fortfarande ligger framför oss. Skillnaden mellan USA och Europa är relativt stor. I USA bedöms 60 procent av förlusterna ha tagits medan huvuddelen fortfarande återstår i Europa.

Dämpningen i bankernas utlåning har accentuerats de senaste månaderna. Många små- och medelstora företag tycks fortfarande ha svårighet att få tillgång till krediter. I huvudsak är dock nedgången i utlåningsvolymerna snarast ett symptom på svagare efterfrågan på krediter än på minskad muskelstyrka i banksystemet.

Kraftig dämpning i bankutlåning

Årlig procentuell förändring



Källa: Fed, ECB

Fundamenta betalar sig

Tillväxten i de **snabbväxande asiatiska ekonomierna** har i hög grad bidragit till att stabilisera världsekonomin och bereda väg för en återhämtning. Starka externbalanser och relativt liten exponering mot bankproblemen i väst har utgjort styrkefaktorer. De flesta länder har också kunnat dra nytta av en dynamisk regional handel, stödd av den **kinesiska** stimulanspolitiken. Också de närmaste åren blir Asien en viktig motor för den globala ekonomin. Förskjutningen i den globala ekonomins tyngdpunkt från Väst till Öst fortsätter därmed.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
USA	0,4	-2,5	3,0	2,2
Japan	-0,7	-5,0	1,8	2,1
Kina	9,0	8,5	9,0	9,0
Euro-zonen	0,6	-3,9	1,8	2,1
Storbritannien	0,6	-4,5	1,9	1,4
Sverige	-0,2	-4,3	2,8	2,8
Norge	2,1	-1,0	2,2	2,8
Danmark	-1,0	-4,5	1,0	1,6
Finland	0,7	-6,4	1,5	2,2
Norden	0,4	-3,8	2,0	2,4
Baltikum	-1,0	-15,8	-2,6	3,6
Tillväxtekonomier	6,0	2,2	5,6	6,0
OECD	0,6	-3,5	2,3	2,4
Världen, PPP	3,1	-1,0	3,9	4,1
Världen, nom.	2,0	-1,7	3,2	3,4

Källa: OECD, SEB

Mönstret i OECD-området är att länder med stort industri- och exportberoende har drabbats av större BNP-fall än de länder där den finansiella krisen har sitt centrum. Nedgången i t ex **Japan**, **Tyskland** och **Sverige** har varit större än i **USA** och **Storbritannien**. I återhämtningsfasen räknar vi med att goda fundamenta lönar sig i högre utsträckning. I länder med skadeskjutna banksystem och stora offentliga och privata konsolideringsbehov hämmas tillväxten under en ganska lång period.

Återhämtningens vägska

Den senaste tidens konjunkturanalys har präglats av osäkerhet kring återhämtningens styrka och varaktighet. De hänger på olika sätt ihop med krisens unikt häftiga förlopp, dess bakgrund och den ekonomisk-politiska responsen. Lite schematiskt kan de delas upp i fyra olika tidsperspektiv:

1) Återhämtning visar sig i hårddata? (1-3 mån):

Hittills har omslaget i det ekonomiska klimatet varit tydligast när det gäller den finansiella utvecklingen och framåtblickande sentimentsindikatorer. Förändringen i faktisk produktionsutveckling har däremot varit beskedlig. Det är naturligt att en uppgång i förväntningsdrivna finansiella marknader och ledande indikatorer föregår en bredare produktionsuppgång. I svallvågorna av en förlamande kris finns dock en risk att omslaget ger en överdriven bild av kraften i uppgången och att historiska samband mellan sentimentindikatorer och produktionsdata bryts.

2) Slutlig efterfrågan redo ta över stafettpippen? (6-9 mån):

Lager rörelser får ofta stor påverkan på produktionsmönstret vid häftiga omslag i de ekonomiska utsikterna. Den första fasen av en konjunkturuppgång domineras normalt av ett omslag i lagerrörelserna. Efterhand blir hållbarheten i uppgången beroende av att konsumtion och investeringar tar vid som draglok. I en situation med extremt lågt kapacitetsutnyttjande och en hög arbetslöshet finns en risk att uppgången i slutlig efterfrågan dröjer. Ett glapp i stafettväxlingen mellan lagerrörelser och slutlig efterfrågan är ofta förklaringen till att W-formade konjunkturmönster uppstår.

3) Återhämtningen inte bara policydriven? (1-2 år):

Att konjunkturuppgången får sig en knäck när de ekonomisk-politiska stimulanserna börjar dras

tillbaka kommer att utgöra en varaktig risk det närmaste året. Att stimulanserna nu är så kraftiga och stöttar den finansiella och reala ekonomin i så många olika avseenden gör det extra svårt att analysera konsekvenserna av en normalisering av politiken.

4) Skuldanpassning stryper uppgången? (1-5 år):

Konsekvenserna av de behov av skuldanpassning som den globala ekonomin står inför tedde sig länge som skräckinjagande och oöverskådliga. Nu ser det ut som om stimulanspolitiken på kort sikt lyckas mildra och senarelägga processen. På längre sikt finns de underliggande balansbehoven kvar. Därtill tyder entydiga erfarenheter på att en kraftig nedgång driven av kreditmarknader och bostadspriser som skett i många länder hämmar ekonomierna under åtskilliga år.

Vår sammanvägda slutsats är de två förstnämnda frågetecknen kommer att rätas ut. Återhämtningen har nu nått så pass fast mark att risken för att hårddata inte ska lyfta den närmaste tiden är liten. Det är också troligt att den expansiva politikens verkningsgrad är tillräckligt stor för att stärka konsumtion och investeringar i början på 2010. **Det innebär att tillväxten det närmaste året blir relativt god och att riskerna snarast ligger på uppsidan.**

När det gäller de båda sistnämnda frågorna är det svårare att vara optimistisk. I ett längre perspektiv kommer uppgången att hämmas av en ekonomisk-politisk normalisering och ett medelfristigt behov av skuldsanering. Att tillväxten inte accelererar i högre grad 2011 är ett resultat av detta. **Riskerna för 2011 ligger i första hand på nedsidan** och inte heller åren därefter kommer världsekonomin tillbaka till de tillväxttakter som gällde före krisen.

På kort sikt bidrar dock valutaförsvagningar till att hålla uppe BNP-tillväxten i **USA** och **Storbritannien**. I USA är dessutom de finanspolitiska stimulanserna större än genomsnittet i OECD-området. **Euro-zonen** präglas av stora skillnader. Ekonomierna i **Tyskland** och **Frankrike** är ganska väl positionerade för en återhämtning, men många länder plågas av sargade banksystem, fallande bostadspriser och statsfinansiella problem.

Krisen i de **baltiska länderna** är djup och BNP-fallet 2009 hamnar över 15 procent. Strategin att anpassa kostnadsläget med interdevalvering har medfört en kraftig förbättring av externbalansen samt fallande löner och priser. Stora budgetunderskott innebär krav på exceptionellt hårda offentliga besparingsprogram som fördröjer återhämtningen.

BNP-tillväxten i Sverige och Norge blir högre än OECD-snittet. **Norge** gynnas av högre oljepriser och extremt starka offentliga finanser. **Sverige** drar nytta av uppsvinget i global efterfrågan via svag krona och fördelaktig branschstruktur. Transmissionsmekanismen är dessutom stark i både Norge och Sverige; en

stor andel hushåll har rörliga bolån och gynnas av extremt låga räntenivåer. Hittills har också huspriserna i både Norge och Sverige stått emot nedgången.

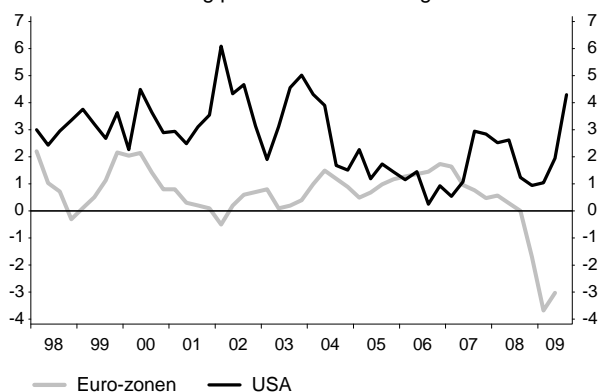
Vändningen på arbetsmarknaden dröjer

Arbetslösheten har ökat snabbt i spåren av konjunkturedgången. Skillnaden är dock betydande mellan olika regioner. Amerikansk arbetslöshet har exempelvis stigit mer än i Västeuropa trots ett grundare BNP-fall. Detta avspeglas i en mycket stor skillnad i arbetsproduktiviteten mellan USA och Västeuropa.

Att arbetslösheten ökat mest i USA beror delvis på att flexibla lagstiftning gör det enklare att avskeda och nyanställa personal. Därtill kommer att den amerikanska nedgången i högre grad varit koncentrerad till inhemska arbetsintensiva delar av ekonomin. Finanspolitikens inriktning har också haft betydelse. En relativt liten del av de amerikanska stimulanspaketerna har gått till åtgärder som syftar till att minska uppsägningar och öka nyanställningar. I Europa har man satsat mer på att hålla sysselsättningen uppe.

Stor skillnad i produktivitet

Årlig procentuell förändring



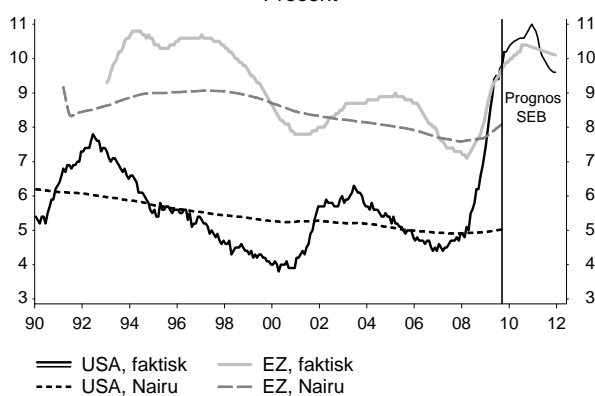
Källa: ECB, Bureau of Labour Statistics

Mycket talar för att vi nu är ganska nära toppen i arbetslösheten. I USA har den snabba produktivitetstillväxten lagt grunden för en återhämtning och i Europa finns tecken på en stabilisering. **Toppen i arbetslösheten i Europa nås vid halvårsskiftet 2010; något senare i USA.**

Den måttliga BNP-tillväxten bidrar dock till att arbetslösheten därefter faller ganska långsamt. I Europa behöver företagen återställa produktivitetsnivån innan det blir aktuellt med nyanställningar på bred front. Gapet mellan faktisk arbetslöshet och jämviktarbetslösheten Nairu är betydligt större i USA än i Eurozonen. Detta talar för att det finns potential för en snabbare nedgång i arbetslösheten i USA på medellång sikt. Det innebär också att det deflationistiska trycket är större i USA och att Fed därmed har skäl att vänta längre än ECB med att börja höja räntorna.

Faktisk arbetslöshet vs Nairu

Procent



Källa: OECD, SEB

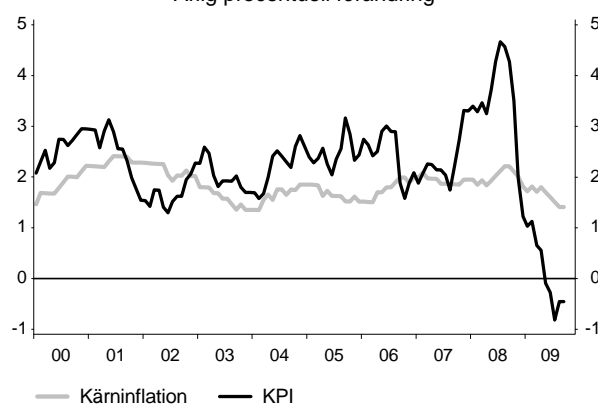
En central fråga är huruvida den höga arbetslösheten kommer att ge upphov till varaktiga strukturella skadeverkningar och därmed högre jämviktarbetslöshet. Medelfristiga konsolideringsprogram kommer i många länder att medföra betydande skattehöjningar. Det blir då viktigt att utforma höjningarna på ett sådant sätt att arbetsmarknadens funktionssätt påverkas så lite som möjligt. Politiken lär innehålla beskärning i form av nedskärningar i ersättningssystem, men också sats-

ningar på kompetensutveckling på individnivå. OECD har redan arbetat fram en rad länderrekommendationer som kännetecknas av stor bredd och variation i åtgärderna.

Tidigare erfarenheter vid djupa kriser ger en splittrad bild. I USA steg jämviktarbetslösheten gradvis efter oljekrisen i början på 1970-talet, men har sedan fallit de senaste 20 åren i takt med omfattande avregleringar. I Västeuropa steg Nairu kraftigt från slutet av 1970-talet fram till krisen runt 1990. Detta brukar ofta hänföras till att ekonomierna var hårt reglerade samtidigt som drivkrafterna för arbete försvagades, bl a genom generösa arbetslöshetsersättningar och höga marginalskatter. I Sverige ledde krisen i början på 1990-talet till en bestående uppgång i arbetslösheten.

Inflationen i OECD-området

Årlig procentuell förändring



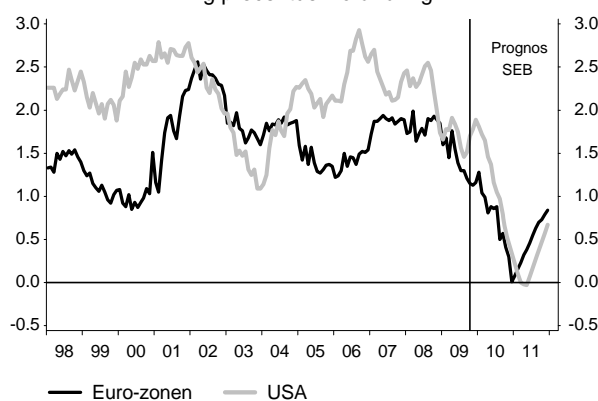
Källa: OECD

Varaktigt låg inflation

KPI-inflationen i hela OECD-området ligger sedan i maj under nollstrecket för första gången i modern tid. En viss rekyl uppåt sker nu under hösten i takt med att effekterna av tidigare energiprisfall mildras. Därefter faller **KPI-inflationen** åter tillbaka och ligger de närmaste åren **ganska långt under centralbankernas mål eller bekvämlighetszoner** för prisstabilitet.

Kärninflationen mot noll

Årlig procentuell förändring



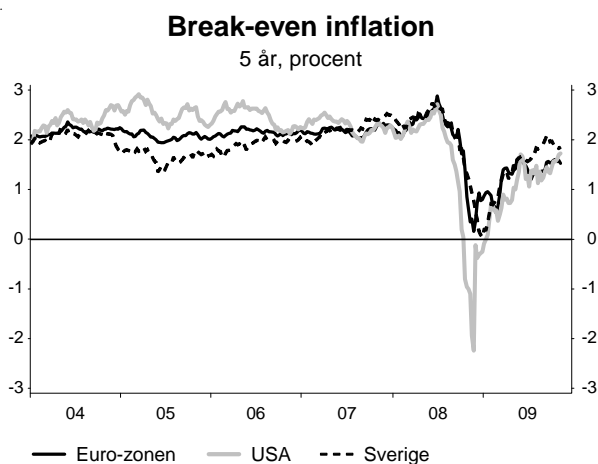
Källa: Eurostat, BLS, SEB

Nedgången i **kärninflationen** har hittills varit ganska måttlig. Den har fallit från drygt 2 procent hösten

2008 till knappt 1,5 procent. Vår grundsyn i inflationsanalysen är att det låga **resursutnyttjandet kommer att fortsätta att pressa ned kärninflationen**. Utvecklingen hittills under hösten har gett stöd för detta, och indikatorer som producentpriser och löneökningar tyder på att utvecklingen fortsätter. Löneökningstakten blir i de flesta OECD-länder den lägsta under efterkrigstiden. Efterhand som produktiviteten återhämtar sig i Västeuropa dämpas också företagets kostnader. Under loppet av nästa år kommer kärninflationen att botten på nivåer nära nollstrecket i de flesta länder.

Divergerande riskscenarier

Inflationsförväntningarna - mätt utifrån prissättningen på realobligationsmarknaden - har normaliserats efter den deflationsoro som fanns under krisens mest intensiva fas. Förväntningarna i ett femårsperspektiv ligger nu runt 1½ procent i USA och Euro-zonen.



Trots detta diskuteras ganska dramatiska risker i inflationsanalysen. Hotbilden att förlamande deflationistiska tendenser ska ta överhanden har visserligen bleknat något i takt med att framtidsstro och tillgångspriser vänt uppåt. Det motsatta riskscenariet, **att sedelpressarna nu pumpar ut likviditet i ekonomierna** på ett sätt som förr eller senare kommer att leda till inflation, finns dock med i bilden. Ett sådant inflationsscenario kan kopplas samman med en snabb råvaruprisuppgång. På marginalen kan också höjda indirekta skatter och införandet av olika former av miljöavgifter pressa inflationen uppåt.

Liksom tidigare är vår bild att den monetära expansionen har utgjort en nödvändig del av rekonstruktionen av banksektorn. Att breda penningmängdsmått nu fortsätter att dämpas kraftigt visar att den **monetära stimulansen inte läcker ut i den reala ekonomin**. I detta avseende följer utvecklingen mönstret från 1990-talets Japan.

Centralbankerna har därtill andra kontrollstationer att hinna upptäcka inflationsfaran. Först när investerings- och konsumtionsviljan kommit tillbaka på ett så varaktigt sätt att resursgapen i ekonomin är nära att slutas

står vi inför ett reellt inflationshot. Vår slutsats är att centralbankerna **både har tid och instrument att dra in överskottslikviditet från banksystemet**.

Råvarupriserna kommer inte att utgöra något större inflationshot de närmaste åren. Visserligen fortsätter priserna upp. Men den måttliga ökningen i global efterfrågan, från djupt nedpressade nivåer, gör att obalanser av den art som rådde för några år sedan fortfarande är relativt avlägsna. OPEC:s förmåga att **styra oljepriset på en nivå runt 70-90 USD/fat** är också stor i denna miljö.

Räntehöjningar påbörjas 2010

Världens ledande centralbanker har att betona krisens allvar och återhämtningens bräcklighet. Att övertyga marknaderna om att nollräntepolitiken och övriga stödåtgärder inte kommer att dras bort i första taget har hittills haft högsta prioritet. Bank of England, ECB och den svenska Riksbanken har också fortsatt att tillföra ny likviditet till banksystemen.

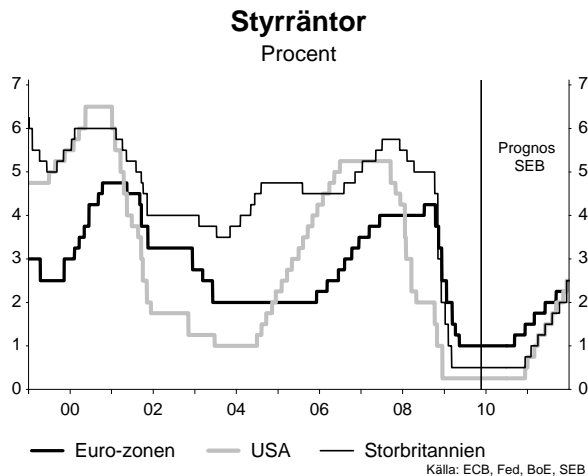
Men behoven av att **utforma exitstrategier** rycker allt närmare. Att hitta en balans som varken äventyrar den ekonomiska återhämtningen eller riskerar att bygga upp nya finansiella bubblor blir ingen lätt uppgift. Depressionen på 1930-talet, den japanska 1990-talspolitiken samt den långa perioden av lågräntepolitik i främst USA efter börs/IT-boomen är tydliga exempel där räntepolitiken kommit fel i tiden. Det blir också alltmer tydligt att räntepolitiken isolerad inte kan garantera både makroekonomisk och finansiell stabilitet. En rad faktorer som finanspolitikens utformning, det finansiella systemets transmissionsmekanism samt reformeringen av den finansiella infrastrukturen samspelar med räntepolitiken på ett avgörande sätt.

Vissa centralbanker i OECD-området som **Australien** och **Norge** har redan höjt styrräntan och flera länder i Asien ligger i startgroparna. Vi räknar med att **den svenska Riksbanken** höjer styrräntan under våren. Därefter räknar vi med att **ECB** påbörjar räntehöjningarna i september och att **Bank of England** och **Fed** följer efter under fjärde kvartalet 2010. Inflations- och tillväxtutsikterna i kombination med fortsatt ned-satt immunförsvar i det finansiella systemet motiverar dock fortsatt låga räntor. Vi räknar därför med att **styrräntorna i de flesta länder höjs till en nivå runt 2½-3 procent under 2011**.

Även i ett ännu längre tidsperspektiv finns det skäl att räkna med ganska låga räntor:

- Det är troligt att uppskattningarna av **potentiell real tillväxt** kommer att justeras ned något. Kreditdriven tillväxtstimulans med bl a uppblåsta förädlingsvärden i finanssektorn var troligen ett skäl till den höga tillväxten före krisen, och den stimulansen försvinner nu.

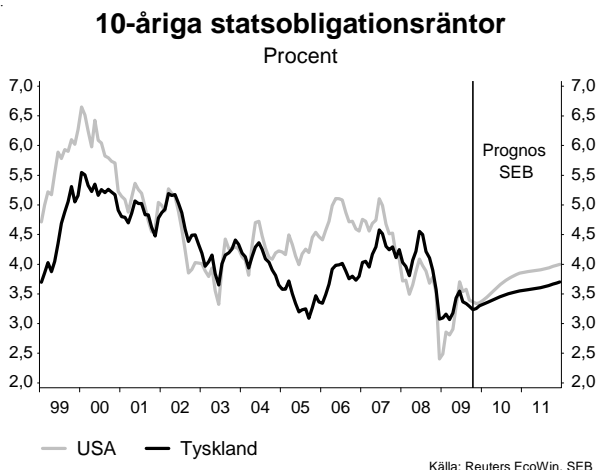
- Centralbankernas ökade fokusering på finansiell stabilitet kan innebära att inflationen i ett medelfristigt perspektiv kan bli lägre än de nu gällande inflationsmålen.



Sammantaget innebär detta att den nominella tillväxten under ganska lång tid kan bli lägre än vad gällande trendskattningar anger. En slutsats av detta är att tidigare bedömningar av neutrala styrräntor troligen ligger i överkant. Att finanspolitiken i ett medelfristigt perspektiv på tre till fem år förmodligen blir ganska åtstramande talar också för att det är rimligt att räkna med styrräntor en bit under tidigare uppskattningar av neutral räntenivå.

Långräntor svagt upp

Obligationsräntorna steg brant i början på 2009, framför allt i USA, i takt med att deflationsriskerna bleknade samtidigt som oron för effekterna av galopperande offentliga budgetunderskott ökade. Sedan juni har obligationsräntorna visat en svagt fallande trend. Stabila konjunkturutsikter och centralbanker som visat stor beslutsamhet att behålla en extremt expansiv penningpolitik har skapat en miljö som varit gynnsam för både aktier och obligationer. Därtill har obligationsmarknaden förmodligen också gynnats av en portföljviktning i spåren av den snabba börsuppgången.



Under det närmaste halvåret bidrar ytterligare förstärkning av konjunkturen till att sätta press uppåt på räntorna. Å andra sidan tror vi att inflationen fortsätter att överraska på nedsidan, samtidigt som centralbankerna lär betona bräckligheten i uppgången ytterligare en tid. Vi räknar därför med en **mycket måttlig uppgång i obligationsräntorna** det närmaste halvåret.

När Fed och ECB börjar signalera att räntehöjningar närmar sig räknar vi med att obligationsräntorna drar sig ytterligare något uppåt. Men bestående stora produktionsgap, i kombination med vår syn att styrräntorna troligen kommer att ligga under traditionella skattningar av neutral nivå även i ett medelfristigt perspektiv, gör att uppgången blir måttlig. Vi räknar med att den amerikanska 10-årsobligationen gradvis stiger till en **nivå på 4 procent** under 2011. Den tyska kommer att ligga **20-30 punkter lägre**.

Ett stort utbud av statspapper ökar risken för högre räntor framöver. Men om trovärdiga medelfristiga konsolideringsprogram presenteras av de större OECD-länderna blir pressen på global nivå ganska begränsad. Däremot är det troligt att små länder med stora underskottsproblem, t ex inom Euro-zonen, kommer att känna av förnyade orostendenser och vidgade spreadar.

Den 10-åriga **svenska obligationsräntan** stiger något snabbare än den tyska i takt med att Riksbanken sluter gapet i styrränta gentemot ECB. Den långa räntespreaden ökar till ca 20 räntepunkter på ett års sikt. Norges Bank ligger långt före ECB i höjningscykeln, vilket bidrar till att räntedifferensen gentemot Tyskland under det närmaste året ligger kvar runt 70-80 punkter på den långa sidan.

Exitstrategin testar börserna

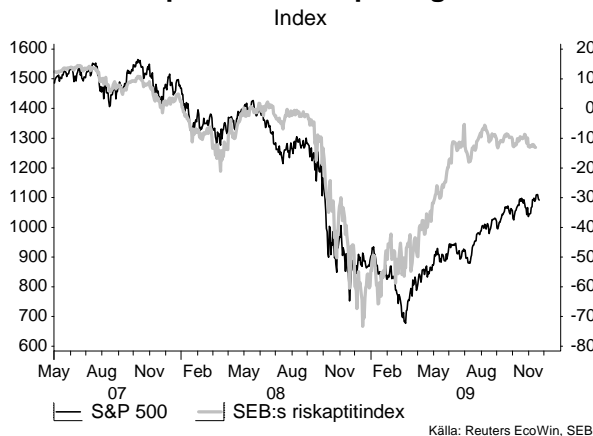
Vårt makroekonomiska scenario med hyfsad tillväxt och låg inflation i kombination med fortsatt eldunderstöd från den ekonomiska politiken talar för ett fortsatt gynnsamt klimat för tillgångspriser. I en sådan miljö ter sig dagens värdering på börserna generellt sett inte speciellt hög. Det innebär att det finns en **potentiell för ytterligare uppgång på aktiemarknaden det närmaste året**.

SEB:s riskapitindex har dock planat ut sedan i juni, vilket återspeglar att den finansiella återhämtningen kommit in i en mognare fas. Volatiliteten på aktiemarknaden har t ex kommit ned till ganska normala nivåer och kreditspreadar har snabbt konvergerat såväl för företagsobligationer som statspapper i emerging markets-området.

Detta är också en avspeglning av att processen mot ökad jakt på avkastning gått relativt långt. Om vi har ytterligare något år med nollräntemiljö framför oss kommer positioneringen i högavkastande placeringar

att förstärkas. Prissättningarna på vissa områden, som t ex många emerging markets-börser och högriskobligationer, kan nå nivåer som kan beskrivas i bubbliknande termer.

Riskaptiten tillbaka på hög nivå



Utformningen och tidpunkten för de ekonomisk-politiska exitstrategierna blir avgörande för hur stora påfrestningarna blir på olika tillgångspriser. I nuläget betonar ekonomisk-politiska beslutsfattare vikten av en gradvis normalisering där man prövar sig fram steg för steg. Mot ett sådant huvudscenariö kan man se en

del risker. Allvarliga bakslag på finansiella marknader kan t ex ha att göra med missbedömningar hos beslutsfattare när det gäller tillståndet i ekonomin. Eventuella misstag som kan göras i arbetet med rekonstruktionen av det finansiella systemets infrastruktur kan också leda till negativa konsekvenser. En tredje risk är kopplade till bristande manöverutrymme för den ekonomiska politiken. Om den finansiella situationen visar sig skörare än väntat behövs ny stimulans i en situation då ammunitionen i hög grad är slut.

Valutor: Kina har nyckelrollen

Valutarörelserna det senaste halvåret har i hög grad drivits av förbättringen på de finansiella marknaderna. Valutor som gynnas av stigande riskaptit har stärkts.

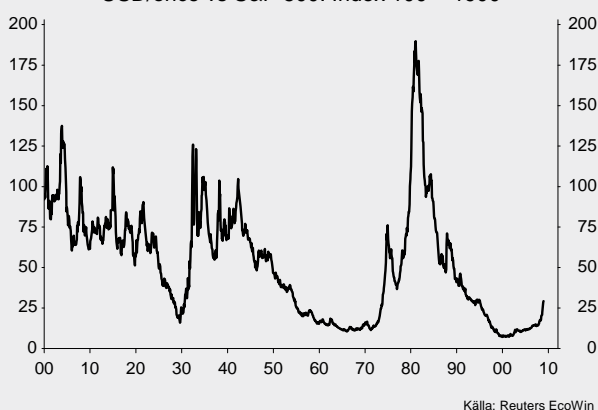
G20-gruppens ökade ambitioner att koordinera den makroekonomiska politiken kommer på olika sätt att påverka valutarörelserna. En långsiktig rebalansering av den globala efterfrågan i riktning mot starkare inhemsk efterfrågan i Asien och en mer exportinriktad amerikansk ekonomi utgör grundtemat. Den enskilt viktigaste frågan gäller Kinas valutapolitik. Vi tror att ett återupptagande av apprecieringen gentemot USD nu ligger nära i tiden (se ruta).

Guldprisets nya roll

Av tradition är guld en försäkring mot ekonomisk kollaps. Guldpriset steg också under finanskrisens mest akuta fas och gick mot strömmen av fallande tillgångspriser. När den ekonomiska situationen började stabiliseras fanns farhågor för att priset skulle rekylas nedåt. Men guldpriset har istället fortsatt uppåt, trots att riskaptiten återvänt i betydande omfattning. Frågan är i vilken mån detta ska tolkas som en fortsatt misstro mot stabiliteten i världsekonomin.

Guldpris och börsutveckling

USD/once vs S&P 500. Index 100 = 1900



Det finns förklaringar till att guldpriset fortsatt upp. Först och främst har den förnyade dollarförsvagningen bidragit till att driva upp priset mätt i USD.

Centralbankernas intresse för att köpa guld har dessutom varit starkare än på länge. De är inte osannolikt att centralbankerna kommer att vara nettoköpare de närmaste åren, efter att ha varit nettosäljare sedan 1980-talet. Inte minst har centralbanker i många snabbväxande ekonomier visat ett ökat intresse för att diversifiera sina dollardominerade reserver med guld. Vidare har inflationsrädda och diversifierings-sökande investerare samt spekulanter fortsatt att visa ett stort intresse för guld. Visst finns det risker för att guldpriset rekylar ned på medellång sikt som en konsekvens av att andra placeringar blir mer attraktiva. Men ett sätt att få perspektiv på dagens guldpris är att ställa det i relation till börsutvecklingen. Den relativa utvecklingen mellan guld- och aktiepriser kännetecknas av mycket stora variationer och långa cykler. Guldpriset pressades ned under 1920-talets spekulationsrya, men också under den långa tillväxtperioden på 1950- och 60-talen. Efter att nått en rekordlåg nivå vid millenniumskiftet har priset relativt sett pressats upp en del det senaste decenniet.

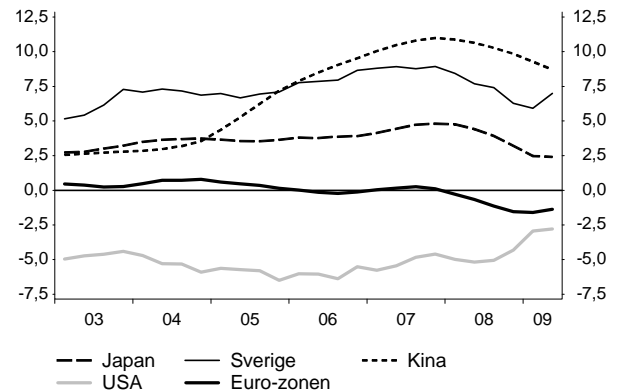
Nivån är dock fortfarande mycket låg i ett historiskt perspektiv (se graf). Om man därtill lägger guldets allt högre status som portföljdiversifiering samt ökad efterfrågan i takt med stigande globalt välstånd är det inte svårt att komma till slutsatsen att guldpriset kan fortsätta uppåt även i en situation med ökad stabilitet i världsekonomin. Dess roll som klassisk **indikator på framtidsrisker kanske därför måste omvärderas.**

En kinesisk appreciering skulle bidra till att **förstärka även andra asiatiska valutor**. Därtill bidrar stark tillväxt i många länder till att räntedifferenser gentemot västvärlden är på väg att öka, vilket driver valutärörelserna ytterligare.

Det närmaste året kommer USD att utvecklas svagt även mot europeiska valutor. Feds aggressiva stimulansåtgärder fortsätter och diskussionerna om en försvagning av dollarns ställning som global reservvaluta går vidare. Vi räknar med att **EUR/USD** nå 1,55 i mitten av nästa år. På längre sikt kan dock USD åter stärkas mot euron. Det amerikanska underskottet i bytesbalansen fortsätter att minska. Samtidigt är det svårt att se euron klättra vidare mot rekordhöjder givet de underliggande svagheter som finns i Europa. På båda sidor om Atlanten kan man se ekonomisk-politiska signaler som antyder motvilja att låta EUR/USD gå alltför långt ifrån underliggande jämviktsnivåer.

De nordiska valutorna stärks ytterligare emot euron framöver. Den **svenska kronan** fortsätter att vara mycket cyklisk. Stark bytesbalans, förbättrade exportutsikter och relativt tidiga höjningar från Riksbank

Bytesbalans
Procent av BNP



Källa: IMF

ken talar för att SEK stärks. Vi räknar med en nivå på 9,70 på ett års sikt. Den fortsatt allvarliga situationen i Baltikum håller emot en ytterligare förstärkning. Argumenten är ännu starkare för en förstärkning av den **norska kronen**. Centralbanken har redan kommit ut på banan med räntehöjningar, finanspolitiken är expansiv och oljepriset ligger på en relativt hög nivå. På ett års sikt står EUR/NOK i 8,00.

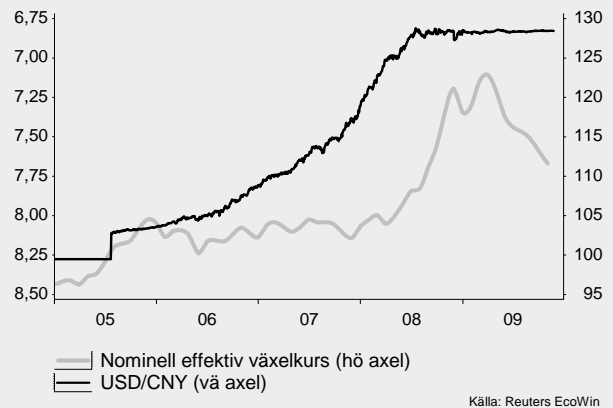
Appreciering av yuanen

De kinesiska myndigheterna har sedan sommaren 2008 låtit yuanen ligga i stort sett orörd mot dollarn. **Men nu är en kursomläggning av politiken på väg.** Vi räknar med att centralbanken åter lossar USD-kopplingen, med början någon gång under första kvartalet 2010. Vi spår en total appreciering mot dollarn med 7 procent under 2010, och en viss ytterligare ökad takt 2011. En ännu större appreciering skulle vara fundamentalt motiverad. De kinesiska myndigheterna lär vara försiktiga att lägga en alltför stor börda på exporten, så länge den internationella konjunkturen fortfarande är bräcklig.

Flera faktorer ligger bakom vår bedömning.

- Yuanen är klart undervärderad. I IMF:s senaste Kina-rapport skärptes tonläget och det senaste halvårets depreciering i effektiva termer har förstärkt avvikelserna från jämviktskursen. Därigenom har omvärldens politiska tryck på Kina ökat.
- De kinesiska stimulanspaketen har stabiliserat ekonomin och lagt grunden för en återhämtning. Därmed har utrymme för att justera växelkursen skapats. Vårt att notera är att centralbanken i sin senaste penningpolitiska rapport ändrade formuleringarna om växelkurspolitiken. Tidigare har man upprepat att "valutastabilitet ska upprätthållas". Nu ska yuanens värde "återspegla globala kapitalflöden samt andra stora länders växelkurser".
- I sin långsiktiga ekonomiska strategi strävar Kina efter en större konsumtionsandel. Att höja värdet på valutan är ett naturligt led i en sådan utveckling.

Kinas växelkurs
USD/CNY resp index



Källa: Reuters EcoWin

En kinesisk appreciering gentemot USD skulle få flera konsekvenser. De flesta asiatiska valutor kommer i hög grad att följa med yuanen upp; framför allt har valutorna i Taiwan och Malaysia historiskt visat mycket stark korrelation med yuanen. Därmed får den internationella processen mot rebalansering av efterfrågan extra kraft. Den senaste tidens kraftiga appreciering av JPY och EUR gentemot USD har blivit extra kännsbar genom att Kina följt med USD ned. En frikoppling av yuanen mildrar konsekvenserna för omvärlden av den svaga USD. På kort sikt kan detta ge en ytterligare knuff utför för USD gentemot JPY och EUR.

Omslag i finanspolitiken

För att mildra effekterna av den kraftiga finansiella och realekonomiska krisen bedriver regeringar och centralbanker runt om i världen en expansiv politik. Kombinationen svag konjunktur och finanspolitiska åtgärder har haft stora konsekvenser för de offentliga finanserna. **Globalt går de offentliga finanserna från nära balans 2007 till ett underskott motsvarande 7 procent av BNP 2009.** Inom EU väntas de flesta länderna ha underskott på över 3 procent av BNP 2010. Samtidigt stiger de offentliga skulderna till nära 80 procent av BNP.

De aktiva åtgärderna under perioden 2008-2010 motsvarar **2,5 procent av BNP globalt** och 3,5 procent av BNP för OECD-länderna. Variationen mellan länder är stor; USA:s stimulanspaket uppgår t ex till ca 5 procent av BNP, medan länder som drabbats särskilt hårt av krisen, t ex Irland, Island och de baltiska staterna har genomfört åtstramningar. **Till detta kommer åtaganden i de stora stödpaketet för den finansiella sektorn.** Dessa omfattar nära 6 procent av BNP för de mer utvecklade av G-20 länderna. Faktiskt utnyttjat stöd är dock klart lägre och den slutliga kostnaden för bl a garantier och kapitaltillskott beror på hur situationen utvecklar sig.

Stimulanspaketet är något större på inkomstdan än utgiftssidan. Bland utgifterna dominerar investeringar i infrastruktur. Stimulanspaketet är generellt störst 2009, men stora satsningar sker också 2010. Eftersom tillväxtpulsen beror på förändringen i stimulansdos mellan åren blir finanspolitiken generellt sett neutral eller svagt åtstramande redan nästa år.

Det finns en risk att en del utgifter som planerats till 2009 förskjuts till 2010, samt att ytterligare stimulanser kan tillkomma. Vår bedömning är att krisrelaterade stimulanser kommer att falla till ca 0,5 procent av BNP 2011. Den finanspolitiska effekten som utgörs av förändringen av insatserna mellan åren blir därmed i stort sett neutral 2010 och åtstramande motsvarande ca 1 procent av BNP 2011.

Underskotten i många länder är delvis strukturella och skattehöjningar och utgiftsminskningar är oundvikliga framöver. Finanspolitiken står därigenom inför en avvägning som liknar penningpolitikens. **Det gäller att hitta en exit-strategi** som stabiliserar ekonomin på kortare sikt, men samtidigt bevarar hållbarheten i och förtroendet för de offentliga finanserna. Framtunga konsolideringsprogram kan snabbt förstärka de offentliga finanserna men riskerar å andra sidan att förvärra den realekonomiska krisen. Förskjuts tonvikten i saneringen långt fram i tiden kan politiken bli mindre trovärdig.

EU:s finansministrar diskuterade på Ekofin-mötet i november att senast 2011 starta tillbakadragandet av finanspolitiska stimulanser. Tillfälliga åtgärder ska fasas ut (vilket politiskt inte är så lätt som det låter), strukturellt sparande förbättras med minst 0,5 procent av BNP per år och fokus ska vara på strukturella reformer som höjer potentiell tillväxt. Samtidigt har G20-länderna utlovat att inte dra tillbaka stimulansåtgärder förrän ekonomierna börjat återhämta sig. G20 har dessutom angett en tidplan där olika länder ska redovisa planer för att stödja en hållbar återhämtning. Planer som sträcker sig över de kommande två till tre

Finanspolitisk stimulans, finansiellt sparande och bruttoskuld

Procent av BNP

	Finanspolitisk stimulans				Finansiellt sparande		Bruttoskuld	
	2008-2010 nettoeffekt på finansiellt sparande		Fördelning mellan åren		2009	2010	2009	2010
	Utgifter	Inkomster	2009	2010				
Danmark	-1,9	-0,7	-0,8	-1,7	-2,0	-5,1	33,7	35,6
Finland	-0,5	-2,7	-1,5	-1,6	-3,0	-4,4	41,3	47,4
Sverige	-1,4	-2,9	-1,5	-2,8	-1,9	-2,5	41,1	41,5
Norge	-3,2	-0,5	-3,0	-0,6	7,9	10,4	54,3	50,6
Frankrike	-1,0	-0,5	-0,7	-0,8	-8,5	-8,0	75,9	83,9
Tyskland	-1,7	-1,9	-1,6	-2,0	-3,5	-5,5	73,1	76,7
Italien	-0,3	0,0	-0,2	-0,1	-5,4	-5,2	114,6	116,7
Japan	-1,5	-0,5	-1,5	-0,5	-8,0	-8,9	189,8	197,6
Sydkorea	-3,3	-6,2	-3,6	-4,7	-1,2	-2,3	32,7	39,3
Storbritannien	0,0	-1,8	-1,6	0,0	-12,1	-12,9	68,6	80,3
USA	-2,1	-2,8	-2,0	-2,3	-11,3	-13,0	82,7	93,9
Kina			-3,1	-2,7	-3,9	-3,9	20,2	22,2
Euro-zonen			-1,3	-1,2	-6,5	-7,0	78,2	83,7
EU			-1,4	-1,1	-6,9	-7,5	73,0	79,3
OECD	-1,5	-2,0	-1,5	-1,5	-8,2	-8,4		
G20			-2,0	-1,7	-7,9	-6,9	75,1	80,2

Källa: IMF, OECD, EU-kommissionen, SEB

åren ska läggas fram i januari 2010. Därefter sker en utvärdering tillsammans med IMF i april varpå gemensamma slutsatser ska presenteras inför G20-mötet i juni 2010.

Storleksordningen på behoven av framtida besparingar illustreras av IMF:s långsiktiga prognoser. Dessa visar att de utvecklade G20-länderna i genomsnitt måste

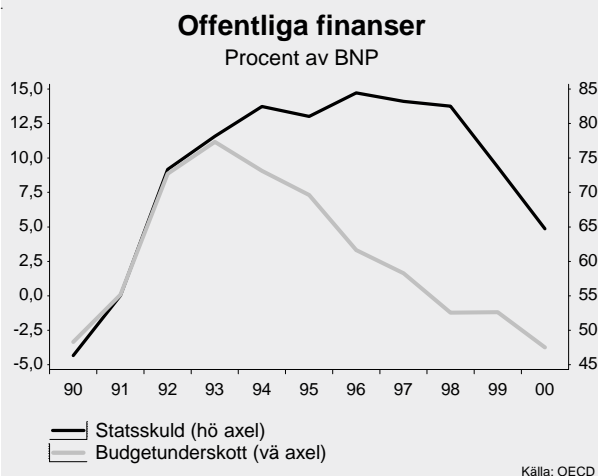
förbättra sina strukturella primärsaldon från -3,5 procent av BNP 2010 till 4,5 procent av BNP 2020 och bibehålla den nivån för att få ner skuldnivån till 60 procent av BNP år 2030.

Exempel på finanspolitiskt saneringsprogram – Sverige på 1990-talet

Det saneringsprogram för de offentliga finanserna som genomfördes i Sverige under senare delen av 1990-talet är ett exempel på hur en akut statsfinansiell kris kan hanteras.

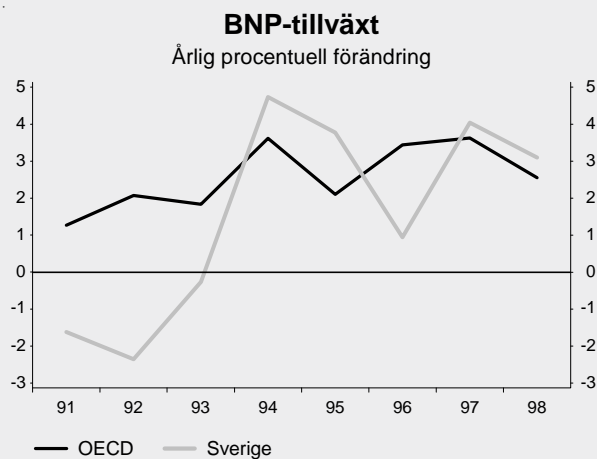
I Sverige förstärktes lågkonjunkturen i början på 1990-talet av strukturella anpassningsproblem efter 1980-talets överhettning och finansiella avregleringar. Skyhöga räntor, som ett led till i försvaret av den fasta växelkursen, ledde till en kraftig anpassning av hushållssparande och investeringar. BNP föll tre år i rad 1991-1993 och sysselsättningen minskade med mer än 10 procent. De offentliga finanserna försämrades kraftigt. Ett statligt bankstöd belastade därtill budgeten med ca 65 miljarder kronor 1991-1993.

Den offentliga sektorns underskott uppgick som mest till 11,2 procent av BNP 1993. Den offentliga skulden steg från 46 procent av BNP 1990 till nära 85 procent av BNP 1996.



Det konsolideringsprogram som sjösattes efter valet 1994 kom efter kompletteringar att uppgå till omkring 7,5 procent av BNP. Programmet var framtungt; 1995 och 1996 var genomslaget ca 3,5 respektive ca 2 procentenheter och 1997 och 1998 var genomslaget ca 1 procentenhet vardera. Utgiftsminskningar och skatthöjningar var av ungefär samma storlek. Utgiftsminskningarna rörde i hög grad transfereringar till hushållen, subventioner och statliga konsumtionsutgifter, medan den offentliga kärnverksamheten i viss mån prioriterades. På inkomstsidan höjdes bl a egenavgifter till sjukförsäkring och pensioner samt skatt på arbete och kapital.

Ett förändrat regelverk för budget-processen var också ett viktigt inslag. Bl a infördes utgiftstak för staten och överskottsmål för offentlig sektor. Samtidigt formaliserades Riksbankens självständighet och inflationsmål, och principbeslut togs om en stor pensionsreform. Båda dessa åtgärder bidrog till att stärka förtroendet för den ekonomiska politiken.



Svensk ekonomi följde återhämtningen i OECD-området under andra halvan av 1990-talet, trots den kraftiga och framtunga åtstramningen. Räntemarginalen gentemot omvärlden föll i takt med att trovärdigheten för politiken ökade, vilket bidrog till att stimulera den inhemska efterfrågan. Därtill innebar den tidigare deprecieringen av kronan att exportsektorn var väl positionerad för att dra nytta av den internationella uppgången. **Redan 1998 hade underskotten i den offentliga sektorns finanser bytts mot överskott.** Däremot återhämtade sig inte arbetsmarknaden fullt ut. **Den strukturella arbetslösheten steg från låga 3 procent 1990 till 7 procent i mitten av 1990-talet.**

Jämfört med den svenska krisen på 1990-talet kompliceras situation i dag av att många länder behöver genomföra åtstramningar samtidigt. Dessa kommer troligen att sammanfalla med att penningpolitiken normaliseras. Länder med stora underskottsproblem som USA och Storbritannien kompenseras dock delvis av svagare valutor.

Hushållen bestämmer takten

- Återhämtningen fortsätter trots hinder i vägen
- Arbetslösheten toppar på 11 procent 2010
- Kärninflationen fortsätter ner
- Fed höjer räntan fjärde kvartalet 2010

Botten är nådd i amerikansk ekonomi. Under det tredje kvartalet växte BNP med 3,5 procent i uppräknad årstakt enligt preliminära siffror (nedrevidering trolig). Finanspolitiken fortsätter att stötta ekonomin men i avtagande takt. Tillsammans med mycket expansiv penningpolitik, uppgången i industrikonjunkturen och betydande lagerbidrag ger detta hygglig tillväxt det närmaste halvåret.

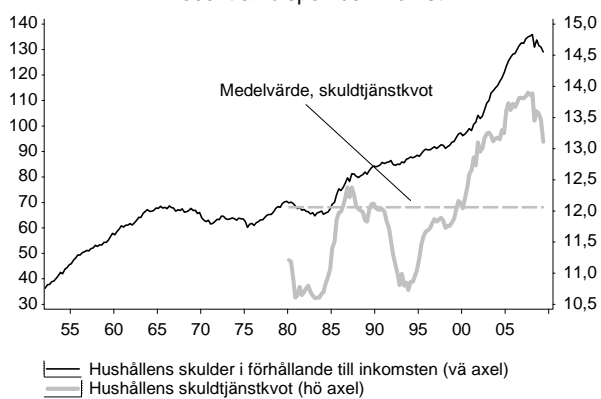
Men i takt med att effekten från lager och finanspolitik klingar av försvagas ekonomin på nytt. En viktig orsak är att hushållens konsumtion, tvärtemot det historiska mönstret, fortsätter att hacka. En seg återhämtning på arbetsmarknaden pressar inkomsterna samtidigt som en lånedriven konsumtionsboom knappast ligger i korten. Arbetet med att bygga en sparandebuffert fortsätter. Ett ökat sparande är ett sundhets-tecken i ett lite längre perspektiv och dessutom en central pusselbit i G20:s strävan mot en mer balanserad världsekonomi. Men så länge anpassningen pågår hålls den amerikanska återhämtningen tillbaka. **BNP växer med 3,0 procent 2010 och 2,2 procent 2011.** Konsensusprognosen avseende 2010 ligger lite lägre, men visar samtidigt på betydande osäkerhet. Pessimisterna ligger så lågt som 1,4 procent, optimisterna på över 4 procent.

Konsumtionen hackar

Hushållen har ökat sparandet från tidigare rekordlåga nivåer samt dragit ner skuldsättningen. Men frågan är hur långt hushållen kommit i dessa centrala processer?

Hushållens skuldavveckling fortsätter

Procent av disponibelinkomst



Vår konsumtionsprognos, som är åt det mer pessimistiska hållet, bygger på att hushållen fortsätter att öka sin sparkvot och minska skuldsättningen. Skuldsätt-

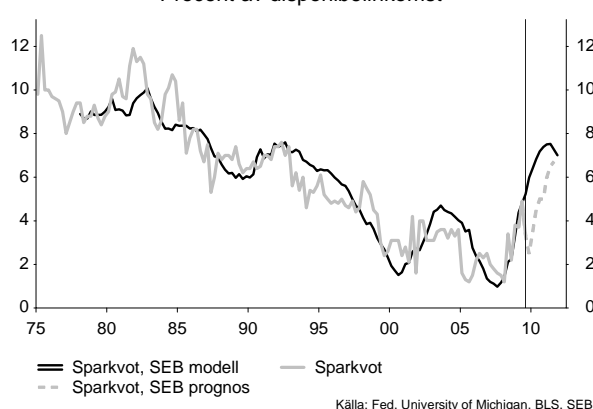
ningen som andel av disponibelinkomsten har fallit tillbaka från toppnivåerna och uppgick till 129 procent vid halvårsskiftet. Men sannolikt ligger en betydande del av anpassningen framför oss. En indikation att så är fallet är att kostnaden för att underhålla skulden (skuldjämskvot) fortfarande ligger en bra bit över det historiska snittet. Vi räknar med att ungefär hälften av anpassningen ligger framför oss. Samtidigt som skuldavvecklingen alltså fortsätter i privat sektor sker dock en kraftig ökning av den offentliga sektorns skuldsättning, vilket mildrar effekten på BNP.

Sparkvoten föll tillbaka till 3,3 procent det tredje kvartalet, från 4,9 procent kvartalet innan. Ett så stort fall från ett kvartal till ett annat hör till ovanligheterna. Mycket talar för att nedgången var tillfällig och att trenden mot ökat sparande fortfarande är intakt. Prognosen är att sparkvoten uppgår till 4,5 procent 2010 respektive 6 procent 2011.

Den starka korrelationen mellan förmögenhet och sparande motiverar en sparkvot på mellan 6 och 9,5 procent. Vår sparandemodell, som förutom förmögenhetseffekter inkluderar arbetslöshetsprognosen och konsumentförtroendet tyder också på att sparkvoten fortsätter upp de närmaste åren. Enligt modellen når sparkvoten 7,5 procent nästa år, en uppgång på mer än 4 procentenheter från dagens nivåer. En sådan ökning av sparandet är en betydande nedåtrisk i såväl konsumtions- som BNP-prognosen, eftersom konsumtionens andel av BNP överstiger 70 procent.

Sparkvoten fortsätter upp

Procent av disponibelinkomst



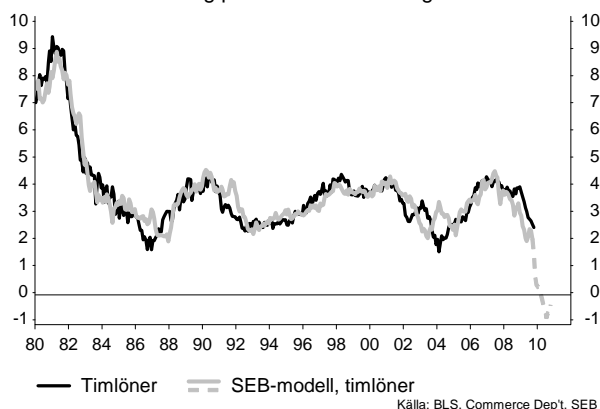
Den svaga arbetsmarknaden har samtidigt lett till en betydande inkomstpess – reala disponibla inkomster föll med 3,4 procent uppräknat till årstakt under det tredje kvartalet. Trots detta ökade konsumtionen med 3,4 procent under samma tidsperiod, mycket tack vare den tillfälliga skrotbilspremien ("Cash-for-Clunkers"). En utveckling med fallande inkomster och stigande konsumtion är naturligtvis inte hållbar på sikt, och prognosen är att konsumtionen utvecklas svagt de närmaste kvartalen.

Trots börsuppgången har hushållens förtroendeindikatorer börjat falla tillbaka igen. Kombinationen stigande

arbetslöshet och vikande inkomster dämpar humöret, och såväl Conference Board som Michigans index ligger långt under de nivåer vi brukar se i det här skedet av konjunkturcykeln. Detta tyder knappast på att ett konsumtionsuppsving är nära förestående. Genomsnittliga timlöner, som redan nu ökar i den långsammaste takten på fem år, fortsätter dämpas.

Genomsnittliga timlöner på väg ner

Årlig procentuell förändring



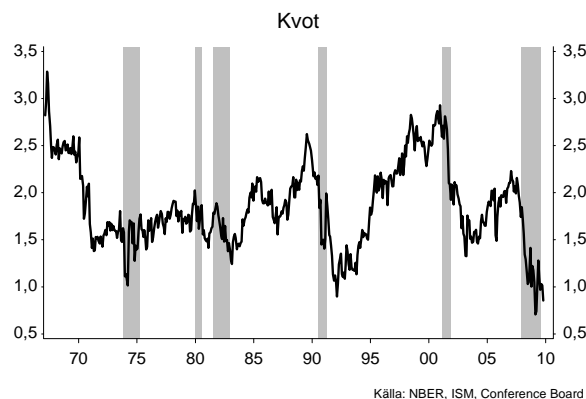
Den låga inflationen håller dock upp köpkraften hyggligt och motverkar regelrätta konsumtionsfall. Huspriserna verkar dessutom vara på väg upp; efter fallet på 32 procent sedan toppen har **huspriserna stigit fyra månader i rad enligt Case-Shiller's index**. Det statliga stödet till förstagångsköpare som löper ut i november men som kommer tillbaka i ny tappning 2010, är en förklaring till uppgången. Enligt flera forskningsstudier kan förmögenhetseffekten av stigande/fallande huspriser vara 2-3 gånger större än effekten av stigande/fallande finansiella värden. Om uppgången håller i sig kan alltså konsumtionen växa lite starkare än vad vi nu räknar med. Vår prognos är att **hushållens konsumtion växer med 1,3 procent både 2010 och 2011**.

Industrirekylen fortsätter

Svagheten i hushållssektorn vägs delvis upp av ett uppsving i industrikonjunkturen som bekräftas av såväl enkäter som hårddata. Industriproduktionen har ökat fyra månader i rad och ISM steg till 55,7 i oktober – den högsta nivån sedan våren 2006. I och med att lageruppbyggnaden fortfarande står för dörren kommer rimligen ISM att stiga ytterligare och nivåer över 60 kan inte uteslutas. Att order/lagerkvoten har fallit tillbaka talar dock i motsatt riktning. Vår prognos är dock att industriproduktionen fortsätter upp; uppräknat till årstakt stiger produktionen omkring 5 procent det närmaste halvåret – dubbelt så snabbt som under högkonjunkturåren 2004-2007. Att företagen ser allt ljusare på framtiden samtidigt som hushållen deppar kan illustreras av nedanstående diagram. Kvoten ligger nära rekordlåga nivåer. Det historiska mönstret är att när återhämtningen väl fått fäste så ökar kvoten igen.

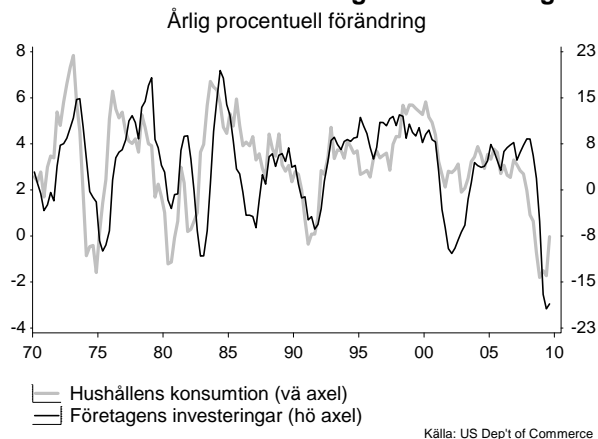
Lageravvecklingen fortsätter, men eftersom lagren nu avvecklas i långsammare takt blev BNP-bidraget positivt under det tredje kvartalet. Vi räknar med att lagren ger positiva bidrag till tillväxten under de närmaste kvartalen.

Conference Boards förtroendeindikator i relation till ISM



Huruvida produktionsrekylen leder till en investeringsuppgång är fortfarande osäkert. Kapacitetsutnyttjandet har börjat stiga men är fortfarande mycket lågt sett i ett historiskt perspektiv. Korrelationen mellan kapacitetsutnyttjande och företagens investeringar tyder på ytterligare investeringsfall nästa år. Ett annat historiskt samband är att konsumtionen leder företagens investeringar, och – allt annat lika – tyder därför vår konsumtionsprognos på att investeringarna faller ytterligare något nästa år.

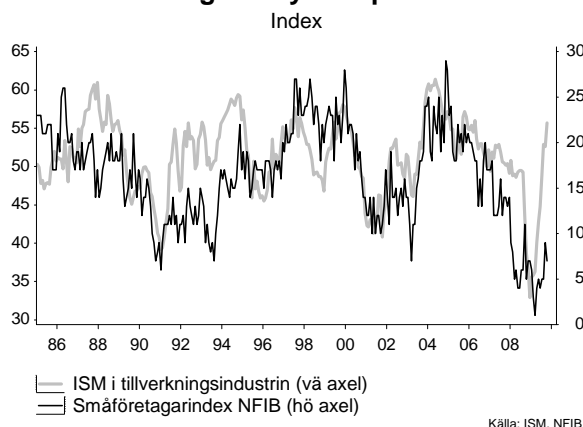
Konsumtionen leder företagens investeringar



Å andra sidan pekar såväl våra indikatormodeller som orderingången på att en stabilisering är på gång. Dessutom är investeringsnivån nedpressad, vilket talar för en stor uppgångspotential när väl kapacitetsutnyttjandet börjar normaliseras. De stora företagen har i princip obegränsad tillgång till billig finansiering. Läget är betydligt tuffare för de mindre företagen, vilket skillnaden mellan ISM och småföretagsindexet NFIB illustrerar. Detta är lite oroande eftersom småföretagen står för drygt 50 procent av nyanställningarna i USA. Prognosen är att **företagens investeringar planar ut nästa år och växer med 8 procent 2011**.

I takt med att riskapitlen ökat har dollarn fallit tillbaka till 2008 års nivåer i handelsviktade termer. Den **svaga dollarn** ger exporten draghjälp samtidigt som importen fortsätter hacka. Nettoexporten, som gett ett stort bidrag till tillväxten i år, blir en positiv faktor också framöver. **Bytesbalansunderskottet** som toppade på 6 procent 2006, **förbättras till 2,8 procent 2010 och 2,5 procent 2011.**

Små företag ser dystert på framtiden



Arbetslösheten toppar på 11 procent

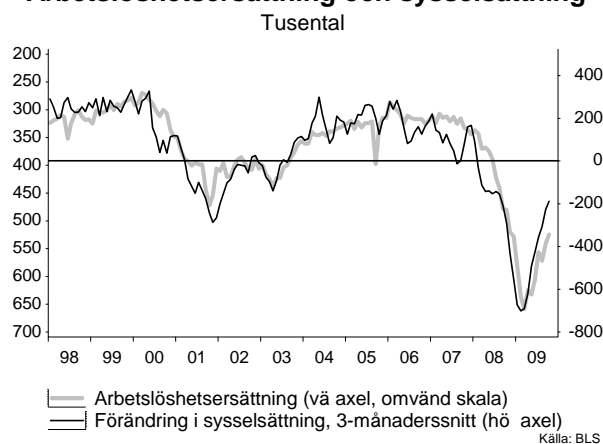
Inklusive de revideringar som statistikmyndigheten flaggat för har sysselsättningen fallit med drygt 8 miljoner sedan december 2007, och sysselsättningen är tillbaka på 1999 års nivåer. Mycket tyder dock på att det senaste stimulanspaketet gjort mycket för att mildra fallet. Enligt vissa beräkningar skulle sysselsättningen ha fallit med ytterligare 200 000-250 000 i månaden utan stimulanspaketet. Å andra sidan hävdade administrationen i våras att stimulanserna skulle hålla nere arbetslöshetstoppen till 8,5 procent.

Vår prognos innebär att arbetslösheten – i likhet med de två senaste konjunkturuppgångarna efter recessionerna 1991 respektive 2001 – fortsätter upp trots att återhämtningen inletts. Många företag har permitterat anställda, infört kortare arbetsveckor och lönesänkningar. **Medelarbetstiden har fallit till nivåer som motsvarar ytterligare 3 miljoner heltidsjobb** utöver det faktiska sysselsättningsfallet på över 8 miljoner. När nu återhämtningen får fäste kommer rimligen de som redan har jobb att gå upp i tid först eftersom det är såväl enklast som billigast för företagen. Därmed riskerar vi att få en ny period av ”jobless recovery”.

Antalet nyanmälda arbetslösa – som speglar uppsägningar i företagen – har fallit tillbaka, men förbättringen går långsammare än vi tidigare räknat med. Historiska samband tyder på att ansökningarna måste ner till omkring 400 000 innan sysselsättningen stabiliseras. Prognosen är att det inträffar i början av nästa år. För att arbetslösheten ska börja falla tillbaka krävs sysselsättningsuppgångar på minst 100 000 i månaden. Först mot slutet av 2010 tar sysselsättningen fart på allvar.

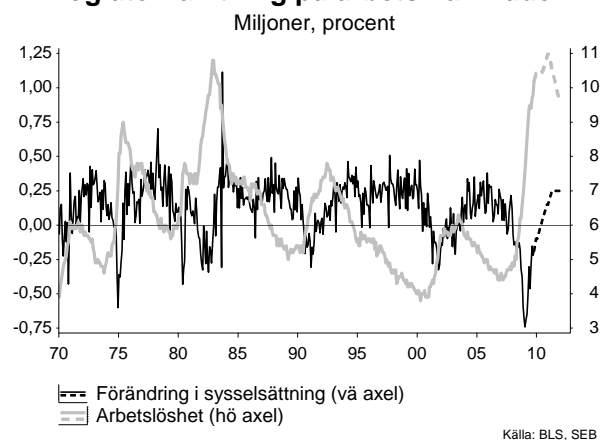
Sysselsättningen börjar alltså öka igen nästa år, men eftersom arbetsutbudet ökar i snabbare takt fortsätter arbetslösheten upp. **Arbetslösheten når 11 procent 2010** vilket är den högsta nivån under efterkrigstiden. **Först 2011 faller arbetslösheten tillbaka.** Att arbetslösheten inte fortsätter ännu högre kan motiveras av att företagen – tvärtemot i Euro-zonen – varit ovanligt snabba att säga upp anställda; arbetslöshetsuppgången har varit större än vad historiska erfarenheter illustrerade i bl a det så kallade Okun-sambandet anger. Givet vår BNP-prognos tyder likväl våra Okun-skattningar på att arbetslösheten fortsätter upp en bit till.

Arbetslöshetsersättning och sysselsättning



Samtidigt är det kongressval 2010 vilket ytterligare motiverar regeringen att förhindra att arbetslösheten – det mest känsloladdade måttet – når nya rekordnivåer. Olika lagförslag för att hålla nere arbetslösheten diskuteras. Till de åtgärder som kan komma ifråga hör offentliga jobbprogram, arbetstidsdelning och skattelettningar för företag som nyanställer.

Trög återhämtning på arbetsmarknaden



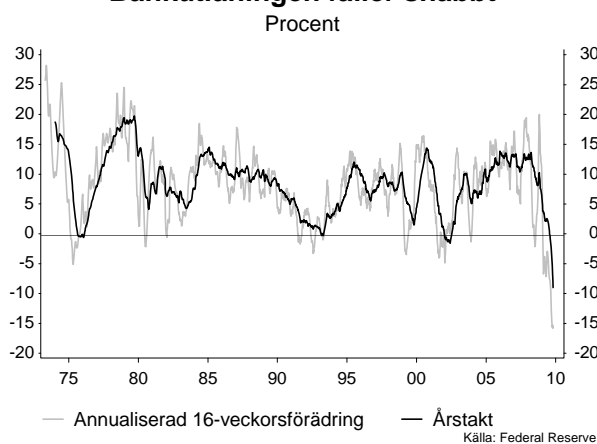
Stark produktivitet och låg inflation

Produktiviteten ökade med imponerande 9,5 procent i uppräknad årstakt under tredje kvartalet, samtidigt som arbetade timmar föll med 5 procent. Att produktiviteten växer starkt i återhämtningens inledande skede följer det historiska mönstret. Men att arbetade timmar

faller så snabbt samtidigt som BNP växer är mycket ovanligt.

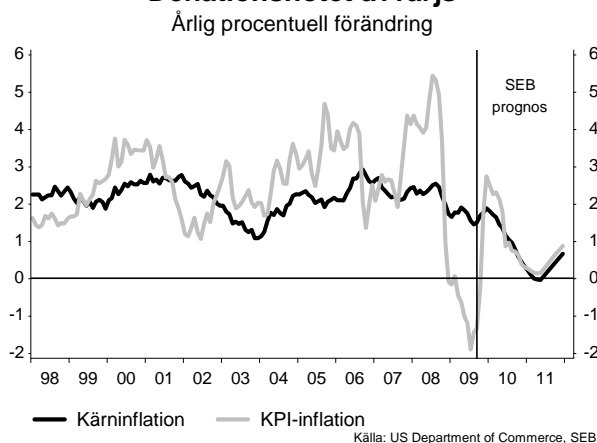
Inflationen släpar vanligen efter återhämtningen i realekonomin, och så blir fallet även den här gången. Hög arbetslöshet fortsätter pressa lönerna; det går sex arbetsökande per vakans för närvarande. Enhetsarbetskostnaderna faller och andelen företag som planerar prishöjningar ligger kvar på låga nivåer. **Kärninflationen mätt med PCE-deflatoren låg på 1,3 procent i september** och understiger redan nivåerna efter förra recessionen då Fed var mycket oroad för deflation i ekonomin. Penningutbudet har förvisso ökat, men pengarna stannar fortfarande på bankernas balansräkningar och leder därmed inte till inflation i ekonomin. Bankutlåningen faller i den snabbaste takten på åtminstone 30 år.

Bankutlåningen faller snabbt



Att det breda KPI-måttet vänder upp beror på att baseeffekterna av tidigare energiprisfall faller ur. **Åren 2010 och 2011 blir inflationen 1,3 respektive 0,6 procent.** Kärninflationen fortsätter ner, men centralbanken lyckas motverka en regelrätt deflationsspiral i ekonomin.

Deflationshotet avvärs



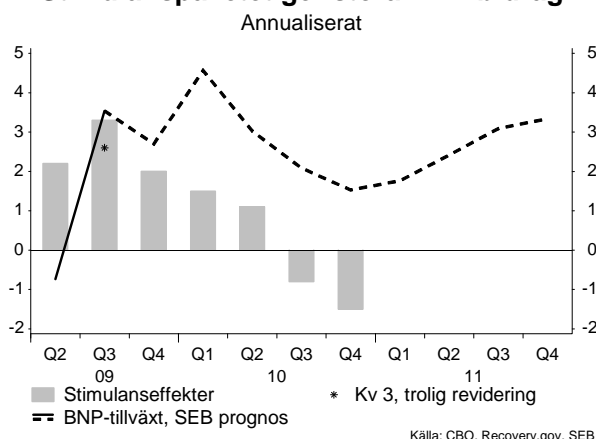
Stora stimulans effekter klingar av

Administrationens stimulanspaket bidrar i hög grad till att ekonomin växer igen. Så gott som all tillväxt under

det andra halvåret 2009 kan tillskrivas stimulanserna enligt våra beräkningar. Men dessa kommer så småningom att klinga av, och mot slutet av 2010 blir effekten på BNP-tillväxten tydligt negativ. Med gällande lagstiftning kommer 2001 och 2003 års skattesänkningar att falla ur nästa år. Kombinationen av utgiftsminskningar och skatthöjningar ger en åtstramning motsvarande 2,5 procent av BNP 2011 och 1,3 procent 2012 enligt CBO:s beräkningar. Utan nya lagändringar blir därmed finanspolitiken kraftigt åtstramande mot slutet av prognosperioden.

Flera faktorer talar dock för att den finanspolitiska åtstramningen inte blir fullt så stor. Arbetslöshetsersättningen brukar regelmässigt förlängas till dess arbetslösheten viker ner, och ersättningen har redan förlängts i flera omgångar. Dessutom ligger ytterligare delstatsstöd i korten, eftersom nuvarande stora underskott i kombination med lagstadgade krav på budgetbalans skapar drastiska behov av nedskärningar. Dessutom ser kongressen ut att förlänga delar av Bush-administrationens skattesänkningar. Givet opinionsläget kommer dock åtgärderna knappast att presenteras som ytterligare ett stimulanspaket. Sammantaget räknar vi med att finanspolitiken bidrar med knappt 1 procentenhet till BNP-tillväxten 2010 respektive -1,3 procentenheter 2011.

Stimulanspaketet ger stora BNP-bidrag

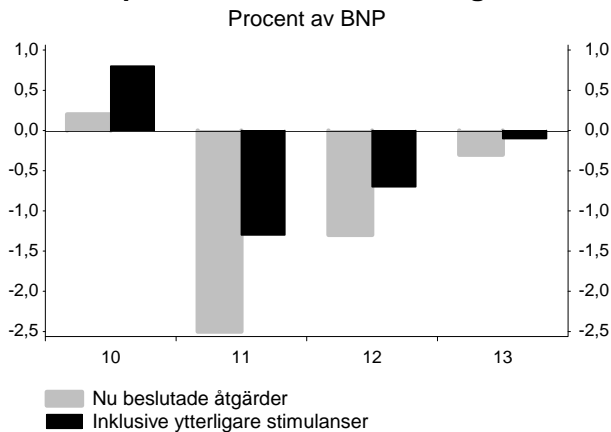


Den ekonomiska krisen i kombination med finanspolitiska stimulanser har lett till en drastisk ökning av budgetunderskott och statsskuld. Den offentliga skulden som andel av BNP ligger redan på den högsta nivån sedan 1950-talet, och kommer dessutom att stiga ytterligare. Beräknat från nivåerna innan krisen stiger skulden med drygt 40 procentenheter t o m 2011 enligt våra beräkningar.

Att den offentliga skulden ökat kraftigt bör leda till högre långräntor på sikt. Forskningsrön från bland andra IMF tyder på att för varje procentenhet som skulden ökar, så ökar räntorna med mellan 2 och 6 punkter. Enligt vår egen modell (där långa reala obligationsräntor förklaras av real BNP-tillväxt och skuld-kvoten) är effekten på räntorna 3 punkter. Försäm-

ringen av de offentliga finanserna kan alltså leda till att långräntorna stiger betydligt mer än vad kortränteni-
våerna motiverar. Givet skulduppgången talar detta
alltså för omkring 120 punkters högre långränta. Hur
stor ränteuppgången de facto blir beror bl a på hur
 trovärdig finans- och penningpolitiken är. Uppgången i
obligationsräntor brukar dock dröja till dess arbetslös-
heten toppat och Fed påbörjat räntehöjningscykeln.

Finanspolitiken åtstramande längre fram



Fed avvaktar med räntehöjningar

Två läger börjar utkristallisera sig inom Feds ränte-
kommitté. Vissa ledamöter, däribland Fed-chefen Ben
Bernanke, fäster stor vikt vid produktionsgapet och
mängden lediga resurser i ekonomin. Andra ledamöter
pekar på svårigheterna att beräkna produktionsgap i
realtid, och ifrågsätter också effekten på inflationen.
I stället sätts inflationsförväntningarna främst, och
man oroar sig över ett uppsving i förväntningsbilden
om inte Fed börjar strama åt snart.

Vår prognos är att Fed höjer räntan först under fjärde
kvartalet 2010, vilket är betydligt senare än den nuva-
rande marknadsprissättningen implicerar. Feds beslut
beror till syvende och sist på hur ekonomin utvecklas.
Givet vår prognos om gradvis lite svagare tillväxt
under 2010 och fallande kärninflation verkar tidiga
räntehöjningar osannolika. Feds prognos är förvisso
lite starkare, speciellt avseende arbetsmarknaden. Men
inte heller om den prognosen slår in är räntehöjningar
självklara under 2010, om nu inte högre råvaru- och
importpriser slår igenom i lönebildning och kärninfla-
tion. Feds språk kan dock mycket väl bli lite mer
hökaktigt framöver.

Feds exitstrategi kan vara förenlig med oförändrade
räntenivåer, åtminstone i ett inledande skede. Om Fed
väljer att minska likviditeten i marknaden genom så
kallade "omvända repor" – samma metod som Bank
of Japan tidigare använt – minskar överskottsreser-
verna i systemet och den monetära basen utan att
styrrentan behöver höjas.

Ett annat tillvägagångssätt är att höja räntan på de
reserver som bankerna håller. Detta alternativ skulle
inte minska vare sig den monetära basen eller Fed
balansräkning, men ändå dämpa eventuella inflations-
impulser från de kvantitativa lättnaderna. Detta alter-
nativ kräver dock att Fed också höjer sin viktigaste
styrrenta.

Tillväxtprognoserna talar för att ECB höjer före Fed

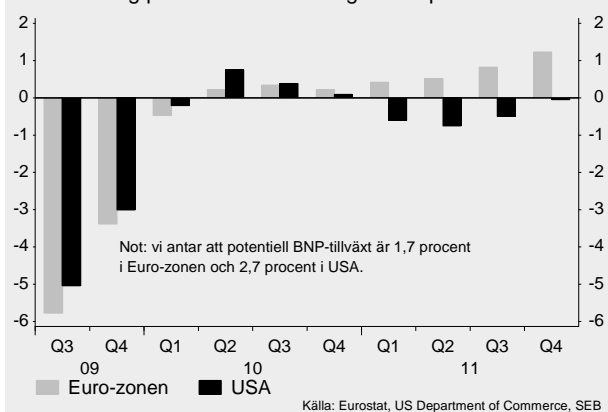
Under de närmaste kvartalen följer återhämtningen
det klassiska mönstret och USA växer snabbare än
Euro-zonen enligt våra prognoser. Den faktiska BNP-
tillväxten mätt som årsgenomsnitt blir också högre i
USA än i Euro-zonen såväl 2010 som 2011.

Men sett i förhållande till den underliggande trendtill-
växten klarar sig Euro-zonen något bättre än USA de
närmaste åren. Detta beror på flera faktorer. En orsak
är att finanspolitiken är lite mer åtstramande i USA
under senare delen av 2010 och 2011. Bostadsmark-
naden brukar regelmässigt vara ett viktigt draglok i
amerikanska konjunkturuppgångar, men utbudssitu-
ationen såväl som den senaste statistiken indikerar
knappast att en sådan utveckling står för dörren den
här gången. Dessutom är sparandeobalanserna
större i USA. Sett över vår prognosperiod kommer det
amerikanska sparatet att fortsätta upp och skuld-
sättningen ner. Privat konsumtion hålls tillbaka.

Sammantaget innebär vår prognos att BNP-tillväxten i
Euro-zonen något överstiger den potentiella under

BNP-tillväxt i USA och Euro-zonen

Årlig procentuell förändring minus potentiell



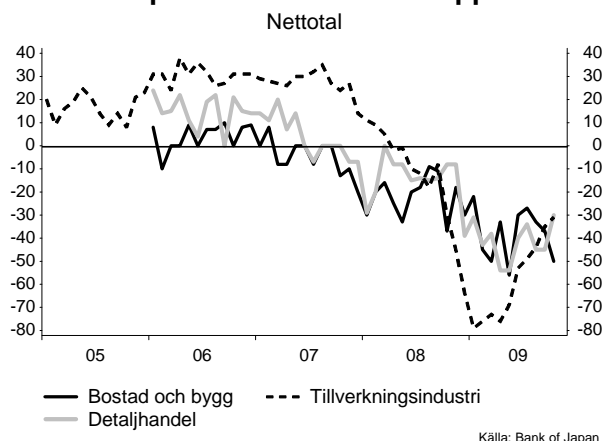
2010 och 2011. I USA ligger BNP-tillväxten däremot
något under potentiella. Detta talar för att ECB har
motiv att påbörja en normalisering av penningpoliti-
ken något före Fed.

Positiva signaler

- Ny regering går sakta fram
- Arbetslösheten toppar under 2010
- Inget tillväxtmirakel
- Skenande statsskuld oroar

Vårens rekordstora stimulanspaket på ca 15 000 miljarder yen (3 procent av BNP) har bidragit till att den japanska ekonomin nu visar tecken på återhämtning. Bank of Japans viktiga Tankan-rapport har svängt uppåt och signalerar **mindre pessimism i tillverkningsindustrin och detaljhandeln**. Däremot ser det fortsatt mörkt ut för bostads- och byggsektorn. Även konsumentförtroendet är på väg upp från bottennoteringen i början på året. År 2009 är dock sedan länge ett förlorat år (BNP krymper med 5 procent), men vändningen kom lite snabbare än väntat och ger hopp om bättre 2010 och 2011. Vi justerar därför upp BNP-prognosen till 1,8 procent 2010 och 2,1 procent 2011.

Mindre pessimism i Tankan-rapporten



Att LDP (Liberal Democratic Party), efter långt regeringsinnehav, fick lämna över makten till DPJ-regeringen (Democratic Party of Japan) under ledning av Yukio Hatoyama innebär dock knappast någon förbättring av de långsiktiga tillväxtutsikterna. Ingen större reformering av ekonomin ligger i korten, och bristen på framtidstro innebär att hushållen fortsätter vara försiktiga och att beroendet av exportindustrin förblir stort.

Krisens förlopp har visat på riskerna med det stora exportberoendet. BNP-nedgången i Japan har varit betydligt djupare än i t ex USA och Storbritannien. Kombinationen av vikande världsmarknad och starka yen har varit förödande för exporten som har fallit med närmare 40 procent de senaste månaderna (nominellt på årsbasis) med fallande bytesbalansöverskott som följd. En stabilisering av den globala konjunkturen talar dock för bättre exportsiffror redan fjärde kvartalet. Exporttillväxten slår om från -25 procent i år till 8

procent 2010. Industriproduktionen, i sin tur, minskar med ca 20 procent i år, återhämtar sig sedan med 10 procent 2010.

Kina är Japans största exportmarknad: ca 20 procent av den japanska exporten går dit, jämfört med drygt 15 procent till USA och 10 procent till Euro-zonen. Att exporten till Kina domineras av bygg- och konstruktionsvaror innebär i nuläget en nedåtrisk eftersom efterfrågan lär falla tillbaka i takt med att de gigantiska offentliga investeringarna i infrastruktur fasas ut. Om detta inte kan kompenseras med stigande export av högteknologiska varor till Euro-zonen och USA riskerar exporten, och därmed BNP, att utvecklas påtagligt svagare.

Trots det stora fallet i BNP har arbetslösheten ökat i mindre grad än i Västvärlden. Den bottnade på 3,8 procent i oktober i fjol och ligger nu på 5,3 procent efter en oväntad nedgång i september. Arbetslösheten klättrar lite högre fjärde kvartalet, men faller sedan tillbaka under loppet av nästa år. Sysselsättningen fortsätter dock ned ett tag till, men i långsammare takt.

Den starka yenen och det låga resursutnyttjandet talar för ett **fortsatt mycket lågt inflationstryck**. KPI-inflationen låg på -2,2 procent i september på årsbasis och exklusive volatila energi- och matpriser hamnade den på -1 procent. Vi räknar med att KPI-inflationen uppgår till -1,2 procent 2010 och 0,4 procent 2011.

Finanspolitiken spelar en nyckelroll för konjunkturåterhämtningen; stimulanserna uppgår sammanlagt till över 6 procent av BNP och inkluderar bl a sysselsättningsåtgärder, stöd till små och medelstora företag, energi- och miljöåtgärder, vård- och omsorgsåtgärder samt jordbruksstöd. Nya regeringen vill dock skära ned eller dirigera om vissa satsningar i vårens extrabudget eftersom de uppfattas som dåligt genomtänkta och slösaktiga. Den expansiva finanspolitiken innebär trots det att budgetunderskottet stiger snabbt **från knappt 4 procent av BNP i fjol till ca 9 procent i år och nästa år**. Statsskulden skenar från ca 170 procent av BNP i fjol till 190 procent i år och ca 200 procent 2010. Den höga skuldnivån är förstås problematisk i ett längre perspektiv och kommer så småningom ställa krav på finanspolitisk konsolidering.

Bank of Japan har ingen brådska med att höja styrräntan, och vi räknar fortfarande med att en första försiktig höjning kommer först i början på 2011.

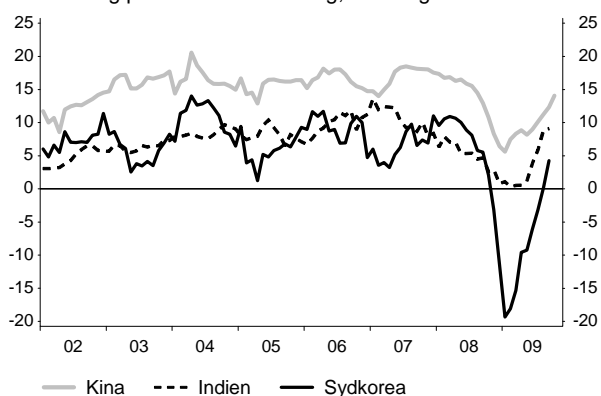
Uppsvinget fortsätter

- **Bubbelrisker – penningpolitiken stramas åt**
- **Starkt investeringstryck i Kina modereras**
- **Indisk inflation och underskott måste tåmjäs**

Asiens tillväxtekonomier går i täten för en global uppgång. I höst har styrkan i återhämtningen accentuerats, även om positiva baseffekter förskönar bilden i vissa länder. I Kina dämpades faktiskt tillväxten mellan andra och tredje kvartalet mätt i säsongsrensade termer. Sydkoreas kvartalsmässiga BNP-ökning på 2,9 procent var landets starkaste på sju år och BNP ligger nu åter över tidigare toppnivå för ett år sedan. Goda fundamenta har bidragit till en starkare **in-hemsk dynamik** i Asien än på andra håll. Därtill har de i hög grad exportberoende länderna gynnats av något bättre global efterfrågan samt draghjälp av Kinas stimulansprogram. Återvändande kapitalströmmar har också stöttat tillväxten.

Industriproduktion i enskilda länder

Årlig procentuell förändring, 3-mån genomsnitt



Tillväxtutsikterna är fortsatt gynnsamma 2010-2011 då världsekonomin återfår mer normal fart. **Men vi räknar inte med någon ny explosiv utveckling** som tidigare under 2000-talet. Uppgången bromsas av **avklingande finanspolitiska stimulans effekter** samt av **stramare monetära förhållanden**. Styrrentehöjningar påbörjas runt årsskiftet och en serie höjningar följer nästa år. Många valutor i regionen väntas appreciera även i effektiva termer.

Flera centralbanker, däribland Indiens, behöver stävja ett ökat inflationstryck – och vi tror att man lyckas med detta då räntehöjningarna sätts in relativt tidigt. Höjda räntor bidrar också till att dämpa **överhettningstendenser på aktie- och fastighetsmarknader**. Myndigheterna i Hong Kong, Singapore, Korea och Taiwan har därtill redan satt in andra avkylande åtgärder mot årets snabba prisstegring på fastigheter. Risker för tillgångsinflation framstår som ett betydligt allvarligare problem än riskerna för högre konsument-

prisinflation. Det gäller inte minst Kina som avviker med deflation i konsumentledet.

Kinesisk stimulans kvarstår

Kinas tillväxt uppgick till 7,7 procent under årets nio första månader (8,9 procent tredje kvartalet). Investeringar bidrog med över 7 procentenheter och hushållens konsumtion med 4, medan nettoexporten föll. Samtidigt är det uppenbart att årets ekonomiska återhämtning i hög grad drivits av en massiv bankutlåning och det väldiga stimulanspaket som sjuades i slutet av 2008 och som även löper under 2010. Detta har tonvikt på infrastruktur men inkluderar bl a också stöd till export och bilförsäljning.

Investeringstrycket dämpas över tiden då effekten av stimulansåtgärderna klingar av. Ett flertal tunga industribranscher, som aluminium och stål, brottas också med överkapacitet och regeringen har nyligen satt in en plan för att få bukt med detta. Exporten återhämtar sig gradvis; nedgången i årstakten har avtagit sedan i våras. Konsumtionen växer hyggligt men lyfter inte riktigt på en fortsatt svag arbetsmarknad och bara svagt stigande framtidstro. Vår bedömning är att den expansiva finanspolitiska inriktningen i stor utsträckning består, men att höjda räntor samt en förnyad yuan-appreciering med start första kvartalet 2010 (se även Internationell översikt) bidrar till att kyla av ekonomin. Vi höjer tidigare **BNP-prognos för Kina** på 8 procent per år 2009-2011 till **8,5 procent i år och 9,0 procent för de kommande två åren**.

Indiens ekonomi har tillfrisknat något snabbare än beräknat, trots en pågående kreditåtstramning. Tillväxten har delvis fått stöd av expansiv ekonomisk politik, inkluderande rejäla styrräntelättnader samt finanspolitiska satsningar på främst jordbruk och infrastruktur. Tydligast syns återhämtningen i industrin. Den viktiga IT-sektorn har också åter börjat expandera på personalsidan. Konjunkturuppgången fortsätter med hjälp av ökad global efterfrågan och fortsatta kapitalinflöden som underlättar finansiering av investeringar. Men uppgången mattas på ett-två års sikt via genomslag från räntehöjningar samt en nödvändig omläggning mot kontraktiv finanspolitik. Budgetunderskott stiger till uppemot 10 procent av BNP nästa år, vilket blir en utmaning för regeringen. Ratinginstitut har satt Indien på observation. Om kreditbetyget skulle sänkas är det troligt att rupien återigen faller tillbaka efter det senaste halvårets appreciering mot USD. Vår **BNP-prognos för Indien** är **6,5 procent i år**, vilket är starkt då onormalt lite regn hämmat skördar. **Nästa år ökar BNP med 8,0 procent och 2011 med 7,5 procent**.

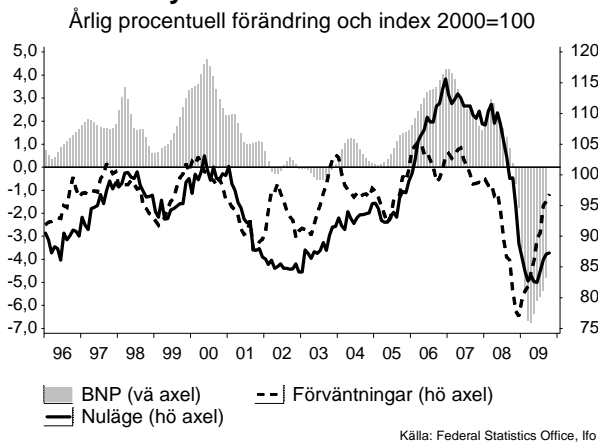
Tydligare återhämtning

- Ljusning i flera sektorer
- Arbetslösheten toppar nästa sommar
- Stora påfrestningar på stabilitetspakten
- ECB börjar höja i september nästa år

Tillväxtutsikterna har stärkts under hösten och ledande industriindikatorer tyder på att BNP-tillväxten är på väg att ta fart igen. Vacklande detaljhandel visar dock att återhämtningen är bräcklig och den svaga exporten illustrerar att **eurons styrka håller på att bli ett problem. Vår prognos innebär att BNP-tillväxten hamnar på -3,9 procent i år, 1,8 procent 2010 och 2,1 procent 2011; tydligt över konsensus.** Tyskland leder återhämtningen, Italien och Spanien släpar efter.

Arbetsmarknaden har försvagats i mindre grad än befarat, men inflationstrycket kommer ändå förbli lågt. Detta talar för att ECB inte behöver ha så bråttom att höja refiräntan. Ränthöjningarna påbörjas i september nästa år och refiräntan ligger på 2,50 procent i slutet av 2011.

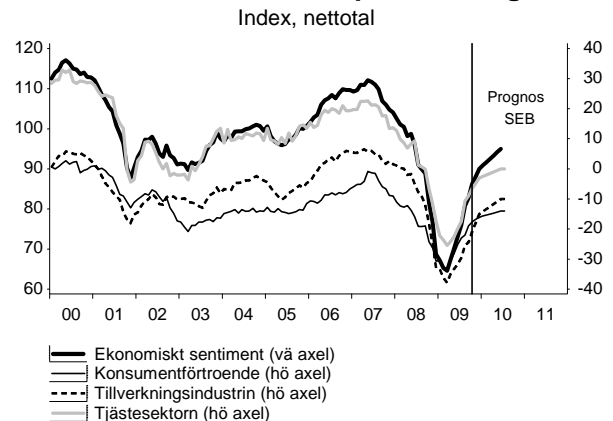
Tyskland: BNP och Ifo



Indikatorer fortsätter upp

Tecknen på en branschmässigt ganska bred återhämtning har blivit fler och tydligare den senaste tiden. Såväl PMI-index som EU-kommissionens sentimentsindikatorer signalerar förbättringar inom både industri- och tjänstesektorn. Även Ifo-indexet, som klättrade till 91,9 i oktober (låg som lägst på 82,2 i mars i år), indikerar en bred uppgång. Delindex för tillverkningsindustrin har stigit och även detalj- och grossisthandeln är på väg upp. Byggsektorn släpar dock efter och ligger kvar på en låg nivå. Konsumentförtroendet är på väg upp, om än i långsammare takt än de flesta företagsindikatorer. Trots senaste tidens indikatoruppgång är dagens nivåer låga i ett historiskt perspektiv, och vi räknar med att de fortsätter upp den närmaste tiden.

Sentimentsindikatorer på ettårshögsta

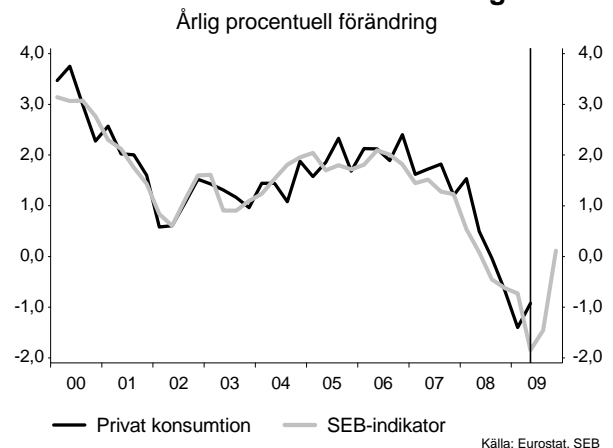


Gradvis BNP-uppgång

BNP ökade med 0,4 procent under tredje kvartalet på kvartalsbasis, vilket visar att starkare sentimentsindikatorer börjar sätta avtryck i den faktiska produktionsutvecklingen. Euro-zonen har således lämnat recessionen bakom sig, men uppgången hämmas fortfarande av flera faktorer. Exporten hålls tillbaka av såväl en dämpad världshandel som en stark euro. Samtidigt innebär en hög och stigande arbetslöshet att konsumtionen fortfarande utgör ett släpkanke. Banksystemet är dessutom relativt svagt med fler nedskrivningar av tillgångar att vänta.

Vi räknar dock med att tillväxten stärks ytterligare den närmaste tiden när **exporten och industriproduktionen** får draghjälp av starkare global efterfrågan. Därtill ser situationen i **Österuropa** mindre problematisk ut än tidigare, vilket innebär att regionens negativa påverkan på Euro-zonen framöver blir mindre påtaglig.

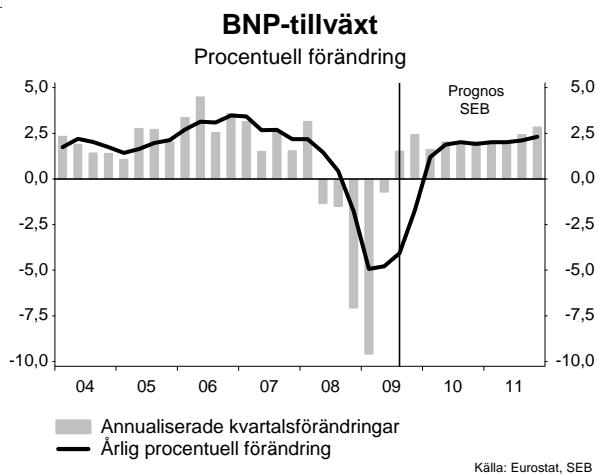
Konsumtionen återhämtar sig



Samtidigt stabiliseras utsikterna för **den privata konsumtionen** efterhand när förmögenhetsställningen åter förbättras och försämringen på arbetsmarknaden börjar mildras. Det höga hushållssparandet, särskilt i

jämförelse med Storbritannien och USA, gör dessutom konsumtionsuppgången mer motståndskraftig mot svag reallöneutveckling och stramare finanspolitik. Vår konsumtionsindikator, som bygger på skattat samband mellan konsumtionstillväxt, olika ledande indikatorer, arbetslöshetsdata och några finansiella variabler, pekar på en vändning. Efter en nedgång med 1 procent i år räknar vi därför med att privata konsumtionen i regionen som helhet stiger med ca 0,5 procent nästa år och med 1 procent 2011.

Sammantaget räknar vi nu med en **något högre BNP-tillväxt än i september**: BNP minskar med 3,9 procent i år för att därefter stiga med 1,8 procent 2010 och 2,1 procent 2011. Tillväxtbanan för 2010 och 2011 ligger över konsensusprognosen och något över den trendmässiga tillväxttakten.



Export- och industriberoende Tyskland gynnas i särskilt hög grad när världskonjunkturen vänder upp. Exporten slår om från ett fall på 15 procent i år till en uppgång på strax under 5 procent 2010. Ytterligare skattelättnader på 24 miljarder euro, ca 1 procent av BNP, stimulerar därtill inhemsk efterfrågan. Utfasningen av skrotningspremien på gamla bilar får dock större (negativ) effekt och bidrar till att konsumtionstillväxten, till skillnad från i Euro-zonen som helhet, växlar ned mellan 2009 och 2010. Sammantaget faller **BNP i Tyskland med 4,8 procent i år och ökar med 1,9 respektive 2,1 procent 2010 och 2011.**

Frankrikes BNP krymper med 2,2 procent i år, växer sedan med 1,7 procent 2010. **Italien och Spanien ligger sämre till.** Italiens svårigheter att hävda sig på världsmarknaden fortsätter, Spaniens ekonomi hämmas av en fallande bostads- och husmarknad. Italien växer med 1,4 procent nästa år, Spanien med 0,5 procent.

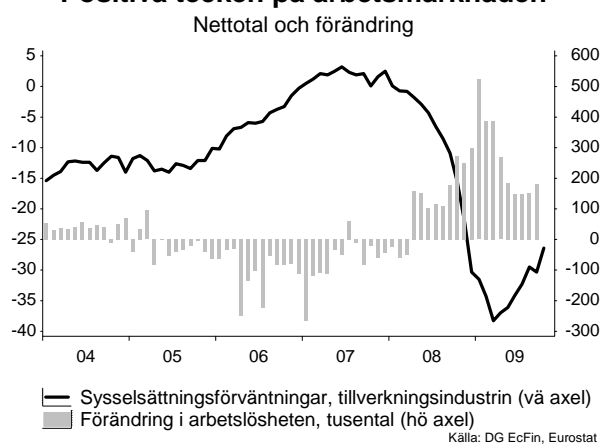
Arbetslöshetstoppen närmar sig

Arbetslösheten, som bottnade strax över 7 procent i början av 2008, är nu **på väg mot historiskt höga**

nivåer. Den steg till 9,7 procent i september och beräknas ligga kring 10 procent vid årsskiftet.

Den tyska arbetslösheten föll dock oväntat till 8,1 procent i oktober. I kombination med färre uppsägningar (enligt EU-kommissionens barometer) och något bättre utveckling än väntat även i Frankrike och Italien kan detta tolkas som tecken på att uppgången i arbetslöshet håller på att plana ut. Vi räknar nu med att arbetslösheten i Euro-zonen toppar på 10,4 procent i augusti för att sedan falla tillbaka långsamt. **Årsgenomsnittet blir 9,4 procent i år, 10,2 procent både 2010 och 2011** – lägre än septemberprognosen.

Positiva tecken på arbetsmarknaden

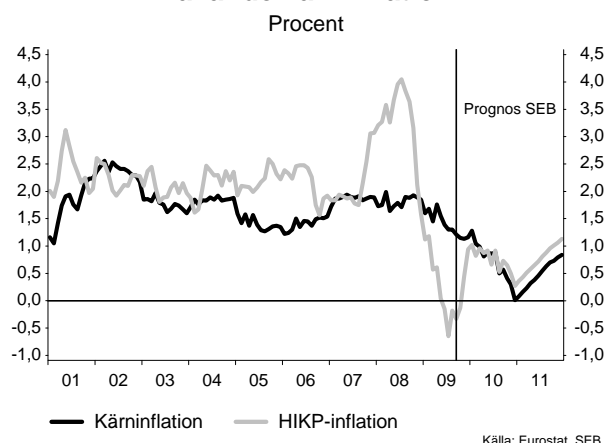


Arbetslöshetsprognosen det närmaste året är något mer optimistisk än vad historiska samband mellan tillväxt och arbetslöshet indikerar (Okun-sambandet). Å andra sidan räknar vi med en jämförelsevis trögare nedgång i arbetslösheten beroende på **risiker för uppkommande strukturella problem** på arbetsmarknaden i krisens kölvatten.

Kärninflationen på väg ned

Stigande energipriser har bidragit till att HIKP-inflationen har stigit med 0,6 procentenheter sedan bottennoteringen i juli. Negativa energipriserrelaterade baseffekter faller ur tolv månaderstalen framöver, vilket trycker

Fallande kärninflation



Recessionens långsiktiga effekter

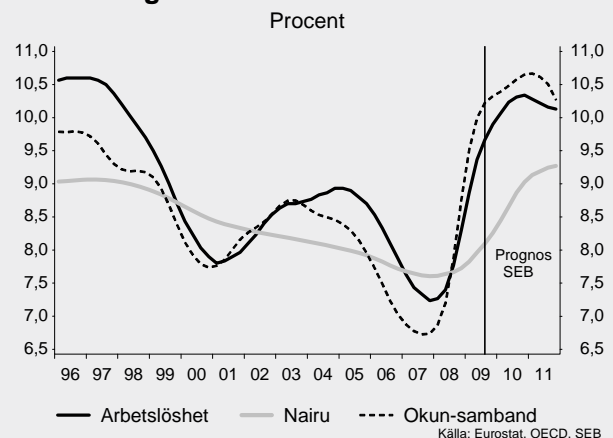
En viktig fråga är nu i vilken utsträckning dagens kris inte bara sänker den faktiska produktionen utan också den potentiella produktionsnivån och tillväxttakten. En sådan negativ långsiktig påverkan reducerar inte bara levnadsstandarden, utan gräver också hål i redan ansträngda offentliga finanser. Olika antaganden om faktisk och potentiell produktion ger dessutom olika bild av produktionsgapet (skillnaden mellan faktisk och potentiell BNP), vilket i sin tur påverkar lämplig utformning av **finans- och penningpolitiken**.

Dagens kris kan minska den potentiella nivån genom att **färre människor söker jobb när arbetslösheten skenar** (lägre arbetsutbud). Dessutom kan långtidsarbetslösa förlora arbetskompetens. Även policyresponsen kan ha betydelse. Vissa institutionella förändringar som syftar till att skydda arbetstagare från arbetslöshet kan leda till att efterfrågan på arbetskraft minskar. Recessionen kan också resultera i **lägre kapitalstock**: privata investeringar minskar p g a lägre resursutnyttjande och större osäkerhet samt trängs ut av offentliga investeringar ("crowding out"), och företag drivs i konkurs och slår igen.

Jämviktsarbetslösheten (Nairu) har gradvis sjunkit sedan mitten av 1990-talet. Avregleringar på arbets- och produktmarknader har bidragit till att Eurozonens ekonomier har kunnat pressa ned den strukturella arbetslösheten under den långa perioden av god internationell tillväxt. Nu är risken överhängande för att konjunkturedgången medför att jämviktsarbetslösheten åter stiger. Att människor förlorar kompetensen under en längre period av arbetslöshet är den mest närliggande orsaken till en sådan utveckling. Det är också troligt att behovet av konsolidering av de offentliga finanserna leder till skattehöj-

ningar som, via större skatteklar, påverkar såväl efterfrågan som utbudet av arbetskraft negativt. Historiska erfarenheter tyder också på att arbetslöshetsförsäkringen i Europa ofta blivit mer generös i perioder av hög arbetslöshet. Det politiska trycket på sådana förändringar kommer säkert bli stort även denna gång, men det är knappast troligt att de genomförs mot bakgrund av svaga offentliga finanser och allt större global konkurrens.

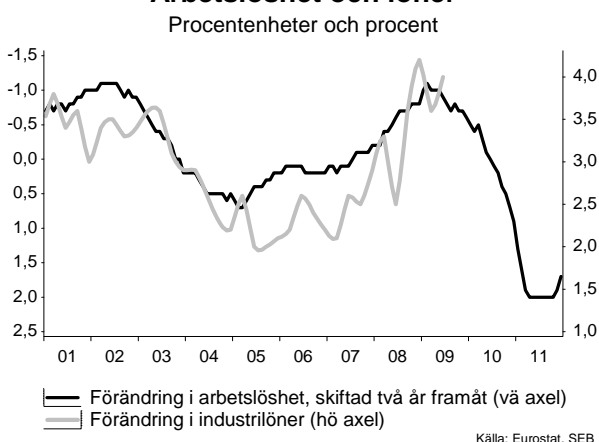
Högre strukturell arbetslöshet



Det är således rimligt att räkna med en uppgång i Nairu de kommande åren när man analyserar det framtida produktionsutrymmet och därmed lämplig utformning av penningpolitiken. Samtidigt blir den allmänna politikens viktigaste uppgift att försöka mildra en sådan uppgång och begränsa dess utsträckning i tiden.

upp inflationstakten ytterligare till 0,4 procent i november och till 0,9 procent i december.

Arbetslöshet och löner



Risken för att detta ska vara början på en längre period av stigande inflation är dock liten. Rekordlåg resursutnyttjande talar för att kärninflationen pressas

ned framöver. Uppgång i arbetslösheten pekar på att löneökningarna växlar ned från närmare 4 procent till 1,5 procent i slutet av 2010. Septembers **fall i produktprisindex PPI** på 0,4 procent signalerar också mycket svagt inflationstryck i industrin. I andra vågskålen ligger dock den **svaga produktivitetstillväxten** som trycker upp kostnadsläget på kort sikt. Produktivitetstillväxten hamnar på knappt -2 procent i år, ca 2 procent 2010 och något lägre 2011. Enhetsarbetskostnaden ökar med 3,5 procent i år, faller sedan med 0,5 procent 2010.

Sammantaget räknar vi med att kärninflationen faller gradvis från dagens nivå på 1,2 procent till 0,0 procent i december nästa år. Det innebär att årsgenomsnittet hamnar på 1,4 procent i år, 0,7 procent 2010 och så lågt som 0,5 procent 2011. HIKP-inflationen kommer att ligga på i genomsnitt 0,7 procent 2010 och 0,8 procent 2011.

Det är tydligt att de länder som tidigare präglades av störst överhettings- och inflationsproblem nu löper störst risk för allvarlig deflation. Spanien och Irland

har t ex drabbats mycket hårt av den globala krisen och har redan i dagsläget HIKP-deflation (-3 respektive -1 procent). Kärninflationen i Irland ligger så pass lågt som på -2,2 procent.

Växande skuldberg

Budgetunderskotten växer på bred front på grund av rekordsvag konjunktur och finanspolitiska stödåtgärder. Situationen varierar beroende på hur stort produktionsfallet har varit, men också på hur den offentlig-finansiella situationen såg ut när det gäller budgetsaldo och statsskuld i utgångsläget. Irland har haft den största produktionsnedgången och brottas också med de värsta underskottsproblemen. Däremot är statsskulden som störst i Grekland, Belgien och Italien.

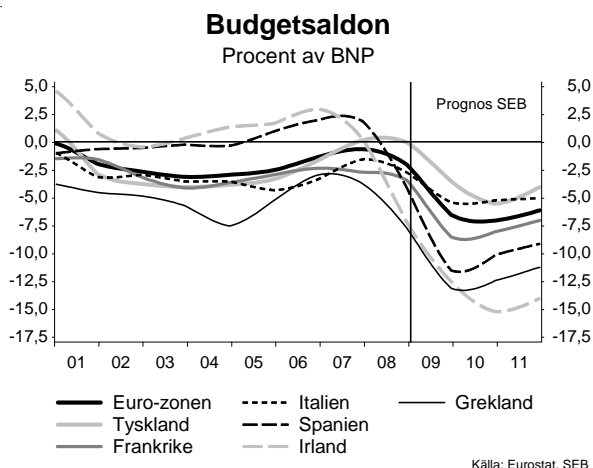
Recessionseffekter

Procentuell minskning (kolumn 1), procent av BNP 2011 (kolumn 2-4)

	BNP-fall	Gap	Saldo	Skuld
Irland	-10,0	-5,6	-14,0	85,8
Finland	-7,5	-3,8	-3,9	51,1
Italien	-6,5	-2,7	-5,0	118,2
Tyskland	-6,3	-2,3	-4,0	79,7
Spanien	-5,3	-3,1	-9,1	72,5
Nederländerna	-5,2	-2,7	-5,5	71,6
Österrike	-4,4	-2,7	-5,0	77,0
Belgien	-4,2	-2,3	-5,1	104,2
Portugal	-4,2	-2,4	-7,6	91,1
Frankrike	-3,5	-2,0	-7,1	87,7
Grekland	-1,6	-3,1	-11,2	135,9

Not: BNP-fall avser procentuella skillnaden mellan BNP-nivån innan krisen bröt ut och bottennoteringen.
Källa: Eurostat, SEB

Den nya tyska regeringskoalitionen som består av Angela Merkels kristdemokratiska CDU, det bayerska systerpartiet CSU och liberala FDP kommer att genomföra **ytterligare skattelättnader på ca 24 miljarder euro**, eller 1 procent av BNP, samt en sjukvårdsreform. Den nye finansministern, CDU-veteranen Wolfgang Schäuble, får en knivig uppgift att



hantera efterkrigstidens största budgetunderskott som vi tror stiger från ca 3,5 procent av BNP i år till 5,5 procent 2010. **Statsskulden hamnar på knappt 70 procent av BNP i år**, nästan 80 procent 2011.

Franska underskottet har växt snabbare än väntat hittills i år och beräknas nu hamna på 8,5 procent av BNP i år, 8,0 procent 2010 och 7,1 procent 2011. Statsskulden stiger från knappt 70 procent i år till ca 90 procent 2011.

Största problemländerna är liksom tidigare Grekland, Irland och Spanien. Greklands underskott når över 13 procent i år och vi räknar med tvåsiffriga underskott även 2010-2011. Statsskulden stiger till 136 procent av BNP 2011. Landet fick svidande kritik när nya socialistregeringen nyligen justerade budget-siffrorna för 2008. Eurostat misstänker att regeringen lagt delar av årets negativa siffror på 2008 och EU-kommissionär Joaquín Almunia bedömer åtgärderna som vidtagits för att få ned underskotten som otillräckliga. Han hotar nu – i linje med reglerna för stabilitets- och tillväxtpakten – med ekonomiska sanktioner. Irlands underskott ligger lägre i år men stiger till 14-15 procent 2010-2011. Statsskulden stannar dock på 86 procent 2011.

ECB höjer till 2,50 procent 2011

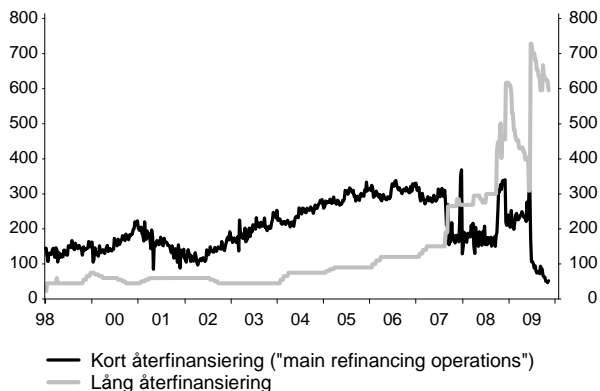
Rekordlåg resursutnyttjande, stigande arbetslöshet, fallande kredit- och penningmängdstillväxt (M3-tillväxten rekordlåg i september) och svagt underliggande inflationstryck talar för att ECB **inte behöver ha någon brådska med att höja refinäntan** från dagens nivå på 1 procent. ECB:s lånebarometer (Bank Lending Survey) tyder fortfarande på **relativt strama kreditförhållanden**, även om de har lättat ganska mycket på sistone (diagrammet nedan).



Bankutlåningen till icke-finansiella företag fortsätter dessutom att utvecklas svagt och många banker parkerar stora belopp på ECB, vilket talar för att bankens likviditetsinjektioner inte heller fungerar som det var tänkt.

ECB: Minskning i kort återfinansiering

Miljarder EUR

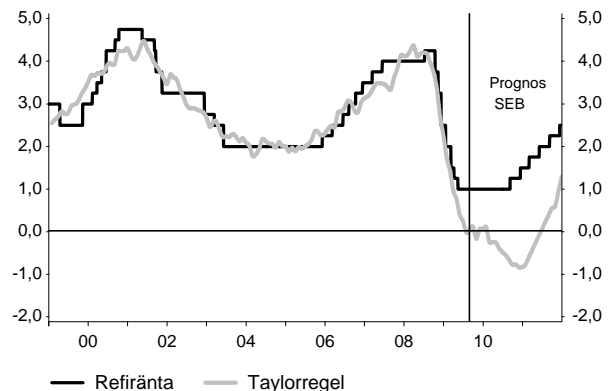


Enligt IMF:s bedömning återstår betydligt mer nedskrivningar av tillgångar för Euro-zonens banksystem, jämfört med USA där huvuddelen är tagen. Det finns dock **vissa tecken på att banksektorn återhämtar sig** i regionen: ECB beviljade t ex endast 49,8 miljarder euro i en kort återfinansieringsoperation ("main refinancing operation") i oktober, vilket är lägsta noteringen sedan december 2007 och tyder på svagare likviditetsefterfrågan från bankerna (diagrammet ovan). Efterfrågan på längre krediter är dock fortfarande stor. En försiktig tolkning är att bankerna mår lite bättre – de är mindre beroende av ECB-likviditet – men att **situationen fortfarande är långt ifrån normal**.

Vår bedömning är fortfarande att ECB börjar höja refiräntan efter sommaren 2010. I september höjs den till 1,25 procent och sedan till 1,50 procent i december. Vid slutet av 2011 ligger refiräntan på 2,50 procent. Höjningarna kommer något tidigare än vad som motiveras av den realekonomiska utvecklingen. Penningpolitiska tumregler, s k Taylorregler som bygger på arbetslöshets- eller produktionsgap samt inflationsgap, indikerar snarare att styrräntan kan ligga kvar på låg nivå en bit in på 2011. Det gäller inte bara Euro-zonen, utan också i hög grad USA. Av bl a detta skäl har **ECB tryckt ned effektiva dagslåneräntan**, EONIA-räntan, en bit under refiräntan.

Refiränta

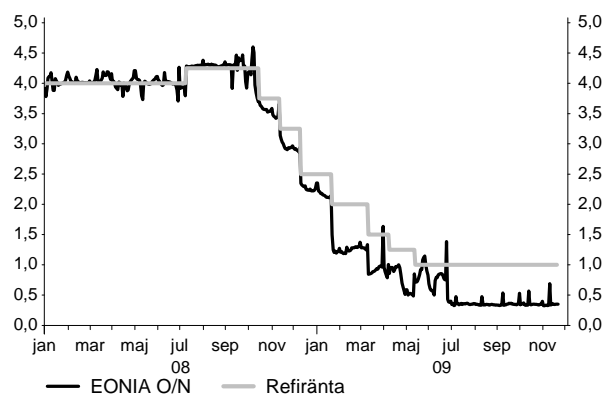
Procent



Den penningpolitiska analysen kompliceras av frågan om lämplig policymix mellan finans- och penningpolitik. ECB varnar nu för att drastiska räntehöjningar framöver blir nödvändiga om inte euroländernas regeringar på ett trovärdigt sätt tar itu med budgetsanerigar så snart återhämtningen befinner sig på fastare mark. Skenande underskott och stigande statsskulder kan, enligt centralbanken, vara en tickande inflationsbomb. ECB:s uppmaning till finansministrarna ska naturligtvis tas på allvar, men det är inte troligt att senfärdig finanspolitisk "exit" kommer att skynda på räntehöjningar i någon större utsträckning. ECB:s retorik i finanspolitiska frågor är oftast betydligt aggressivare än andra centralbankers.

Lägre dagslåneränta

Procent

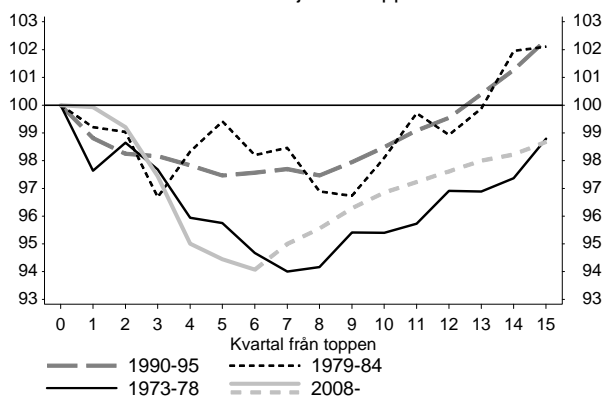


Trötta konsumenter

- **Finanspolitiken stramas åt 2011**
- **Pundförsvagningen gynnar utrikeshandeln**
- **Bank of England höjer efter ECB**

BNP föll med 0,4 procent under det tredje kvartalet och nedgången har nu sex kvartal på nacken; längst sedan mätningarna startade i mitten av 1950-talet. Men såväl företagets förtroendeindikatorer som hård-data är samtidigt betydligt positivare, och tyder på att ekonomin påbörjat återhämtningen. Sett i ett historiskt perspektiv är recessionen ungefär lika djup som på 1970-talet och BNP når faktiskt inte tillbaka till tidigare toppnivåer under vår prognoshorisont.

BNP i jämförelse med tidigare recessioner
100 = konjunkturtopp



Källa: ONS, SEB

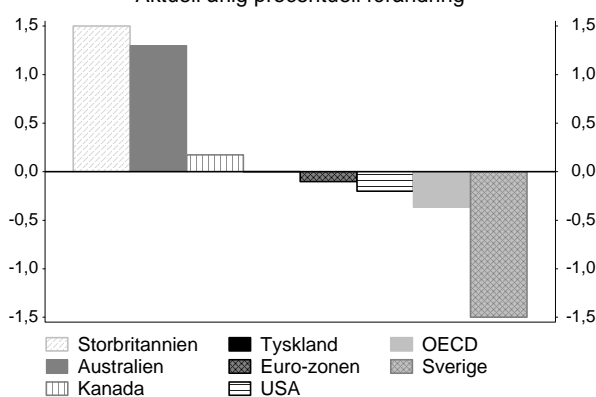
Efter ett fall på 4,5 procent i år växer ekonomin med 1,9 respektive 1,4 procent 2010 och 2011, vilket är under trend. Till ljusglimtarna hör att investeringarna faller i långsammare takt och att offentlig konsumtion fortfarande växer. Det rekordlåga kapacitetsutnyttjandet håller tillbaka investeringsuppgången, men förhållandevis låga räntor, tomta lager och bra drag i exportsektorn ger sammantaget en hygglig investeringskonjunktur. **Investeringarna ökar med knappt 4 procent i snitt 2010-11.**

Disponibla inkomster har fortsatt upp vilket, i kombination med momssänkningen, lägre energipriser och fallande bolåneräntor mildrat konsumtionsnedgången under 2009 och hejdat huspriset. Men hushållen håller hårt i plånboken och bl a hotell- och restaurangnäringen är helt under isen. Vi räknar inte med hushållen som drivkraft förrän 2011. Den tillfälliga moms-sänkningen faller ur efter årsskiftet, och kostar hushållen 15 miljarder pund. Att energipriserna stigit kraftigt sedan bottennivåerna urholkar också köpkraften. Samtidigt fortsätter balansräkningarna saneras. **Sparkvoten har stigit sex procentenheter på knappt två år.** Prognosen är att sparkvoten kommer att stiga ungefär lika mycket som i början av 1990-talet, vilket ger en uppgång på ytterligare drygt två procentenhe-

ter. Lägg därtill att låg produktivitet talar för ytterligare anpassningsbehov på arbetsmarknaden. **Arbetslösheten toppar på 9 procent nästa höst.** Först 2011 börjar arbetslösheten falla tillbaka. Risken att arbetslösheten förblir hög har betonats av centralbanken.

De offentliga finanserna är i uselt skick och uppvisar tvåsiffriga underskott som andel av BNP under flera år framöver. Ledaren för största oppositionspartiet (Tories) David Cameron har flaggat för att skattehöjningar ligger i korten efter valet 2010. Stram finanspolitik är huvudskälet till att **återhämtningen blir lite segare i Storbritannien jämfört med Euro-zonen.**

Inflationen högre än i omvärlden i år
Aktuell årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

Också penningpolitiken ställs inför svåra utmaningar och avvägningar. Inflationen, som redan är högre än i omvärlden, kommer att stiga rejält efter momshöjningen och prognosen är att **inflationen överstiger målet 2010.** Men uppgången är tillfällig och den stora mängden lediga resurser i ekonomin talar för att inflationen faller tillbaka 2011. Bank of England (BoE) sitter därmed stilla i båten till det fjärde kvartalet 2010. Tvärt emot marknadsprissättningen höjer ECB först.

Givet BoE:s tillväxtprognoser är ytterligare kvantitativ stimulans osannolik på kort sikt. Dessutom fortsätter bytes- och handelsbalanserna att förbättras vilket talar för att pundet bör stärkas på lite längre sikt. **Pundet noteras till 0,85 mot euron mot slutet av 2010.** Sett till perioden som helhet fortsätter valutan att ge exportföretagen en hjälpande hand, och nettoexporten ger betydande tillväxtbidrag.

Spretig återhämtning

- **Exportdriven tillväxt**
- **Finanspolitiken stramas åt**
- **Valutorna apprecierar ytterligare**

Östeuropa har drabbats hårdast av den globala kreditkrisen. Detta beror till stor del på att den tidigare snabba ekonomiska tillväxten i hög utsträckning byggde på utlandslån. Men även i Östeuropa finns signaler om en konjunkturuppgång, särskilt inom industrin. Sannolikt har vi sett de värsta BNP-fallen under första halvåret. Under hösten har också sentimentsindikatorer fortsatt att stiga, även om de ännu befinner sig på låga nivåer. I t ex Ryssland och Polen låg industrins inköpschefsindex i oktober på 49-nivån, strax under expansionsgränsen 50.

Men **återhämtningen** i Östeuropa blir i de flesta länder **trög och ojämn**. Flera bromsar finns för inhemsk efterfrågan:

- **Kreditvillkoren i banksystemen är ännu tuffa** på många håll och lär förbli så åtminstone en bra bit in i 2010. Det gäller även Polen där bankerna enligt IMF:s bedömning är i relativt gott skick.
- **Reallönerna faller fortfarande** i många länder, med relativt stora nedgångar i Ryssland, Ukraina och Baltikum. Med utsikter om svaga arbetsmarknader även det närmaste året dröjer det innan hushållen återfår köpkraft.
- **Finanspolitiken stramas åt.** Denna process pågår redan i Baltikum och Ungern. På ett-två års sikt är det troligt att de stora budgetunderskotten leder till en viss åtstramning av finanspolitiken också i Ryssland, Ukraina och Polen. I t ex Polen finns en legal gräns som säger att om den offentliga skulden överstiger 55 procent av BNP måste en budgetkorrigering vidtas. På sistone har det dock kommit tecken på att budgetramverket kan komma att justeras för att mildra åtstramningsbehovet.

Polen i förarsätet

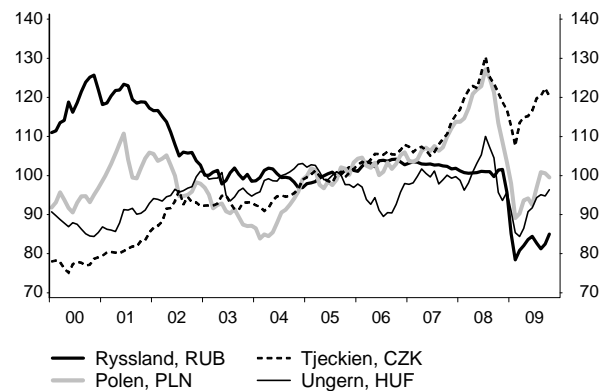
Vår slutsats är att Östeuropas återhämtning i hög grad blir **exportdriven** och att den alltså därmed är starkt **beroende av att en uppgång** i omvärlden – inte minst i Tyskland – verkligen kommer till stånd. **Polen och Tjeckien är bäst positionerade** att dra fördel av en förbättrad världskonjunktur. I dessa länder var ekonomiska fundamenta relativt goda då den globala kreditkrisen bröt ut; de var t ex inte lika hårt belånade i utländsk valuta som många andra östeuropeiska länder. Polens BNP ökar med 1,5 procent i år – för det enda EU-landet på plus i år - och med 3,0 procent nästa år. Detta är över konsensusprognosen. Även **Ryssland repar sig i hygglig takt** med stöd av höjda råvarupriser. Den ryska tillväxten väntas uppgå till

drygt 4 procent 2010. I **Ukraina och Baltikum blir återhämtningen långsam**, efter årets skarpa fall.

Bytesbalanserna fortsätter att förstärkas när exporten återhämtar sig snabbare än inhemsk efterfrågan. Det bidrar till att den **appreciering av valutorna** som startade i våras fortsätter. Vår allmänna makrosyn, som ligger över konsensus för Europa, talar därtill för en fortsatt hygglig riskaptit på kort sikt. Detta bör stärka östeuropeiska och andra emerging markets-valutor. I Ryssland har centralbanken på senare tid ansett sig tvungen att sälja rubel för att motverka en alltför snabb appreciering. Nya interventioner är att vänta, men vi räknar likväl med att valutorna stärks, såväl mot USD som mot EUR-USD-korgen.

Effektiv växelkurs i enskilda länder

Index 100 = 2005



Källa: Reuters EcoWin

Inflationsnivån är något blandad, men vi ser **inga större uppåtrisker** då resursgapen är stora. Inflationen förblir svag eller negativ i Baltikum, måttlig i Polen samt relativt hög i Ryssland och Ukraina. **Centralbankerna prioriterar fortfarande tillväxt** framför inflationsrisker. Förstärkningen av valutorna bidrar till att hålla tillbaka konsumentprisökningar. Ryssland, Rumänien och Ungern fortsätter att sänka styrräntorna på kort sikt. Polen och Tjeckien inleder räntehöjningar först vid mitten av 2010.

Kreditmarknaderna i Östeuropa har under det senaste halvåret **åter kommit igång** precis som i Väst. Detta kan avläsas i krympande kreditspreadar samt i en ökad utgivning av företagsobligationer. Ett exempel är att Ryssland planerar att utnyttja det förbättrade riskklimatet till att i början av 2010 ge ut landets första internationella obligation på ett decennium.

Ljusglimtar i mörkret

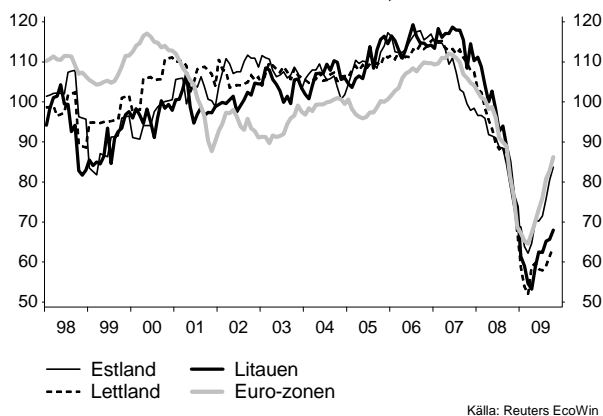
- Bredare återhämtning först om ett år
- Saneringspolitik fortgår – peggarna håller
- Estnisk euro-anslutning 2011 ännu möjlig

Baltikums ekonomier visar bottenkänning. Under sommaren och hösten har flera signaler kommit om att en viss ljusning är på väg: den svårt sargade framtidstron har vänt uppåt, industrikonjunkturen har återhämtat sig något och externbalanserna har förbättrats påtagligt.

Samtidigt har regeringarna fortsatt med sin nödvändiga budgetsanering. Åtstrammingspolitiken med såväl sänkta utgifter som höjda skatter har i sin tur bidragit till en fortsatt anpassning nedåt i löner och priser. Vår bedömning är att detta **stålbåd och deflationistiska tryck fortsätter 2010. Osäkerheten kvarligg** om regeringarna ska orka fullfölja politiken, något som skapar tveksamhet om nya privata investeringar och som gör att växelkursriskerna, speciellt för Lettland, kvarstår. Vårt **huvudscenario är fortfarande att de fasta valutakopplingarna består.** Detta bygger på att det internationella lånestödet till Lettland upprätthålls.

Ekonomisk framtidstro

EU:s månadsbarometer, index



Vi spår en gradvis uppgång i **industriproduktion** och **export**. Däremot förblir **den inhemska efterfrågan** nedpressad långt in i nästa år. **Estland går i spetsen för återhämtningen.** Landet har kommit längst i anpassningen efter överhettningen och har betydligt bättre ordning i de offentliga finanserna. Därtill har Estland klart större exportandel.

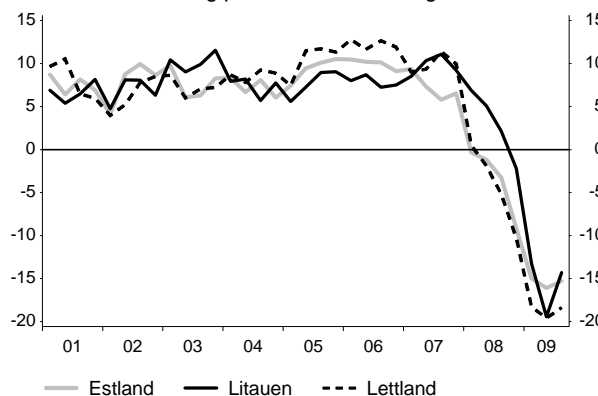
Estlands BNP faller med 14 procent i år, hamnar runt noll i förändring 2010 samt växer 4 procent 2011. **Lettlands** ekonomi krymper 18 procent i år och 3 procent 2010, först 2011 nås positiv årsgenomsnitt på 4 procent. **Litauens** profil blir likartad med ett fall på 15,5 procent i år, minus 3,5 procent nästa år och plus 3 procent 2011. Prognoserna är i stort sett oförändra-

de jämfört med höstens NO och Eastern European Outlook.

BNP-fallen under tredje kvartalet blev något mindre dramatiska än under andra kvartalet. Lettland har förvisso legat kvar på minus 18-nivån, men Estlands och Litauens BNP-fall dämpades till ca 15 respektive 14 procent. I en kvartalsvis säsongsrensad jämförelse steg BNP i Litauen efter fyra nedgångar i följd. En viss ytterligare mildring av nedgången är att vänta under fjärde kvartalet i samtliga länder. Detta beror på lite starkare export och industriproduktion, men baseffekter spelar också in då jämförelser görs med ett svagt andra halvår 2008.

BNP

Årlig procentuell förändring



Bytesbalanserna har det senaste året svängt om från stora underskott **till överskott**; i Lettlands fall betydande sådana. Huvudskälen är starkt handelsbalans på grund av importkollapsen samt kraftigt förbättrad inkomstbalans. Externbalanserna fortsätter att ligga på plus det närmaste året, då exporten repar sig i högre grad än importen.

Arbetsmarknadsutsikterna är oförändrat mörka. Arbetslösheten har fortsatt snabbt uppåt i höst i alla länder. Tredje kvartalet registrerades 18 procent utan jobb i Lettland, den högsta nivån sedan självständigheten 1991. Det kan jämföras med 6 procent för ett år sedan. Den lettiska arbetslösheten väntas kulminera över 20 procent under 2010. Arbetslösheten dämpas något i Lettland och Estland mellan 2010-2011 men fortsätter att klättra i Litauen där vi 2011 räknar med en officiell snittnivå på 16 procent.

Vår syn är att anpassningen av den tidigare uppdrivna lönenivån kommit betydligt längre än vad den officiella statistiken ger vid handen. Årstakten under det andra kvartalet i Lettland var runt noll i privat sektor medan de offentliga lönerna föll med ca 10 procent. Betydande inslag av grå ekonomi, bristfällig inrapportering av statistik samt tillfälliga kostnader vid uppsägningar gör att de faktiska lönesänkningarna inte fångas upp fullt. Vår prognos är att de **reella lönesänkningarna i länderna uppgår till ca 15-20 procent i år**, men att

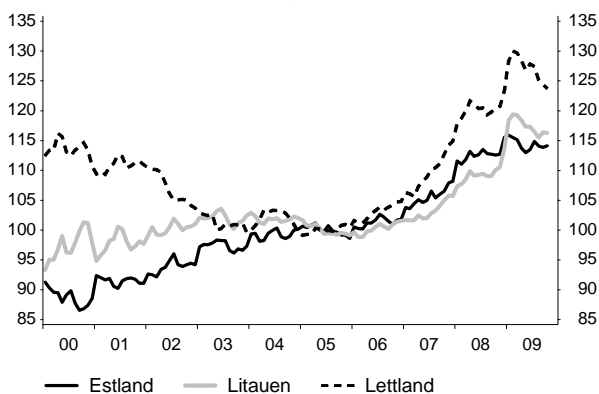
officiella siffror kommer att redovisa lönesänkningar runt 10 procent. Nästa år fortsätter sannolikt lönerna att falla, om än i långsammare takt.

Deflationstendenserna har blivit mer markerade på senare tid. I oktober var Litauens inflationstakt 1,3 procent, den lägsta på fem år. Lettland noterade för första gången prisfall i årstakt. Estlands deflationstakt tilltog till 2,2 procent. Pristrycket förblir svagt som följd av svag efterfrågan och finanspolitisk åtstramning, även om vissa åtstramningsåtgärder som höjd moms drar upp KPI. Stigande råvarupriser, och i Litauens fall ett extra tryck uppåt på elpriser efter kärnkraftverket Ignalinas stängning, håller också upp KPI-takten. Vi spår ett prisfall på i snitt 3,2 procent i Lettland 2010 samt svag inflation som årsgenomsnitt i Estland och Litauen.

De reala effektiva växelkurserna apprecierade med 20-25 procent i Lettland och 15-20 procent i Estland och Litauen under åren 2006-2008 (mätt med KPI som bas). Detta var delvis en följd av att valutorna följt med euron uppåt gentemot en rad konkurrentländer, men framför allt berodde det på en lönedriven inflation som varit högre än i andra länder. Det krävs nu en **anpassning nedåt i de reala effektiva växelkurserna**, även om det kanske inte är nödvändigt att nå nivåer före överhettningen. Exporten har nämligen visat sig relativt konkurrenskraftig trots kostnadsnivån; Estland har tappat relativt betydande marknadsandelar de senaste åren men ej Lettland och Litauen i någon större utsträckning.

Reala effektiva växelkurser

Index 100 = 2005, t o m oktober 2009



Sedan anpassningen i lönerna påbörjades har deprecieringen av de reala effektiva växelkurserna varit beskedliga; 5 procent i Lettland och ännu något mindre i Estland och Litauen. Eurons generella styrka i kombination med förra vinterns skarpa fall i flera valutor i Östeuropa har bidragit till en fortsatt nominell appreciering. Därtill dröjer det innan lönesänkningarna slår igenom. Vi räknar dock med den **reala anpassningen av valutorna blir mer markerad under 2010**, bl a genom att östeuropeiska valutor återtar förlorad mark mot euron. Att anpassningen i producentpriserna

kommit längre än i konsumentprisledet talar också för detta. Producentpriserna Litauen faller nu i en årstakt av hela 20 procent, medan nedgången i Lettland uppgår till 10 procent.

Offentliga finanser har satts under hårt tryck av den djupa recessionen. Underskotten i år hamnar på 9-10 procent av BNP i Lettland och Litauen. Estlands budgetunderskott stannar dock vid måttliga 3 procent. Fortsatt finanspolitisk åtstramning väntar 2010, men den svaga ekonomiska utvecklingen gör att budgetförbättringarna i Lettland och Litauen går trögt och först 2011 är underskotten nere på 4-5 procent av BNP. Offentliga skulden förblir mycket låg i Estland men stiger påtagligt i Lettland och Litauen, men även i dessa länder är nivåerna ännu måttliga i ett internationellt perspektiv.

Budgetpolitiken är nu på väg in i ett viktigt skede. Parlamentet i **Lettland** har i november börjat behandla förslaget till budget för 2010. Ett första godkännande har ägt rum och slutlig omröstning väntas den 1 december. Åtstramningar på 500 miljoner lats (4 procent av BNP) har föreslagits; två tredjedelar utgiftsnedskärningar och en tredjedel inkomstförstärkningar. Vissa modifieringar kommer troligen att ske i parlamentsprocessen och i dialogen med IMF och EU. Vi tror dock att regeringsförslaget i huvudsak antas samt godkänns av IMF och EU. Därmed kan utbetalningarna från stödpaketet fortsätta.

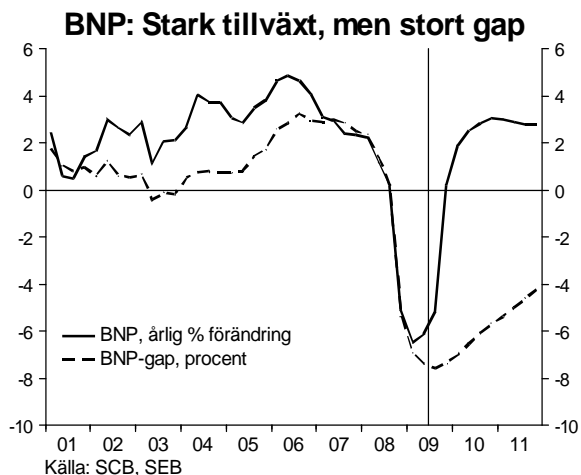
Litauens statsminister Kubilius deklarerade nyligen att Litauen inte kommer att behöva internationellt lånestöd som Lettland. Litauen genomförde också i slutet av oktober en ny framgångsrik upplåning på den internationella obligationsmarknaden; lånet blev kraftigt övertecknat. Litauen har dock lång kvar innan man uppfyller villkoren för eurointräde. Liksom för Lettland räknar vi med att detta blir aktuellt 2014.

Däremot ser det fortfarande ut som om **Estland** har en realistisk chans att uppfylla kriterierna på ett sätt som gör att ett inträde enligt planerna 2011 fortfarande är möjligt. Estland klarar utan problem fyra av de fem Maastrichtkriterierna. Knäckfrågan är budgeten. Underskottet balanserar på gränsen 3 procent av BNP i år.

Starkare återhämtning

- BNP-tillväxt något över trend 2010 och 2011
- Fortsatt stora BNP-gap de närmaste åren
- Arbetslöshetstopp runt 10 procent
- Riksbanken höjer redan till våren
- Husprisuppgång, men risker för bakslag
- Expansiv finanspolitik oavsett valutgång

Utsikterna är goda för att återhämtningen i svensk ekonomi blir något starkare än OECD-genomsnittet. Sentimentsindikatorer har fortsatt att stiga under hösten; både konsument- och företagsförtroende ligger på bland de högsta nivåerna i världen. Svag krona och en branschstruktur som ligger tidigt i cykeln gör att industrin är väl positionerad för att dra nytta av en internationell efterfrågeökning. Expansiv finanspolitik, en stark transmissionsmekanism som gör räntepolitiken ytterst kraftfull och starka balansräkningar gynnar hushållens konsumtion. Den dagkorrigerade BNP-prognosen för 2010 justeras upp till 2,5 procent (2,8 faktisk) och tillväxten 2011 ser ut att bli ytterligare något högre.



Utsikterna för arbetsmarknaden har förbättrats. Nedgången i sysselsättning ser ut att bli mindre än väntat och arbetslösheten väntas plana ut på runt 10 procent i mitten av 2010. Arbetslösheten i slutet av 2011 ligger dock 3,5 procentenheter högre än när krisen började, vilket återspeglar att BNP-gapet förblir stort under avsevärd tid.

Parternas utspel inför 2010-års avtalsrörelse ligger en bit ifrån varandra. Det är ändå troligt att man kommer att göra allt för att undvika öppna konflikter i det känsliga ekonomiska läge som råder. Vår bedömning är att avtalen i genomsnitt hamnar nära 2 procent, men att den stora osäkerheten gör att man sluter kortare avtal än den tre-årsnorm som gällt det senaste decenniet. Det svaga arbetsmarknadsläget gör att löne-

glidningen snarast blir negativ och **lönerna** således **hamnar något under 2 procent nästa år.**

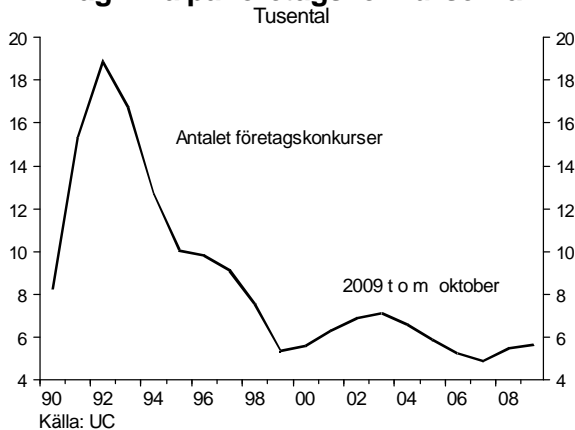
KPI-inflationen bottnade i september på -1,6 procent, men starka baseeffekter från energi- och räntekostnader pressar upp inflationen de närmaste tre till sex månaderna. Kärninflationen ligger i nuläget på 2,5 procent; betydligt högre än i omvärlden. En förstärkning av kronan i kombination med stigande produktivitet och dämpade löneökningar ger ett dramatiskt omslag i enhetsarbetskostnaden, **vilket dämpar det underliggande inflationstrycket** framöver. KPIF-inflationen hamnar under Riksbankens mål under 2010 och 2011.

Vi räknar med att starkare konjunkturutsikter gör att Riksbanken gradvis börjar betrakta riskbilden som mer symmetrisk. Framför allt räknar vi med att man behöver justera bilden av sysselsättningen. Stigande bopriser och hushållsupplåning bidrar troligen också på marginalen till att räntehöjningarna påbörjas tidigare än vad Riksbanken hittills aviserat. Vi räknar därför med att **den första räntehöjningen med 25 punkter kommer i april 2010.** I slutet av 2010 är styrräntan 2,0 procent för att höjas vidare till 3,0 procent i slutet av 2011.

Trots den djupa lågkonjunkturen och diskretionär politik så har de offentliga finanserna försvagats i mindre grad än väntat. Underskotten i finansiellt sparande ser ut att stanna runt 2,5 procent av BNP 2010 och 2011. **De offentliga finanserna i Sverige är därmed betydligt starkare än i de flesta andra länder,** vilket ger större manöverutrymme i den ekonomiska politiken. Höstbudgetens satsningar på inkomstskattesänkningar och resurstillskott till kommunerna gör att finanspolitiken blir lika expansiv 2010 som den var 2009 (stimulansseffekt på 1-1½ procent av BNP). Vi räknar med att den nya mandatperioden kommer att börja med en svagt expansiv budget oavsett om alliansen sitter kvar eller ersätts med röd-grön regering. Skiljelinjer avseende skattepolitiska prioriteringar lär dock bli ett viktigt tema i valrörelsen.

Arbetslöshetsuppgången blir inte fullt så allvarlig som väntat och en offentlig-finansiell kris tycks vara möjlig att undvika. Samtidigt har antalet företagskonkurser varit förvånansvärt lågt. Skillnaden gentemot 1990-talet är stor och i nuläget ser det också ut som om **konkursfrekvenserna hamnar lägre än under lågkonjunkturen i början av 2000-talet.** Att ekonomin i flera avseenden ser ut att komma ur krisen med begränsade strukturella skadeverkningar stärker förmågan till återhämtning. Osäkerheten i vår tillväxtprognos för svensk ekonomi ligger därför snarast på uppsidan. Situationen i Baltikum är dock fortfarande allvarlig och därmed kvarstår risker för att den svenska ekonomin påverkas via banksystemet.

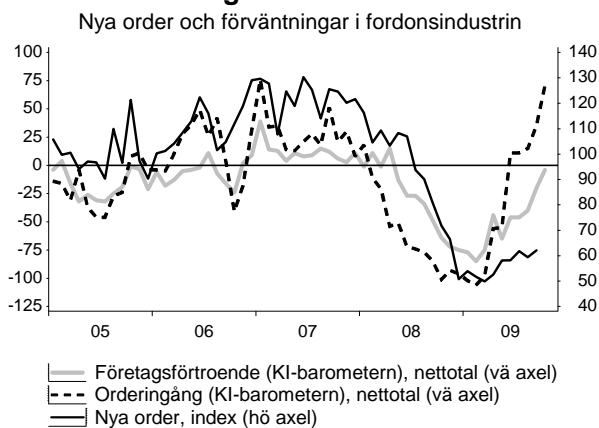
Låg nivå på företagskonkurserna



Vändning för exporten

Exportutsiktarna har förbättrats under hösten och sentimentsindikatorer ligger nu på en nivå som är förenlig med hyfsad volymtillväxt. Faktiska leverans- och ordersiffror börjar också bekräfta detta; en tendens som med stor sannolikhet kommer att förstärkas de kommande månaderna. Vi räknar därför med en exporttillväxt på runt 7 procent både 2010 och 2011, efter ett fall på 13 procent 2009.

Vändning i fordonsindustrin



Barometerdata tyder än så länge på en måttlig återhämtning för fordonsindustrin; vi räknar dock med en uppgång på 25 procent på 2010, vilket ger ett bidrag till den totala exporten motsvarande 2-3 procentenheter. Det lär således dröja åtskilliga år innan kapacitetsutnyttjandet når mer normala nivåer.

Den svaga kronan har bidragit till att handelsöverskottet, trots den internationella lågkonjunkturen legat kvar på höga nivåer, vilket hållit uppe bytesbalansen. Sverige har därmed avvikit från det internationella mönstret där stora obalanser i utrikeshandeln nu tenderar att mildras. Vi räknar med **fortsatta stora överskott i bytesbalansen** motsvarande ca 5,5 procent av BNP såväl 2010 som 2011. Möjligen kan detta medföra att Sveriges obalanser uppmärksammas i de

G20-diskussioner som kommer att föras angående de globala rebalanseringsbehoven.

Varuexport

Procentuell förändring (januari - augusti resp år)

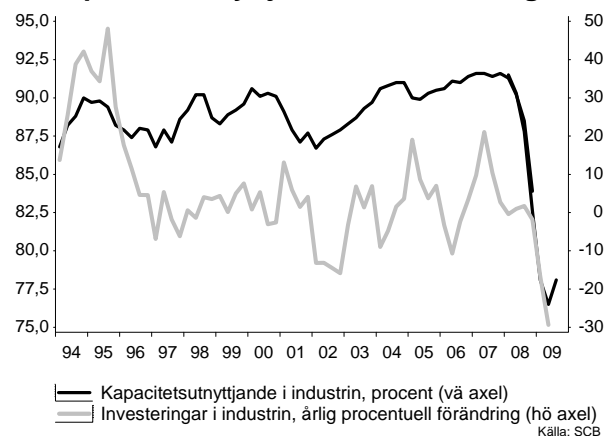
	Andel 2008	2009	2010
Trä/skog	11	-6	10
Energivaror	8	-34	5
Läkemedel	5	19	5
Mineral/metall	14	-36	15
Fordon	12	-49	25
Elektro/telekom	13	-9	3
Maskiner	16	-21	0
Övrigt	21	-3	7
Totalt	100	-19	8

Källa: SCB, SEB

Investeringarna planar ut under 2010

Raset i industriproduktion har resulterat i en **investeringskollaps** och den senaste enkäten från SCB tyder på att nedgången fortsatt under andra halvåret. Mycket lågt kapacitetsutnyttjande talar också för fortsatt nedgång nästa år, även om den nedpressade nivån gör att **återstående fallhöjd troligen inte är så stor**.

Kapacitetsutnyttjande och investeringar



Även bostadsinvesteringarna har fallit dramatiskt och antalet påbörjade byggnationer var fortsatt lågt under andra kvartalet. Här talar dock flera faktorer för att vändningen inte ligger så långt borta. Stigande priser på andrahandsmarknaden stimulerar byggandet och nivån på bostadsbyggandet är nedpressat sedan lång tid, inte minst mot bakgrund av en relativt snabb befolkningstillväxt. Vi räknar därför med bostadsbyggandet börjar öka igen i början på 2010.

Anpassningen när det gäller byggandet av kommersiella lokaler ligger i högre grad framför oss. Vakansgraderna ökar för de flesta typer av lokaler samtidigt som många högt belånade fastighetsbolag så småningom kommer att känna av räntehöjningarna.

Fasta bruttoinvesteringar

Procentuell förändring (2008, miljarder kronor)

	2008	2009	2010	2011
Offentliga	96	8	6	3
Bostäder	98	-21	6	14
Näringslivet	421	-18	-4	4
Totalt	615	-14	0	5

Källa: SCB, SEB

Lagerhållningen i procent av BNP börjar närma sig nivåerna före krisen. Det är troligt att anpassningen avslutas det närmaste året och att lagerförändringar därefter ger ett positivt bidrag till tillväxten motsvarande 0,7 procentenheter 2010 och 0,2 procentenheter 2011.

Låga investeringar

Bruttoinvesteringar, procent av BNP

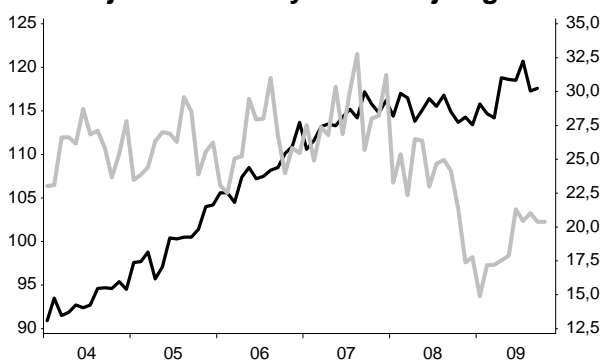


Källa: SCB, SEB

Hygglig konsumtionsökning

Hushållens konsumtion har minskat i snabb takt under det senaste året. Stigande inkomster har gått till ökat sparande då oro för arbetslöshet dominerat utsikterna. Detaljhandel och nybilsregistreringar vände uppåt i säsongsrensade termer under andra kvartalet men planade ut under tredje kvartalet i år. I säsongsrensade termer bidrog dessa poster till att den totala privata konsumtionen planade ut från och med andra kvartalet.

Detaljhandel och nybilsförsäljning ökar



— Detaljhandel, index (vä axel)
— Nybilsförsäljning, 1000-tal (hö axel)

Källa: SCB, SEB

Flera faktorer talar för en positiv utveckling av den privata konsumtionen. Expansiv finanspolitik gör att inkomsterna fortsätter att stiga och bidraget till disponibelinkomsten beräknas bli ca 1 procent per år under 2009 till 2011. Riksbankens räntesänkningar har därtill pressat ned hushållens räntebetalningar till rekordlåg nivå. För en ökad konsumtion talar också att sparat under 2009 stigit till den högsta nivån sedan 1950-talet. Fortsatt svag arbetsmarknad bidrar dock till att dämpa återhämtningen i konsumtionen.

Hushållens inkomster och konsumtion

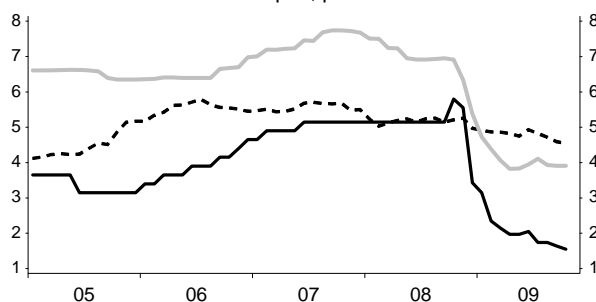
Procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
Konsumtion	-0,2	-1,2	2,5	2,5
Inkomster	3,6	1,0	0,8	2,9
Sparkvot, % av inkomst	12,1	13,9	12,5	12,8

Källa: SCB, SEB

Bolåneräntor

Kort löptid, procent



--- USA, Freddie Mac 1 år
— Storbritannien, standard, rörlig ränta
— Sverige, 3 månader

Källa: Reuters EcoWin

Högre huspriser, men risker på sikt

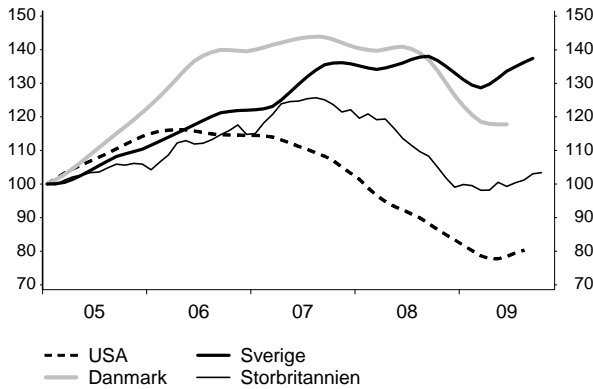
Rekordlåga räntor har medfört att huspriserna åter vänt upp under 2009. Sverige har således hittills kunnat undvika det större prisfall på bostäder som drabbat många länder. Kortsiktiga indikatorer tyder på att prisuppgången fortsätter en bit in i 2010. På **längre sikt** finns dock **uppenbara risker för att huspriserna åter faller tillbaka**:

- Husprisuppgången har drivits av extremt låga räntenivåer, som ligger långt under omvärldens genomsnitt. Hög andel rörliga lån och låg amorteringstakt förstärker också verkningsgraden av räntepolitiken. När Riksbanken så småningom börjar höja reporäntan kommer hushållens räntekostnader att stiga snabbt.
- Finansinspektionen har signalerat att de vill förlänga löptiden på bolåninstitutens obligationsstock. Det kommer att öka institutens finansieringskostnad, vilket med stor sannolikhet kommer att pressa

upp bostadsräntorna. Förändringarna i kapitalkvoter och utlåningsregler inom EU verkar i samma riktning.

Inget husprisfall i Sverige

Huspriser, index kv 1 2005 = 100



Tidpunkten för när ändringarna i bankernas regelverk beslutas är osäker men erfarenheten är att den här typen av åtgärder tar tid att genomföra. Regeländringar riskerar därför att bidra till att förstärka en nedgång i huspriserna.

Sysselsättningsfallet dämpas

De senaste månaderna har signalerna på arbetsmarknaden i huvudsak varit positiva. Antalet varsel har minskat kraftigt samtidigt som antalet lediga platser har ökat. Nedgången i sysselsättning under tredje kvartalet blev visserligen större än väntat, men detta

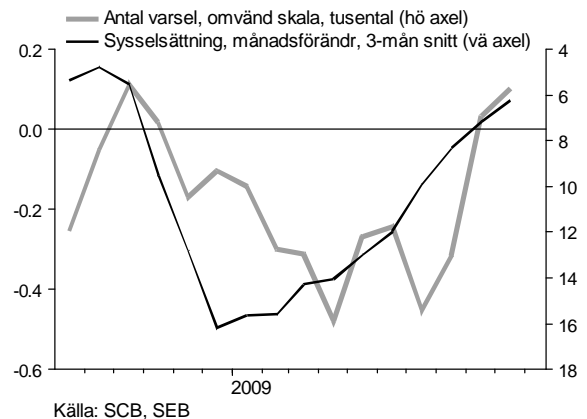
Förlorade industrijobb

Nedgången i sysselsättning har hittills nästan helt varit koncentrerad till industrin, med ett fall på närmare 100 000 eller 15 procent. Industrisysselsättningen har trendmässigt minskat under lång tid. Mönstret har varit att sysselsättningen fallit brant under lågkonjunkturer för att stabiliseras eller stiga svagt under uppgångar. Det är troligt att vi i viss grad kommer att se detta mönster upprepas genom att vissa typer av industrier återuppstår utomlands eller rationaliseras bort.

Samtidigt är det svårt att hävda att nedgången i sysselsättning avspeglar en minskad betydelse för industrin i svensk ekonomi. Innan krisens bröt ut hade industrin uppvisat en mycket stark utveckling under ett drygt decennium, med förstärkning av konkurrenssituationen i en rad branscher. Den nedåtgående trenden i sysselsättning beror till stor del på produktivitetsvinster och på att många funktioner som tidigare låg inom industriföretagen avknoppats till tjänsteföretag. Varuexportens stigande andel av BNP speglar att svensk ekonomi knappast blivit mindre beroende av en konkurrenskraftig industri.

På kort sikt är den relativa branschutvecklingen i hög grad beroende av hur cykliskt känsliga olika industri-

Sysselsättning och varsel



förklaras i hög grad av en kraftig nedgång i antalet sommarjobbade ungdomar. I september steg sysselsättningen kraftigt och vi räknar med en utplanning under fjärde kvartalet.

Arbetsmarknaden

Procentuell förändring

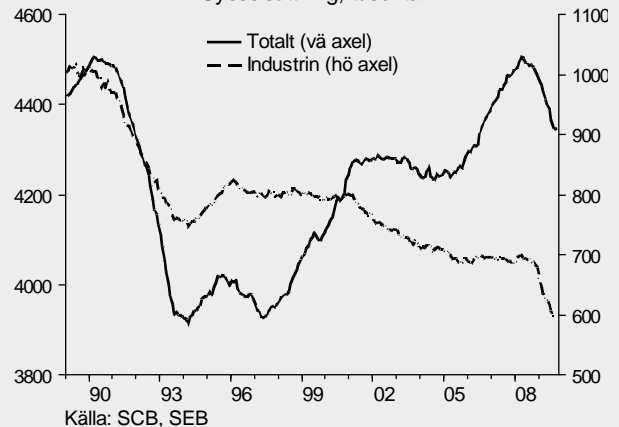
	2008	2009	2010	2011
Sysselsättning	1,1	-2,2	-1,5	0,3
Arbetslöshet	6,2	8,3	9,8	9,9
Arbetslöshet, gamla def.	4,6	6,5	7,5	7,6
Medelarbetstid	0,1	-1,0	1,2	0,1
Produktivitet, BNP	-1,4	-0,8	3,1	2,4

Källa: SCB, SEB

branscher är, men också på i vilken grad man på olika sätt har kunnat dra nytta av finanspolitiska satsningar, såväl på hemmaplan som internationellt. I ett längre perspektiv kommer strukturförändringar i svensk industri i hög grad att drivas av den tyngdpunktsförskjutning från Väst till Öst som nu sker i den globala ekonomin.

Industrisysselsättningen minskar

Sysselsättning, tusental



Avtalsrörelsen

2010 års stora avtalsrörelse kommer i hög grad att sätta sin prägel på löne- och inflationsmiljön.

Genomslaget på sikt beror på vilken avtalslängd parterna kan komma överens om. Avtalsrörelsen omfattar ca 550 avtal och 3,3 miljoner anställda.

Förhandlingarna kommer att ske i ett läge där den värsta krisfasen ser ut att vara över. Att **olika delar av ekonomin påverkats i så varierande grad skapar dock spänningar**. En nyckelfråga blir i vilken grad skillnader i faktiskt sysselsättningsläge kommer att slå igenom i branschmässiga skillnader i avtalsnivåer. Normalt skulle detta vara en naturlig konsekvens av arbetsmarknadsläget, men situationen kompliceras av att skillnader mellan olika sektorer i hög grad beror på hur de påverkas av kortsiktiga ekonomisk-politiska stimulanser.

Frågan om industrins löneledande roll ställs på sin spets, eftersom arbetsmarknadsläget åtminstone hittills varit klart svagast där. Om mindre konkurrensutsatta delar av ekonomin sluter avtal på betydligt högre nivåer än industrin kan spänningar byggas in i lönebildningen. En viktig fråga blir i vilken mån de extra kommunpengarna för 2010 pressar upp löneökningarna i offentlig sektor.

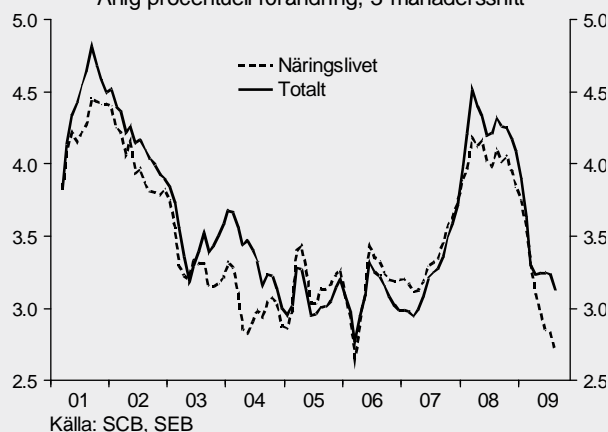
De första utspelen tyder på att arbetsmarknadens parter står längre ifrån varandra än vanligt. Industriefacken har deklarerat att man vill ha löneökningar på drygt 2,5 procent under nästa år medan arbetsgivar-

sidans organisationer antytt att de mot bakgrund av arbetsmarknadsläget är inriktade på nollavtal.

Vi tror att de **avtalade lönerna till slut hamnar runt 2 procent i snitt**, vilket kommer att ligga ganska nära OECD-genomsnittet. Det är troligt att det osäkra ekonomiska läget gör att parterna av försiktighetsskäl sluter **kortare avtal än den tre-årsnorm** som etablerats det senaste decenniet. Under rådande svaga arbetsmarknadsläge lär löneglidningen troligen hamna nära noll eller till och med bli negativ. Att löneökningstakten redan nu visar tydliga tecken på att avta talar i denna riktning. Sammantaget räknar vi med löneökningar något under 2 procent 2010 och 2011. En kort avtalsperiod kan innebära upptrisker för prognosen för 2011

Timlöner ökar långsammare

Årlig procentuell förändring, 3-månaderssnitt



Källa: SCB, SEB

Atalsrörelsen 2010

Avtal löper ut	Hur många omfattas?
31 mars	2 075 000
30 april	366 000
31 maj	123 000
30 juni	56 000
30 sept	321 000
31 dec	109 000

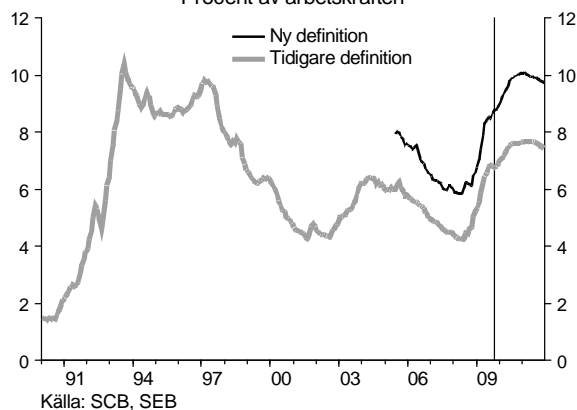
Källa: Medlingsinstitutet

Vilka grupper omfattas?

Kommunal sektor, industri, handel, bygg
Hotell & restaurang, handel, transport, bemanning
Industri, fastighet, städ
Flera olika grupper med avtal med Almega
Statligt anställda
Finansområdet, tidningsbud, sjöfart

Arbetslösheten vänder under 2010

Procent av arbetskraften



Källa: SCB, SEB

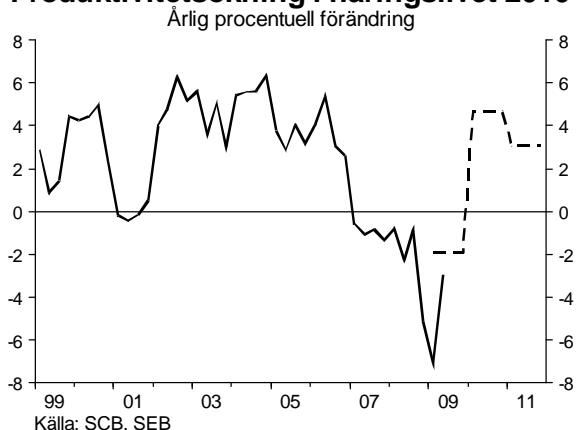
det historiska mönstret att arbetsmarknaden vänder med en fördröjning i förhållande till produktionen. Det låga kapacitetsutnyttjandet talar därtill för att förloppet i vändningen kommer att bli mer utdraget än vanligt.

Återhämtning i produktiviteten

Produktivitet och medelarbetstid är viktiga pusselbitar för inflations- och sysselsättningsutvecklingen framöver. Det är troligt att **cykliska krafter kommer att dominera produktivitetens mönster**. Givet att BNP återhämtar sig i linje med vår prognos, kommer produktiviteten med största sannolikhet att förbättras märkbart redan under 2010. Även medelarbetstiden uppvisar ett tydligt konjunkturmönster. Den faller

kraftigt i år medan vi förutspår en återhämtning 2010. Historiska mönster tyder på att uppgången i medelarbets-tid möjligen kan dröja lite längre, vilket signalerna en uppåtrisk för produktivetsprognosen.

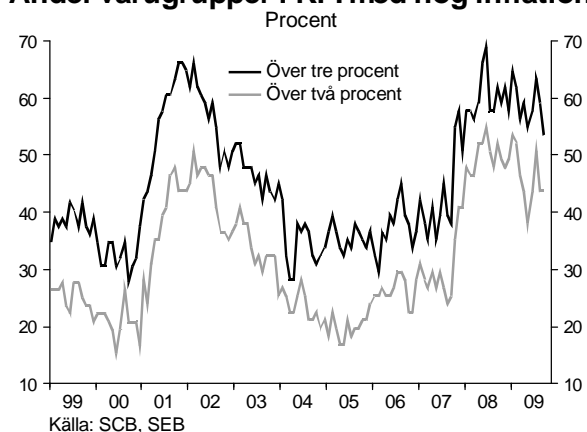
Produktivtetsökning i näringslivet 2010



Kärninflationen faller tillbaka

KPI-inflationen har uppvisat minustal sedan april månad; i hög grad en effekt av att räntenedgången medfört kraftigt fallande kostnader för egna hem. Mätt med KPIF, där ränteeffekter exkluderas, låg inflationstakten på 1,8 procent i oktober. Kärninflationen, där också priser på energi och livsmedel exkluderas, ligger så pass högt som på 2,4 procent, vilket är i närheten av de högstanivåer som registrerats under de senaste tio åren. Bakom detta ligger en kombination av stigande enhetsarbetskostnader till följd av kollapsen i produktiviteten och svag krona. Kärninflationen förblir troligen hög den närmaste tiden och riskerna ligger inom det närmaste halvåret snarast på uppsidan.

Andel varugrupper i KPI med hög inflation



På sikt kommer dock **kärninflationen att falla tillbaka**. När löneökningstakten saktar in och produktiviteten återhämtar sig kommer **enhetsarbetskostnaderna att dämpas dramatiskt**. Därtill kommer att effekterna av den tidigare kronförsvagningen klinga

av och ersätts av ett nedåtryck från starkare valuta. Dessutom kommer de internationella prisökningarna på konsumtionsvaror gradvis att avta. Resultatet blir att inflationen mätt med KPIF mot slutet av 2010 hamnar under Riksbankens mål. Mot slutet av prognosperioden vänder inflationen upp igen, men KPIF bedöms vara lägre än 2 procent även i slutet av 2011.

Lönekostnader i näringslivet

Procentuell förändring

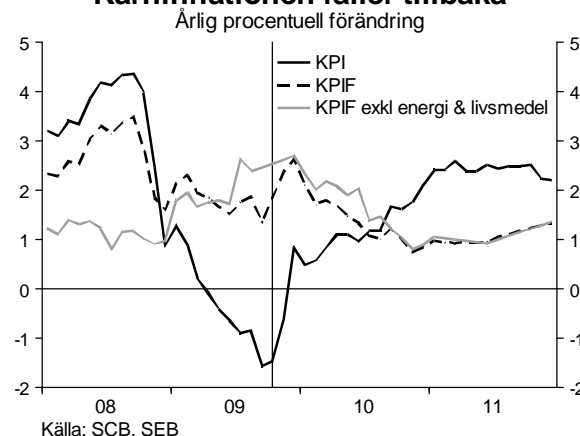
	2008	2009	2010	2011
Lönekostnader	3,0	2,7	1,5	2,4
Produktivitet	-2,3	-1,7	4,6	3,0
Enhetsarbetskostnader	5,5	4,5	-3,0	-0,6

Källa: SCB, Medlingsinstitutet, SEB

När räntehöjningsprocessen påbörjas kommer **KPI-inflationen att öka snabbare än KPIF**. I slutet av 2010 kommer KPI att överstiga 2 procent.

Livsmedelspriserna utgör en **nedåtrisk i prognosen**. Fallande producentpriser har slagit igenom i konsumentledet i de flesta europeiska länder. I Sverige har dock den svaga kronan bidragit till att priserna fortsatt att stiga, om än i betydligt långsammare takt. När kronan nu stärkts har livsmedelspriserna i import- och producentled börjat falla. Vår prognos utgår från att livsmedelspriserna blir oförändrade 2010, men riskerna på nedsidan överväger.

Kärninflationen faller tillbaka

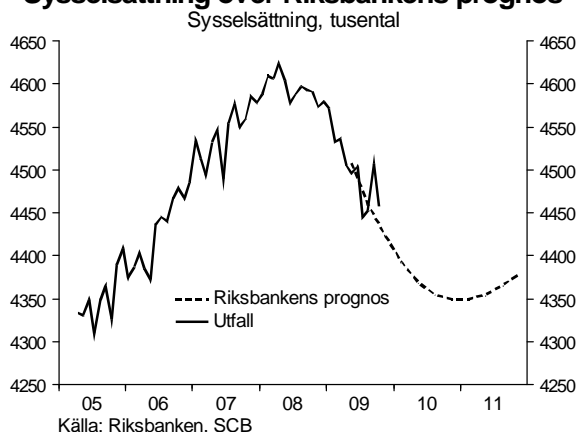


Räntehöjningar under våren

Trots relativt stora uppjusteringar av tillväxtprognosen för 2010 har Riksbanken hållit fast vid den reporäntebana som redovisades i juli och som implicerar att den första höjningen kommer i oktober nästa år. Riksbanken har i sin analys fokuserat på att det stora produktionsgapet kommer att pressa ned inflationen framöver. Tendensen har dock varit att **direktionen blivit alltmer oenig i synen på penningpolitiken**.

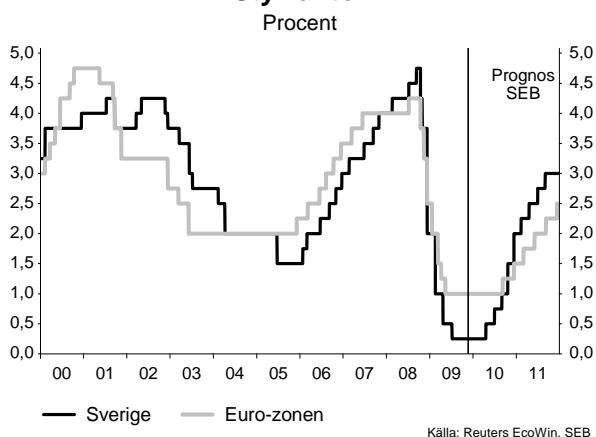
Vi tror att Riksbanken relativt snart kommer att behöva **justera sin syn på arbetsmarknaden i mer positiv riktning**, vilket på marginalen talar för en relativt tidig räntehöjning. Läget på husmarknaden analyseras ingående i den senaste penningpolitiska rapporten. Detta tyder på att man börjar oroas av utvecklingen, även om Riksbanken hittills avvisat tanken på att detta i sig självt skulle vara ett skäl för att påskynda räntehöjningarna. Istället har riksbankschefen betonat att även finanspolitiken, Finansinspektionen och affärsbankernas kreditgivning har ett ansvar när det gäller stabiliteten på bostadsmarknaden.

Sysselsättning över Riksbankens prognos



Vi håller fast vid vår tidigare prognos att Riksbanken kommer att **påbörja räntehöjningar i april** nästa år. Våra prognoser för produktionsgap och inflation talar dock emot aggressiva räntehöjningar. Vi räknar med att **reporäntan ligger på 2,0 procent i slutet av 2010 och 3,0 procent i slutet av 2011**. Penningpolitiken fortsätter med andra ord att vara expansiv under hela prognosperioden.

Styrräntor



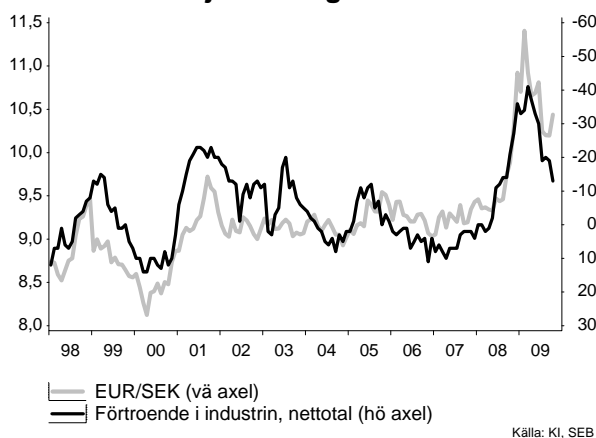
Oblighetsräntorna har fallit tillbaka en bit, efter en uppgång i början av året. På kort sikt ser vi inga starka drivkrafter för ränterörelser, utan räknar med **en liten rörelse uppåt i linje med de internationella räntorna**. Marginalen mot den tyska räntan beräknas därefter stiga svagt genom att Riksbanken påbörjar

räntehöjningar tidigare än ECB. Räntemarginalen till den tyska 10-åriga obligationen stiger från nära noll i dag till ca 20 räntepunkter i slutet av 2010.

Högre riskapitet – starkare krona

Kronan har stärkts med 10-15 procent från den svagaste punkten, mätt med TCW-index. Förstärkningen har varit kopplad till ökad framtidstro och riskapitet i världsekonomin. Stora handelsöverskott har således inte kunnat ändra på kronans tendens att vara en mycket konjunkturberoende valuta. Krisen i Baltikum fortsätter att utgöra ett osäkerhetsmoment för kronan, men riskerna för stora bakslag minskar i takt med att den internationella konjunkturen når fastare mark. Vi räknar med att **kronan stärks till 9,70 mot euron i slutet av 2010**. Detta motsvarar övre delen av det intervall som kronan rörde sig i innan krisen, vilket innebär **en fortsatt låg värdering av kronan**.

Kronan följer företagets framtidstro



Stabilare statsfinanser

De offentliga finanserna försämrades kraftigt 2009. Överskotten, som 2005-2008 uppgick till i genomsnitt 2,5 procent av BNP per år, vändes till ett underskott i finansiellt sparande på nära 2 procent som en följd av cykliska effekter och en aktiv finanspolitik. **Vår bedömning är underskotten planar ut på ca 2,5 procent av BNP 2010 och 2011**. Underskotten blir alltså förhållandevis små i ett internationellt perspektiv, vilket delvis beror på att Sverige gick in krisen väl rustat med stort överskott och låg skuldkvot.

Offentliga finanser

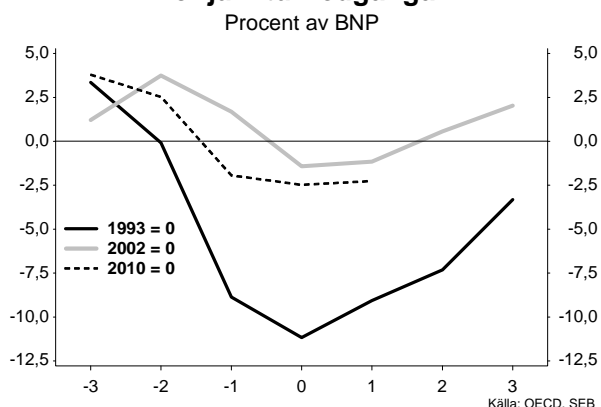
Procent av BNP

	2008	2009	2010	2011
Inkomster	52,7	51,4	50,2	49,9
Utgifter	50,2	53,3	52,8	52,3
Finansiellt sparande	2,5	-1,9	-2,5	-2,3
Offentlig skuld	38,0	41,1	41,5	41,9
Statsskuld	33,6	36,7	37,7	38,5
Statens lånebehov	-135	183	79	79

Källa: SCB, SEB.

Man kan också konstatera att den cykliska försvagningen av budgeten varit förhållandevis mild mot bakgrund av djupet i konjunkturedgången. Underskotten ligger långt ifrån 1990-talets nivåer och hamnar istället i paritet med den milda recessionen i början på 2000-talet.

Finansiellt sparande i offentlig sektor i tre konjunkturedgångar



Statens lånebehov blir i år ca 180 miljarder kronor. Mer än hälften beror på tillfälliga effekter för att stärka Riksbankens valutaserv samt för lån till andra länder. Exkluderas dessa effekter blir lånebehovet ca 70 miljarder kronor. Vi bedömer att lånebehovet 2010 och 2011 blir ca 80 miljarder kronor; en nedrevidering med ca 20 miljarder kronor 2009 och ca 50 miljarder kronor för 2010 och 2011 jämfört med föregående prognos. Det råder **dock stor osäkerhet bland prognosmakare** beträffande konjunkturläge, som delvis beror på när prognoserna publicerades, som **hur de offentliga finanserna påverkas**. Skillnader beror även på om prognoserna innehåller antaganden om framtida finanspolitik.

Prognos för statens lånebehov

Miljarder kronor

	2009	2010	2011
SEB (Nov)	183	79	79
Riksgäldskontoret (okt.)	179	64	40
Konjunkturinstitutet (aug.)	198	105	105
Ekonomistyrningsverket (sept.)	201	70	30
Finansdepartementet (sept.)	196	106	72

Källa: Riksgäldskontoret, KI, ESV, SEB

Finanspolitiska stimulanser också 2010

Budgetpropositionen för 2010 innehöll en kraftig finanspolitisk stimulans motsvarande nära 30 miljarder, eller knappt 1 procent av BNP. Inklusiv tidigare åtgärder räknar vi med att den finanspolitiska expansionen motsvarar närmare 1,5 procent av BNP. Åtgärderna är främst koncentrerade till sänkt inkomstskatt och extra pengar till kommunerna.

Med tio månader kvar till valet 2010 är utgången osäker. Marginalen mellan blocken är inte så stor, även om den röd-gröna sidan i nuläget har ett övertag. Oavsett om regeringen sitter kvar eller om en ny vänsterregering tillträder väntar vi oss en **svagt expansiv budget 2011**. I båda alternativen räknar vi med att **20 miljarder kronor i expansiv finanspolitik 2011**. Trots underskott kan dessa satsningar motiveras med stabiliseringspolitiska behov i kombination med att budgetläget ser något bättre. Under senare delen av nästa mandatperiod är det möjligt att konsolideringsåtgärder blir nödvändiga för att återställa det strukturella överskott som budgetmålet kräver.

Vi väntar oss en **klassisk vänster-höger debatt inför valet 2010 kring skatte-, bidrags- och strukturpolitik**. Oppositionen lär fortsätta sin kritik av ofinansierade skattesänkningar och ökade klyftor i samhället. S-kongressen i månadsskiftet oktober-november gav vissa indikationer på vad det största partiet kommer att driva i en vänsterregering: mer pengar till de sociala trygghetssystemen, mer pengar till kommunerna, ta bort fjärde steget i jobbskatteavdraget, något förändrad fastighetsskatt och återinförd förmögenhetsskatt.

Hur väl regeringen lyckas försvara sin politik för att minska utanförskap beror delvis på i vilken grad arbetsmarknadsläget stabiliseras. I en situation där försämringen fortsätter i oförminskad takt lär de ekonomiska argumenten bakom skattesänkningarna vara svåra att ta hem. Ändå är det svårt att se någon annan väg för regeringen än att fortsätta sin nuvarande politik med skattesänkningar för att öka arbetsutbudet. Det är också sannolikt att båda regeringsalternativen kommer att vara beredda på att skjuta till ytterligare medel till kommunsektorn. Inget regeringsalternativ har råd med att dra på sig kritik för att föra en politik som urholkar välfärden. Kommunerna kan därför bli valets tydliga vinnare.

Sannolikheten för att Sverigedemokraterna ska få en vågmästarroll har ökat. På kort sikt skulle detta otvivelaktigt innebära ökad osäkerhet avseende den ekonomiska politiken och därmed ge upphov till en ökad riskpremie när det gäller räntor och valutor. På lite längre sikt finns knappast några starka skäl till varför det inte skulle vara möjligt att skapa blocköverskridande regeringskoalitioner i Sverige på samma sätt som i de flesta andra västeuropeiska länder.

Kommunala balanskravet under omprövning?

De kommunala utgifterna motsvarar drygt 20 procent av BNP och finansieras till 70 procent av kommunsektorns egna skatter. Förra året ökade kommunernas skatteunderlag med ca 5 procent, men i år stannar ökningstakten vid 1 procent. Även de kommande åren hämmas de kommunala inkomsterna av svag utveckling av skattebasen. Efterfrågan på kommunala tjänster förändras däremot långsamt och påverkas främst av den demografiska utvecklingen.

Därmed sätts den **kommunala ekonomin under press**. De tillfälliga statliga tillskotten 2010 gör att sektorn som helhet inte behöver höja skatten. Vi räknar med att antalet sysselsatta finansierade med kommunala medel är oförändrade i år och ökar svagt 2010 och 2011. Utan förlängning av det statliga stödet 2011 krävs dock troligen betydande nedskärningar eller skattehöjningar. Vi räknar dock med att den kommunala sektorns förmåga att upprätthålla sysselsättning och service är en så viktig politisk fråga att **kommunerna kommer att tillföras ytterligare ca 5-10 miljarder kronor 2011**, eventuellt redan i 2010 års ekonomiska vårproposition.

Det kommunala balanskravet är en del av den offentliga sektorns finanspolitiska ramverk och innebär att kommuner och landsting minst ska ha en

“god ekonomisk hushållning” och balansera sina budgetar varje år.

Med en volatil inkomstkälla, och relativt stabil efterfrågan på kommunal verksamhet, kan balanskravet skapa problem. I lågkonjunktur måste kommuner och landsting med små marginaler spara för att klara balanskravet. I det omvända fallet har sektorn små incitament att spara överskott för framtiden eftersom balanskravet i stort sett är ett årligt krav. Därmed tenderar det årliga balanskravet att ge kommunerna en procyklisk roll i samhällsekonomin.

Att förändra balanskravet så att kommuner och landsting ges möjlighet att sätta av resurser i goda tider diskuteras nu. På så sätt kan den procykliska tendensen mildras samtidigt som sektorns ansvar för sin egen situation i praktiken ökar. Det är då viktigt att staten har möjlighet att övervaka regelverken så att de hålls. En alternativ väg att komma tillrätta med problemet skulle vara att införa en statligt reglerad utjämning av inkomster (statsbidrag och skatter) över tiden.

Svag återhämtning

- Hushållen återfår förtroende...
- ...men väljer att spara i hög grad
- Finanspolitiska stimulanser stödjer tillväxten

Dansk ekonomi håller på att böttna. Tecknen på en **stabilisering i den nedpressade privata konsumtionen** blir allt tydligare samtidigt som exportutsikterna ljusnat. Vi höjer därför BNP-prognoserna för de närmaste åren, men behåller bilden av en relativt trög konjunkturuppgång; **BNP ökar med måttliga 1,0 procent 2010 och 1,6 procent 2011**. Skälen är fortsatt svaga investeringar samt en relativt svag konsumtionsuppgång.

Danmark gled – som första EU-land - in i recession redan i slutet av 2007. Anpassningen på de tidigare överhettade bygg- och bostadsmarknader har sedan dess påtagligt dämpat konsumtion och investeringar. BNP-fallet under andra kvartalet i år var det djupaste hittills: minus 7,2 procent i årstakt och minus 2,6 procent kvartalsmässigt. BNP-tappet var något större än vi räknat med och vi skriver därför ned årets förväntade BNP-fall till 4,5 procent från tidigare prognos 4,0 procent.

Efter sommaren har **sentimentsindikatorerna** till **övervägande del fortsatt uppåt**. Det gäller särskilt för hushållen samt tjänstenäringarna. Men bilden är fortfarande ganska splittrad. Industrins inköpschefsindex ligger strax under expansionsgränsen 50 – svagare än i flesta andra länder. Byggsektorns nedgång har fortsatt och ligger nu på de lägsta nivåer som registrerats på minst ett decennium.

Exporten har varit fortsatt nedtryckt under hösten, med ett årligt fall på 21 procent i september, mätt i löpande priser. Ökad internationell efterfrågan bidrar nu gradvis till en successiv förbättring med start i vinter. Försvagad konkurrenskraft som en konsekvens av tidigare höga löneökningar utgör dock en broms.

Konsumtionsåterhämtningen är fortfarande i sin linda. Detaljhandels försäljning faller t ex fortfarande, med ca 5 procent i årstakt i september. Stärkt framtidstro bland hushållen tyder på bättre fart i handeln framöver. Hushållens reala disponibla inkomster fortsätter också att utvecklas hyggligt tack vare låg inflation och finanspolitisk stimulans. Men löneökningarna blir svaga och arbetslösheten, som gått upp från rekordlåga 1½ procent till över 4 procent på ett år, stiger ytterligare. **Bostadsmarknaden** utgör också ett **kvarstående osäkerhetsmoment**. De första tecknen på stabilisering i priser och försäljning kunde skönjas under tredje kvartalet, särskilt i storstäderna. Vi tror ändå att prisanpassningen fortsätter ett tag till. Hittills har nedgången i huspriserna uppgått till 16 procent sedan toppen andra kvartalet 2007 och vi

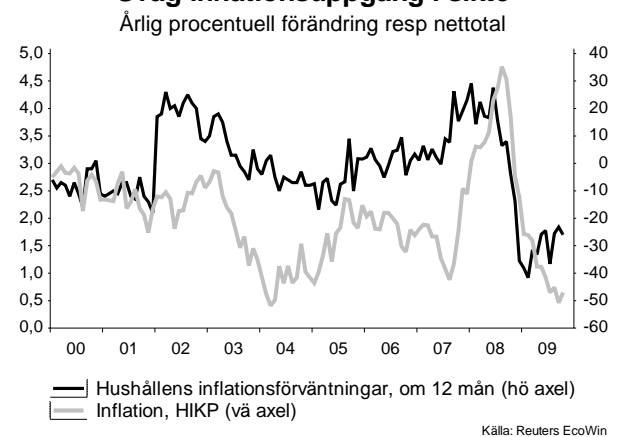
räknar med nedgången kulminerar vid ca 20 procent första halvåret 2010. Sammantaget talar allt för att konsumtionslyften framöver blir relativt svaga och att sparkvoten fortsätter att stiga även nästa år.

Konsumtionen repar sig gradvis



Inflationen har pendlat runt historiskt låga 1 procent i höst. En **gradvis inflationsuppgång** är att vänta de närmaste åren. Till en början drivs inflationen av högre energipriser, men efterhand också av ökad efterfrågan i ekonomin. KPI-inflationen stannar på 1,5 procent 2010 och modesta 1,8 procent 2011.

Svag inflationsuppgång i sikte



Den **finanspolitiska stimulansen väntas bli lika stor 2010** som 2009. Tyngdpunkten skiftar dock något; från skattelättnader till satsningar på infrastruktur. Låg statsskuld ger utrymme för fortsatt stimulans. Budgetunderskottet ökar dock markant mellan åren, från 2 till drygt 5 procent av BNP.

Centralbanken har under det senaste halvåret i flera små räntesänkingssteg återställt reporäntespreaden mot ECB-räntan till mer normala 0,25 procentenheter. Vår tro är Danmark **framöver helt skuggar ECB:s räntehöjningar** vilka inleds i slutet av 2010.

Starkare momentum

- Tillväxten tilltar – över trend
- Kärninflationen faller på kort sikt
- Gradvisa räntehöjningar
- Mindre expansiv finanspolitik framöver

Norsk ekonomi har stärkts ytterligare efter vändningen under andra kvartalet. Fastlands-BNP (exkl olja/gas och shipping) väntas växa något snabbare än trend 2010 and 2011. Huvudsakliga drivkrafter för omslaget har varit hushållens konsumtion stimulerad av låga räntor, offentlig konsumtion samt en hög investeringsnivå i oljesektorn. Ljusare utsikter för viktiga handelspartners gynnar därtill exporten exklusive olja nästa år. Däremot faller fortfarande fastlandsinvesteringar och bostadsbyggande. En snabb ökning av huspriserna talar dock för att vändningen i bostadsbyggandet kommer tidigare än väntat.

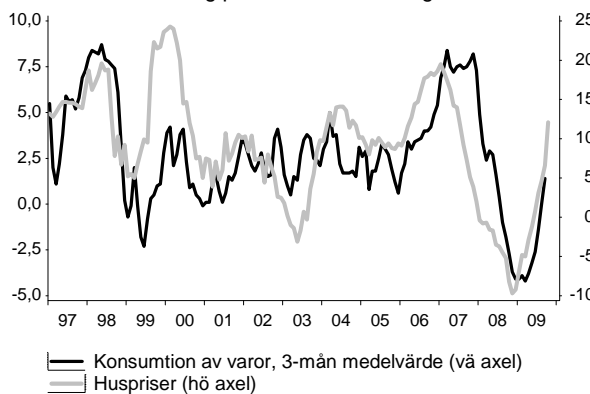
Vi räknar fortfarande med att fastlands-BNP faller med nästan 1 procent 2009, men vi har **reviderat upp tillväxten för 2010 till 2,8 procent och för 2011 till 3,0 procent**. För samlad BNP utgör investeringar i oljesektorn en nedåtrisk, trots den starka återhämtningen i oljepriset.

Stark konsumtion, höga huspriser

Nedgången i norsk ekonomi har blivit mycket mildare än i grannländerna. Fallet i BNP på 2,3 procent från toppen är hälften så stort som i Euro-zonen och t ex en tredjedel av Sveriges.

Konsumtion av varor och huspriser

Årlig procentuell förändring

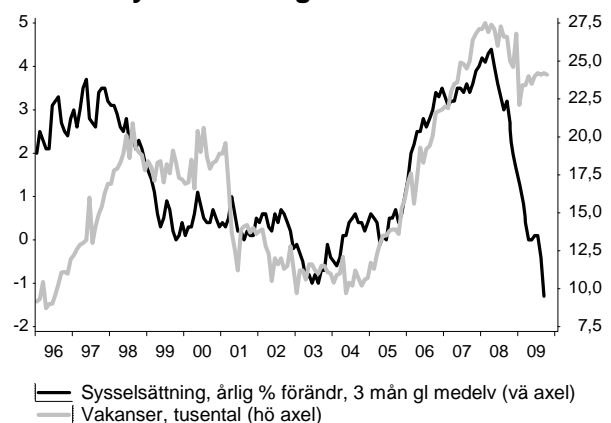


Efter den förvånansvärt tidiga vändningen andra kvartalet när fastlands-BNP steg med 0,3 procent jämfört med första, så har tillväxten accelererat över sommaren. Hushållens konsumtion har fortsatt uppåt. Den kvartalsvisa ökningen i varukonsumtionen steg till 1,8 procent från andra till tredje kvartalet. Vi räknar med att konsumtionen fortsätter att stärkas eftersom uppgången stöds av flera fundamentala faktorer.

Hushållens disponibla inkomster gynnas av stora reallöneökningar och kraftigt sänkt ränta medan sparkvoten troligen kommer att korrigeras nedåt efter en kraftig ökning sedan tidigt i 2008. Ränteläget bidrar också till stigande huspriser. Vändningen på husmarknaden kom redan i november 2008 och den årliga ökningstakten låg i oktober på 12 procent. Priserna ligger nu på rekord; 3 procent över toppen från 2007. Det är därför inte svårt att förstå centralbankschefens synpunkt att huspriserna har "stigit mycket och troligen för mycket".

Arbetslösheten har legat runt 3,0-3,2 procent enligt arbetskraftsundersökningen (AKU). Det innebär en uppgång på mindre än 1 procentenhet sedan våren 2008, då den lägsta noteringen uppmättes sedan mitten av 1980-talet. Fram till halvårsskiftet 2009 berodde ökningen främst på stigande arbetsutbud, medan sysselsättningen stått emot produktionsnedgången förvånansvärt bra.

Sysselsättning och vakanser



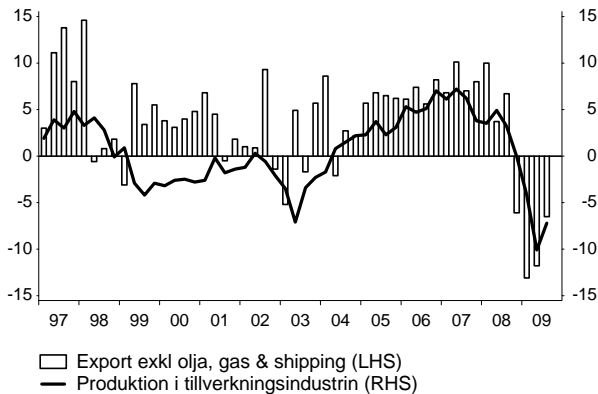
Tredje kvartalet noterades dock ett plötsligt skifte, då sysselsättningen föll med 0,9 procent på kvartalsbasis och 1,3 procent på årsbasis; den skarpaste nedgången på 19 år. En orsak kan vara att företag tidigare i alltför hög grad behållit personal i väntan på en återhämtning. Ändå finns det skäl att fråga sig om inte AKU-mätningen överdriver nedgången. Speciellt är den rapporterade nedgången i sysselsättning i offentlig sektor och i detaljhandeln svår att förstå mot bakgrund av annan tillgänglig information. Mot en tvär nedgång i sysselsättningen talar också att antalet nyanmälda lediga platser har stabiliserats och att antalet kvarstående lediga platser är i paritet med 2007, då sysselsättningen växte i god takt.

Återhämtningen i sysselsättningen väntas bli långsam framöver. Företagen måste återställa produktiviteten, vilket innebär att fördröjningen mellan BNP och sysselsättning blir större än vanligt. Först under 2010 börjar antalet jobb att öka. Arbetslösheten stiger därmed från 3,2 procent i år till 3,7 procent 2010.

Exporten stiger, industrin pressad

Vändningen i exporten av traditionella varor (dvs exklusive olja, gas och shipping) har kommit tidigare än väntat. Efter en stabilisering under andra kvartalet noterades en stark volymtillväxt på 6,2 procent under tredje kvartalet, enligt utrikeshandelsstatistiken.

Export och produktion i tillverkningsindustrin
Årlig procentuell förändring



Källa: SSB

Förbättrad export har bidragit till en stabilisering av industriproduktionen. Under tredje kvartalet noterades en viss ökning, men det är för tidigt att beskriva detta som en definitiv vändning. Industrins sentimentetsindikatorer har visserligen vänt uppåt, men ligger fortfarande på nivåer som är konsistenta med fallande produktion på årsbasis. Därtill är inköpschefsindex förvånansvärt nedpressat och signalerar kortfristigt fortfarande svag produktion.

Samtidigt ökar skillnaden mellan olika sektorer. Enligt SSB konjunkturbarometer har producenter av insatsvaror, som har stor exportandel, och producenter av konsumtionsvaror blivit lite mer optimistiska och förväntar sig en uppgång i efterfrågan och produktion. Däremot är stämningsslaget fortsatt negativt för producenter av investeringsvaror. Efter en stark expansion med en 48-procentig produktionstillväxt den senaste treårsperioden till och med hösten 2008 har produktionen stagnerat. Framtidsutsikterna grumlas främst av osäkerhet om hur investeringar inom oljesektorn kommer att utvecklas.

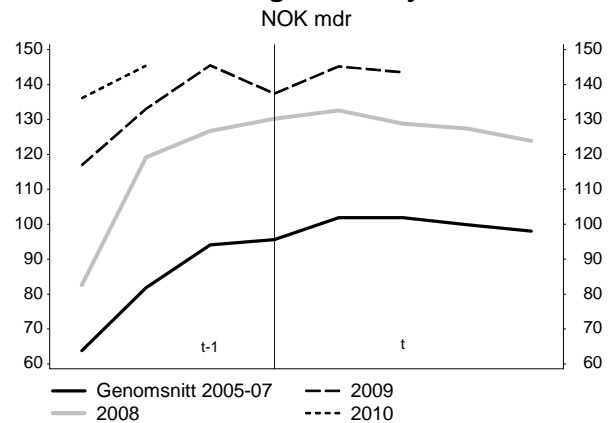
Osäkerhet om oljeinvesteringar

SSB:s investeringsenkät för tredje kvartalet baserad på rapporter från företag i oljesektorn (i augusti) var överraskande optimistisk. Enkäten pekar på en nominell investeringsökning på ca 10 procent 2010. En nyligen genomförd undersökning gjord av Oljeindustriens Landsforening (OLF) tyder däremot på att investeringarna kommer att falla 8,5 procent nästa år och 11 procent 2011 mätt i volym.

Eftersom enkäterna baseras på samma urval finns ingen bra förklaring till skillnaden. Möjligen bör OLF:s

prognos tas med en nypa salt då oljeindustrin för närvarande bedriver en intensiv lobbyverksamhet för att öppna upp nya fält i norra Norge för exploatering. Vi ser ändå skäl att revidera ner vår prognos och väntar en fallande investeringstakt i oljesektorn de kommande åren. Detta kommer att få en negativ effekt på fastlandsindustrin.

SSB: Investeringsenkät oljeindustrin



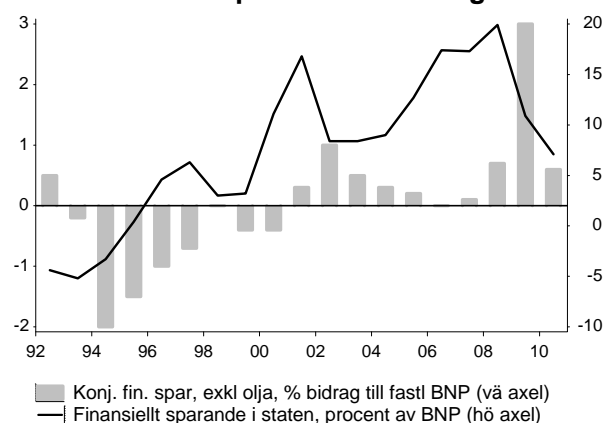
Källa: SSB

Finanspolitiken mindre expansiv

Den finanspolitiska expansionen fortsätter nästa år. Regeringens budget för 2010 bedöms ge en finanspolitisk stimulans motsvarande 0,6 procent av fastlands-BNP; dock klart lägre än den unikt starka stimulansdosen motsvarande 3 procent av BNP 2009.

Konjunktorella effekter försvagar nu de offentliga finanserna, men högre oljeinkomster gör att budgetöverskott (inklusive pensionsfonden) ändå blir så stort som 7,1 procent av BNP 2010. Norges finansiella situation är därmed unik. Regeringen använder dock alltmer av oljeinkomsterna. Exklusive oljeinkomster visar budgeten ett ökande underskott; från NOK 118 miljarder 2009 till NOK 154 miljarder 2010. Därmed minskar transfereringarna till Statens Pensjonsfond – Global med samma belopp (fonden uppgår i nuläget till något över 100 procent av BNP).

Effekt av finanspolitiken och budgetsaldo



Källa: Norska finansdepartementet

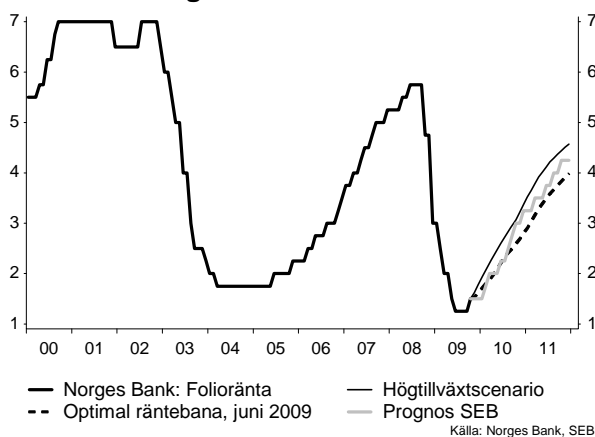
Norges Bank påbörjar normaliseringen

Norges Bank sänkte sin styrränta 450 punkter från hösten 2008 till juni 2009. Genom en höjning med 25 punkter till 1,50 procent i oktober har man nu börjat ta bort en del av stimulansen. Samtidigt höjde man sin optimala räntebana 50-60 punkter för de kommande två åren och med något mindre därefter. Den optimala banan ligger nu på 2,75 procent vid slutet av 2010. De flesta av de extraordinära likviditetsstärkande åtgärderna riktade mot banksektorn har därtill dragits tillbaka. Lån i norska kronor med långa löptider har inte tillhandahållits sedan februari och Norges Bank har upphört med att erbjuda likviditet genom valutaswappar i utländsk valuta. Swapfaciliteten för säkerställda obligationer kommer att avslutas i december.

Förändringen i penningpolitiken genomfördes trots att inflationsutsikterna pekar på att det medelsiktiga målet om en kärninflation på 2,5 procent kommer att underskridas fram till mitten av 2012. Eftersläpande effekter av NOK-apprecieringen sedan mitten av 2009 ger en påtaglig inbromsning av kärninflationen från nuvarande nivå på ca 2 procent till en bottennivå under andra kvartalet på 1,5 procent.

Norges Bank motiverade istället sitt beslut med att såväl tillväxt som inflation överraskat på uppsidan, samtidigt som arbetslösheten varit ”betydligt lägre” än förväntat. Man hänvisade också till förbättrade utsikter för den internationella ekonomin och man har också omprövat sin syn på lediga resurser i ekonomin. Det uppskattade BNP-gapet 2010 reviderades ner från -1,5 till -0,5 procent, trots att den faktiska BNP-prognosen inte ändrades nämnvärt.

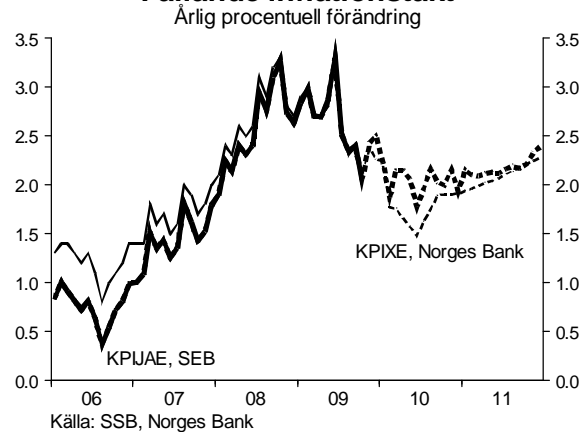
Norges Banks räntebana



I denna miljö anser man inte att styrräntor på extraordinärt låga nivåer längre är nödvändigt och aviserar ytterligare räntehöjningar framöver. Samtidigt betonar Norges Bank att styrräntan kommer att ökas i mindre omfattning eller långsammare om den norska kronan apprecierar ”väsentligt” mer än förväntat, med för låg inflation som resultat.

Vår slutsats är att det är troligt att **Norges Bank kommer att höja räntan i något snabbare takt än man aviserat**. Vår prognos för den reala ekonomin är i stort sett densamma som Norges Bank. På inflations-sidan delar vi synen på en nedåtgående trend i kärninflation. Historien visar också att Norges Bank normalt tenderar att gradvis revidera upp räntebanan i faser av konjunkturåterhämtning. Man kan också notera att penningpolitiken förblir expansiv genom hela 2010. Med Norges Banks antaganden om räntebana och kärninflation blir realräntan lägre än den var i samma position i förra räntehöjningscykeln. Sammantaget talar dessa faktorer för att **Norges Bank höjer till 3,25 procent mot slutet av 2010**, istället för 2,75 som ligger i den optimala banan i den penningpolitiska rapporten från oktober.

Fallande inflationstakt



Ljusglimtar efter exportras

- Arbetslösheten planar ut tidigare än väntat
- Löneökningarna och inflationen växlar ned
- Stora budgetunderskott

Trots **bra utgångsläge** med såväl bytesbalans- som budgetöverskott har finska ekonomin drabbats hårdare än de flesta länder av den globala recessionen. Den exportberoende industrin, som varit tillväxtmotor de senaste tio åren, tvärstannade när kreditkrisen och globala inbromsningen slog till. BNP föll med 8 procent på årsbasis första halvåret.



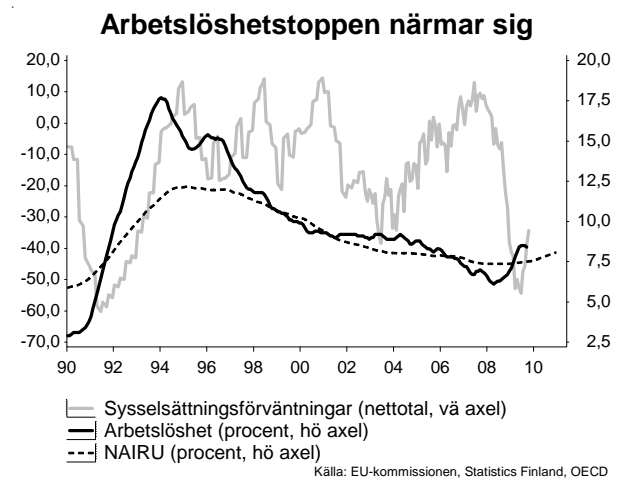
Signalerna om en ljusning börjar dock bli tydligare. Konsumentförtroendet, som bottnade i slutet på 2008, är snart tillbaka på samma nivå som före krisen. Företagsindikatorer är också på väg upp om än i långsammare takt. Vi räknar med att tillväxten, i likhet med i många andra länder, vänder upp tredje kvartalet i år. BNP-tillväxten **hamnar på -6,4 procent i år**, och BNP stiger sedan med 1,5 procent 2010 och 2,2 procent 2011 – i linje med snittet i Euro-zonen 2010-2011.

Tillväxtprofilen beror främst på **stora omslag i exporten**. Exporten faller med hela 25 procent i år (största fallet i Euro-zonen) men stiger igen med 4 procent nästa år. Ofördelaktig produktmix och eurons appreciering gentemot viktiga handelspartners (70 procent av exporten går utanför Euro-zonen) förklarar exportrasen. Därtill står skogsindustrin inför en strukturell omställning/nedskärning som har att göra med lägre global efterfrågan och flytt av produktionen till lågkostnadsregioner som Asien och Latinamerika. Även verkstadsindustri inriktad på högteknologiska produkter till pappers- och skogsindustrin påverkas.

Den inhemska efterfrågan förblir relativt svag, trots en expansiv finanspolitik. Konsumtionen minskar med 2,5 procent i år men stiger med 1 procent 2010. **Investeringarna utvecklas svagt både i år och**

nästa år; minskar med ca 10 procent i år, ökar endast marginellt 2010.

Arbetslösheten, som bottnade på strax över 6 procent i april i fjol, har stigit snabbt i år men backade oväntat tillbaka till 8,4 procent i september (8,5 i augusti). Nedgången är dock tillfällig och arbetslösheten klättrar vidare uppåt en bra bit in på 2010. Som genomsnitt hamnar den på 9,1 procent nästa år, 8,6 procent 2011.



Uppgången i arbetslösheten så här långt dämpar löneanspråken, och vi spår att löneökningarna växlar ned från ca 3,5 procent i år (över 4 procent första halvåret) till 3 procent 2010 och 2 procent 2011. HIKP-inflationen (1,1 procent i september) hamnar på 1,6 procent i år och ca 1,5 procent både 2010 och 2011. Att inflationstakten inte faller mer beror på den snabba ökningen i enhetsarbetskostnaden i år (ca 8 procent). Momssänkningen på mat den 1 oktober på 5 procentenheter ger visserligen ett negativt inflationsbidrag, men neutraliseras av högre alkohol- och tobaksskatt.

Tack vare det goda utgångsläget i offentliga finanser innan krisen bröt ut har regeringen kunnat möta konjunkturedgången med en aktiv finanspolitik. Stimulansåtgärderna motsvarar ca 1,5 procent av BNP i år och ytterligare 1 procent 2010, med tonvikt på inkomstskattesänkningar. Uppgången i hushållssparandet hittills i år – i hög grad ett försiktighetssparande p g a den svaga konjunktoren – talar dock för att **stimulanseffekten än så länge varit begränsad**. Kombinationen av stimulansåtgärder och cykliska effekter, bl a en tydlig nedgång i bolagsskatteintäkter, sätter en tydlig prägel på offentliga finanserna. Fjollårets budgetöverskott på 4,5 procent av BNP minskar till ett **underskott på 3 procent i år och 4,4 procent 2010**. Statsskulden är dock låg i ett internationellt perspektiv, men stiger från 34,1 procent av BNP i fjol till över 50 procent 2011.

Nordiska nyckeldata

Nordic Outlook - November 2009

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr DKK	2008	2009	2010	2011
BNP	1.734	-1,0	-4,5	1,0	1,6
Privat konsumtion	851	-0,1	-4,0	1,5	1,7
Offentlig konsumtion	463	1,5	2,1	1,3	1,3
Bruttoinvesteringar	366	-4,5	-13,0	-4,0	2,5
Lagerinvesteringar		0,2	-1,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	951	2,1	-10,5	2,5	4,0
Import	911	3,2	-12,0	1,3	4,3
Arbetslöshet (%)		1,8	4,0	6,5	6,0
KPI, harmoniserat		3,6	1,1	1,5	1,8
Timplöneökningar		4,4	3,2	2,8	2,8
Bytesbalans, % av BNP		2,2	1,5	1,7	2,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		3,6	-2,0	-5,1	-4,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		33,0	34,0	36,0	36,0

FINANSIELLA PROGNOSE

	19-nov	dec-09	jun-10	dec-10	jun-11	dec-11
Reporänta	1,00	1,25	1,25	1,75	2,25	2,75
10-års ränta	3,60	3,60	3,65	3,70	3,70	3,80
10-års räntedifferens mot Tyskland	34	30	20	15	10	10
USD/DKK	4,99	4,97	4,81	4,97	5,14	5,52
EUR/DKK	7,44	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

NORGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr NOK	2008	2009	2010	2011
BNP	2.275	2,1	-1,0	2,2	2,8
BNP (Fastlandet)	1.720	2,6	-0,9	2,8	3,0
Privat konsumtion	948	1,4	-0,1	4,2	3,4
Offentlig konsumtion	443	3,8	5,7	3,7	2,6
Bruttoinvesteringar	478	3,9	-5,2	0,0	5,0
Lagerinvesteringar		0,7	-1,3	0,3	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.042	1,4	-6,5	1,5	2,6
Import	687	4,4	-10,8	4,6	4,7
Arbetslöshet (%)		2,6	3,2	3,7	3,5
KPI		3,8	2,1	2,2	2,2
KPI-JAE		2,6	2,6	2,0	2,2
Årslöneökningar		6,0	4,0	3,5	3,7

FINANSIELLA PROGNOSE

	19-nov	dec-09	jun-10	dec-10	jun-11	dec-11
Folioränta	1,50	1,50	2,25	3,25	3,75	4,25
10-års ränta	4,08	4,10	4,20	4,25	4,25	4,35
10-års räntedifferens mot Tyskland	82	80	75	70	65	65
USD/NOK	5,64	5,53	5,23	5,33	5,52	5,93
EUR/NOK	8,41	8,30	8,10	8,00	8,00	8,00

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr SEK	2008	2009	2010	2011
BNP	3.156	-0,2	-4,3	2,8	2,8
BNP, dagkorrigerat		-0,5	-4,2	2,5	2,8
Privat konsumtion	1.467	-0,2	-1,2	2,5	2,5
Offentlig konsumtion	834	1,5	1,5	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	616	2,7	-14,0	0,0	5,0
Lagerinvesteringar	5	-0,6	-1,4	0,7	0,2
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.710	1,8	-13,3	7,4	6,9
Import	1.477	3,0	-15,1	7,5	7,6
Arbetslöshet, (%)		4,6	6,5	7,5	7,6
Arbetslöshet, (%) (EU-definition)		6,2	8,3	9,8	9,9
Sysselsättning		1,1	-2,2	-1,5	0,3
Industriproduktion		-3,8	-19,0	4,0	7,0
KPI		3,4	-0,3	1,2	2,4
KPIF		2,7	1,9	1,3	1,1
Timlöneökningar		4,3	3,3	1,9	2,3
Hushållens sparkvot (%)		12,1	13,9	12,5	12,8
Real disponibel inkomst		3,6	1,0	0,8	2,9
Handelsbalans, % av BNP		4,0	4,0	3,3	2,5
Bytesbalans, % av BNP		8,2	7,5	6,0	5,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-135	183	79	79
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		2,5	-1,9	-2,5	-2,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		38	41	42	41

FINANSIELLA PROGNOSE

	19-nov	dec-09	jun-10	dec-10	jun-11	dec-11
Reporänta	0,25	0,25	0,50	2,00	2,50	3,00
3-månaders ränta, STIBOR	0,48	0,48	0,85	2,40	2,90	3,40
10-års ränta	3,27	3,30	3,60	3,75	3,85	4,00
10-års räntedifferens mot Tyskland	1	0	15	20	25	30
USD/SEK	6,89	6,80	6,29	6,47	6,55	6,89
EUR/SEK	10,28	10,20	9,75	9,70	9,50	9,30
TCW	134,8	133,6	127,1	127,5	126,2	124,9

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr EUR	2008	2009	2010	2011
BNP	186	0,7	-6,4	1,5	2,2
Privat konsumtion	96	1,6	-2,4	1,0	1,3
Offentlig konsumtion	41	1,4	1,6	1,4	1,4
Bruttoinvesteringar	38	1,1	-10,3	2,1	4,1
Lagerinvesteringar		-0,3	-0,1	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	82	-0,7	-25,2	4,1	5,2
Import	76	-0,3	-23,0	3,9	4,8
Arbetslöshet (%)		6,4	8,2	9,1	8,6
KPI, harmoniserat		3,9	1,6	1,5	1,5
Timlöneökningar		5,6	3,0	2,1	2,3
Bytesbalans, % av BNP		2,4	1,4	1,5	1,6
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		4,5	-3,0	-4,4	-3,9
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		34,1	41,3	47,4	51,1

Internationella nyckeldata

Nordic Outlook - November 2009

EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr EUR	2008	2009	2010	2011
BNP	9.274	0,6	-3,9	1,8	2,1
Privat konsumtion	5.236	0,3	-1,0	0,3	0,9
Offentlig konsumtion	1.887	2,1	2,8	1,7	1,8
Bruttoinvesteringar	2.016	-0,6	-10,9	2,5	4,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,1	-0,2	0,0	0,0
Export	3.871	1,0	-16,1	4,2	4,7
Import	3.782	1,0	-14,1	2,3	4,0
Arbetslöshet (%)		7,5	9,4	10,2	10,2
KPI		3,3	0,3	0,7	0,8
Hushållens sparkvot (%)		9,9	9,6	9,5	9,3

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr USD	2008	2009	2010	2011
BNP	14.347	0,4	-2,5	3,0	2,2
Privat konsumtion	10.010	-0,2	-0,6	1,3	1,3
Offentlig konsumtion	2.906	3,1	2,0	1,4	0,8
Bruttoinvesteringar	2.022	-5,1	-18,3	2,6	7,5
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)		-0,3	-0,7	1,1	0,1
Export	1.706	5,4	-10,8	6,5	6,0
Import	2.297	-3,2	-15,0	2,8	4,0
Arbetslöshet (%)		5,8	9,3	10,6	10,4
KPI		3,8	-0,3	1,3	0,4
Hushållens sparkvot (%)		2,6	3,9	4,5	6,0

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
BNP				
Storbritannien	0,6	-4,5	1,9	1,4
Japan	-0,7	-5,0	1,8	2,1
Tyskland	1,3	-4,8	1,9	2,1
Frankrike	0,3	-2,2	1,7	2,2
Italien	-1,0	-5,0	1,4	1,8
Inflation				
Storbritannien	3,6	2,1	2,1	1,3
Japan	1,4	-1,5	-0,5	0,8
Tyskland	2,8	0,3	1,0	1,2
Frankrike	3,2	0,3	1,1	1,3
Italien	3,5	0,6	1,4	1,4
Arbetslöshet, (%)				
Storbritannien	5,9	7,9	8,8	8,8
Japan	3,9	5,1	5,4	5,2
Tyskland	7,3	7,7	8,5	8,4
Frankrike	7,9	9,5	10,4	10,4
Italien	6,8	7,5	8,4	8,3

ÖSTEUROPA

	2008	2009	2010	2011
BNP , årlig procentuell förändring				
Estland	-3,6	-13,6	-0,3	4,0
Lettland	-4,6	-17,8	-3,0	4,0
Litauen	2,8	-15,5	-3,5	3,0
Polen	4,9	1,5	3,0	4,5
Ryssland	5,9	-7,7	4,1	5,5
Ukraina	2,1	-15,0	1,5	4,0
Inflation , årlig procentuell förändring				
Estland	10,4	-0,1	1,0	2,4
Lettland	15,3	3,6	-3,2	1,2
Litauen	11,1	5,0	2,0	2,5
Polen	4,2	3,4	2,5	2,7
Ryssland	14,1	11,9	9,0	8,0
Ukraina	25,2	16,3	12,0	9,0

FINANSIELLA PROGNOSE

		19-nov	dec-09	jun-10	dec-10	jun-11	dec-11
Officiella räntor							
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	0,50	1,50	2,50
Japan	Call money rate	0,10	0,10	0,10	0,10	0,50	0,50
Euro-zonen	Refiränta	1,00	1,00	1,00	1,50	2,00	2,50
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	0,50	0,75	1,50	2,50
Obligationsräntor							
USA	10 år	3,34	3,35	3,65	3,85	3,90	4,00
Japan	10 år	1,29	1,30	1,40	1,50	1,50	1,50
Tyskland	10 år	3,26	3,30	3,45	3,55	3,60	3,70
Storbritannien	10 år	3,66	3,70	4,05	4,20	4,30	4,50
Växelkurser							
USD/JPY		89	90	90	100	105	110
EUR/USD		1,49	1,50	1,55	1,50	1,45	1,35
EUR/JPY		133	135	140	150	152	149
GBP/USD		1,67	1,67	1,72	1,76	1,81	1,69
EUR/GBP		0,90	0,90	0,90	0,85	0,80	0,80

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring	2008	2009	2010	2011
BNP OECD	0,6	-3,5	2,3	2,4
BNP världen	3,1	-1,0	3,9	4,1
KPI OECD	3,5	0,1	0,8	0,9
Exportmarknad OECD	2,3	-13,1	5,3	5,5
Oljepris Brent (USD/fat)	97,2	62,0	75,0	80,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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

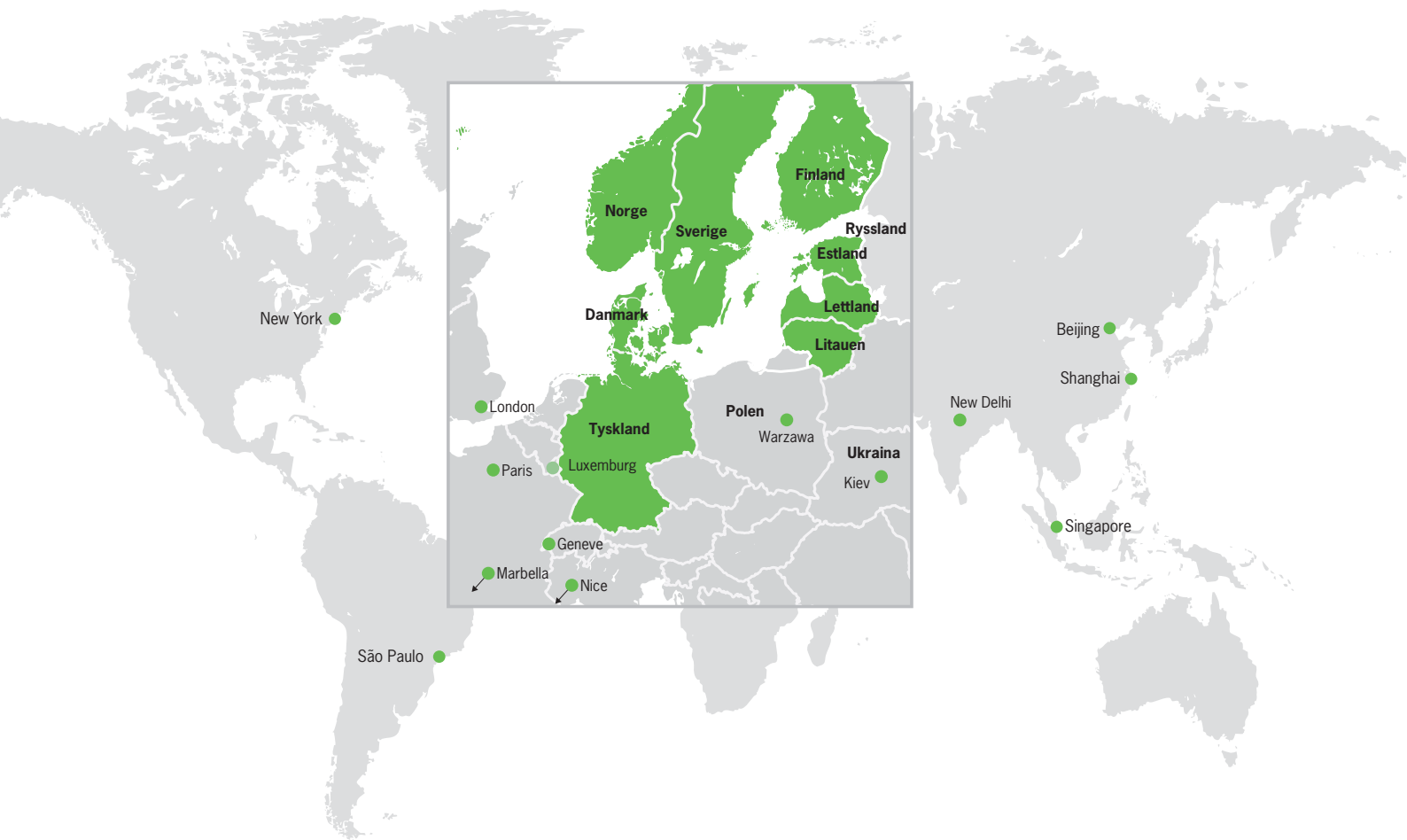
För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder gå in på www.seb.se/research. Här krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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

Tekniska krav

Merparten av vår analys publiceras i PDF-format (Portable Document Format).

Mjukvaran Adobe Acrobat, som kan läsa PDF-dokument, kan hämtas gratis från Adobes hemsida: www.adobe.com



SEB är en nordeuropeisk finansiell koncern som betjänar 400 000 företag, institutioner och 5 miljoner privatpersoner. SEB erbjuder universalbankstjänster i Sverige, Tyskland och de tre baltiska länderna Estland Lettland och Litauen. Banken har också lokal närvaro i övriga Norden, Polen, Ukraina och Ryssland, och har genom sitt internationella nätverk global närvaro i ledande finansiella centra. Den 30 juni 2009 uppgick koncernens balansomslutning till 2 374 miljarder kronor och förvaltad kapital till 1 267 miljarder kronor. Koncernen har cirka 20 500 anställda. Läs mer om SEB på www.sebgroup.com.

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

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

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