EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA SEPTEMBER 2009

Nordic Outlook

Räntehöjningar trots låg inflation
Sverige väl positionerat för återhämtning

SEB
Financially yours

Denna rapport publicerades den 1 september 2009.
Avstämningsdag för valuta- och räntenoteringar var den 28 augusti 2009.

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

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

Mattias Bruér, ekonom 8506
mattias.bruer@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 och Klaus Schrüfer, SEB Frankfurt/M.
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.

Innehållsförteckning

Internationell översikt	4
USA	13
Japan	18
Asien	19
Euro-zonen	20
Storbritannien	25
Östeuropa	26
Baltikum	27
Sverige	29
Danmark	37
Norge	38
Finland	41
Nordiska nyckeldata	42
Internationella nyckeldata	44

Fördjupningsrutor

Stabilare inflationsmiljö	8
Centralbankers målfunktion	9
Uppgången i råvarupriser tar paus	12
En upprepning av 2002?	15
Tyska valet: Merkel sitter kvar	21
Hur starkt är disinflationstrycket?	23
Möjliga effekter av svininfluensan	30
Svensk penningpolitik biter rejält	32
Livsmedelspriserna kan falla	34

Fastare mark under fötterna

- **Produktionsrekyl andra halvåret 2009**
- **Syrefattig återhämtning 2010-2011**
- **Inflationen förblir låg**
- **Policydilemma under uppsegling**

Tillståndet för världsekonomin har otvetydigt förbättrats det senaste halvåret efter ett extremt vinterhalvår med tillväxtkollaps och nära nog härdsmälta i kreditsystemet. **Den globala krispolitiken har gett snabbare och tydligare effekter än vi räknade med i våras.** En gradvis normalisering av de finansiella förhållandena med hjälp av bl a statliga garantier och riktat kapitalstöd har snabbt ökat riskvilligheten hos finansiella aktörer. Med minskade kreditspreadar och högre aktiekurser har även framtidstron hos hushåll och företag återvänt, trots svag arbetsmarknad och fortfarande magra orderböcker.

Förutsättningar har därmed skapats för en rekyl i den ekonomiska aktiviteten. **Recessionen är troligen över, men återhämtningen blir inte rätlinjig.** Avklingande stimulanseffekter från den expansiva politiken kommer inte fullt ut att kunna ersättas av en självbärande tillväxtkraft. Effekter av stigande arbetslöshet och lågt kapacitetsutnyttjande hämmar konsumtion och investeringar. Finansiella obalanser som har byggts upp under 2000-talet finns kvar och anpassningen av balansräkningar och skuldstockar fortsätter. Sammantaget leder detta till slutsatsen att **BNP-tillväxten i OECD-området fortsätter att ligga under trend** de närmaste åren. Därmed förblir **arbetsmarknaden svag och inflationen låg**.

Nya utmaningar för ekonomisk politik

Med denna makroekonomiska bild som utgångspunkt borde vägvalen i den ekonomiska politiken vara ganska enkla. Men utsikterna håller på att förändras. Hittills har krispolitiken kunnat koncentreras på att mildra skadeverkningar av den finansiella krisen. Alla medel har varit tillåtna för att motverka depressions- och deflationsrisker, även sådana som bär fröet till ett upprepande av de excesser som skapade den ekonomiska krisen och kreditkrisen. Framöver kommer den **ekonomiska politiken** att ställas inför den dubbla uppgiften att **säkerställa att vägen mot återhämtning fortsätter samtidigt som man måste motverka överdrivet risktagande** och uppkomsten av nya finansiella bubblor.

Vår slutsats är att centralbankerna kommer att betona bräckligheten i den ekonomiska situationen ytterligare en tid. Men avigsidorna med nollräntepolitiken blir gradvis allt tydligare. Med en systemrisk som nära nog normaliserats kan **centralbankerna stegvis dra tillbaka överskottslikviditet från banksystemet. Under loppet av 2010 kommer de att påbörja en serie räntehöjningar** för att undvika överdrivet risktagande och därmed uppkomsten av nya finansiella bubblor.

Räntehöjningar kommer alltså att ske i närvaro av låg tillväxt, lågt inflationstryck samt hög arbetslöshet. Detta blir en kommunikativ utmaning för centralbankerna, speciellt de som har explicita inflationsmål. De kommer troligen att betona att nollräntepolitiken utgjort en ”extraförsäkring” mot system-/tillväxtkollaps som nu kan plockas bort. Därtill tyder mycket på att vi nu står inför en period där **centralbankernas målfunktion**, mer eller mindre explicit, kommer att ändras i riktning mot att **i högre grad beakta risken för finansiella obalanser**. Att penningpolitiken är framåtblickande och styrs av prognoser flera år framåt i tiden underlättar också argumenten för räntehöjningar under 2010.

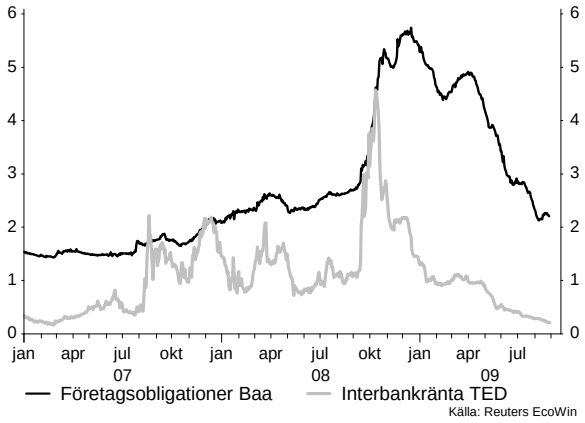
Vi räknar med att styrräntan i de flesta länder höjs till nivåer runt 2½ till 3 procent mot slutet av 2011, vilket således innebär en **fortsatt expansiv politik**.

Lättnad på global kreditmarknad

Normaliseringen på de finansiella marknaderna har fortsatt de senaste månaderna. Differensen mellan korta interbankräntor och statspapper är nu nere på nivåer från våren 2007. Statliga ingrepp för att stabilisera det finansiella systemet har således varit framgångsrika.

Mot normalisering på kreditmarknaden

USA, differens mot statspapper, procentenheter

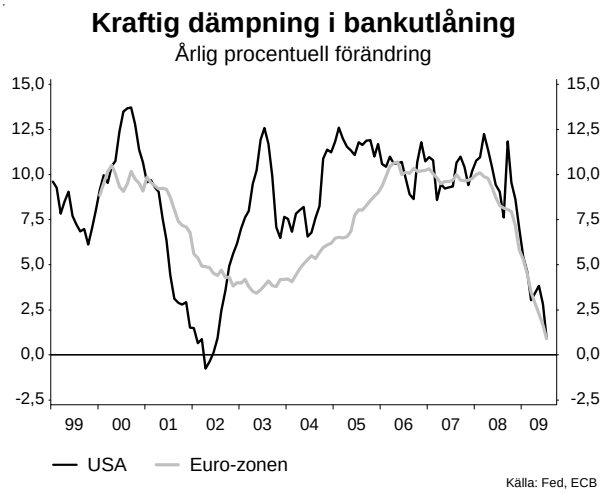


Källa: Reuters EcoWin

Större icke-finansiella företags kreditförsörjning har därtill förbättrats. Ljusare konjunkturutsikter, expansiv ekonomisk politik och statliga garantier till det finansiella systemet har återuppväckt investerares aptit och jakt på risk och avkastning. Därmed har företagen åter kunnat finansiera sig via den internationella certifikat- och obligationsmarknaden. Stora emissioner har noterats i Europa under första halvåret, trots bitvis höga kreditspreadar som pressat upp företagens finansieringskostnader. Ett fortsatt stort investerarin-

tresse har dock gradvis medverkat till att kreditspreadarna har fortsatt att sjunka påtagligt.

En bättre fungerande företagsobligationsmarknad påverkar också små- och medelstora företag. När många storföretag hittar egna finansieringskanaler minskar trycket på bankerna. Det skapar utrymme för bankutlåning till små och medelstora företag samt till hushåll.



Situationen i banksektorn är dock fortfarande ansträngd. Gapet mellan orealiserade och realiserade förluster å ena sidan och kapitaltillskotten å den andra är fortfarande stort. I efterdyningarna av krisen kommer också konkurser och realiserade kreditförluster att stiga och därmed pressa försvagade banksystem. Internationella organisationer som OECD och IMF fortsätter därför att utfärda skarpa uppmaningar om vikten av att rekapitaliseringen av banksektorn fortsätter. Bankernas utlåning fortsätter också att dämpas, även om det är svårt att avgöra i vilken grad detta beror på minskad muskelstyrka i banksystemet eller är en avspegling av svagare efterfrågan på krediter.

Ljusare konjunkturutsikter och ökad riskaptit skapar nu en situation där flera faktorer bidrar till en **förbättring av bankernas balansräkning:** 1) god intjäning med hjälp av bl a en brant avkastningskurva, 2) ökad omsättning på de finansiella marknaderna, 3) återvinning av värden i obligationsportföljerna, samt 4) privata och statliga kapitalinjektioner.

Processen tar dock tid och bankernas möjligheter att öka sin utlåning påverkas av andra faktorer än enbart ”reparationen” av balansräkningen. Framtida storlek på balansräkningen i förhållande till det egna kapitalet (leverage ratio) samt andra aspekter av exponeringar och risktagande blir viktiga, liksom utformningen av nya regelverk för den globala finansiella sektorns infrastruktur.

Vår slutsats är att den globala kreditmarknaden just nu är inne i en positiv spiral där en pånyttväckt värdepappersmarknad underlättar tillfrisknandet i banksystemet. Processen är dock mycket bräcklig och riskerna är stora för förnyade problem.

Återhämtning i två faser

Produktionsrekylen under andra halvåret 2009 är i flera viktiga avseenden en spegelbild av den förlamning och tillväxtkollaps som kreditkrisen gav upphov till. I takt med att risken för finansiell systemkollaps gradvis minskat och kreditrestriktionerna lättat ökar orderingång och produktion. Inom en rad industrisektorer har **efterfrågan från Asien och i synnerhet Kina bidragit till vändningen**. Nu sker också en gradvis återhämtning av efterfrågan inom OECD-området.

Lagerrörelser spelar en central roll i kortsiktsdynamiken. Förväntningar om prisfall och efterfrågekollaps bidrog till att företagen drastiskt drog ned sina lager, framför allt när det gäller insatsvaror. Detta gjorde produktionsnedgången extra dramatisk. När processen går mot sitt slut blir rekyleffekten på produktionen också stor. Det gäller inte bara lagerrörelser. Även många investeringsprojekt samt hushållens inköp av sällanköpsvaror har påverkats av krisdynamiken.

När kraften i denna första fas av återhämtningen ebbar ut finns **tydliga risker för bakslag**. Förutsättningarna för en snabb och varaktig uppgång och återgång till ett normalt läge är av flera skäl bräckliga:

- Såväl privat konsumtion som investeringar kommer under en lång tid att hämmas av krisens efterverkningar. Hög och stigande arbetslöshet, svag underliggande inkomstutveckling samt behov av konsolidering efter de senaste årens förmögenhetstapp och skulduppbyggnad kommer att göra hushållen försiktiga. Samtidigt väntas det extremt låga kapacitetsutnyttjandet i näringslivet för ganska lång tid hämma intresset för nyinvesteringar.

- Tillväxtimpulsen från den extrema ekonomiska politiken kommer att avta. Även om stora finanspolitiska stimulanser beslutats även för 2010 kommer tillväxtbidraget från finanspolitiken att slå om från starkt expansivt 2009 till neutralt eller svagt kontraktivt. Snabbt växande statsskulder gör det nästan omöjligt att besluta om ytterligare stora stimulanspaket (möjligen Kina undantaget).
- Även om läget på kreditmarknaden förbättrats kommer den strukturella anpassningen av bankernas, hushållens och företagens balansräkningar att fortsätta. Den globala kreditmarknaden upphör att fungera som broms för konjunkturen, men kommer långt ifrån att utgöra samma tillväxtmotor som före krisen.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

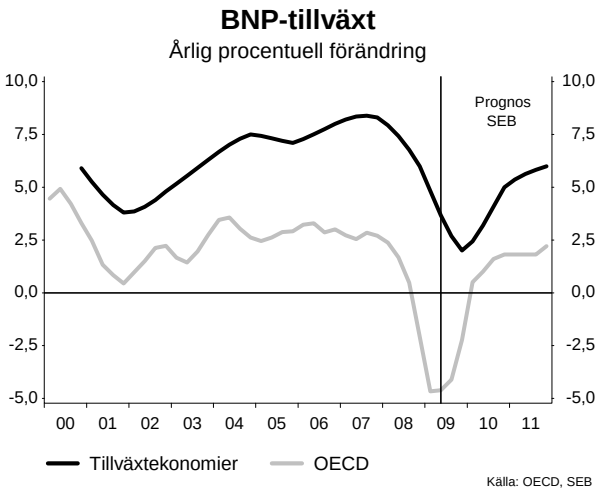
	2008	2009	2010	2011
USA	0,4	-2.5	1,8	2,3
Japan	-0,7	-5,6	1,5	1,9
Kina	9,0	8,0	8,0	8,0
Euro-zonen	0,6	-3,9	1,2	1,8
Storbritannien	0,7	-3,9	1,5	2,0
Sverige	-0,2	-5,0	2,0	2,6
Norge	2,1	-0,9	2,6	2,2
Danmark	-1,0	-4,0	0,3	1,3
Finland	0,7	-5,1	0,9	2,0
Norden	0,4	-3,6	1,5	2,1
Baltikum	-1,0	-15,6	-2,6	3,2
OECD	0,6	-3,9	1,3	1,9
Världen, PPP	3,1	-0,9	3,4	4,1
Världen, nom.	2,0	-1,6	2,7	3,4

Källa: OECD, SEB

Vi räknar med att **BNP i OECD-området minskar med nära 4 procent i år för att därefter stiga med drygt 1 procent 2010**. Det innebär en upprevidering med 0,7 procentenheter i år och hela 1,6 procentenheter 2010. Revideringsmönstret beror på att effekterna av rekylen under andra halvåret 2009 främst påverkar årsgenomsnittet för 2010. Även 2011 räknar vi med en tillväxt i OECD-området som ligger under den trendmässiga.

För 2010 räknar vi med att **tillväxtskillnaderna i OECD-området blir relativt små**, mätt som helårsgenomsnitt. Den senaste tidens signaler tyder på att länder med stort export- och industriberoende som t ex Japan och Tyskland på kort sikt tar tillbaka förlorad mark. Å andra sidan ligger den amerikanska ekonomin något före i cykeln när det gäller anpassning i bostadssektorn och på arbetsmarknaden.

Svackan i de snabbväxande **asiatiska länderna** verkar bli kort och grund, mycket tack vare Kina och dess enorma stimulanspaket. Starka fundamenta, mindre obalansproblem och allt större betydelse för den regionala handeln mildrade smittoeffekterna av den globala finanskrisen. Regionen kommer framöver att leda återhämtningen, även om spridningseffekterna till OECD-området inte blir så stora. Kina kan i viss mån ses som garant för att landet, med ytterligare stimulanspaket vid behov, får en tillväxt runt 8 procent.



De nordiska länderna har de närmaste åren möjlighet att dra fördel av starka balansräkningar i såväl privat som offentlig sektor. BNP-tillväxten blir därför något högre än i OECD-området i genomsnitt. Expansiv finanspolitik bidrar till att svackan i Norge blir mycket grund och att återhämtningen inleds relativt tidigt. Svensk BNP-tillväxt gynnas av den svaga kronan, cyklisk industri samt relativt gynnsamma förutsättningar för den privata konsumtionen. Den starka euron håller i viss mån tillbaka Finlands möjligheter att dra nytta av återhämtningen i industrikonjunkturen. Dansk ekonomi fortsätter att hämmas av efterverkningarna av bostadskrisen.

De baltiska ekonomierna är under hård press, med fortsatta lönesänkningar och deflationistisk utveckling. Trots ljusnande internationella utsikter har vi reviderat ned BNP-prognoserna för 2009, särskilt för Litauen. Detta beror delvis på en oväntat stram budgetpolitik. Först 2011 förutser vi svagt positiv BNP-tillväxt mätt som årsgenomsnitt.

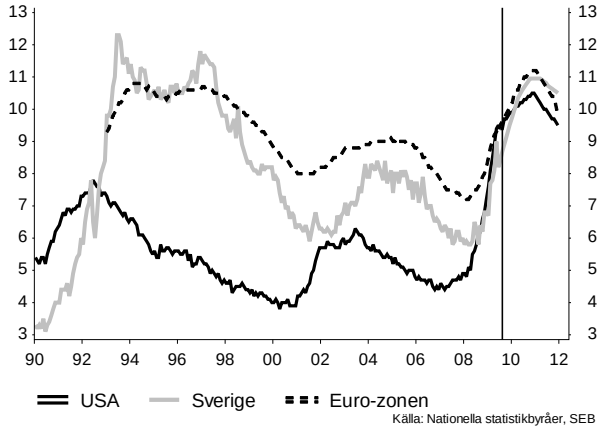
Vändningen på arbetsmarknaden dröjer

Arbetslösheten har ökat snabbt i spåren av den kraftiga konjunkturnedgången. I USA har arbetslösheten mer än fördubblats till 9½ procent. I Euro-zonen ligger arbetslösheten nu på ungefär samma nivå som i USA, efter att ha bottnat på runt 7 procent våren 2008.

Mönstret att uppgången i arbetslöshet varit ungefär hälften så stor som i USA gäller för flera europeiska länder. Att europeiska företag inte hunnit anpassa sysselsättningen återspeglas i en svag produktivitetsutveckling. I många fall rör det sig säkert också om en medveten strategi att behålla personal inför en, som man uppfattar det, ganska snar återhämtning.

Arbetslöshetstoppen i sikte

Procent

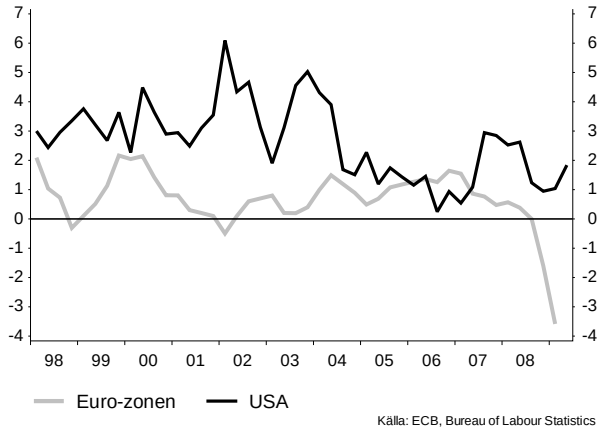


Källa: Nationella statistikbyråer, SEB

Företagsrapporterna från andra kvartalet vittnar om kostnadsbesparingar som indikerar att återhämtningen i produktivitet också påbörjats i Europa. Vi räknar därför med att **arbetslösheten fortsätter upp under minst ett år till** och att den kommer att klättra högre i Europa än i USA. Den fortsatt relativt låga aktivitetsnivån även 2011 innebär stora risker för att en del av den konjunkturella arbetslösheten övergår till att bli strukturell.

Stor skillnad i produktivitet

Årlig procentuell förändring



Källa: ECB, Bureau of Labour Statistics

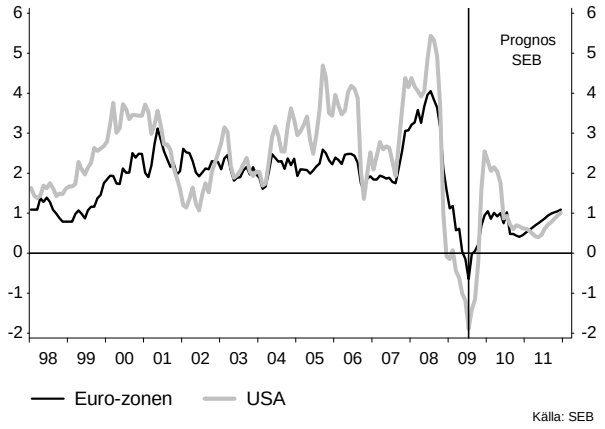
Varaktigt låg inflation

Inflationsnedgången det senaste året har varit dramatisk. För första gången på åtminstone 40 år ligger KPI-inflationen i OECD-området nu under nollstrecket. Effekten av tidigare energiprisfall är som störst under sommaren och en rekyl uppåt sker under hösten. Därefter faller **KPI-inflationen** åter tillbaka och ligger **de närmaste åren ganska långt under centralbankernas mål eller bekvämlighetszon** för prisstabilitet.

Nedgången i kärninflationen har varit måttlig. Nivån ligger i nuläget runt 1,5 procent i många länder. Den svaga produktivitetsutvecklingen har, framförallt i Västeuropa, bidragit till att hålla uppe kärninflationen. I länder som USA, Storbritannien och Sverige har försvagningen av valutan också spelat in.

Fallande konsumentpriser

KPI, årlig procentuell förändring

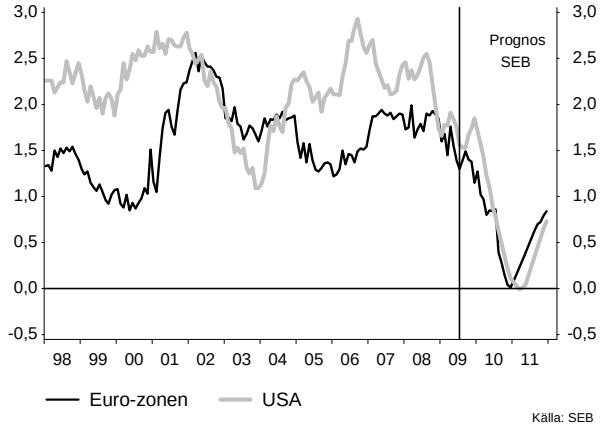


Källa: SEB

Det låga resursutnyttjandet pressar ned kärninflationen ytterligare framöver. I nuläget ser vi tydliga indikationer på detta. Producentpriser och löneökningar faller tillbaka snabbt. Löneökningstakten blir i de flesta OECD-länder den lägsta under efterkrigstiden. Efterhand som produktiviteten återhämtar sig dämpas också företagens kostnader. Under loppet av nästa år kommer kärninflationen att bottna på nivåer nära nollstrecket i de flesta länder.

Kärninflationen mot noll

Årlig procentuell förändring



Källa: SEB

Räntehöjningar påbörjas 2010

Vår analys av utsikterna för inflation och arbetsmarknad tyder på att penningpolitiken har gott om tid att påbörja vägen tillbaka mot mer normala räntenivåer. Den närmaste tiden tror vi därför att centralbankerna fortsätter att fokusera på krisens allvar och försöka övertyga marknaderna om att nollräntepolitiken består.

Men behoven att **utforma exitstrategier** kommer ganska snart att dominera bilden. Utmaningen blir att hitta en tidpunkt som varken äventyrar den ekonomiska återhämtningen eller riskerar att bygga upp nya finansiella obalanser. Såväl den japanska efterkrishanteringen på 1990-talet som räntepolitiken efter börs-/IT-boomen i början på 2000-talet kan tjäna som exempel på räntepolitik som kommit fel i tiden.

Stabilare inflationsmiljö

Trots den ganska lugna utvecklingen av kärninflationen har olika former av dramatiska förändringar i inflationsmiljön diskuterats det senaste året. Sommaren 2008 skapade oljeprischocken inflationsfrossa. Därefter kom deflationsoron att dominera under krisens mest akuta fas. Risker för att den expansiva ekonomiska politiken kommer att resultera i en okontrollerad inflationsutveckling fick sedan mer utrymme i riskdiskussionen och förväntningsbildningen.

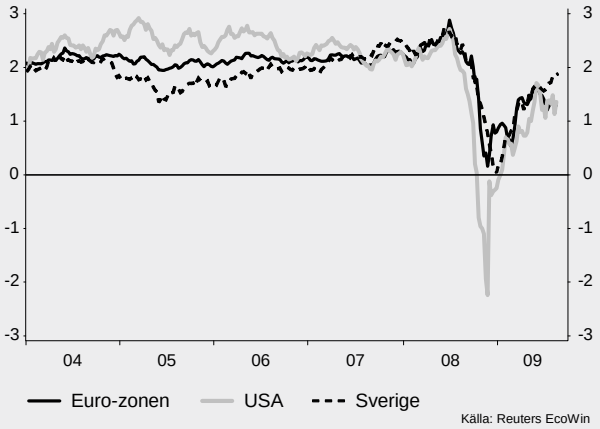
Detta är inte så konstigt mot bakgrund av krisens dramatiska förlopp och den exempellöst kraftfulla ekonomisk-politiska responsen. Tidigare har stora förändringar i inflationsmiljön varit förknippade med dramatiska perioder som förändrat underliggande strukturer i den ekonomiska miljön. Några **tänkbara vägar till inflation** skulle kunna vara:

- **Försvagad global konkurrens** beroende på stora störningar i internationella handelsrelationer. Pris- och lönebildningen i olika delar av världen kan i ett sådant scenario tappa en disciplinerande styråra och därmed leda till inflationshärdar.
- **Svårigheter att parera konsekvenserna av den monetära expansionen** skulle kunna leda till inflation i ett senare skede**.**
- **Målkonflikt i den ekonomiska politiken** som gör att centralbankerna tvingas släppa fram inflation för att hindra en systemkollaps eller mildra stora obalanser på skuld- och tillgångssidan.

Ingen av dessa vägar till inflation förefaller speciellt sannolika i nuläget. Den internationella konkurrensen ser ut att bli fortsatt hård, trots en del protektionistiska tendenser. Vi bedömer också riskerna som små för att ökningen av den monetära basen spiller över i inflation. Den monetära expansionen har utgjort en nödvändig del av rekonstrueringen av banksektorn och har hittills inte alls läckt ut i den reala ekonomin Centralbankerna har också tillräckliga instrument för att dra in överskottslikviditet från banksystemet när tidpunkten är lämplig.

Break-even inflation

5 år, procent



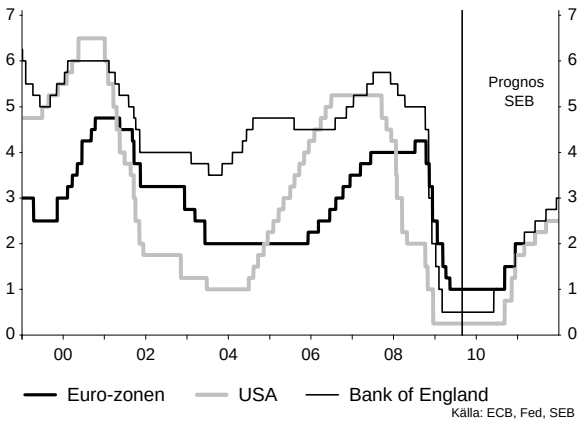
Källa: Reuters EcoWin

Inflationsutvecklingen har hittills väl följt de mönster man kan förvänta sig utifrån en traditionell analys av konjunktur och produktionsgap. Vår slutsats är att **riskerna i inflationsprognosen fortfarande ligger på nedsidan**.

Tidpunkt för räntehöjningar är beroende av en rad faktorer som finanspolitikens utformning, reverseringen av kvantitativa stimulanser, det finansiella systemets transmissionsmekanism samt reformeringen av det globala finansiella systemets infrastruktur.

Styrräntor

Procent



Källa: ECB, Fed, SEB

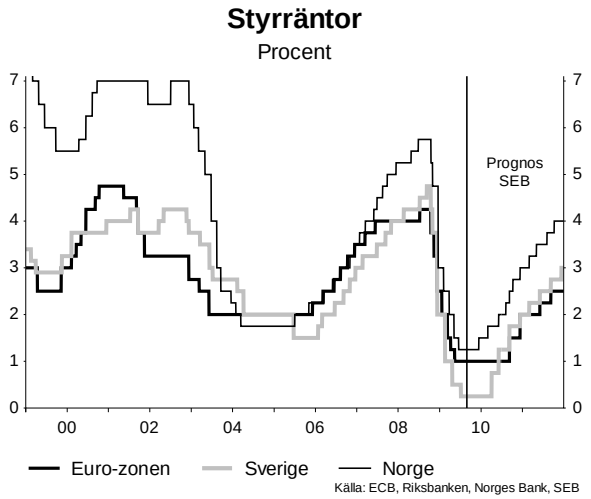
Vi räknar med att **flera centralbanker inleder den monetära åtstramningen i slutet av 2009**. Första steget blir att minska de kvantitativa stimulanserna och därefter påbörja styrräntehöjningar.

En återgång till neutral ränta blir dock knappast aktuell de närmaste åren. I stället handlar det om att ta bort den extraförsäkring mot finansiell kollaps som motiverade nollräntepolitiken. Inflations- och tillväxtutsikterna i kombination med fortsatt nedsatt immunförsvar i det finansiella systemet motiverar i allt väsentligt fortsatt låga räntor. Vi räknar därför med att **styrräntorna i de flesta länder höjs till en nivå runt 2½-3 procent**, vilket motsvarar en ganska normal stimulanspolitik i en mer ordinär lågkonjunktur.

De asiatiska centralbankerna påbörjar räntehöjningar under vintern i takt med att återhämtningen befästs. De nordiska länderna kommer också relativt tidigt ur startgroparna. Den måttliga ekonomiska svackan gör att Norges Bank höjer räntan före årsskiftet. Den svenska Riksbanken påbörjar en försiktig normalisering under våren. En stark transmissionmekanism till bostadssektorn i kombination med den svaga kronan har förstärkt stimulanseffekten av lågräntepolitiken

samtidigt som finanspolitiken blir ytterligare något expansiv.

Industriländernas ledande centralbanker påbörjar räntehöjningarna något senare. Vi räknar med att Bank of England blir först ut med en höjning före sommaren och att Fed och ECB följer efter under det tredje kvartalet 2010. I Japan dröjer höjningarna till 2011.



Stimulanser klingar av

I en miljö då ett skadeskjutet finansiellt system försvagat effekterna av räntesänkningar har finanspolitiken haft en stor roll att fylla. De flesta länder har det senaste året sjösatt omfattande finanspolitiska program.

Framöver innebär dock **stigande statsskulder restriktioner för möjligheterna att hålla uppe efterfrågan med hjälp av finanspolitik**. I många länder är nu statsskulden, som andel av BNP, på väg upp till nivåer där den långsiktiga hållbarheten i offentliga åtaganden äventyras. Stimulanserna är nivåmässigt relativt stora också 2010, men de är totalt sett något mindre än i år. Mätt som andel av BNP motsvarar de ½ procent 2008, 2 procent av BNP 2009 samt 1½ procent 2010. Normalt brukar finanspolitikens inriktning definieras som förändring av stimulansdosen. Mätt på detta sätt slår finanspolitiken på global nivå om från ett positivt tillväxtbidrag motsvarande 1½ procent av BNP 2009 till en åtstramning motsvarande ½ procent nästa år. År 2011 är det rimligt att anta att nivån på åtgärderna fortsätter att dras ner.

Åtgärderna domineras av utgiftsökningar, medan skattesänkningar spelar en mer undanskymd roll. Infrastrukturinvesteringar står för nästan hälften av stimulansdosen, mycket beroende på de enorma insatserna i Kina. Den finanspolitiska mixen har varit väl avvägd för att ge en snabb efterfrågeinjektion i ekonomierna. Framöver flyttas troligen finanspolitikens fokus till åtgärder som syftar till att mildra krisens

Centralbankers målfunktion

Vår prognos innebär att centralbankerna för att undvika uppkomsten av nya finansiella obalanser höjer styrräntorna något snabbare än vad inflations- och arbetsmarknadsprognoserna motiverar. **Diskussionen om att centralbankerna ska bredda sin målfunktion** och i högre grad beakta risker för finansiell stabilitet har visserligen kommit och gått det senaste decenniet utan att leda till någon förändring. Två viktiga skäl till att debatten nu kan svänga om är:

- **Track Record:** De senaste decenniernas tilltagande makroekonomiska stabilitet har varit ett viktigt argument för att inte ändra inflationsmålspolitiken. De goda erfarenheterna har tagit udden av mer principiella argument baserade på systemets fyrkantighet och brister.
- **Syn på finansiella bubblor:** Svårigheter för beslutsfattare att avgöra när finansiellt risktagande börjar ge upphov till farliga pris- och volymbubblor har varit ett annat skäl. Med Alan Greenspan som främste företrädare har uppfattningen dominerat att centralbanker ska avhålla sig från sådana bedömningar och istället inrikta sig på eftervård av spruckna bubblor.

Den nu aktuella krisens karaktär och förlopp har försvagat båda dessa argument, vilket också märks i den internationella debatten. OECD hävdar exempelvis att de senaste årens erfarenheter visar att man tydligare bör väga in kredittillväxt och tillgångspriser i den penningpolitiska målfunktionen.

Men även om centralbankerna inte formellt kommer att ändra ramen för penningpolitiken finns utrymme för en gradvis omsvängning i argumentationen. När framåtblickande prognoser domineras av utsikterna för 2012 är det lättare att använda förväntat stigande inflationstryck som argument för att lätta på den penningpolitiska stimulansen.

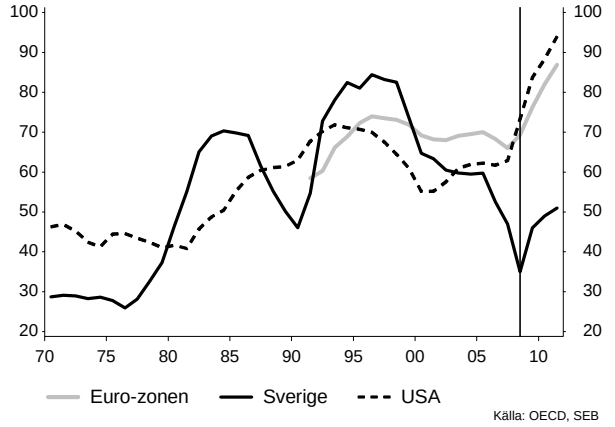
Ökat fokus på krisens strukturella skadeverkningar talar också för lite tidigare räntehöjningar. Risker för bestående högre arbetslöshet och nedjustering av den potentiella tillväxttakten bidrar troligen till att skattningarna av produktionsgapens storlek krymper ihop. Tendensen att centralbanker i goda tider blir allt mer optimistiska avseende den underliggande potentialen i ekonomin och omvänt justerar ned motsvarande antaganden efter kriser hör till det historiska mönstret.

Slutsatsen är att en **förskjutning av centralbankernas målfunktion** i praktiken är sannolik. Om detta kommer att ske via en formell ändring av den penningpolitiska ramen eller via mer indirekta överväganden är däremot en öppen fråga.

effekter på den strukturella arbetslösheten. Detta kan innebära sänkningar av strategiska skattenivåer, men i vissa länder också nedskärningar i delar av de sociala välfärdssystemen. En sådan politik kommer dock att skapa politiska spänningar, inte minst mot bakgrund av att stödinsatser till finanssektorn ligger nära i tiden.

Stigande offentlig bruttoskuld

Procent av BNP



Källa: OECD, SEB

Flackare avkastningskurva

Långräntorna har sedan årsskiftet uppvisat en stigande trend. Ränteuppgången har drivits av flera delvis sammanflätade faktorer. Deflationsrisken har minskat som en konsekvens av såväl lägre risk för finansiell systemkollaps som ljusare konjunkturutsikter. Samtidigt har obligationsemissionerna legat på rekordhöga nivåer.

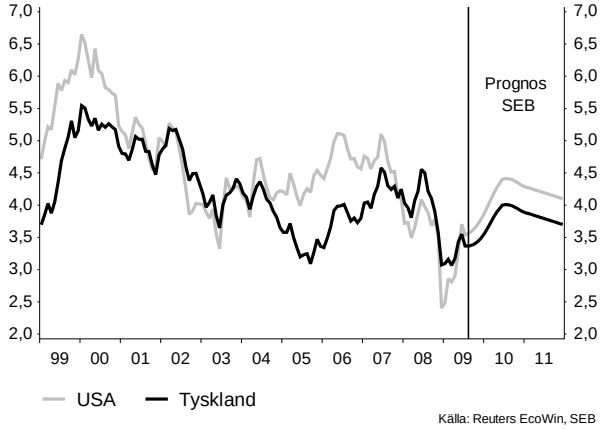
Skillnaderna mellan olika länder har dock varit stor. I USA har den 10-åriga statsobligationsräntan stigit från drygt 2 procent runt årsskiftet till runt 3,5 procent i nuläget. I Tyskland har uppgången varit betydligt beskedligare; 10-årsräntan ligger endast 40 punkter över bottennoteringen från i vintras. Skillnaden avspeglar ett kraftigare omslag i den amerikanska riskbilden och konsekvenserna av mer dramatiska räddningsaktioner. Att den tyska långräntan fallit tillbaka med 30 punkter sedan i juni förklaras delvis av att inflationen överraskat på nedsidan de senaste månaderna.

Under hösten räknar vi med att konjunkturutsikterna fortsätter att ljusna, vilket leder till att riskaptiten förblir stark. Detta kommer att leda till ökat fokus på centralbankernas strategi att minska den monetära stimulansen. Samtidigt fortsätter emissionerna av statspapper att ligga på en hög nivå. Vi räknar därför med att **långräntor fortsätter upp en bit till det närmaste året**. I mitten av nästa år toppar den amerikanska långräntan på 4,40 procent och den tyska på 4,00 procent.

Givet vårt scenario med bestående låginflationsmiljö och styrräntor som ligger klart under neutral nivå de närmaste två-tre åren ser vi därefter utsikter för att långräntorna kan stabiliseras och falla tillbaka något. Att många länder troligen ganska snart kommer att redovisa medelfristiga konsolideringsprogram för de offentliga finanserna innebär också att oron för ett exploderande utbud av statspapper kommer att dämpas.

10-åriga statsobligationsräntor

Procent



Källa: Reuters EcoWin, SEB

Börsuppgången möter motstånd

Den kraftiga börsuppgången det senaste halvåret har drivits av tydligt omslag i den makroekonomiska riskbilden. Sannolikheten för en djup och långvarig recession har minskat betydligt samtidigt som utsikterna för en ganska snabb återhämtning har förbättrats. Företagens förmåga och möjligheter att övervintra under krisens mest akuta skede tycks också ha varit bättre än väntat.

P/E-tal, S&P 500

1 års framåtblickande

Källa: Reuters EcoWin

Framöver ser vi flera faktorer som bidrar till att **testa hållbarheten i börsuppgången**. Centralbanker kommer under hösten att börja signalera att de monetära stimulanserna kommer att börja dras tillbaka, vilket ökar osäkerheten om den ekonomiska politiken. För att börsuppgången ska fortsätta krävs också att rådande förhoppningar om starkare ekonomiska tillväxt bekräftas av hårddata på order- och produk-

tionssidan. Att företagen börjar kommunicera ljusare framtidsutsikter för 2010, så att vinståterhämtningen i högre grad kan drivas av expansion och inte av kostnadsnedskärningar är också en nyckelfråga.

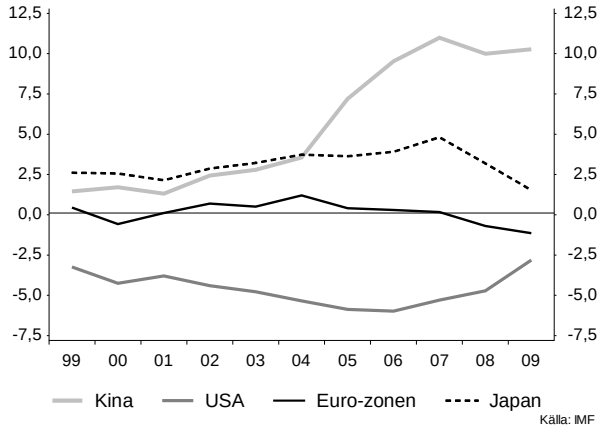
I dagsläget förefaller börskurserna motsvara en tillväxtbana som ligger i linje med trendtillväxt redan nästa år, dvs något högre än vår prognos. Vinstestimaten för S&P 500 för 2010 är t ex förenliga med en nominell BNP-tillväxt i USA på 5-7 procent. Vi ser således en **risk för att aktiemarknaden har för stor tilltro till att världsekonomin snabbt ska normaliseras**.

Ändå är det troligt att en eventuell rekyl blir relativt mild. Så länge tillväxtbesvikelserna mer handlar om att återhämtningen fördröjs eller blir något svagare än väntat förändras knappast den underliggande bilden av att ekonomin är på rätt väg. Många investerare som hittills missat uppgången kommer säkert att se en korrigering nedåt som andra chans att kliva på tåget. Börsen torde också gynnas av att aktier blivit mer attraktiva i jämförelse med företagsobligationer, som stigit kraftigt i värde under 2009.

Minskade obalanser i G3, men Kina…

Krisen har hittills inneburit att de globala obalanserna mildrats i vissa avseenden. Detta gäller speciellt när man beaktar bytesbalanserna i G3-gruppen. Det amerikanska underskottet har halverats från ca 6 till 3 procent av BNP, medan det japanska överskottet minskat lika kraftigt. I Euro-zonen har ett underskott börjat byggas upp de senaste åren. Utvecklingen är logisk mot bakgrund av de valutarörelser som skett, med en markant starkare yen och en försvagning av USD. Att den amerikanska krisen i högre grad varit driven av inhemska obalanser, medan den globala nedgången slagit väldigt hårt mot japansk och tysk industri, är också en förklaring.

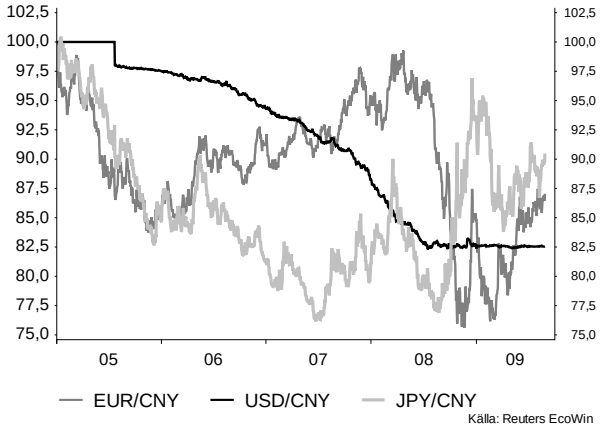
Bytesbalanser
Procent av BNP



Källa: IMF

Kinas roll i de globala obalanserna blir alltmer avgörande. Överskottet i bytesbalansen är fortsatt rekordstort; några effekter av rebalansering av ekonomin mot inhemska motorer kan alltså inte skönjas. Den trend med appreciering av valutan som påbörjades 2005 avbröts förra sommaren. Det har inneburit att valutan försvagats mot såväl JPY som euron. Vi räknar med att de kinesiska myndigheterna, delvis under tryck från omvärlden, påbörjar en **ny period av valutauppskrivning** i början på nästa år. Under 2010 och 2011 förutser vi en uppskrivning gentemot USD av ungefär samma storleksordning som perioden 2005-2008, dvs drygt 15 procent.

Kina: Växelkurser
Index Januari 2005=100



Källa: Reuters EcoWin

Framöver räknar vi med att lägre underskott i den amerikanska bytesbalansen bidrar till att **USD återtar förlorad mark** mot euron och yenen. I takt med ett mer normalt konjunkturläge kommer drivkrafterna på valutamarknaden att ändra karaktär. Att USA ligger relativt tidigt i cykeln och Fed höjer räntorna i snabbare takt än ECB, och framför allt Bank of Japan, bidrar till att dollarn rör sig mot mer underliggande jämviktsnivåer. Vi räknar med att EUR/USD står i 1,30 och USD/JPY i 110 i slutet av 2010.

De nordiska valutorna kommer att förstärkas gentemot euron framöver. Den svenska kronan fortsätter att normaliseras med stöd av global riskaptit och relativt stark svensk tillväxt. Fortsatt ekonomisk kris i Baltikum gör dock att kronan ligger kvar på historiskt svag nivå. Stigande räntedifferens och underliggande styrka i ekonomin talar i än högre grad för en förstärkning av den norska kronen. I slutet av 2010 räknar vi med en nivå på EUR/SEK på 9,50 och EUR/NOK på 8,10.

Uppgången i råvarupriser tar paus

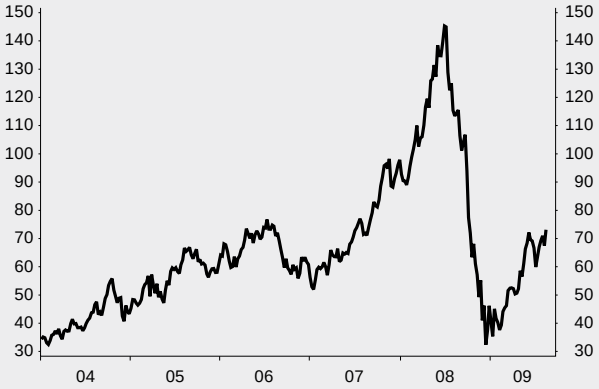
Prisrörelser på råvarumarknaderna har dominerat inflationsutvecklingen de senaste åren och därmed fått stora ekonomisk-politiska konsekvenser. Den prisuppgång som påbörjades i februari/mars har bidragit till att stabilisera inflationsförväntningarna och minska riskerna för en förlamande deflationsspiral. Uppgången har också utgjort en injektion för återhämtning i råvaruproducerande ekonomier och företag samtidigt som baksidan i form av ökande insatsvarukostnader och försvagad köpkraft blir tydlig för andra ekonomiska aktörer.

Framöver ser vi en **viss rekylrisk nedåt** (se SEB:s *Commodities Monthly*) i priserna på en rad områden trots en stabilisering av konjunkturläget. På **lite längre sikt** talar underliggande utbuds- och efterfrågeförhållanden generellt sett för **fortsatt ganska höga råvarupriser**.

Olja: Prisuppgången det senaste halvåret från 35 till 70 USD har i huvudsak drivits av ljusare konjunkturutsikter och lägre produktionskvoter inom Opec. På kort sikt ser vi risker för en nedgång i oljepriset. I nuläget är lagren i USA och övriga OECD-området i stort sett fulla. Opec har dessutom en relativt stor tillgänglig reservkapacitet. Dagens spotpris på råolja har därför inte stöd i den fundamentala situationen.

Oljepris

USD/fat NYMEX



Källa: Reuters EcoWin

Tilltron till Opecs förmåga att kontrollera oljepriset har ökat det senaste året. Ett oljepris mellan 60 och 80 dollar/fat anses generera en lämplig nivå på investeringar i produktionskapacitet och infrastruktur.

Vi räknar således med att Opec lyckas hålla oljepriset runt 70 dollar/fat de närmaste åren. På längre sikt ökar osäkerheten om huruvida balansen mellan efterfrågan och utbud går att upprätthålla, speciellt mot bakgrund att investeringarna i olje- och gassektorn har fallit med cirka 20 procent som följd av krisen.

Metaller: Prisutvecklingen på industrimetaller har sedan mars har varit förvånansvärt stark mot bakgrund av låg industriaktivitet och höga lagernivåer.

Förklaringen är att kinesiska aktörer tagit tillfället i akt göra stora strategiska inköp inför en förväntad efterfrågeboom på hemmaplan. En stor del av det statliga kinesiska stimulanspaketet går till metallintensiva infrastrukturprojekt.

När den kinesiska lageruppbyggnaden nu avtar finns indikationer på att efterfrågan ökar i EU och USA, vilket begränsar risken för prisfall på kort sikt. Detta gäller för metaller som används i statliga infrastrukturprojekt världen över (stål, nickel, zink, koppar). Risken för att aluminiumpriset kommer att falla under det närmaste kvartalet är däremot stor på grund av höga lagernivåer och svag efterfrågan.

Den ekonomiska krisen har lett till betydande neddragningar i investeringar och fortfarande tycks kreditrestriktioner hämma utbyggnaden av ny kapacitet. På sikt finns därför risker för bristsituationer när den ekonomiska aktiviteten återhämtar sig.

Guldpriset drivs av andra krafter än industrimetaller. Under finanskrisens kulmen flydde investerare till guldets relativa säkerhet. Ökad inflationsoro har medfört att många investerare behållit sina guldpositioner, men ökad riskaptit kommer på kort sikt att sätta press nedåt på guldpriset. I ett längre perspektiv talar ett ökat intresse för guld som portföljdiversifiering och ökande efterfrågan från Asien för en fortsatt stark utveckling i guldpriset. Övriga ädelmetaller (**silver, platina och palladium**) är mer konjunkturberoende.

Jordbruksprodukter: Priserna på spannmål har fallit tillbaka det senaste året, vilket nu leder till fallande matpriser i konsumentledet i de flesta OECD-länder. Utvecklingstendenserna mellan olika grödor har dock varierat den senaste tiden. Priset på sojabönor har stigit på grund av kritiska lagernivåer fram till skörden i september-oktober. Vetemarknaden hålls nere av att ytterligare en god skörd håller på att bärgas på norra halvklotet. Utsikterna för en bra majsskörd under hösten är också mycket goda.

De globala lagren av ett flertal grödor kommer ändå att förbli relativt låga i ett historiskt perspektiv. Detta tillsammans med den snäva balansen mellan utbud och efterfrågan på medellång sikt till följd av t ex ökande befolkning och köpkraft, ansträngd produktionsinfrastruktur, vattenbrist och ökande användning av majs för etanolframställning gör det sannolikt att priserna kommer att hålla sig på nuvarande eller högre nivåer framöver.

Hushållen i brygga

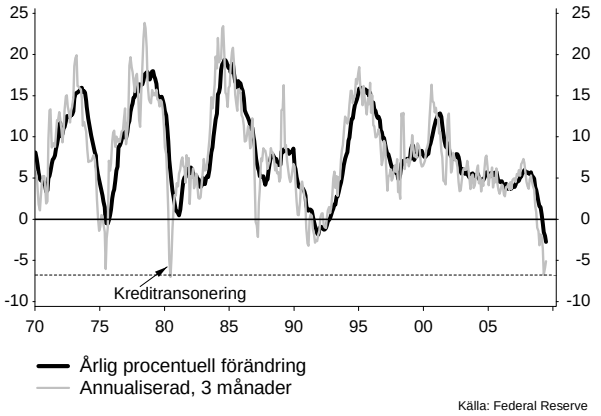
- **Lager lyfter BNP på kort sikt**
- **ISM fortsätter upp under hösten**
- **Inhemsk efterfrågan fortsätter hacka**
- **Arbetslösheten toppar 2010**
- **Fed höjer nästa höst**

I likhet med de flesta andra länder har tillväxtutsikterna ljusnat i USA. Lageravvecklingen hittills i år har krattat manegen och en industriledd återhämtning tar vid. Finanspolitiken – som i hög grad dämpat fallet – fortsätter stötta ekonomin och **BNP växer drygt 3 procent under andra halvåret**. Det är huvudsakligen lager, men också bygginvesteringar som driver uppgången i höst.

Historiska erfarenheter visar att lagerinjektionen brukar klinga av efter 2-3 kvartal – vilket innebär att andra tillväxtkrafter måste ta vid kring årsskiftet. Hushållen spelar normalt en nyckelroll när det gäller att ta över stafettpinnen. Det genomsnittliga konsumtionsbidraget första året i en återhämtning har varit drygt 3 procentenheter (perioden 1950-2002).

Boprisanpassningen är på väg att avslutas och sparandenivån har kommit upp snabbt. Ändå finns skäl till att konsumtionen inte kommer att utgöra samma starka motor som i en normal konjunkturåterhämtning. Inkomsterna faller rekordsnabbt, och om inte arbetsmarknaden vänder kvickt fortsätter nedgången. Trots den senaste tidens börsuppgång talar tidigare förmögenhetsfall för att sparkvoten fortsätter upp. Ett ökat sparande är ett sundhetstecken i ett lite längre perspektiv, men så länge anpassningen pågår hålls konsumtionen tillbaka. Aptiten på krediter är rekordlåg och hushållens skuldsättning fortsätter ner.

Kreditgivningen till hushåll faller rekordsnabbt

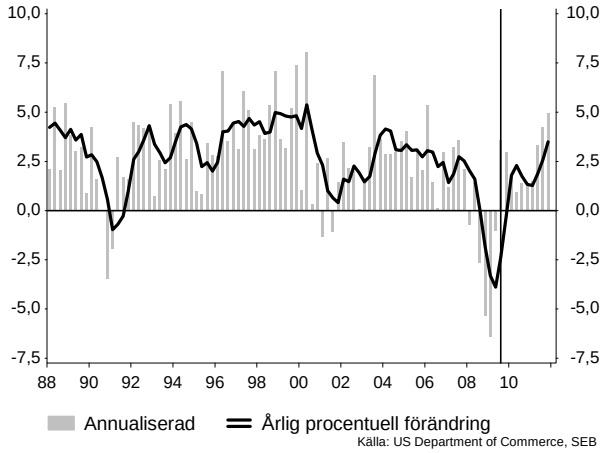


Källa: Federal Reserve

Byggandet har bottnat, men återhämtningen ser ut att bli beskedlig. Den underliggande efterfrågan är fortfarande svag. Inte heller för företagsinvesteringarna hittar vi övertygande argument för en stark och varaktig återhämtning. Sammanfattningsvis faller BNP-tillväxten tillbaka i takt med att lagereffekt och finanspolitik klingar av. Därmed blir också 2010 ett år med tillväxt under trend. **BNP växer med 1,8 respektive 2,3 procent 2010 och 2011**. Nivåmässigt dröjer det till andra halvåret 2011 innan BNP passerar tidigare toppnotering från 2008.

Arbetslösheten fortsätter upp ytterligare något och toppar på 10,5 procent sent 2010. Inflationen blir låg men deflationsrisken avvärjs och de första räntehöjningarna kommer hösten 2010, något tidigare än vad arbetsmarknaden motiverar.

Stark tillväxt andra halvåret



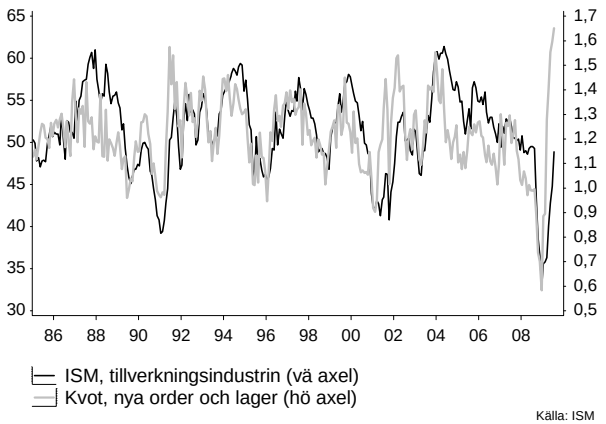
Källa: US Department of Commerce, SEB

Kraftfull produktionsrekyl

Efter den djupaste nedgången på 60 år har industriproduktionen fallit till 1998 års nivåer. Lagren har minskat snabbt – avvecklingen under det andra kvartalet var bland de största som uppmätts. Det historiska mönstret är att sådana fall följs av en markant rekyl.

ISM mot högre höjder

Index, kvot



Källa: ISM

Att industrivändningen är på gång bekräftas av såväl enkäter som hårddata. Industriproduktionen ökade (+0,5 procent) i juli, tack vare en rekyl i bilar (+20

procent). Hjulen fortsätter att snurra snabbare under hösten och indikatorerna tyder på en ganska kraftig uppgång. Order/lagerkvoten ligger på den högsta nivån på drygt 30 år och tyder på att ISM fortsätter upp över 55 de närmaste månaderna. Mätt som årsgenomsnitt blir 2009 ett riktigt bottenår (-10 procent), men uppräknat till årstakt stiger industriproduktionen omkring 5 procent det närmaste halvåret – att jämföra med 2,4 procent i genomsnitt under högkonjunkturåren 2004-2007.

Lagrens bidrag till BNP överstiger 2,5 procentenheter andra halvåret – **tillräckligt för att sluta gapet mellan produktion och efterfrågan**. Historiska erfarenheter visar samtidigt att lagereffekten brukar vara ganska kortvarig; redan i början av 2010 krävs sannolikt att andra tillväxtkrafter tar vid.

Huruvida produktionsrekylen leder till en investeringsuppgång är osäkert. Det starka historiska sambandet mellan kapacitetsutnyttjande och företagens investeringar tyder på ytterligare investeringsfall. Å andra sidan indikerar orderingången att investeringarna kommer att växa något under hösten. Investeringsnivån är också nedpressad till historiskt rekordlåga nivåer, vilket talar för en stor potential för uppgång när väl kapacitetsutnyttjandet normaliseras. Prognosen innebär att **företagens investeringar planar ut nästa år och växer med 7 procent 2011**.

Den **svaga dollarn** ger exporten draghjälp samtidigt som importen utvecklas svagt. Nettoexporten bidrar därmed såväl i år som nästa år till tillväxten. **Bytesbalansunderskottet,** som toppade på 6 procent 2006, **fortsätter ner till 1,5 procent 2011**. Fallet i bytesbalansunderskottet är en spegelbild av investeringskollapsen och speglar knappast någon långsiktig förbättring av den amerikanska industrins konkurrenskraft.

Sparsamma hushåll

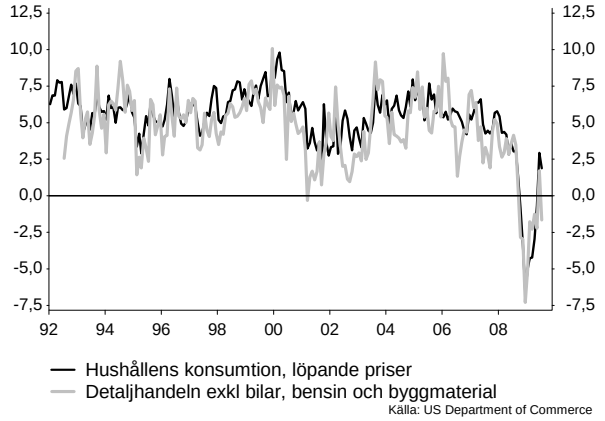
På kort sikt pressas hushållen hårt av den svaga arbetsmarknaden. De nominella inkomsterna (wages and salaries) föll med 4,7 procent i årstakt under andra kvartalet. Det statliga arbetslöshetsstödet täcker ungefär en tredjedel av förlorad inkomst, men mer än hälften av dem som förlorat jobbet är inte kvalificerade för understöd. Istället lever i dag **var nionde amerikan på socialbidrag** (”food stamps”).

Hushållens förtroendeindikatorer har stigit en del, men är fortfarande nedpressade. Förbättringen kan till stor del förklaras av att framtidsförväntningarna ljusnat.

Inkomsterna kommer sannolikt att fortsätta att falla ytterligare en tid. Enligt Feds Beige Book är lönetrycket obefintligt och den dystra bilden återspeglas i hushållens inkomstförväntningar som ligger förankrade på bottennivåer. Genomsnittliga timlöner har dämpats och våra egna skattningar antyder att ytterligare försvagning ligger framför oss.

Stimulanseffekten har klingat av

6-månadersförändring, procent

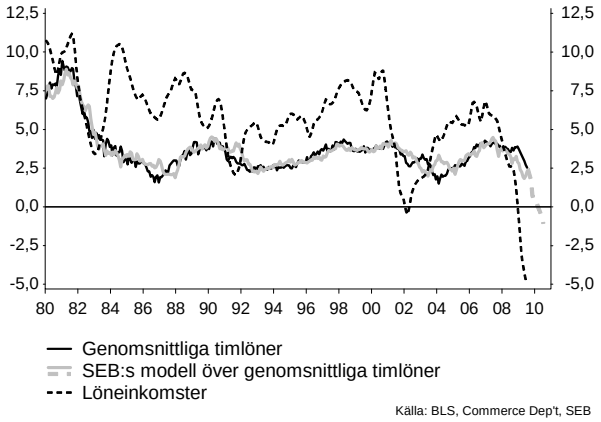


Källa: US Department of Commerce

Administrationen har gjort vad den kan för att mildra nergången. Transfereringarna har aldrig varit så omfattande som i dag och står för 18 procent av hushållens inkomster. Den lagstadgade minimilönen har höjts 11 procent till USD 7,25 i timmen. Nybilsförsäljningen översteg 11 miljoner i juli och skrotbilspremien (”Cash-for-clunkers”) blir en vitamininjektion också

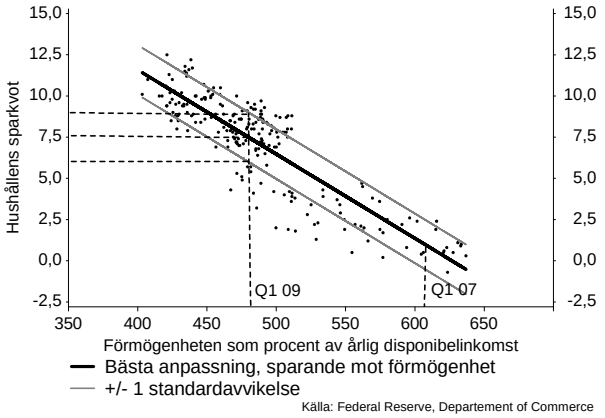
Timlönerna fortsätter ner

Årlig procentuell förändring



Källa: BLS, Commerce Dep't, SEB

Starkt samband mellan förmögenhet och sparande



Källa: Federal Reserve, Departement of Commerce

de närmaste månaderna. Samtidigt ser vi tecken på att annan konsumtion trängs ut. Skattelättnaderna som höll uppe konsumtionen tidigare i år ligger dessutom bakom oss och detaljhandeln har vänt ner på nytt.

Att huvuddelen av hushållens anpassning av sparkvoten tycks vara genomförd bidrar dock till lite ljusare konsumtionsutsikter på sikt. Andra kvartalet låg sparkvoten strax över 5 procent, den högsta nivån på tolv år. Börsuppgången bidrar nu också till att mildra effekterna av tidigare stora förmögenhetstapp. Fortfarande talar dock den starka korrelationen mellan förmögenhet och sparande för att sparkvoten ska stiga ytterligare och ligga någonstans mellan 6 och 9,5 procent. Prognosen är att sparkvoten når 7,5 procent nästa år, en uppgång på lite drygt 2 procentenheter från dagens nivåer.

Inkomsterna faller i löpande priser men den låga inflationen håller uppe köpkraften och motverkar ännu kraftigare reala konsumtionsfall. Efter två års konsumtionsfall är prognosen att **hushållens konsumtion växer med 0,1 respektive 1,7 procent 2010 och 2011**.

Bygginvesteringarna har nått botten

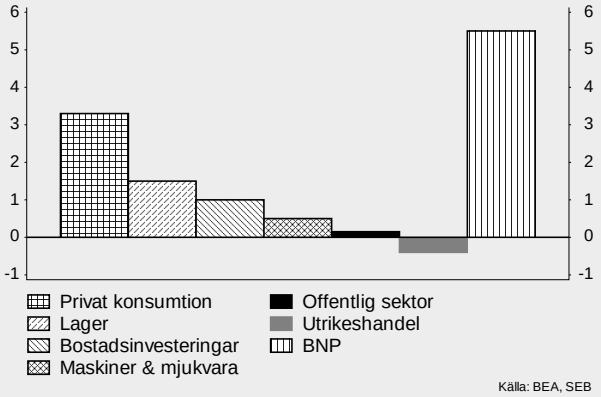
Efter flera års nedgång stabiliseras bostadsmarknaden och **byggandet ökar under det andra halvåret**. Det innebär att en hämmande kraft försvinner. Nybyggna-

En upprepning av 2002?

Under efterkrigstidens konjunkturuppgångar har privat konsumtion varit den viktigaste drivkraften. Konsumtionens bidrag till BNP-tillväxten har uppgått till 3,3 procentenheter i genomsnitt under återhämtningens första år. Detta har lagt grunden till en V-formad BNP-profil – BNP har växt med 5,5 procent i genomsnitt – och en stark börsutveckling. Lager (+1,5 procentenheter) och bostadsinvesteringar (+1 procentenhet) har också gett betydande bidrag i återhämtningens första fas.

Genomsnittligt bidrag till BNP under återhämtningens första år

Procentenheter



Källa: BEA, SEB

Det mest iögonfallande undantaget var efter recessionen för åtta år sedan. 2002 bidrog konsumtionen med låga 1,3 procentenheter och BNP växte med 1,8 procent. En bidragande orsak var förmögenhetsfallet som höll tillbaka konsumtionen.

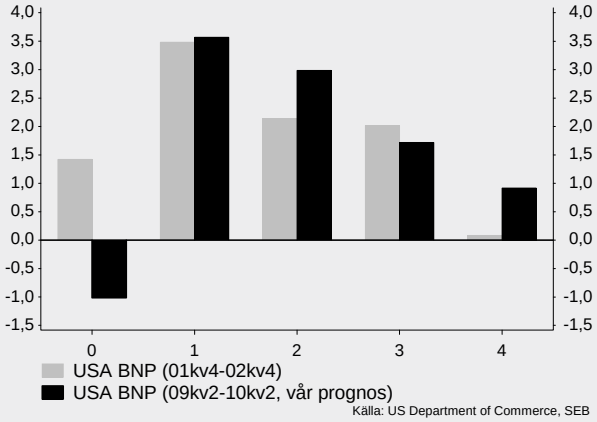
Dagens situation har mer gemensamt med den tröga återhämtningen 2002 än med tidigare återhämtningar, även om det också finns viktiga skillnader. En **”V-formad” BNP-uppgång ter sig därför osannolik.** Hushållen pressas av svaga inkomster. Drivet av ett dubbelt så stort förmögenhetsfall som efter IT-kraschen är sparandetrenden uppåt intakt. En lånedriven konsumtionsboom kan nog också uteslutas.

Samtidigt kan man dra några andra intressanta paralleller till återhämtningen 2002. Efter terrordåden i september 2001 sänktes styrräntan till rekordlåga nivåer, finanspolitiska stimulanser sjösattes och bilföretagen introducerade finansiering till nollränta. Bilförsäljningen tog rejäl fart och detaljhandelsförsäljningen satte ett rekord som håller än i dag. Tvärtemot förväntningarna om ett fall växte BNP med 1,4 procent under det fjärde kvartalet 2001 och med robusta 3,5 procent nästkommande kvartal. ISM steg kraftigt från botten (40,8 i oktober 2001), till 53,6 (juni 2002).

BNP försvagades sedan återigen under loppet av 2002 när bilförsäljningen föll tillbaka, lageruppbyggnaden avstannade och effekterna av de finanspolitiska stimulanser klingade av. Arbetslösheten toppade först 2003. Vår slutsats är att ekonomisk-politiska ingrepp för att tidigarelägga konsumtion och investeringar kommer att leda till vissa bakslag i likhet med mönstret 2002.

BNP jämförelse med 2002

Annualiserad, procent



Källa: US Department of Commerce, SEB

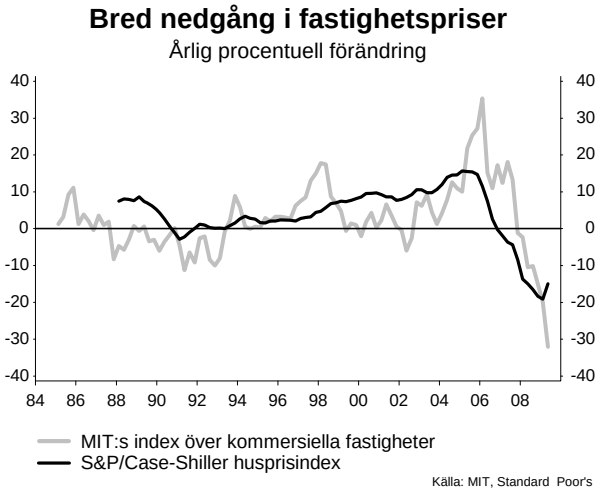
tionerna har vänt upp rejält (+37 procent), liksom försäljningen av nyproducerade bostäder (+30 procent). Försäljningen av befintliga bostäder har också ökat, men i mindre utsträckning (+13 procent). Byggföretagen börjar se ljuset i tunneln men på dagens nivåer tyder knappast indikatorerna på en stark återhämtning.

Utbudssituationen på bomarknaden har förbättrats men bilden är inte entydig. Inkluderas hyresbostäderna är **var sjunde bostad tom**. Andelen lediga hyresbostäder har aldrig varit högre och hyrorna är på väg ner. Mot den bakgrunden är det föga förvånande att hushållen, trots skattekrediter till förstagångsköpare på upp till USD 8 000, fortfarande är negativt inställda till bostadsköp. Förvisso vänder byggandet upp under prognosperioden, men prognosen innebär att uppgången blir andefattig sett i ett historiskt perspektiv. **Bostadsinvesteringarna** faller med 21 procent i år och **växer med i snitt 4 procent de två nästkommande åren.**

Det ser också ljusare ut på prissidan enligt den senaste statistiken. Långa bolåneräntor, och då speciellt de från statliga Fannie Mae och Freddie Mac, har kommit ner en hel del. Andelen som har råd att köpa bostad ligger kvar nära rekordnivåer samtidigt som överväderingarna är på god väg att reverseras. Efter fallet på 32 procent sedan toppen **kan Case-Shiller's husprisindex ha bottnat**.

Men vi ser flera skäl att hissa varningsflaggan för fortsatta risker på bostadsmarknaden. Lånen överstiger värdet på huset ("under water") för vart fjärde hushåll med bolån. Detta motsvarar ungefär 16 miljoner hushåll (för ett år sedan var siffran 10 miljoner). **Vart åttonde hushåll ligger efter med amorteringarna**, och efter vårens förbud är ännu en våg av utmätningar på väg. 2,3 miljoner bostäder har gått till tvångsförsäljning hittills i år.

De strukturella frågetecknen är också stora. Andelen som äger sin bostad uppgick till närmare 70 procent för något år sedan, men har fallit tillbaka till drygt 67 procent. Enligt en ny Fed-studie kommer andelen att falla ytterligare ner mot det historiska snittet (63,5) de kommande åren. Den underliggande efterfrågan förblir svag i så fall.



Priserna på kommersiella fastigheter faller med 30 procent på årsbasis enligt MIT:s index. De realekonomiska effekterna har varit ganska små hittills. En förklaring är att de största bankerna haft ganska liten exponering mot sektorn (endast 17 procent av de 100 största bankernas låneböcker är kommersiella byggslån). Situationen är allvarligare för de mindre bankerna som har hälften av utlåningen i kommersiella fastigheter. **Närmare 80 banker har gått omkull hittills i år** så även om systemrisken minskat i banksystemet räknar vi med fortsatt tuffa kreditvillkor – och bilden bekräftas av Feds egna enkäter.

Arbetslöshetstoppen skymtar

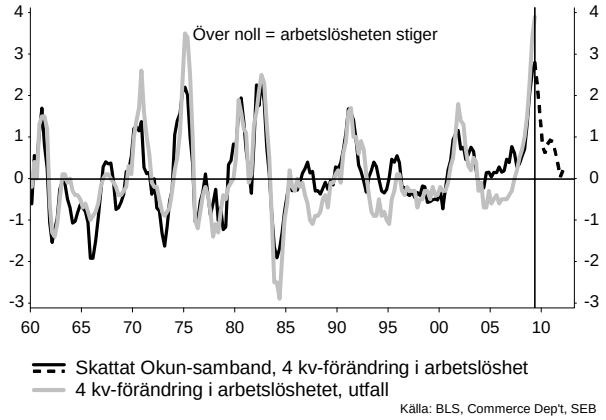
Sysselsättningen har fallit med 6,7 miljoner sedan december 2007 och är tillbaka på 2004 års nivåer. Omkring 15 miljoner saknar jobb och arbetslösheten (9,4 procent i juli) har rusat från botten till toppen i OECD-ligan (endast i Spanien, Irland, Ungern och Slovakien är arbetslösheten högre). Den flexibla arbetsmarknaden är en tillgång som bidragit till aggressiva besparingar i företagen (70 procent av företagens kostnader är lönerelaterade). Baksidan är att **en av sex amerikaner är arbetslös eller undersysselsatt** i dag.

De närmaste kvartalens hyggliga BNP-siffror kan möjligen tala för en liten nergång i arbetslösheten – **potentiell BNP-tillväxt ligger omkring 2,5-2,75 procent** enligt vår bedömning. Ett flertal faktorer tyder dock på att arbetslösheten fortsätter upp, om än i betydligt långsammare och hackigare takt. Det normala mönstret är att arbetslösheten brukar släpa efter i konjunkturuppgångar eftersom arbetsutbudet också stiger. Att antalet ofrivilligt deltidsanställda slagit alla tidigare rekord talar också för att nedgången i arbetslöshet dröjer. Det sannolika är att dessa personer går

tillbaka till heltid innan företagen på allvar börjar nyanställa igen.

Prognosen är att arbetslösheten toppar på 10,5 procent nästa år och ligger kvar på en hög nivå också 2011. Att arbetslösheten inte fortsätter ännu högre motiveras av att företagen – tvärtemot i Eurozonen – varit ovanligt snabba att säga upp anställda; arbetslöshetsuppgången har varit större än vad det s k Okun-sambandet anger. Givet vår BNP-prognos tyder likväl våra Okun-skattningar på att arbetslösheten fortsätter upp en bit till.

Arbetslösheten toppar tidigt 2011 enligt Okun-sambandet



Källa: BLS, Commerce Dep't, SEB

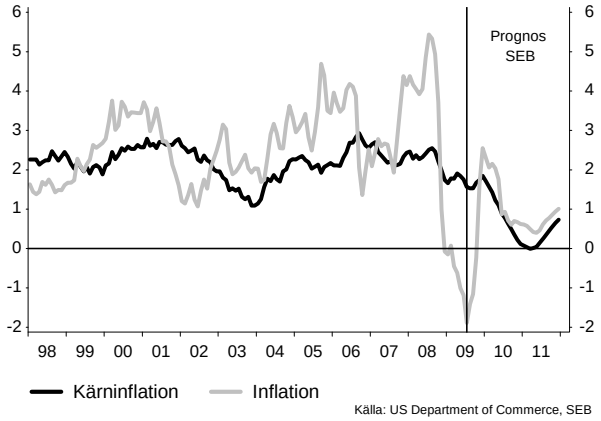
Antalet nyanmälda arbetslösa har fallit tillbaka från toppen, men nivån är fortfarande mycket hög. **Nuvarande nivåer är förenliga med månatliga sysselsättningsfall runt 250 000.** För att sysselsättningen ska stabiliseras krävs att antalet som söker arbetslöshetsersättning kommer ner till 400 000–450 000, och prognosen är att det inträffar runt årsskiftet. För att arbetslösheten ska börja falla tillbaka krävs dock månatliga sysselsättningsuppgångar på åtminstone 100 000.

Stark produktivitet och låg inflation

Det historiska mönstret är att produktiviteten stiger kraftigt i återhämtningens inledningsskede. Produktiviteten ökade med 1,8 procent på årsbasis under det andra kvartalet och vi räknar med **fortsatt stark produktivitetstillväxt en bit in i nästa år**.

Typiskt sett släpar inflationen efter återhämtningen i realekonomin, vilket också blir fallet den här gången. Hög arbetslöshet pressar lönerna, enhetsarbetskostnaderna faller snabbt och andelen företag som planerar prishöjningar ligger kvar på rekordlåga nivåer. Penningutbudet har förvisso ökat, men pengarna stannar fortfarande på bankernas balansräkningar och leder därmed inte till inflation i ekonomin. Efter ett fall på 7,7 procentenheter till -2,1 procent i juli – största prisfallet sedan 1949 – stiger inflationen igen då baseffekterna faller ur. **2010 och 2011 blir inflationen 1,6 respektive 0,6 procent.** Kärninflationen fortsätter ner, men centralbanken lyckas motverka en regelrätt deflationsspiral i ekonomin.

Deflationshotet avvärjs
Årlig procentuell förändring



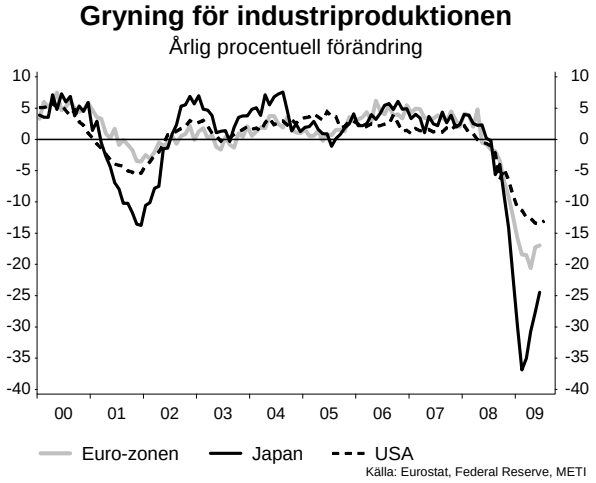
Källa: US Department of Commerce, SEB

Fed höjer räntan först nästa höst vilket är senare än vad den nuvarande termin implicerar. Feds balansräkning har redan fallit tillbaka från toppnivåerna (USD 2 291 mdr) i december 2008, och fortsätter minska gradvis. Centralbankens olika kreditfaciliteter fasas nu ut i takt med att de marknadens funktionssätt normaliseras. Grundtanken med köpen av statsobligationer är att hålla nere obligationsräntorna, men någon sådan effekt har varit svår att påvisa. Det strax avklarade programmet kommer inte att utökas enligt vår bedömning.

Lång väg tillbaka

- **Tillväxten åter positiv**
- **Stigande arbetslöshet, lägre löner, deflation**
- **Ny regering stimulerar mera**
- **Bank of Japan ligger still även under 2010**

Det värsta tycks vara över även för den hårt prövade japanska ekonomin. BNP steg med 0,9 procent under det andra kvartalet (3,7 procent i uppräknad årstakt), snabbare än i andra industriländer. BNP, som nu ligger på samma nominella nivå som 1993, rekylerar upp i ganska rask takt under resten av 2009. **Tillväxten hamnar på -5,6 procent i år, 1,5 procent 2010 och 1,9 procent 2011.**

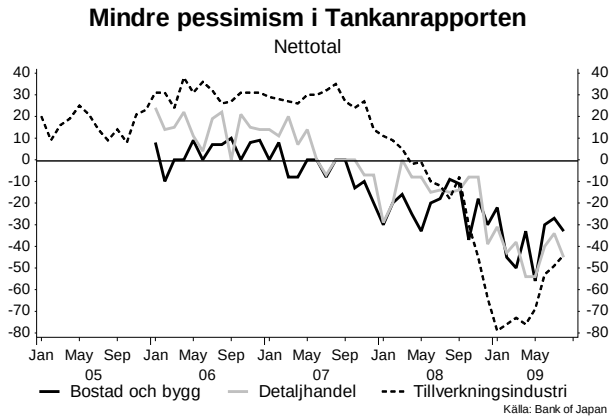


Tillväxten under andra kvartalet 2009 drevs av ett rekordstort bidrag från utrikeshandeln på 1,6 procentenheter. Exporten ökade med 6,3 procent, bl a tack vare mycket starkare efterfrågan från Kina, importen minskade med 5,1 procent. Industriproduktionen vände upp kraftigt på kvartalsbasis, även om årstakten fortfarande låg långt under nollstrecket.

Siffrorna illustrerar både den japanska ekonomins styrka och svaghet. Styrkan är den mycket **konkurrenskraftiga industrin** som skördar stora exportframgångar när den globala konjunkturen och efterfrågan tar fart. Svagheten är att exportberoendet i sig gör ekonomin **extremt utsatt för svängningar i den globala efterfrågan** samt att den **inhemska efterfrågan är så svag.** Ett pärlband av finanspolitiska stimulansåtgärder på totalt ca 6 procent av BNP det senaste året har inte räckt till för att ändra tillväxtens sammansättning.

Bank of Japans Tankanbarometer visar dock att vändningen är långt ifrån säkerställd. Majoriteten av företag rapporterar fortfarande **tunnare orderböcker och fallande produktion,** vilket snarare indikerar att industrikonjunkturen håller på att bottna, inte att den har passerat botten.

Den snabba produktionsnedgången har öppnat upp ett stort produktionsgap. Skillnaden mellan faktisk och potentiell produktion blir så stor som -6 procent både 2009 och 2010. Uppgången i arbetslöshet har dock, i linje med det historiska mönstret, varit mindre än i övriga industriländer Men arbetslösheten fortsätter upp från dagens nivå på 5,7 procent och toppar på 6,7 procent i december 2010. Därmed dämpas lönetrycket och vi räknar med att lönerna faller med hela 3 procent i år och med ytterligare 1 procent 2010.



Trots det stiger enhetsarbetskostnaderna med närmare 4 procent i år eftersom produktiviteten faller tillbaka snabbt, men minskar med ca 2 procent 2010. KPI-inflationen ligger för närvarande på -2,2 procent (juli) och fortsätter falla några månader till. Som årsgenomsnitt uppgår KPI-inflationen till -1,5 procent i år, -0,5 procent 2010 och 0,8 procent 2011. Den underliggande inflationen hamnar på -0,6 procent i år, -1,3 procent nästa år och mellan -0,5 och -1 procent 2011.

Den nya regeringen, med Yukio Hatoyama från Democratic Party of Japan (DPJ) som premiärminister, har lovat både **skattelättnader och utgiftsökningar**. Det ansträngda budgetläget i kombination med diffusa finansieringsplaner talar dock för att långt ifrån alla löften kan infrias trots en majoritet i båda husen. Vi räknar med ytterligare stimulansåtgärder i år och nästa år på 1-1,5 procent av BNP. **Budgetsaldot försämras från -2,7 procent av BNP i fjol till -7 procent i år och -7,5 procent 2010.**

Bank of Japan, som sänkte styrräntan till 0,1 procent i december i fjol, har ingen brådska att höja p g a fortsatt deflationstryck. Styrräntan beräknas därför ligga kvar på den låga nivån under hela 2010. **Först i början på 2011 räknar vi med höjningar** till 0,5 procent. Banken ligger sedan kvar på den nya nivån ett bra tag, trots att den globala återhämtningen stärks och arbetsmarknaden börjar förbättras.

Tillväxt med utmaningar

- **Räntehöjningar i vinter**
- **Kinesisk valutaappreciering nästa år**
- **Indiska underskott kräver åtgärder**

Asiens tillväxtekonomier går i spetsen för en gradvis uppgång i världsekonomin. Utvecklingen andra kvartalet överträffade förväntningarna. Återvändande kapitalströmmar samt omfattande ekonomiskpolitiska stimulanser har bidragit till återhämningen. En viktig underliggande förklaring är att **relativt goda fundamenta**, bl a positiva externbalanser på många håll, medfört att effekterna från den globala kreditåtstramningen blivit betydligt mindre än i t ex Östeuropa. Tillväxten fortsätter framöver även om man kan identifiera en rad bromsar och fallgropar. Exporten hämmas av beskedlig USA-tillväxt, medan den inhemska expansionen kan störas av finansiella bubbelrisker samt kommande räntehöjningar.

Flera asiatiska valutor har stärkts sedan i våras i spåren av häftiga börsuppgångar och andra finansiella inflöden. Kommande räntehöjningar bidrar till att **denna trend fortsätter, om än i lugnare takt**. Den kinesiska valutan har dock legat på en oförändrad nivå mot USD sedan något år. Först i början av 2010 räknar vi med att de kinesiska myndigheterna, under växande politiskt tryck från omvärlden, släpper fram en förnyad appreciering.

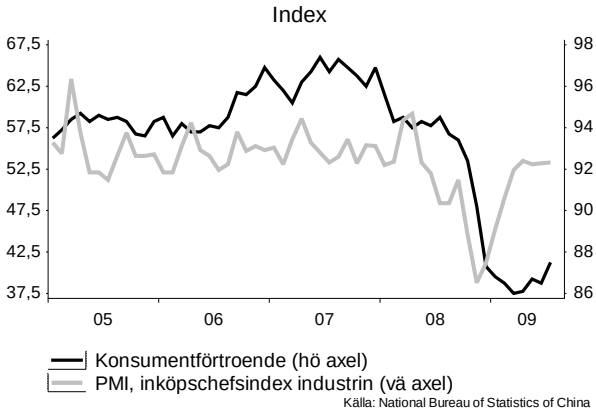
Flera av centralbankerna ställs relativt snart inför knepiga avvägningar. Inflationen förblir låg, men oro för tillgångsinflation och alltför snabb tillväxt gör att **räntehöjningar påbörjas redan runt årsskiftet**. Höjda styrräntor kommer att spä på valutaappreciering och försvaga konkurrenskraften. Några centralbanker kommer troligen att försöka parera detta med valutainterventioner.

Ojämn tillväxt i Kina

Tillväxten i Kina uppgick till 7,0 procent första halvåret, efter att andra kvartalets utfall nuddat vid det långsiktiga målet på 8 procent. Tillväxten var ojämnt fördelad med stark inhemsk expansion kombinerad med en rejäl exportnedgång. **Investerings- och konsumtionsuppgången var i hög grad en frukt av regeringens väldiga stimulansprogram** på ca 14 procent av BNP 2009-2010. Åtgärderna är i hög grad inriktade på infrastruktur, vilket bidrog till att totala investeringstillväxten var så hög som 33 procent andra kvartalet. En stor uppgång i bilhandeln kan delvis förklaras av subventioner. En annan central del av stimulanspolitiken har varit att öka bankutlåningen, vilken trefaldigades första halvåret. För att inte spä på riskerna i bankernas balansräkningar ser sig centralbanken nu tvungen att dämpa utlåningsexpansionen med olika metoder.

Regeringen har lyckats stabilisera ekonomin och lägga en grund för återhämtning, men **vi tror inte att tillväxten tar ytterligare fart framöver**. Exporten återhämtar sig visserligen gradvis det närmaste året, men stimulanseffekterna minskar över tiden vilket bidrar till att investeringsaktiviteten mojnar. I en miljö där arbetslösheten ännu stiger blir det ingen riktig fart på konsumtionen. Hushållens framtidstro har sedan i våras bara rört sig marginellt uppåt från historiskt svaga nivåer, trots ökad optimism i industrin. Intrycket från stimulansåtgärderna är för övrigt att de i hög grad är kortsiktiga till sin karaktär i stället för att strukturellt lyfta konsumtionsandelen i ekonomin.

Kina: Hushållen tvivlar fortfarande



Källa: National Bureau of Statistics of China

Kinas BNP ökar med 8 procent per år 2009-2011. Årets deflation – långt från centralbankens inflationsmål 4 procent – vänds i en svag inflationsuppgång nästa år.

Stimulanser lyfter Indien

Indien har repat sig på bred front sedan i våras; industriproduktionen noterade i juni den snabbaste ökningstakten på 16 månader. Återhämtningen har skett trots att kreditmarknaden pressats av tidigare stor utländsk upplåning. Även Indiens uppgång bygger delvis på finanspolitisk expansion. Nya insatser för att utveckla jordbruk och infrastruktur genomfördes efter parlamentsvalet i maj. **Framöver tvingas dock Singhs regeringskoalition tackla ett svällande budgetunderskott**, som hamnar en bit över stipulerade 6,8 procent av BNP 2009/2010. En finanspolitisk åtstramning 2010-2011 samt räntehöjningar bromsar tillväxten. **BNP växer med 6-7 procent 2009-2011.**

På finansmarknaderna tändes efter valet förväntningar på reformer av t ex finanssektor och arbetsmarknadslagar. Sådana skulle kunna förbättra den långsiktiga tillväxten. Det ser dock ut som om regeringen nu väljer att prioritera stimulanser för att stötta återhämtningen på kort sikt.

Knepiga policyutmaningar

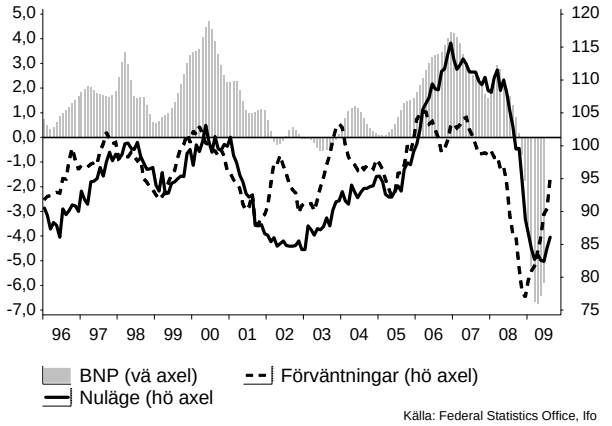
- **BNP-tillväxten återvänder gradvis**
- **Arbetslösheten toppar i slutet av 2010**
- **Gott om lediga resurser, lågt inflationstryck**
- **ECB höjer i september 2010**

Allt fler indikatorer tyder på att Euro-zonen nu har lagt **det värsta av den ekonomiska krisen bakom sig**. Läget varierar mellan olika länder, men en återhämtning i framför allt Tyskland och Frankrike borgar för att utvecklingen fortsätter åt rätt håll. Men frågetecken kring hälsotillståndet för Euro-zonens banksystem, bl a kopplade till kvardröjande obalansproblem i Östeuropa, utgör fortfarande en risk för återhämtningen.

Euro-zonens ekonomi krymper med nära 4 procent i år för att sedan växa med 1,2 procent 2010 och 1,8 procent 2011. Arbetslösheten toppar runt 11 procent i slutet av 2010. Budgetunderskottet stiger från knappt 2 procent av BNP i fjol till ca 5 procent i år och 6 procent 2010. Det börjar falla tillbaka först 2011. Alla medlemsländer med undantag för Finland, Luxemburg och Nederländerna hamnar över Stabilitets- och tillväxtpaktens 3-procentströskel redan i år, vilket skapar påfrestningar och spänningar kring det ekonomisk-politiska vägvalet på sikt.

Kärninflationen bottnar runt noll procent kring årsskiftet 2010/11 medan HIKP-inflationen stabiliseras på 0,5-1,0 procent under 2010-2011. Risken för nya finansiella obalanser gör att vi ändå räknar med att ECB påbörjar räntehöjningarna i september 2010, vilket är tidigare än vad den makroekonomiska bilden egentligen motiverar.

Tyskland: BNP och Ifo
Årlig procentuell förändring och index 2000=100



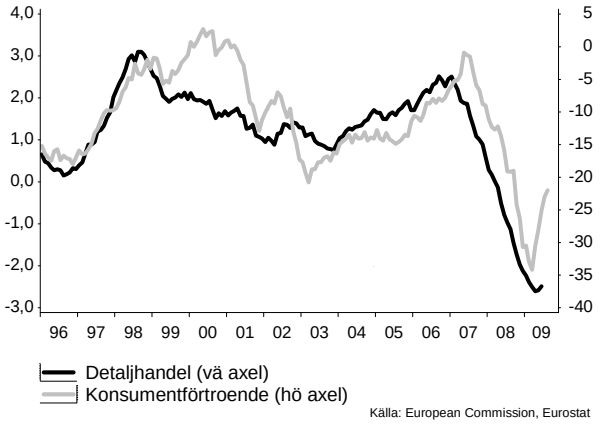
Källa: Federal Statistics Office, Ifo

Lång väg tillbaka

Euro-zonens **nedåtgående spiral bröts i hög grad andra kvartalet**; ett kvartal tidigare än väntat. BNP minskade på kvartalsbasis med marginella 0,1 procent i Euro-zonen som helhet (-4,7 procent på årsbasis), men i såväl Tyskland som Frankrike noterades en uppgång med 0,3 procent. I Italien fortsatte nedgången med 0,5 procent medan Spanien backade med 1,1 procent.

Stabiliseringen beror på positiva bidrag från utrikeshandeln och hushållens konsumtion medan investeringarna fortsätter att falla. Att hjulen är på väg att snurra lite snabbare återspeglas bl a i den **oväntat stora uppgången i tyska Ifo-indexet** under sommarmånaderna. Även inköpschefsindexet PMI och EU-kommissionens konsumentindikator signalerar att konjunkturen har bottnat. Indikatorbilden är dock inte entydig; detaljhandeln i Euro-zonen backade i juni med 0,2 procent på månadsbasis samtidigt som industriproduktionen föll med 0,6 procent.

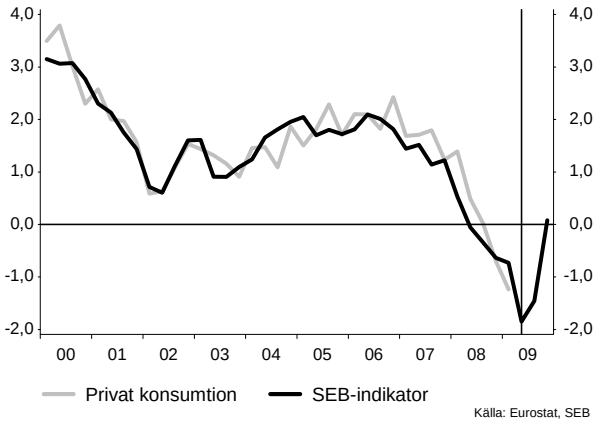
Detaljhandel och konsumentförtroende
Årlig procentuell förändring och index



Källa: European Commission, Eurostat

Vi räknar ändå med att de **positiva tendenserna håller i sig under andra halvåret**. Att finanskrisen släpper sitt förlamande grepp innebär en potential för ökad ekonomisk aktivitet, trots att framtidsutsikterna i många avseenden är fortsatt osäkra. Ett betydande lageromslag bidrar till att BNP stiger med 0,2 procent under det tredje kvartalet och 0,4 procent det fjärde. **Tillväxten hamnar på -3,9 procent i år**, en uppjustering av majprognosen.

Privat konsumtion
Årlig procentuell förändring



Källa: Eurostat, SEB

Den privata konsumtionen minskar med knappt 1 procent i år, vilket är något starkare än vi trodde innan sommaren. En förklaring är att den **tyska skrot-**

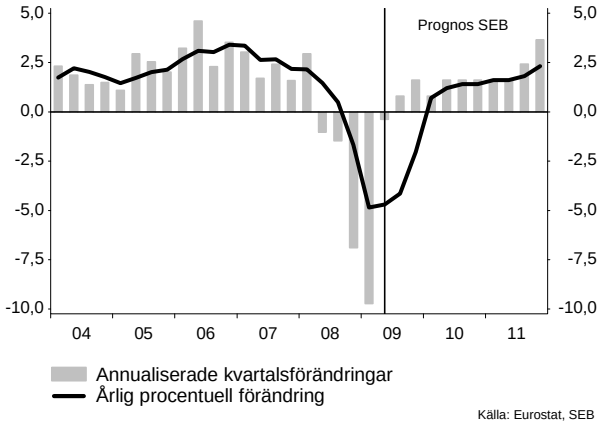
ningspremien har fått oväntat stor effekt på nybilsförsäljningen (steg med drygt 10 procent andra kvartalet). Premien har hjälpt till att hålla biltillverkarna under armarna på kort sikt, men liksom flera andra ekonomisk-politiska åtgärder skapar detta risker för bakslag framöver. Vår konsumtionsindikator, baserad på bl a räntor, inkomster och olika konfidensindikatorer, pekar på en stabilisering av den privata konsumtionen under tredje och fjärde kvartalet i år.

Framöver räknar vi med en **BNP-tillväxt på 1,2 procent nästa år och 1,8 procent 2011**. Det innebär en tydlig upprevidering för 2010, men tillväxten ligger ändå kvar under den trendmässiga. Den starka euron dämpar på marginalen uppgången i exporten och effekterna av hög och stigande arbetslöshet i kombination med exceptionellt lågt kapacitetsutnyttjande hämmar den inhemska efterfrågan de närmaste åren. Trots det finns en **chans att tillväxten kan överraska på uppsidan både 2010 och 2011**.

Euroländerna har olika förutsättningar att haka på den internationella återhämtningen de närmaste åren. Den tyska industrin, som drabbades hårdast när världshandeln kollapsade, har goda förutsättningar att vända snabbast när handeln normaliseras. Att nivån på reala huspriser var relativt låg innan krisen bröt ut, i synnerhet jämfört med Spanien, Frankrike och Irland, innebär dessutom att bostadssektorns fallhöjd är lägre och att sektorn därför inte kommer att hämma återhämtningen lika mycket som i många andra länder. Den franska ekonomin, i sin tur, drabbades inte lika hårt av nedgången eftersom den drivs mer av inhemsk konsumtion och kommer därför inte heller ta fart lika snabbt när den globala konjunkturen vänder. Spaniens byggkris har visat sig vara värre än många trott och lägger nu en våt filt över återhämtningen. Även den italienska ekonomin återhämtar sig långsamt, vilket i hög grad beror på de senaste årens kraftigt försvagade internationella konkurrenskraft.

BNP-tillväxt

Procentuell förändring



Källa: Eurostat, SEB

Stora budgetunderskott

Den tvära inbromsningen i regionen sätter sin tydliga prägel på medlemsländernas offentliga finanser via såväl cykliska effekter som finanspolitiska satsningar som har gjorts för att möta krisen. Den tyska regeringen har beslutat om två stimulanspaket på 32 respektive 50 mdr euro, vilket tillsammans motsvarar ca 3,5 procent av BNP fördelat över två år. Det handlar bl a om sänkt skatt, bidrag till nybilsköp och investeringar i infrastruktur och utbildning. Även Frankrike har lanserat kris- och stimulanspaket; 26 miljarder euro satsades för knappt ett år sedan med tonvikt på stöd till företagsinvesteringar, ett extra krispaket på knappt 3 mdr sjösattes i januari i år riktat till låginkomsttagare.

Tyska valet: Merkel sitter kvar

Opinionsmätningar inför valet till den tyska förbundsdagen den 27 september tyder på att förbundskansler Angela Merkel sitter kvar vid makten. Hennes kristdemokratiska CDU och dess bayerska systerparti CSU verkar gå framåt jämfört med förra valet 2005. Angela Merkel tycks därmed ha vunnit väljarstöd på sitt sätt att hantera den globala krisen trots att hon många gånger har kritiserats för att göra för lite. Inte heller hennes kritik mot ECB:s likviditetsinjektioner har minskat väljarstödet.

Det troliga är dock att den stora **koalitionen mellan kristdemokrater och socialdemokratiska SPD upplöses**. SPD befinner sig i djup kris och har bara stöd av 22 procent av väljarna i opinionsmätningarna jämfört med 34,2 procent i valet 2005. SPD har förlorat mest på koalitionssamarbetet, vilket har lett till interna problem och väljarflykt till vänsterpartiet Die Linke. Mycket kan dock hända fram till valet, och eftersom många väljare bestämmer sig i valrörelsens slutskede är det för tidigt att räkna ut SPD. Det nya Tysklandsprogrammet, som socialdemokraternas kanslerkandidat Frank-Walter Steinmeier nyligen presenterade och som lovar full sysselsättning om tio år, visar att SPD vill återta initiativet.

Senaste mätningarna ger CDU/CSU och liberala FDP ett väljarstöd på drygt 50 procent. Vår prognos baseras därför på antagandet att Angela Merkel sitter kvar på sin post och att en ny kristdemokratisk-liberal koalitionsregering bildas. Skiftet i koalitionsparter innebär förmodligen **ingen större förändring i den ekonomisk-politiska inriktningen**. Fokus måste, oavsett regim, även fortsättningsvis ligga på att hantera finans- och kreditkrisen och den svaga konjunkturen på kort sikt. Efterverkningar i form av växande budgetunderskott, stigande arbetslöshet och statsskuld, samt påfrestningar i socialförsäkringssystemen blir särskilt stora utmaningar.

Offentliga finanser
Procent av BNP

	2008	2009	2010	2011
Frankrike	-3,4	-5,9	-5,8	-5,0
Italien	-2,7	-4,8	-5,5	-4,1
Spanien	-3,8	-6,6	-6,9	-5,5
Tyskland	-0,1	-4,2	-5,8	-5,1
Euro-zonen	**-1,9**	**-5,1**	**-5,9**	**-4,9**

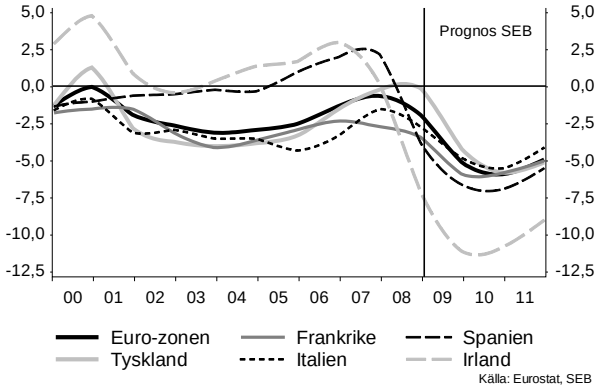
Källa: Eurostat, SEB

Det aggregerade **budgetunderskottet i Euro-zonen kommer att ligga runt 5-6 procent av BNP under perioden 2009 till 2011**. Nästan samtliga medlemsländer kommer att hamna över Stabilitets- och tillväxtpaktens 3-procentsspärr redan i år. Det innebär att Ekofinrådet, dvs finansministrarnas samarbetsgrupp, kommer att ställas inför uppgiften att vidta eventuella sanktionsåtgärder. Reglerna har hittills tillämpats mycket flexibelt och trots ibland hårda ord från finansministrarna har aldrig några böter utdelats.

EU-kommissionen och Ekofinrådet har hittills varit återhållsamma med kritik mot den tyska och franska budget- och statsskuldsutvecklingen, men varit tydligare med rekommendationer till Grekland och Irland. Kommissionen har krävt att Grekland ska ta ner underskottet till 3 procent redan nästa år, vilket knappast är möjligt. Irland har ålagts uppgiften att uppnå balans i budgeten 2013. Den hårdare attityden mot Grekland motiveras med landets alarmerande höga statsskuld.

Sammantaget drar vi slutsatsen att **den pragmatiska linjen avseende underskotten kommer att dominera de närmaste åren**. Det exemplifierades så sent som i juli när EU:s finansministrar beslutade att ge fem EU-medlemmar från öst, bl a Lettland och Litauen, mer tid för att reducera sina budgetunderskott. Sanktioner och rekommendationer kommer tydligen bara riktas till länder som står inför så stora finansiella problem att internationella stödåtgärder är närliggande.

Budgetsaldon
Underskott eller överskott, procent av BNP

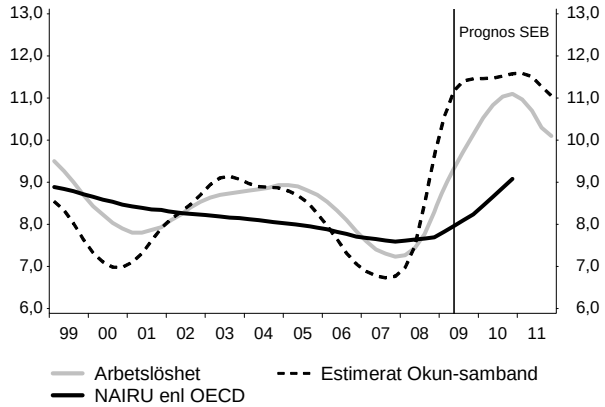


Källa: Eurostat, SEB

Arbetslösheten toppar nästa år

Den tvära inbromsningen har fått stora konsekvenser för arbetsmarknaden. Arbetslösheten, som bottnade på 7,2 procent i början av 2008, har successivt stigit till 9,4 procent i juni. Vi räknar med att den fortsätter uppåt och klättrar vidare över 10 procent i december och sedan toppar runt 11 procent i slutet av 2010.

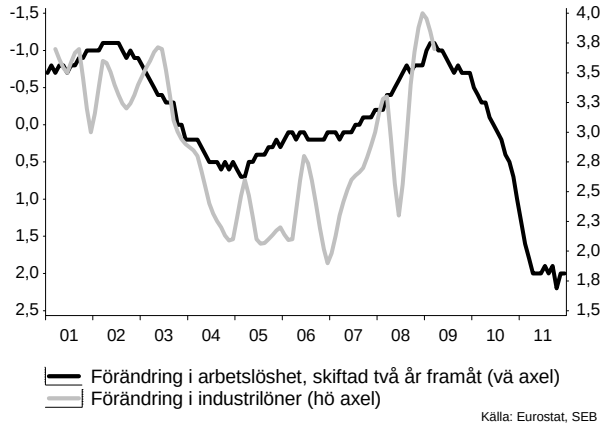
Arbetslöshet
Procent



Källa: Eurostat, OECD, SEB

Prognosen baseras på vår BNP-bedömning och det s k Okun-sambandet som säger att en vidgning av det negativa produktionsgapet på en procentenhet ger en uppgång i arbetslösheten på en halv procentenhet. Arbetslösheten har dock hittills stigit i mindre grad än vad det estimerade Okun-sambandet anger. Detta beror på att företagen inte hunnit eller velat anpassa sysselsättningen till den lägre produktionsnivån, vilket också har resulterat i mycket svag produktivitetstillväxt. Vi räknar med att företagen strävar efter en normalisering av produktiviteten, vilket bidrar till ytterligare nedskärningar i sysselsättningen. Arbetslösheten kommer därmed fortsätta upp och närma sig de nivåer som det estimerade Okun-sambandet anger.

Arbetslöshet och löner
Procentenheter och procent



Källa: Eurostat, SEB

Lägre löne- och inflationstryck

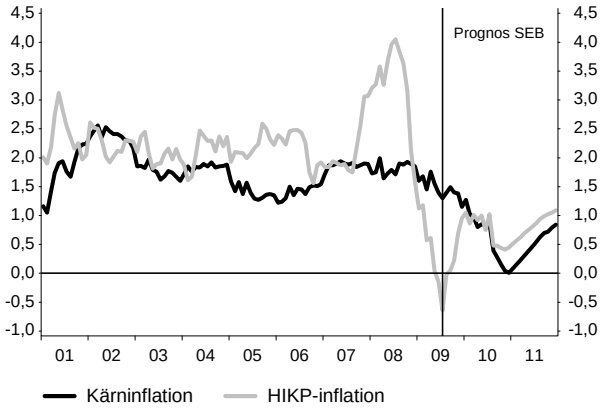
Den stigande arbetslösheten pressar ner löneökningstakten i hela Euro-zonen. I takt med att antalet varsel och uppsägningar fortsätter upp blir det svårare för arbetstagare och fackföreningar att driva igenom sina krav och många gånger tvingas de acceptera låga, frysta eller t o m sänkta löner. Vår arbetslöshetsprognos talar för att **löneökningarna i Euro-zonen**

växlar ner från drygt 3 procent i fjol till 2,5 procent i år och runt 2 procent både 2010 och 2011. Tyska löneökningarna växlar ner till ca 3 procent nästa år och 2 procent 2010-2011.

Lönepressen och det låga kapacitets- och resursutnyttjandet talar för ett **lågt underliggande inflationstryck under hela prognosperioden**. Kärninflationen, beräknad som HIKP-inflationen rensad för alkohol-, energi-, mat- och tobaksprisförändringar, faller därför gradvis från dagens nivå på 1,3 procent till bottennivån 0 procent i december 2010. Därefter stiger den sakta uppåt i takt med att kapacitets- och resursutnyttjandet går upp och stabiliseras i intervallet 0,5-1,0 procent. **Kärninflationen hamnar på 1,5 procent i genomsnitt i år, 0,6 procent nästa år och 0,5 procent 2011.**

HIKP-inflationen, som påverkas mer av volatila energipriser, ligger redan i dagsläget en bra bit under noll. Den bottnade på -0,7 procent i juli och stiger mot 1 procent kring årsskiftet 2009/10 där den ligger ganska stabilt t o m juli 2010. Därefter följer den kärninflationen ner och bottnar på 0,4 procent i

Inflation
Procent



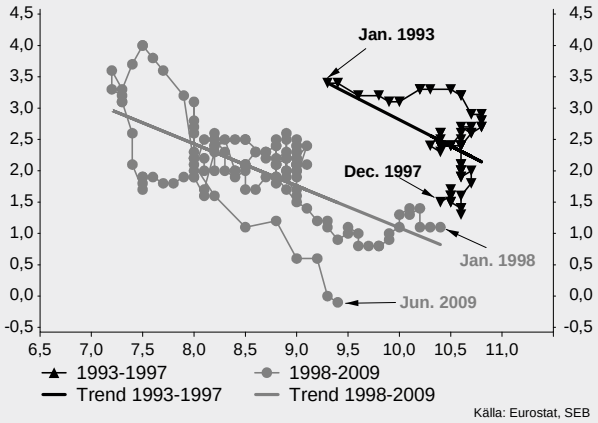
Källa: Eurostat, SEB

Hur starkt är disinflationstrycket?

Den höga arbetslösheten och det låga resursutnyttjandet i ekonomin talar för att inflationen skulle kunna bli ännu lägre än vår huvudprognos. Nedan diskuteras lite utförligare några aspekter av inflationsdynamiken och osäkerheten i bedömningarna som motiv till vår relativt försiktiga inflationsprognos.

Flackare Phillipskurva: Inflationsimpulsen från en given förändring i arbetslösheten tycks ha blivit svagare de sista tio åren. Detta gäller i särskilt hög grad Euro-zonen. Det kan illustreras i att den s k Phillipskurvan, som visar sambandet mellan inflation och arbetslöshet, har blivit flackare. En förklaring till detta är att en allt större tilltro till centralbankernas inflationsmål minskar de cykliska svängningarna i inflationen. Avregleringar av arbets- och produktmarknader, globaliseringskrafter och snabb produktivitetstillväxt har också bidragit.

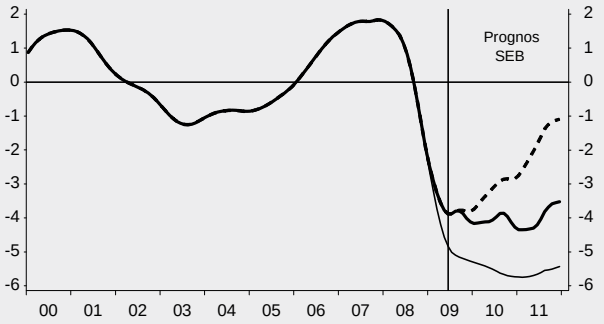
Euro-zonen: Phillips-kurvan
Inflation på y-axeln, arbetslöshet på x-axeln (%)



Källa: Eurostat, SEB

Risk för högre strukturell arbetslöshet: Framöver kan också utslagningstender på arbetsmarknaden bidra till att minska disinflationstrycket. Flera estimat av jämviktsarbetslösheten (NAIRU) börjar redan visa tendenser att stiga. Än så länge utgör detta snarast en illustration av bistra historiska erfarenheter där cykliska uppgångar i arbetslösheten fört med sig strukturella skadeverkningar. Den ekonomiska politiken ställs nu inför stora utmaningar att förhindra en sådan utveckling också denna gång.

Produktionsgap
Procent



Källa: Eurostat, OECD, SEB

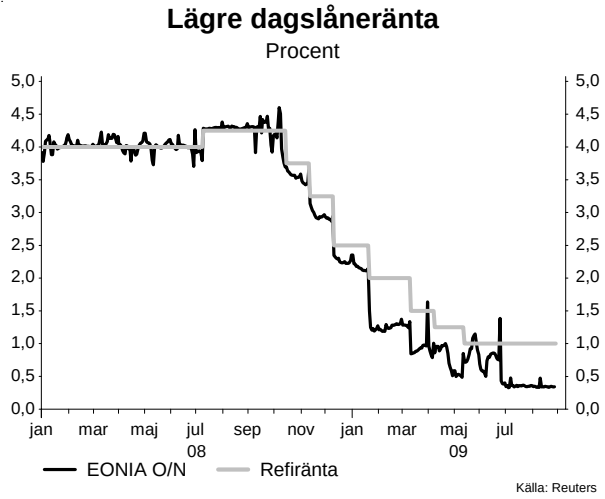
Risk för lägre potentiell tillväxt: Ju mer den ekonomiska tvärbromsningen pressar tillbaka inte bara den faktiska tillväxten utan också den potentiella ökningstakten, desto mindre negativt blir produktionsgapet. I vårt basscenario, som ligger till grund för inflationsprognosen, antar vi att den potentiella produktionen är oförändrad i år och att den sedan stiger med 1 procent nästa år och 1,5 procent 2011. Diagrammet ovan illustrerar konsekvenserna för produktionsgapet om man istället antar en konstant potentiell tillväxttakt motsvarande 0 respektive 1,5 procent.

december 2010 för att till december 2011 åter landa på 1 procent. **HIKP-inflationen uppgår till 0,4 procent i genomsnitt i år, 0,7 procent 2010 och 0,8 procent 2011.**

ECB börjar höja nästa år

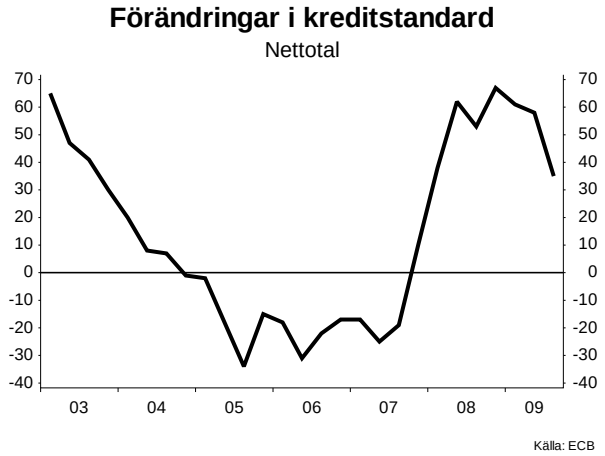
Även efter sänkningen av refiräntan till 1 procent i maj ligger ECB:s styrränta högre än nivåerna för andra ledande centralbanker. Den genomsnittliga **dagslåneräntan på interbanklån (EONIA-räntan) ligger dock kring 0,3 procent**, vilket inte avviker speciellt mycket från nivån i Japan, Storbritannien och USA. Den faktiska penningpolitiken är därför mer expansiv än vad refiräntan antyder.

Vi räknar därför fortfarande med att **ECB har nått räntebotten**, vilket också bekräftades av tonläget i den senaste penningpolitiska kommunikén. Den stora frågan är istället när ECB börjar höja refiräntan och rulla tillbaka likviditetsinjektionerna samt stödköpet av säkerställda bostadsobligationer för omkring 60 mdr euro.

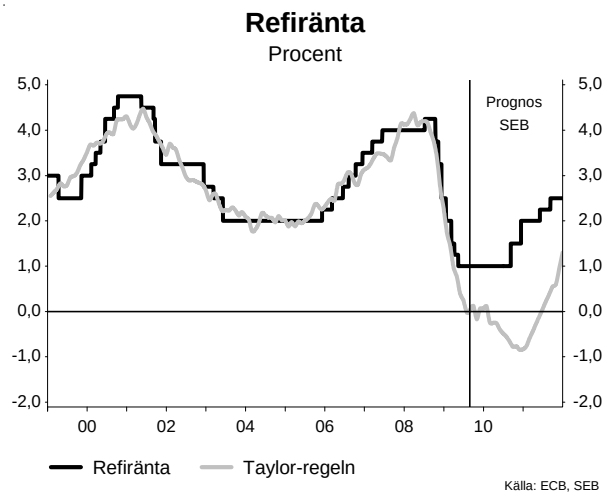


Motiven att vänta med räntehöjningar är inte svåra att finna. Våra prognoser tyder på att tillväxten förblir relativt svag och inflationen mycket låg. I nuläget är också kredittillväxt och penningmängd på väg ner och ECB:s egen lånebarometer (Bank Lending Survey) tyder på strama kreditförhållanden. Att bankutlåningen till icke-finansiella företag fortsätter att utvecklas svagt och att många banker dessutom parkerar stora belopp på ECB (**ECB overnight deposits är rekordhöga**) talar för att centralbankens likviditetsinjektioner inte heller fungerar riktigt som det var tänkt, vilket också kan fördröja nästa höjningscykel.

I de flesta avseenden påminner ECB:s situation om andra centralbankers och våra motiv till att man ändå påbörjar räntehöjningarna 2010 är desamma. Man vill undvika nya finansiella bubblor och excesser i en situation då återhämtningen står på fastare mark och prognosblickarna riktas framåt mot år 2012.



Vi ser dock några skäl till varför **ECB kan avvakta något längre än andra centralbanker**. Euro-zonens tillväxt blir lägre nästa år än i de flesta andra länder. Olika förutsättningar inom regionen manar också till större försiktighet. ECB startar därtill från en något högre räntenivå samtidigt som inflationstrycket är lägre. Det innebär att realräntan även utan ränteförändringar inte är exceptionellt låg, speciellt om man beaktar hela avkastningskurvan. Därtill kommer att de underliggande obalanserna är mindre än i t ex USA och Storbritannien. Ett argument som talar i motsatt riktning är att ECB av tradition har en större motvilja mot att ligga kvar på en exceptionellt låg räntenivå med de risker det för med sig.



Vi räknar med att **ECB påbörjar räntehöjningarna i september 2010** och att refiräntan ligger på 2,00 procent i december 2010 och 2,50 procent i slutet av 2011. Det är en snabbare höjning än vad som motiveras av enbart inflations- och resursutnyttjandet, enligt vår skattade Taylor-regel som baseras på vårt prognostiserade inflations- och arbetslöshetsgap.

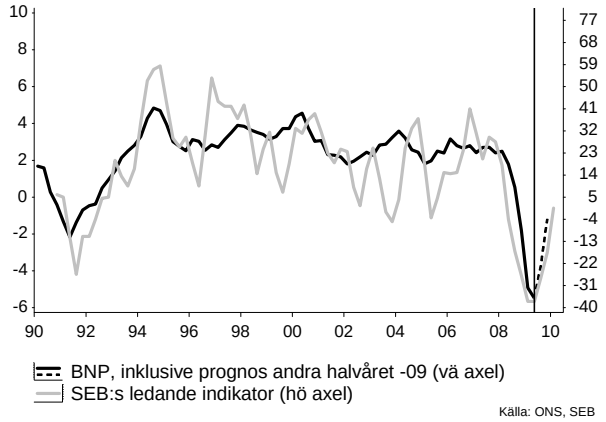
Bankerna bromsar

- **Tillväxtrekyl trots svag inhemsk efterfrågan**
- **Pundförstärkningen fortsätter**
- **Bank of England höjer före ECB**

Den brittiska ekonomin har fallit snabbt hittills i år, och andra kvartalet minskade BNP med 0,8 procent. Ekonomin har krympt med närmare 6 procent sedan toppen i början av 2008. Ledande indikatorer målar samtidigt en ljusare bild; framtidstron bland såväl konsumenter som företag har vänt kraftigt uppåt, och vi räknar med en tydlig industri- och lagerdriven BNP-rekyl under det andra halvåret. BNP-fallet stannar vid 3,9 procent i år. Därefter **växer ekonomin med 1,5 respektive 2 procent 2010 och 2011**, vilket är under trend. I senaste konsensusprognosen låg tillväxten på 0,9 procent avseende 2010.

BNP-återhämtning på väg

Årlig procentuell förändring, index



Källa: ONS, SEB

Arbetslösheten ligger på 13-årshögsta (8 procent) och en stabilisering lär dröja. Låg produktivitet pressar upp kostnadsläget, och talar för ytterligare sysselsättningsfall. Arbetslösheten toppar runt 9,5 procent nästa höst. Risker för en bestående högre arbetslöshet har betonats av Bank of England (BoE) och såväl IMF som OECD har höjt sina estimat för jämviktsarbetslösheten (NAIRU).

Hushållens pressas också av rekordsvag reallöneutveckling och förmögenhetsfall, vilket talar för att **konsumtionen utvecklas svagt de närmaste åren**. Prognosen är att konsumtionen växer 1 procent i snitt 2010 och 2011. Efter ett tvåsiffrigt fall i år **stagnerar investeringarna nästa år och växer beskedligt 2011.** Det rekordlåga kapacitetsutnyttjandet håller tillbaka uppgången. Svag inhemsk efterfrågan lägger därmed hinder i vägen för återgången mot och över trendtillväxt.

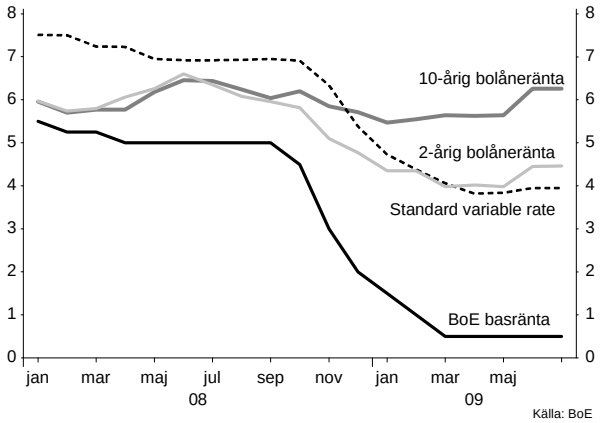
Trots den senaste tiden uppgång är pundet fortfarande undervärderat. **Valutan ger exporten en hjälpande hand** och nettoexporten ger relativt stora BNP-bidrag också de närmaste åren. Lite tidigare räntehöjningar samt förbättringen i bytes- och handelsbalanserna talar för att pundförstärkningen fortsätter. **Pundet noteras till 0,81 mot euron mot slutet av 2010**.

Bopriserna visar tecken på att stabiliseras. Det senaste årets fria fall har stannat upp och RICS mäklarundersökning tyder på oförändrade priser den närmaste tiden. Samtidigt har bolåneansökningarna fallit tillbaka och boräntorna ligger envist kvar på höga nivåer. I kombination med skärpta kreditkrav accentueras risken för nya prisfall.

De offentliga finanserna uppvisar tvåsiffriga underskott som andel av BNP under flera år framöver. Den konservativa oppositionen har deklarerat att skatterna måste höjas. Senast i juni nästa år hålls nästa val. Oavsett vem som vinner väljarnas mandat kommer inte någon ytterligare finanspolitisk stimulans.

Transmissionsmekanismen fortfarande svag

Procent



Källa: BoE

Den stora mängden lediga resurser och den tröga kreditgivningen bidrog till BoE:s beslut nyligen att addera ytterligare kvantitativ stimulans. Rekordhöga spreadar mellan interbank- och bostadsräntor bidrar samtidigt till en gradvis förbättring av bankernas balansräkningar. På längre sikt skapas därmed förutsättningar för en hälsosammare kreditexpansion och en bättre fungerande transmissionsmekanism till hushållen.

Det lär dröja närmare ett år innan det blir aktuellt att justera den ultralätta penningpolitiken. Vi räknar med att **BoE höjer basräntan under sommaren 2010**. Allvarligare underliggande obalanser, något högre inflationstakt och en lägre ränta i utgångsläget talar för att **BoE påbörjar höjningarna före ECB**.

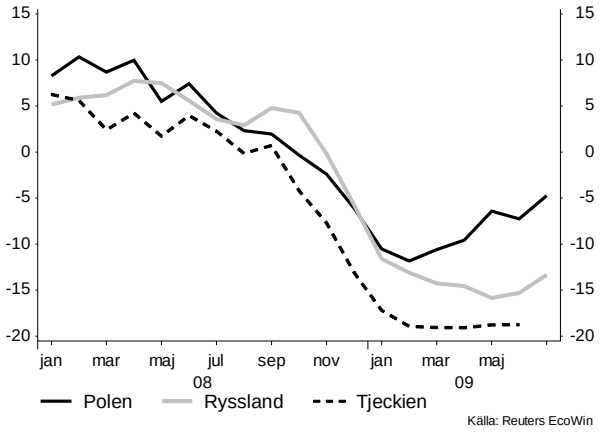
Ojämn återhämtning

- **Viss ljusning för industrin**
- **Finanspolitiken stramas åt**
- **Förbättrade externbalanser**

Östeuropa är den region som drabbats värst av den internationella kreditkrisen på grund av sin tidigare kraftiga låneexpansion i utländsk valuta. Men även här kan vi nu se en del ljusglimtar, främst koncentrerade till industrin. Vår bedömning är därför att **de flesta länder nådde sitt bottenmärke i BNP-utvecklingen under andra kvartalet**. Räntesänkningarna får gradvis effekt och det låga inflationstrycket öppnar i några länder (Ungern, Ryssland, Rumänien) för ytterligare räntesänkningar.

Industrikonjunkturen bottnar

Industriproduktion, % år/år, 3 mån glidande medelvärde



Källa: Reuters EcoWin

Återhämtningen blir dock i många fall trög. Det dröjer ännu ett tag innan kreditvillkor tinar upp tillräckligt mycket för att kunna stödja tillväxten. Dessutom faller reallönerna i de flesta ekonomier sedan början av året. Med tanke på de svaga arbetsmarknadsindikatorerna dröjer det något år innan hushållen återfår köpkraften.

Finanspolitisk åtstramning fortsätter därtill att bromsa efterfrågan i flera länder. Baltikum och Ungern är i färd att sjösätta nya sparprogram, pressade av stora utlandsskulder och IMF-krav för lånestöd. Nästa år kan även Polen komma att slå in på en stramare politik för att undvika att passera den egna satta gränsen för offentlig skuld på max 55 procent av BNP.

Polen är ändå tillsammans med Tjeckien det land i regionen som är bäst positionerat att dra fördelar av en gryende uppgång i Euro-zonen och världsekonomin. I dessa länder var fundamenta relativt goda då den globala krisen bröt ut; andelen lån i utländsk valuta var t ex måttlig.

Polen och Tjeckien väntas visa svagt positiv tillväxt 2010 – Polen redan i år. **I Baltikum, Ungern och Ukraina fortsätter BNP-nedgången nästa år**, om än i klart mer beskedlig takt än i år.

Trenden med förstärkta bytesbalanser fortsätter i en miljö med en tydligare återhämtning för exporten, men måttlig förstärkning av den inhemska efterfrågan. Det innebär att **många valutor över tiden**, med risk för bakslag om den globala riskaptiten sviktar, **fortsätter att appreciera**.

Vad gäller euro-tidtabellen är Estland enda östlandet som har en möjlighet att kvala in till Euro-zonen de närmaste åren. Lettland, Litauen, Polen, Tjeckien och Ungern faller alla på budgetkriteriet (max 3 procent underskott).

Ryssland repar sig från rekordras

Rysslands BNP föll med 9,8 procent under första halvåret mätt i årstakt. Med tanke på att olje- och råvarupriser klättrat snabbare än vi räknat med var andra kvartalets nedgång med närmare 11 procent i årstakt en klar besvikelse. Vi har därför reviderat ned BNP-prognosen för helåret 2009 till minus 9 procent.

Ändå tror vi att Ryssland står inför en återhämtning de närmaste åren. **Vi förutspår BNP-ökningar på 2 respektive 5 procent de kommande åren.** I grunden beror tillväxtförväntningarna på Rysslands låga offentliga skuld, vilken möjliggjort en expansiv finanspolitik. Vi tar även fasta på följande: Den privata sektorns refinansieringsproblem har mildrats. Industrins inköpschefsindex har stigit sju månader i följd, inräknat juli. Den del av exportindustrin som konkurrerar med varuimport har en ansenlig valutadeprecierring (på runt 15 procent i effektiva termer) i ryggen, även om det skett en viss stabilisering och återhämtning i rubeln sedan i våras.

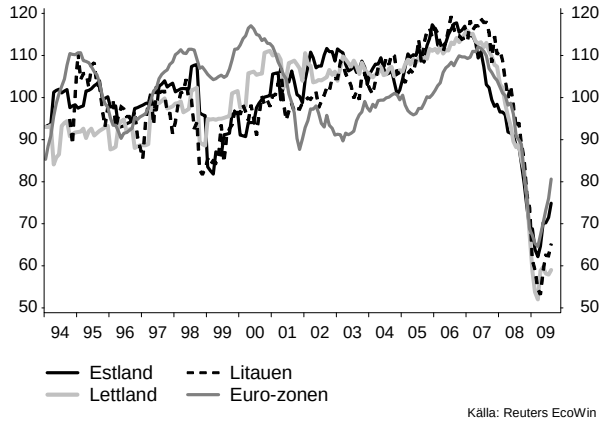
Men det saknas inte hot och utmaningar. Olje- och råvaruberoendet har förblivit stort, vilket innebär en sårbarhet i en kommande skör världsekonomisk konjunkturuppgång. Efter senaste halvårets raska stegring, delvis driven av spekulativa inslag, finns rekylrisker nedåt i oljepriset. Ett annat hot är den stora andelen dåliga lån i banksystemet. Regeringen stöttar med att rekapitalisera bankerna. **Över tiden måste också regeringen ta sig an det snabbt växande budgetunderskottet** som är på väg upp mot 10 procent av BNP i år. Budgeten har på något år slagit om från stora överskott till stora underskott.

Stabilisering på låg nivå

- **Bredare återhämtning dröjer till 2011**
- **Lönesänkningarna fortsätter**
- **Peggarna håller – men ny marknadsoro hotar**

Den djupa ekonomiska krisen i Baltikum fortsätter. De **nya åtstramningsåtgärder som beslutades under sommaren var större än vi förutspått** och BNP-prognoserna för 2009 har därför reviderats ned ytterligare. Under andra halvåret sker dock en viss stabilisering och BNP-fallen blir mindre dramatiska. Delvis beror detta på baseffekter eftersom jämförelsen sker med det svaga andra halvåret 2008. Men sentimentsindikatorer har också vänt uppåt något, i linje med den globala bilden. Detta talar för en viss ljusning när det gäller export och industriproduktion.

Economisk framtidstro
Index



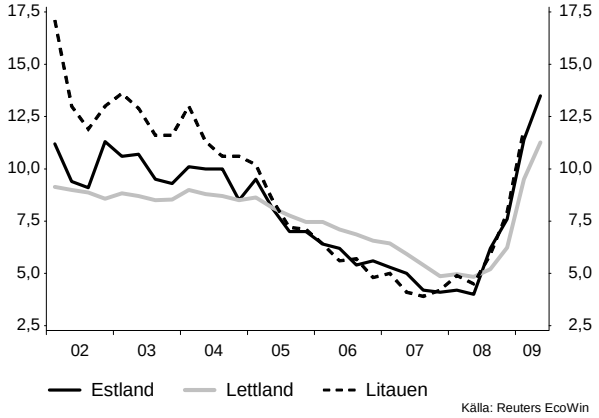
Källa: Reuters EcoWin

Estland är bäst positionerat att gynnas av en internationell konjunkturuppgång. Där utgör exporten hela tre fjärdedelar av BNP, att jämföra med 40-60 procent i Lettland-Litauen. Därtill är Estlands export mindre exponerad mot Central- och Östeuropa, där många ekonomier är hårt pressade och där valutorna deprecierat det senaste året. Litauen är mest utsatt för nämnda östexponering.

Å andra sidan innebär strategin att bevara de fasta växelkurserna att anpassningen i ekonomierna blir långvarig. Den finanspolitiska åtstramningen, som fortsätter nästa år, är exceptionell jämfört med andra länder i världen. Hushållens konsumtion kläms av höjda skatter och fortsatta lönesänkningar samtidigt som arbetslösheten fortsätter uppåt innan en kulmen kan nås tidigast andra halvåret 2010. Investeringarna förblir låga då kapacitetsutnyttjandet är lågt och det utländska investerarintresset ännu är försiktigt.

Sammantaget innebär detta att **återhämtningen blir mycket segdragen och att den deflationistiska miljön biter sig fast även nästa år. Först 2011 är BNP-tillväxten åter positiv** mätt som årssnitt, och ligger då ännu under trend. BNP i Estland faller med 13,6 procent i år och med 0,3 procent 2010. Under 2011 ökar Estlands BNP med 4 procent. Lettlands BNP rasar 17 procent i år och 3 procent 2010, för att stiga med 3 procent 2011. Litauens ekonomi backar 15,5 procent i år och 3,5 procent 2010. Under 2011 återfår Litauen tillväxt, med 3 procent.

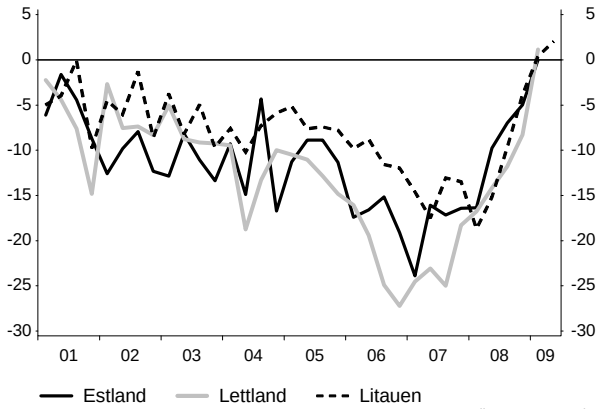
Arbetslöshet
Procent av arbetskraften



Källa: Reuters EcoWin

Den drastiska nedgången i inhemsk efterfrågan har redan resulterat i att **två centrala obalanser i Baltikum – extremt stora bytesbalansunderskott och hög lönedriven inflation – utraderats**. Framöver ligger externbalanserna nära jämvikt eller till och med svagt positiva som i år. Pristrycket förblir svagt.

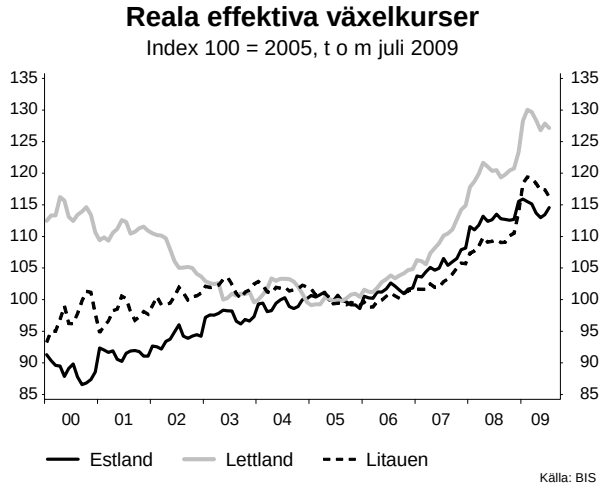
Bytesbalans
Procent av BNP



Källa: Reuters EcoWin

Likväl **fortsätter stålbadspolitiken** för att få bukt med svällande budgetunderskott, extrema utlandsskulder samt kvarhängande kostnadsproblem. Svångremspolitiken med höjda skatter och sänkta utgifter leder till en gradvis dämpning av budgetunderskotten - i Lettland och Litauen från högt uppdrivna nivåer - samt återställer successivt tidigare förlorad konkurrenskraft. Åtstramningarna innefattar ytterligare lönesänkningar. Regeringarna fortsätter alltså på den sedan ett år tillbaka inslagna vägen att genomföra s k **interndevalveringar, dvs att sänka löner och priser**, i stället för att ta sig ur krisen med hjälp av valutadevalveringar.

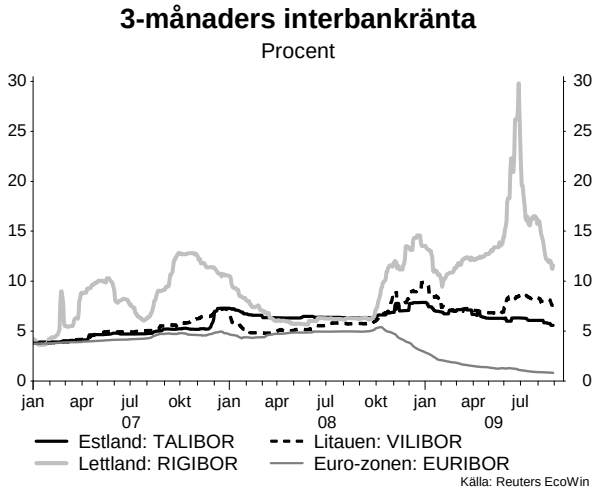
Grundproblemet i ekonomierna har varit alltför stark inhemsk efterfrågan – inte påtagliga svagheter i exporten även om Estland sticker ut med relativt stora tapp av marknadsandelar 2007-2008. Samtliga länder tar också fortsatt sikte på euro-anslutning, vilket är ett övergripande mål med stålbadspolitiken. **Endast Estland har dock en realistisk chans att gå in i Euro-zonen så tidigt som 2011.** De övrigas ambitioner ligger också redan något/några år ytterligare bortåt i tiden. Alltför stora budgetunderskott förhindrar.



När det gäller vägen mot framtida inträden i Euro-zonen kan man inte utesluta att det blir mer ordnade valutakursjusteringar (s k realignments) inom ramen för ERM2. Detta blir beroende av hur framgångsrika länderna blir i att reparera förluster i konkurrenskraft, via deprecieringar av de reala effektiva växelkurserna.

Den ekonomiska politiken i Lettland kommer att fortskrida under noga övervakning av långivarna EU och IMF. De har i sommar gett klartecken för fortsatta utbetalningar till Lettland från det tidigare nedfrysta lånepaketet; EU gjorde det snabbt efter det lettiska parlamentets godkännande av ett nytt tufft budgetbesparingsprogram i juni, IMF först efter en dryg månads betänketid och regeringens löften om att den ska genomdriva viss ytterligare åtstramning även de närmaste åren. Därmed är ca en tredjedel av det totala internationella räddningspaketet på 7,5 mdr EUR (varav EU och IMF svarar för knappt 5 mdr EUR) som löper 2008-2011 utbetalt. Samtidigt har det akuta finansieringsbehovet lättat en hel del via snabbt förbättrade externbalanser i spåren av importraset.

Devalveringsoron, som toppade under försommaren, har minskat en del. Den lettiska valutan är åter på starka sidan av bandet plus/minus 1 procent. Centralbanken, som intervenerade tungt i våras, har t o m tvingats sälja lats för att hålla valutan stabil. Tremånaders interbankräntor i Lettland har kommit ned från 30 till 12 procent. De baltiska interbankräntorna är dock ännu relativt höga och har inte alls kommit ned lika djupt som t ex euroräntorna som befinner sig på nivåer lägre än före den globala kreditkrisens utbrott sommaren 2007. Detta speglar en kvarhängande växelkursoro i marknaden, på senare tid med en ökad osäkerhet om utvecklingen i Litauen.



Det oväntat kraftiga BNP-fallet under andra kvartalet på över 22 procent i årstakt har gjort att marknaden börjat ifrågasätta Litauens möjligheter att finansiera sig på den internationella kapitalmarknaden. Vår bedömning är fortfarande att även Litauen kan tvingas söka IMF-lån. Å andra sidan tog ratinginstitutet S&P's nyligen bort landet (den långfristiga upplåningen) från den negativa övervakningslistan men behöll negativa utsikter, med motivet att regeringen vidtar lämplig finanspolitisk korrigering.

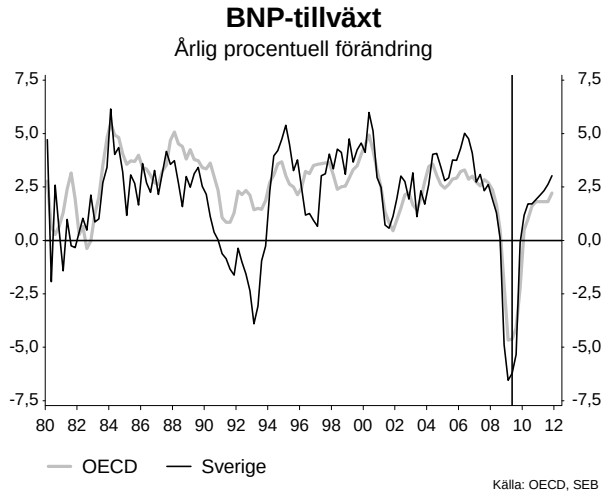
Den akuta valutaoron i Lettland och i övriga Baltikum riskerar komma tillbaka om BNP-utvecklingen skulle överraska påtagligt negativt under hösten-vintern och/eller om någon regering skulle spricka. Uppenbart finns starka interna motsättningar i Lettland. Det största regeringspartiet People's Party gick emot koalitionsbröderna och motsatte sig först en ny uppgörelse med IMF, med motiven att ytterligare åtstramningar skulle bli svårsmälta. **De politiska utmaningarna** att implementera redan beslutade åtstramningar kan också stöta på patrull. I en miljö med växande, redan hög, arbetslöshet kan folkliga missnöjesaktioner åter blossa upp och testa stabiliteten i regeringarna.

Finanspolitiken inriktas dock inte enbart på kortsiktig stabiliseringspolitik. I Lettland bantas bl a statsbyråkrati. Ett annat exempel på strukturpolitik är effektivare användning av EU:s strukturfonder. Nya reavinstskatter och beskattning av bostäder planeras också för att motverka ny överhettning i framtiden. Även i Litauen vidtas strukturella grepp, bl a en effektivisering av socialfondens utgifter, vilka är en stor delpost i den offentliga budgeten. I Estland genomförs bl a åtgärder för att stärka arbetslöshetsförsäkringssystemet och höja flexibiliteten på arbetsmarknaden.

Positionerad för återhämtning

- **Låga boräntor stöttar konsumtionen**
- **Inflationsnedgång med viss fördröjning**
- **Riksbanken börjar höja våren 2010**
- **Ökat manöverutrymme för Borg inför valet**

Sverige får ett mer V-format konjunkturförlopp än omvärlden. BNP-fallet 2009 hamnar nära vår tidigare prognos på 5 procent, men flera faktorer talar för att **ekonomin kan växa något snabbare än OECD-snittet framöver**. En cykliskt känslig industri kan dra nytta av en starkare global efterfrågeåterhämtning och en undervärderad krona. Högt hushållssparande i utgångsläget, fortsatt expansiv finanspolitik och exceptionellt låga boräntor ger relativt goda förutsättningar för konsumtionen trots fortsatt stigande arbetslöshet under 2010. Sammantaget räknar vi med en **BNP-tillväxt på 1,7 procent 2010 och 2,6 procent 2011**.



Arbetslösheten fortsätter upp och toppar på 11 procent hösten 2010. Kortsiktiga indikatorer har förbättras något; antalet varsel har t ex fallit tillbaka, men raset i produktivitet tyder på att företagen behöver minska personalstyrkan ytterligare. Avtalsrörelsen 2010 kommer således att utspelas i ett mycket svagt arbetsmarknadsläge. Vi räknar med att löneökningarna hamnar på ca 2 procent de närmaste åren.

Fallande räntekostnader har pressat ner KPI under nollstrecket. Inflationen exklusive räntekostnader och energi ligger dock på 2,6 procent; den högsta nivån sedan 2001. Efterhand leder emellertid dämpade löneökningar och återhämtning i produktiviteten till att inflationen gradvis faller tillbaka. Vi räknar med att **inflationen ligger under Riksbankens mål på 2 procent såväl 2010 som 2011**.

Under hösten kommer Riksbanken gradvis signalera att vägen tillbaka mot en normalisering av penningpolitiken måste påbörjas. Den extremt låga räntan i utgångsläget talar för att **höjningarna kommer något tidigare än vad som motiveras av inflation och resursutnyttjande.** Vi räknar med att **den första höjningen av reporäntan kommer i april.** I slutet av 2010 ligger reporäntan på 2 procent och i slutet av 2011 på 3 procent. Penningpolitiken förblir således expansiv under hela prognosperioden.

Statsfinanserna har stått emot nedgången hyggligt. Oväntat starka utfall hittills i år samt ljusare konjunkturutsikter gör att underskotten stannar runt 4 procent av BNP de närmaste åren. Regeringens manöverutrymme under slutfasen av mandatperioden ökar därmed. **Den finanspolitiska expansionen kan fortsätta** med såväl ökade resurser till kommunerna som skattesänkningar. Sammantaget räknar vi med att den finanspolitiska dosen för 2010 motsvarar 35-40 miljarder kronor, varav 20-25 nya miljarder dyker upp nu i höstbudgeten.

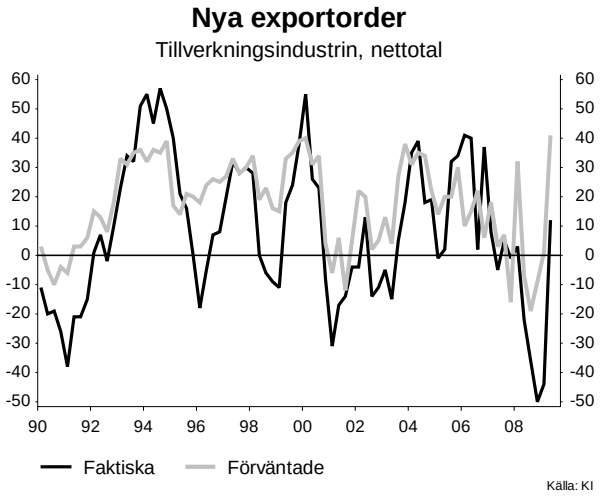
Konturerna inför valet 2010 börjar ta form. Hög arbetslöshet och måttliga budgetunderskott i ett internationellt perspektiv gör att båda regeringsalternativen förmodligen kommer att presentera valprogram med en expansiv finanspolitik också 2011. Däremot kommer skiljelinjer när det gäller prioriteringar mellan skattesänkningar och utgiftsökningar att bli ett dominerande tema i valrörelsen.

Om den internationella återhämtningen befästs och stärks ser vi potential för ännu snabbare tillväxt i svensk ekonomi än vad som ligger i vår prognos. Industrins återhämtning kan bli mer robust, vilket i så fall bidrar till att arbetsmarknaden stabiliseras snabbare. Starka balansräkningar hos hushåll och industriföretag får därmed tydligare effekt på konsumtion och investeringar.

Finansiella risker och internationella tillväxtbakslag dominerar på nedsidan. Situationen i Baltikum är fortfarande allvarlig och därmed kvarstår risker för att den svenska ekonomin påverkas via banksystemet. Såren efter den globala tillväxtkollapsen och kreditkrisen kan också visa sig behöva mer tid för att läka. En annan risk är att Sverige, i ett senare skede än omvärlden, får se en större anpassning av bostadspriserna när de låga boräntorna börjar stiga. Problemen på den kommersiella fastighetsmarknaden kan också få stora konsekvenser i en situation då arbetslösheten fortsätter upp och ränteläget börjar normaliseras.

Vändning för exporten

Varuexporten står inför en vändning efter att ha fallit med 25 procent på ett drygt halvår. En industristruktur som ligger relativt tidigt i den globala cykeln och en rekyl uppåt i bilindustrin talar för att **exporten växer snabbare än i många andra länder**. Totalt väntas exporten öka med 5 procent under nästa år och med 7 procent 2011. **Exportillväxten 2010 och 2011 motsvarar nästan nedgången under 2009.**



Stämningsläget i enkätundersökningar har svängt om markant. Enligt KI-barometern är andelen företag som räknar med stigande orderingång i nivå med toppnoteringarna sett över de senaste 40 åren. Detta kan tolkas som en indikation på ännu snabbare uppgång. Att nettotalet skjuter i höjden måste dock ses i ljuset av den tidigare extremt nedpressade ordernivån. Än så länge visar hårddata som t ex SCB:s statistik över nya order, industriproduktion och export inga nämnvärda tecken på återhämtning utan endast på utplaning. Denna bild bekräftas också av sommarens delårsrapporter från företagen.

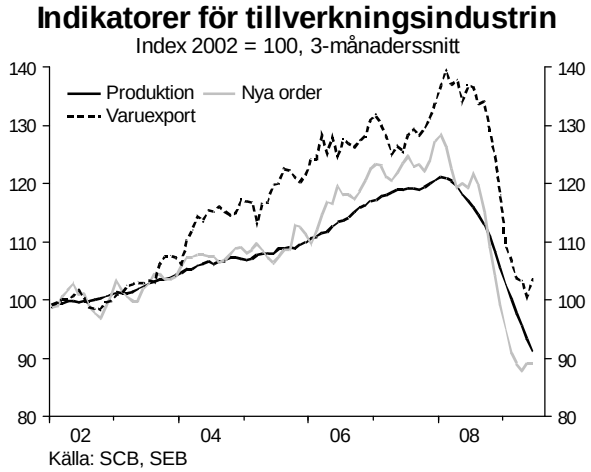
Export och bytesbalans

Procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
Export	1,8	-13,3	5,4	6,9
Varor	1,1	-16,3	6,0	8,0
Tjänster	2,2	-5,0	4,0	4,0
Bytesbalans, % av BNP	8,2	6,5	6,0	5,5

Källa: SCB, SEB

Den svaga kronan och nedgången i inhemsk efterfrågan har medfört att överskottet i bytesbalansen ligger kvar på rekordhöga nivåer, trots exportraset. Framöver räknar vi med att överskotten minskar något när kronan återhämtar sig och den inhemska efterfrågan ökar lite snabbare än i omvärlden.



Investeringarna fortsätter falla

Raset i industriproduktion har åtföljts av kollaps i fasta investeringar. **Extremt lågt kapacitetsutnyttjande gör att investeringarna fortsätter att falla** under det närmaste året. Industriinvesteringarna som andel av BNP är dock redan nere på lägsta nivån sedan krisen i början på 1990-talet, vilket begränsar fallhöjden.

Bostadsbyggandet har minskat nästan lika dramatiskt som industriinvesteringarna. Här finns dock **utsikter för en snabbare återhämtning**. Byggandet har under en längre tid legat på en låg nivå, speciellt mot bakgrund av en relativt snabbt växande befolkning. Att bostadspriserna hållits uppe i högre grad än i omvärlden är delvis en återspegling av detta. Nedgången i byggandet av kommersiella lokaler ligger däremot framför oss. Vakansgraderna ökar samtidigt som många fastighetsbolag har en hög belåning.

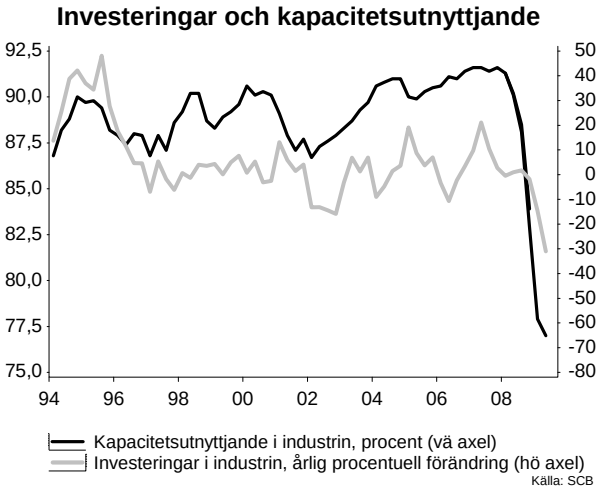
Möjliga effekter av svininfluensan

Pandemier har drabbat världen med jämna mellanrum och får svininfluensan fäste under hösten kan det få betydande effekter på ekonomin. Osäkerheten vad gäller de ekonomiska konsekvenserna är betydande och det är inte bara dödlighet och sjukdomstid som avgör. Den psykologiska effekten via de finansiella marknaderna, förtroendeförluster och ändrade konsumtionsmönster påverkar också.

Smittkyddsinstitutets prognos är att 20-40 procent av Sveriges befolkning insjuknar. Konjunkturinstitutet (KI) räknar med att ca 10 procent insjuknar och att **BNP dämpas med 0,5 procent under det fjärde kvartalet**. För helåret 2009 blir BNP-effekten endast -0,1 procent enligt KI.

Världsbanken har kommit med betydligt dystrare räkneexempel. En allvarlig pandemi kan orsaka kostnader, förutom mänskligt lidande och död, på upp till 3 000 miljarder USD motsvarande ett globalt BNP-fall på 5 procent. Ännu finns inga tecken på att svininfluensan skulle vara så allvarlig.

Vi har i våra bedömningar av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och i omvärlden, mot bakgrund av den stora vetenskapliga osäkerheten, **valt att utgå från ett förlopp som motsvarar en ordinär influensa**. Det innebär att effekten inte blir stor för ekonomierna som helhet, även om också en mildare variant kan drabba enskilda sektorer och industrier hårt, t ex flygbolag och turistnäring.



Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring

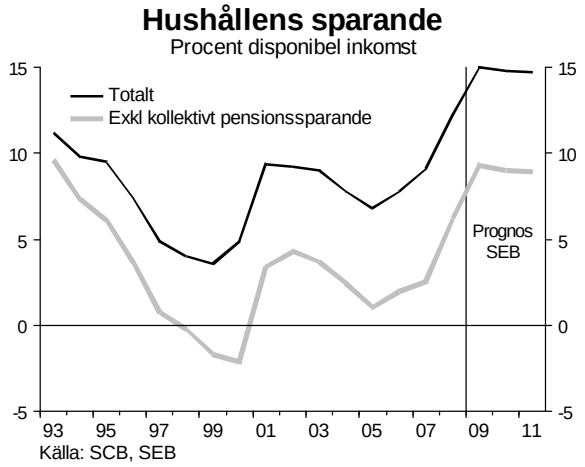
	2008	2009	2010	2011
Industri	2,2	-24,7	-8,3	5,0
Bostäder	-5,3	-22,1	4,5	10,0
Totalt	2,7	-14,0	-3,0	4,0

Källa: SCB, SEB

Sammantaget räknar vi med att investeringarna rasar med 14 procent i år och nedgången 2010 blir 3 procent.

Konsumtionen stabiliseras

Hushållens konsumtion har fallit brant det senaste året. Stigande inkomster har absorberats av ökat sparande när arbetslöshetsoro dominerat utsikterna. Under sommaren har dock **förtroendet bland hushåll och detaljhandelsföretag vänt upp märkbart**, vilket bekräftats av starkare detaljhandel och bilförsäljning.



Vi räknar med att **konsumtionen återhämtar sig och växer måttligt framöver, trots svag arbetsmarknad**. En expansiv finanspolitik håller uppe köpkraften och en låg inflation ger real köpkraft även med måttliga nominella löneavtal. Finanspolitikens bidrag till inkomsttillväxten dämpas dock från 1½ procent i år till 1 procent 2010 och ½ procent 2011. Att ränteutgifterna tar en rekordlåg del av inkomsterna i anspråk och att sparandet nu stigit till den högsta nivån sedan 1950-talet indikerar en uppåtrisk i konsumtionsprognosen.

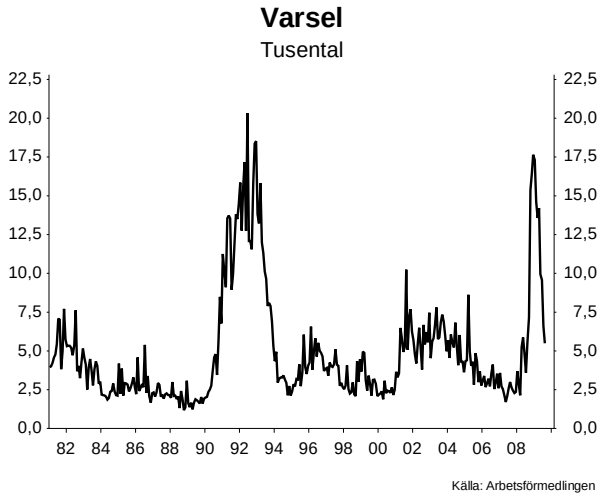
Hushållens inkomster och konsumtion
Procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
Konsumtion	-0,2	-2,0	1,5	2,0
Inkomster	3,6	1,4	1,2	1,9
Sparkvot, % av inkomst	12,2	15,0	14,8	14,7

Källa: SCB, SEB

Fallet på arbetsmarknaden bromsas

Låg tillväxt och ytterligare behov för företagen att anpassa personalstyrkan talar för att **arbetsmarknaden fortsätter att försvagas det närmaste året**. Enligt KI-barometern är företagens anställningsplaner restriktiva och nivån på antalet nyanmälda platser vid arbetsförmedlingen är mycket låg.



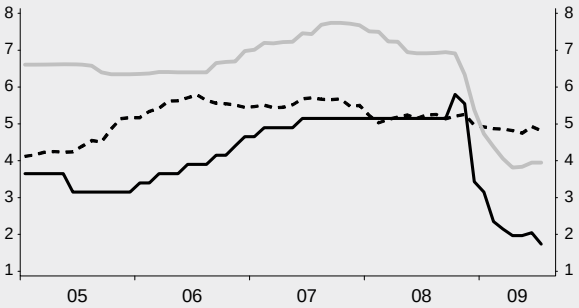
Det finns dock ljusglimtar. Antalet varsel har minskat kraftigt och nedgången i sysselsättning under andra kvartalet blev mildare än väntat. Vi räknar därför med att arbetslösheten toppar runt 11 procent (jämfört med 12 i majprognosen) innan den långsamt vänder nedåt. Vår prognos inbegriper att kommunerna tillförs ytterligare statsbidrag även 2011.

Svensk penningpolitik biter rejält

De flesta centralbanker i OECD-området har sänkt styrräntor till extremt låga nivåer. Effekten av den penningpolitiska stimulansen varierar dock mellan olika länder, inte minst när det gäller effekten på hushållens låneräntor.

Bolåneräntor

Kort löptid, procent



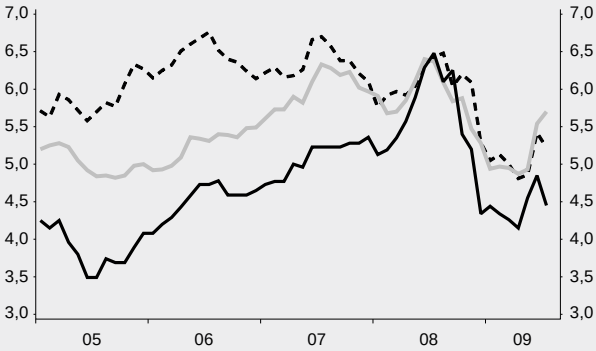
USA, Freddie Mac 1 år
Storbritannien, standard, rörlig ränta
Sverige, 3 månader

Källa: Reuters EcoWin

Svenska rörliga boräntor i Sverige ligger strax över 1½ procent att jämföra med 4-5 procent i USA och Storbritannien. De långa boräntorna är också lägre i Sverige, även om differensen här är mindre. Skillnaderna i räntenivåer på bolån beror delvis på olika räntenivåer för bostadsobligationer. Viktigare är dock skillnader i den marginal som banker och bolåneinstitut lägger på bolånen till hushåll.

Bolåneräntor

Lång löptid, procent



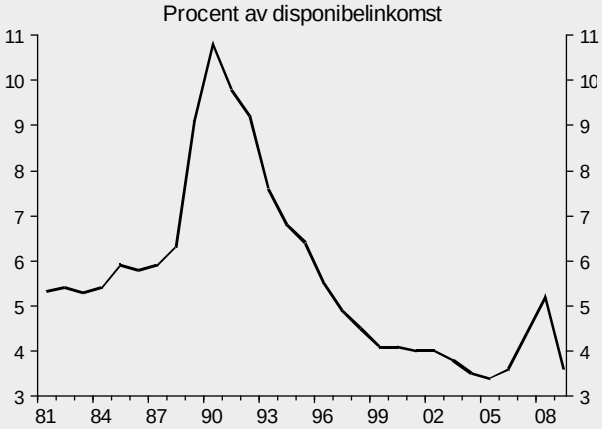
USA, Freddie Mac 30 år
Sverige, 5 år
Storbritannien, 5 år

Källa: Reuters EcoWin

Att **svenska hushåll har en kort genomsnittlig bindningstid på lånen** förstärker också effekten av styrränteförändringar. Närmare hälften av hushållen har rörlig boränta och den genomsnittliga löptiden för bolånestocken är ca två år. Även i Storbritannien dominerar andelen hushåll med rörlig ränta. I USA är däremot 30 år den vanligaste bindningstiden på bolån. De amerikanska hushållen har dock möjlighet att refinansiera sina lån. Därmed kan många sänka sina räntekostnader direkt om t ex den 30-åriga boräntan faller. Genom att hushållen dessutom kan låsa in den lägre räntan under de närmaste 30 åren kan många göra en betydande kapitalvinst. Detta uppväger i viss mån nackdelarna för amerikanska hushåll av högre räntesatser och längre formell bindningstid.

Hushållens räntebörda

Procent av disponibelinkomst

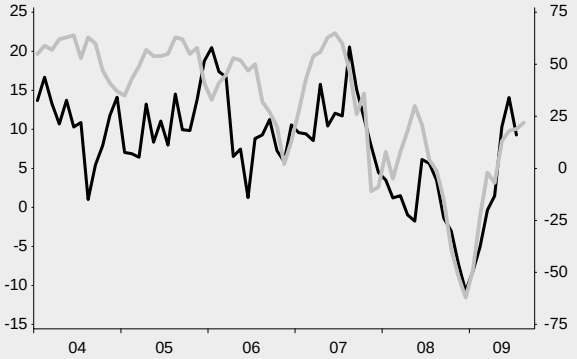


Källa: Riksbanken, SEB

En annan skillnad är att **många bolån i Sverige löper med små eller inga amorteringar**. Den genomsnittliga amorteringstiden på småhus i Sverige är hela 64 år. Att amorteringarna utgör en så liten del av lånebördan, gör att räntefallet ger ännu mer dramatiska effekter när det gäller den procentuella förändringen i hushållens löpande utgifter för bolån. I USA betalar de flesta hushåll i normalfallet av sina lån, oftast under 30 år. Amorteringarna är i många fall en lika stor belastning som räntekostnaderna . Under högkonjunkturåren valde visserligen många hushåll att öka sin belåning när huspriserna steg. Ofta kunde denna ökade belåning t o m överstiga de totala amorteringarna. Fallande huspriser och striktare utlåning från bankerna gör dock att denna möjlighet i stor utsträckning bortfallit.

Ett resultat av den större nedgången i svenska boräntor är att **huspriserna hållits uppe på ett helt annat sätt än i de flesta andra länder**. SEB:s Boprisindikator tyder till och med på att huspriserna är på väg att sätta nya prisrekord kommande vinter. Risken är uppenbar att **en korrigering av husmarknaden skjuts på framtiden** och att hushållen fortsätter att öka sin belåning på ett sätt som kan visa sig långsiktigt ohållbart. Det kan bli en policyutmaning för Riksbanken (se nedan).

Huspriser och SEB:s boprisindindikator



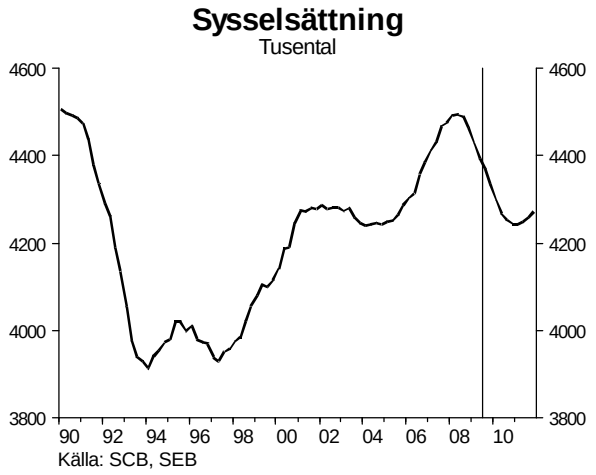
Huspriser, annualiserad månadsförändring, 3-mån. snitt (vä axel)
SEB:s husprisindikator (hö axel)

Källa: SCB, SEB

Arbetsmarknaden
Årlig procentuell förändring resp nivå

	2008	2009	2010	2011
Sysselsättning	1,1	-2,4	-2,7	-0,2
Arbetslöshet, %	6,2	8,4	10,5	10,7
Arbetslöshet, % (tidigare definition)	4,6	6,7	8,3	8,1
Medelarbetstid	0,1	-1,9	1,4	0,9
Produktivitet (BNP)	-1,4	-0,9	3,0	1,9

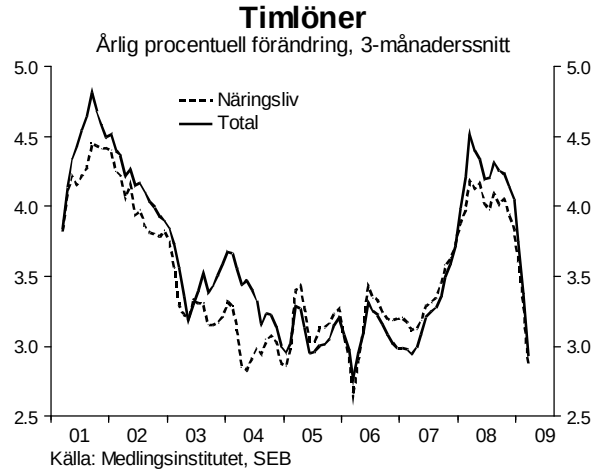
Källa: SCB, SEB



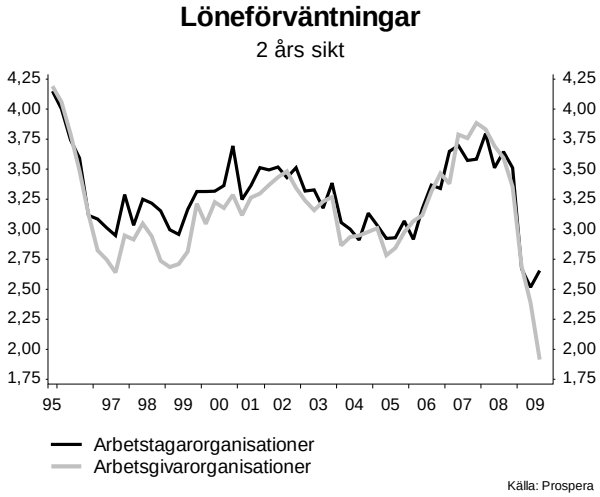
Utvecklingen av produktivitet och medelarbetstid är viktiga pusselbitar för sysselsättningen. Det är troligt att **cykliska krafter kommer att dominera produktivitetsmönstret framöver**. Givet att BNP återhämtar sig i linje med prognosen kommer produktiviteten att förbättras märkbart redan under 2010. Även medelarbetstiden uppvisar ett tydligt konjunkturmönster. Den faller kraftigt i år medan vi förutspår en återhämtning 2010. Historiska mönster tyder på att uppgången möjligen kan dröja lite längre, vilket signaler en uppåtrisk i prognosen för antalet sysselsatta.

Uppladdning inför avtalsrörelsen

Den svaga arbetsmarknaden pressar lönerna. **Löneökningstakten visar tydliga tecken på att sakta in**, även beaktat att preliminära siffror tenderar att underskatta utfallet.



Stora delar av arbetsmarknaden har löneavtal som löper ut under första halvåret 2010. De första nya avtalen kommer troligen att slutas i februari eller mars, men redan under hösten kommer signaler om vilken nivå parterna siktar på. Enligt Prosperas undersökning är skillnaden mellan arbetsgivarnas och arbetstagarnas löneförväntningar större än de varit sedan 1995, vilket talar för att **förhandlingarna kan bli hårdare än vanligt**. Även spänningarna mellan olika branscher, inte minst när det gäller industrins normerande roll, kan bli större än på länge.



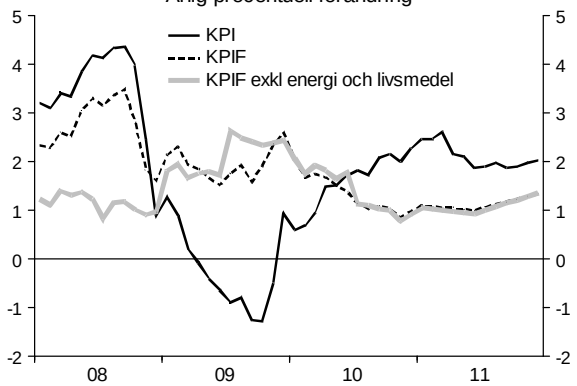
Att de avtalade löneökningarna hamnar under föregående treårsavtal är ingen djärv gissning. Den fackliga sidan har dock deklarerat att den siktar på reallöneökningar trots lågkonjunkturen. **Vi tror att de avtalade lönerna hamnar strax över 2 procent i genomsnitt**, men att det kärva arbetsmarknadsläget, genom **negativ löneglidning, pressar ned den totala**

löneökningstakten till under 2 procent nästa år. Parterna har troligen ambitionen att fortsätta traditionen med treåriga avtal. Utsikterna att man lyckas är goda, men osäkerheten i det ekonomiska läget kommer troligen att leda till att avtalen innehåller flera uppsägningsklausuler än tidigare.

Lägre kärninflation med fördröjning

KPI-inflationen har legat under nollstrecket sedan april. Detta är dock i hög grad en följd av att Riksbankens räntesänkningar lett till kraftigt fallande räntekostnader för egnahem. Mätt med KPIF, där effekterna av förändrade boräntor exkluderas, uppgick inflationstakten till 1,8 procent i juli. Kärninflationen, där även priserna på energi och livsmedel exkluderas, ligger i nuläget på höga 2,6 procent och har snarast visat en stigande tendens.

Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Källa: SCB, SEB

En kombination av stigande enhetsarbetskostnader till följd av kollapsen i produktiviteten och svag krona förklarar uppgången i kärninflation. **Det närmaste året förblir kärninflationen hög och det finns t o m en uppåtrisk.** T ex är andelen detaljhandelsföretag som planerar att höja priserna hög.

Kärninflationen faller dock gradvis tillbaka. Effekterna av den tidigare valutaförsvagningen klingar av och ersätts av ett nedåttryck från den mindre svaga kronan. Samtidigt dämpas gradvis de internationella priserna på konsumtionsvaror. Den viktigaste faktorn är dock att enhetsarbetskostnaden faller kraftigt i takt med att produktiviteten stiger samtidigt som lönepressen fortsätter. KPIF faller därmed till 1 procent och ligger under Riksbankens mål under hela prognosperioden. KPI-inflationen kommer att öka snabbare än KPIF när Riksbanken börjar höja räntan och KPIF-inflationen ligger på ca 2 procent i slutet av 2011.

Den inflationsdynamik vi nu ser är i linje med tidigare erfarenheter; speciellt 2001-2004. **Kärninflationen reagerar med en fördröjning i förhållande till konjunkturen** och tenderar att stiga vid inbromsningar för att sedan sjunka tillbaka i återhämtningens första fas. För svensk del förstärks mönstret av att kronan regelmässigt försvagas vid en global konjunkturnedgång för att sedan återta mark när konjunkturen vänder upp.

Lönekostnader i näringslivet
Årlig procentuell förändring

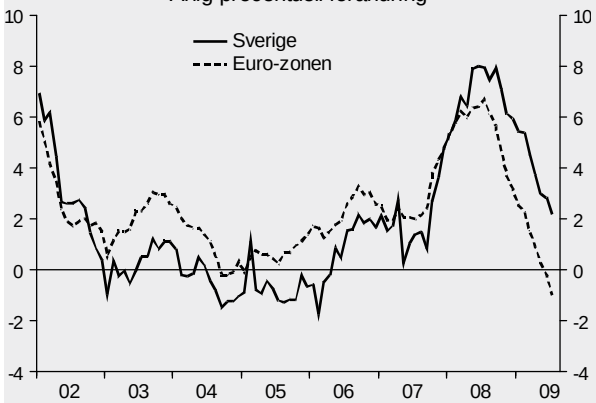
	2008	2009	2010	2011
Lönekostnader	3,0	2,7	1,5	2,4
Produktivitet	-2,3	-1,1	4,2	2,5
Enhetsarbetskostnader	5,4	3,8	-2,6	-0,1

Källa: SCB, SEB

Livsmedelspriserna kan falla

Fallet i råvarupriserna på jordbruksprodukter i slutet av förra året har slagit igenom i konsumentledet i USA och Europa. I Sverige har dock priserna fortsatt att stiga, om än i betydligt långsammare takt. Vår prognos utgår från att livsmedelspriserna stiger med 1 procent under 2010. Utvecklingen i omvärlden illustrerar dock nedåtriskerna. Omslaget i kronan kan leda till fallande livsmedelspriser också i Sverige. Om priserna faller med 1 procent, dvs i linje med utvecklingen i Euro-zonen i år, skulle inflationen bli 0,2-0,3 procentenheter lägre.

KPI livsmedel
Årlig procentuell förändring



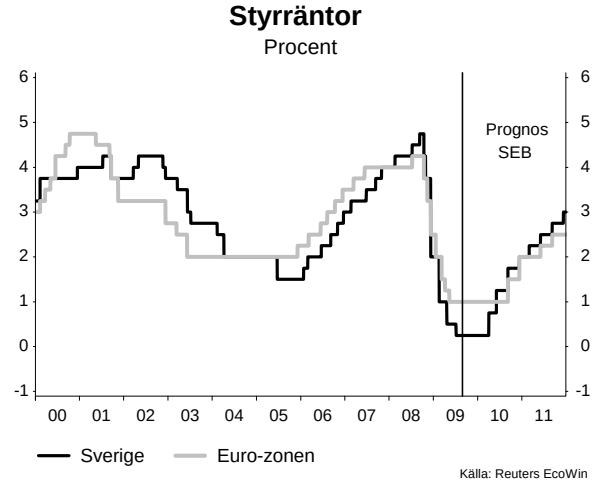
Källa: SCB, SEB

Räntehöjningar under våren 2010

Ett lågt och bara gradvis stigande resursutnyttjande 2010/2011 och en hög arbetslöshet i kombination med ett lågt inflationstryck ger **Riksbanken utrymme att bedriva en fortsatt expansiv penningpolitik**. Dagens ränta på 0,25 procent skulle därmed vara lämplig också för det närmaste året – i linje med Riksbankens prognos.

Vi räknar dock med att Riksbanken – i likhet med andra centralbanker – **börjar höja räntan tidigare än vad den hittills signalerat. Den första höjningen**

äger rum i april 2010, i slutet av 2010 ligger reporäntan på 2 procent och **i slutet av 2011 på 3 procent**. Trots höjningarna förblir penningpolitiken således expansiv under hela prognosperioden.



Skälen till att avveckla en del monetär stimulans är:

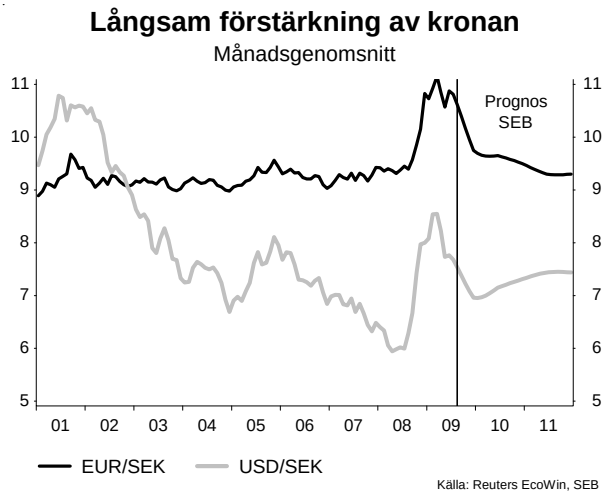
- Ökad internationell konjunkturell och finansiell stabilitet gör att den "monetära försäkring" mot depression/deflation som tagits genom att sänka räntan till i princip 0 procent inte längre behövs. Starkt förenklat kan reporäntenivåer under 2 procent ses som en exceptionellt expansiv politik.
- En överraskande snabb återhämtning i riskaptit ger anledning till oro för att kredittillväxt och tillgångspriser återvänder till tidigare mönster och bygger upp ny ekonomisk och finansiell instabilitet.
- Undvika att ekonomins och det finansiella systemets effektivitet i det längre perspektivet påverkas negativt av en exceptionell politik.

På kort sikt kommer Riksbanken, och andra centralbanker och internationella organisationer, att hålla kvar bedömningen att räntan ska vara nära noll under lång tid. Vi tror att det blir en **marginell justering av reporänteprognosen i Riksbankens *Penningpolitiska rapport* i september**; man nöjer sig med att tidigarelägga den första höjningen med något kvartal.

Obligationsräntorna börjar röra sig uppåt i början av 2010 när det står klart att reporäntan är på väg upp. På kort sikt blir rörelserna små. Marginalen mot den tyska räntan fortsätter att stiga men den stora rörelsen i räntemarginalen är redan avklarad. Att reporäntan så småningom höjs ovanför ECB:s styrränta talar ändå för att räntemarginalen stiger till ca 40 punkter.

Kronkursen normaliseras

Kronan har, mätt med det s k TCW-indexet, stärkts med 10-15 procent sedan bottennoteringen i våras. Förstärkningen har kommit i samband med ökande global riskaptit, vilket befäst kronans roll som en konjunkturberoende valuta. Den djupa krisen i Baltikum innebär samtidigt fortsatta risker för bakslag för kronan de närmaste åren. Att världsekonomin rör sig mot förbättrad balans, om än i maklig takt, talar ändå för att **kronan fortsätter att stärkas**. Vi räknar med att kronan stärks till **9,30 mot euron i slutet av 2011**, vilket motsvarar den svagare delen i det intervall som EUR/SEK rörde sig i innan krisen. Ur ett fundamentalt perspektiv är kronan **undervärderad också på denna nivå**.



Offentliga finanser
Procent av BNP

	2008	2009	2010	2011
Inkomster	52,7	50,9	50,4	49,8
Utgifter	50,2	53,5	54,4	53,7
Fin. sparande	2,5	-2,6	-4,0	-3,9
Offentlig skuld (Maastricht)	40	45	48	50
Statsskuld	34	39	42	43
Statens lånebehov, mdr kr	-135	200	130	120

Källa: Riksgälden, SCB, SEB

Budgeten starkare än väntat

Statsfinanserna har visat sig relativt motståndskraftiga mot lågkonjunkturen. De stora överskotten från 2007 och 2008 vänds visserligen till underskott under prognosperioden. **Underskotten ser dock ut att bli mindre än i många andra länder.**

Statens lånebehov blir drygt 200 miljarder kronor (nästan 7 procent av BNP). Men mer än hälften av lånebehovet beror på åtgärder för att stärka Riksbankens valutareserv och på lån till andra länder. Rensat

för dessa engångseffekter ligger lånebehovet på ungefär 70 miljarder (ca 2,5 procent av BNP). Vi räknar med att lånebehovet växer till 130 miljarder nästa år, vilket är ca 40 miljarder lägre än vår prognos i maj. **Osäkerheten om budgetläget är i nuläget betydande.** Spridningen mellan olika myndigheters prognoser är stor (se tabell).

Prognoser på statens lånebehov
Miljarder kronor

	2009	2010	2011
Riksgäldskontoret	198	72	-
Konjunkturinstitutet	198	105	105
ESV	160	99	69
SEB	200	130	130

Källa: Riksgäldskontoret, SEB

Ökat manöverutrymme för Borg

Vår prognos att de finanspolitiska stimulansåtgärderna för 2010 motsvarar 35-40 miljarder är på god väg att uppfyllas. Moderaterna har presenterat sina förslag för finanspolitiken inför budgetförhandlingarna och de viktigaste förslagen är, inte oväntat, mer pengar till kommunerna och sänkt inkomstskatt (fjärde steget i jobbskatteavdraget). Vi räknar med att tyngdpunkten i budgeten hamnar på dessa åtgärder. Övriga regeringspartier kommer säkerligen också att få igenom en del av sina hjärtefrågor. En sänkning av arbetsgivaravgifterna och en subvention för miljöbilar kommer antagligen också in i budgeten. Slutligen räknar vi med ytterligare en upptrappning i de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna.

Framöver blir finanspolitiken en avvägning mellan behovet av fortsatt stimulans för att påskynda återhämtningen och ambitionen att återföra budgetbalans i linje med de stabiliseringspolitiska målen. Lite ljusare konjunkturutsikter och oväntat starka budgetutfall i början på 2009 ger regeringen ett **ganska stort manöverutrymme**. Tillväxt under trend och hög arbetslöshet gör att de stabiliseringspolitiska motiven för stimulansåtgärder kvarstår. Samtidigt är underskotten måttliga i ett internationellt perspektiv.

Oppositionen kommer knappast att gå till val på en mer restriktiv budgetpolitik än regeringen. Den kommer att kritisera regeringen för att vara för passiv i den allmänna krispolitiken, och samtidigt skärpa kritiken mot genomförda och planerade skattesänkningar. Vi väntar oss en **klassisk höger-vänster debatt kring skatte- och strukturpolitik**. Regeringen har en viss uppförsbacke när den ska försvara arbetslinjen i en miljö där arbetslösheten är mycket högre än 2006. Å andra sidan är det nog inte så svårt att få gehör för argumenten att man trots allt klarat den ekonomiska krisen bra genom att behålla kyla i en svår tid.

Oavsett om alliansen sitter kvar, eller om en ny vänsterregering tillträder, kommer **budgeten** därför att **bli relativt expansiv för 2011. Vi räknar med ytterligare 20 miljarder i finanspolitisk expansion**. Vallöften ska uppfyllas och en ny regering vill nog inte riskera en svekdebatt i ett ömtåligt ekonomiskt läge i början på mandatperioden.

Nuvarande läge i väljarkåren tyder på en viss sannolikhet för att Sverigedemokraterna eller möjligen Piratpartiet kan få en vågmästarroll i riksdagen. Detta tillför en extra dimension av osäkerhet kring den ekonomiska politiken under kommande mandatperiod, vilket ger en **politisk riskpremie som är ovanlig för Sverige**.

Trög uppgång

- **Anpassning efter husboom tar tid**
- **Stimulanser stärker konsumtionen**
- **Mot normal repospread i snabb takt**

Danmark var det första EU-landet som gled in i recessionen redan i slutet av 2007, men kommer att vara bland de sista länderna ut ur densamma. Huvudorsaken är en **smärtsam anpassning efter tidigare överhettning på bygg- och bostadsmarknader**. Först nästa år avstannar det breda fallet i investeringar samtidigt som huspriserna stabiliseras efter en förväntad ackumulerad nedgång med 20-25 procent (hittills 15 procent) sedan toppnoteringarna våren 2007. En viss återhämtning av exporten och fortsatt finanspolitisk expansion gör dock att tillväxten återfås. I den nyligen presenterade 2010-budgeten ingår flera stora nya stimulansåtgärder Dessa stärker tillväxten men leder också till ett för danska mått ovanligt stort budgetunderskott på över 5 procent av BNP nästa år.

Vår prognos är att **BNP faller med 4 procent i år. Under 2010 hamnar tillväxten på 0,3 procent. Det senare innebär en tydlig uppjustering av vår majprognos. För 2011 förutses en tillväxt på 1,3 procent.**

Sentimentsindikatorerna har, med undantag för byggsektorn, förbättrats det senaste halvåret. Det gäller främst industrins inköpschefsindex som stigit från 27 till 48, bl a beroende på ljusare syn på orderläget. Även detaljhandelsföretagen hyser nu viss tillförsikt om framtiden. Delvis kan detta vara en följd av att handlarna hoppas på att pensionspengar ska ge en konsumtionsimpuls. Från och med juni har danskarna möjlighet att frigöra kapital från tidigare bundet pensionssparande.

Växande överskott i bytesbalansen

DKK mdr, 12 mån glidande medelvärde

Källa: Reuters EcoWin

Utrikeshandeln har stabiliserats på senare tid. Det beror delvis på att de värsta exportfallen nu ser ut att vara över, men också på att den svaga inhemska efterfrågan gjort att importen rasat. Exporten fortsätter att repa sig med draghjälp av bättre tillväxt i övriga Norden och Tyskland. Men dansk exports profilering mot mindre konjunkturkänsliga sektorer som läkemedel, livsmedel och jordbruksvaror gör att vi inte förväntar oss något starkt uppsving.

Försvagad konkurrenskraft på grund av tidigare höga löneökningar utgör också en broms. Den danska löneökningstakten är nu dock på väg att närma sig konkurrenternas. Löneökningstakten i näringslivet dämpades från 4,3 till 2,8 procent under andra kvartalet, vilket var lägre än vad kvartalsmönstret i de centrala avtalen indikerar.

Investeringarna faller med tvåsiffriga tal i år. Tidigare var bostadsinvesteringar den stora nedåtdragande kraften. På senare tid är det framför allt näringslivets bygginvesteringar som gått på sparlåga. Lågt kapacitetsutnyttjande, framför allt i industrin, håller tillbaka investeringarna framöver. Vår bedömning är att investeringarna totalt sett fortsätter att sjunka 2010 för att stiga måttligt 2011.

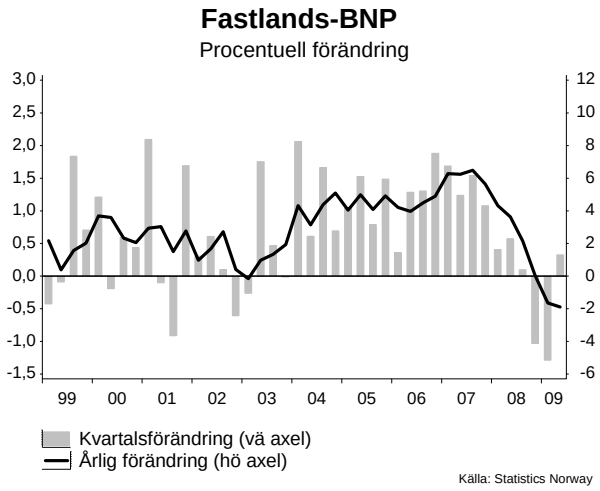
Nedgången i privat konsumtion 2008-2009 blir nästan lika djup som vid åtstramningsåren i mitten av 1980-talet. Börsuppgången ger viss lindring, men hushållen pressas av negativa förmögenhetseffekter på bostäder och av stigande arbetslöshet även nästa år. Skattelättnader och andra stimulanser samt låg inflation ger stöd åt köpkraften. Försvagat lönetryck bäddar för låg inflation även nästa år då uppgången blir svag, till i genomsnitt 1,5 procent. Men **hushållen väljer i hög utsträckning att öka sitt sparande, vilket gör att konsumtionslyften blir relativt svaga**. Att hushållens planer angående framtida sparande legat fast i barometrarna trots minskad pessimism om ekonomin tyder också på detta.

Förbättrad bytesbalans och ökad global riskaptit har lett till en kraftig förstärkning av valutareserven under sommaren. Detta har **möjliggjort nya styrräntelättnader**, senast med 0,1 procentenheter den 13 augusti. Därmed har spreaden mot ECB-räntan redan kommit ned till 35 punkter, från att ha legat runt 100 i början av året. Vår prognos är att danska centralbanken fortsätter att gradvis plocka ned räntan i höst och att ränteskillnaden vid årsskiftet är mer normala 0,25 procentenheter.

Starka stimulanser vänder ekonomin

- **Norge klarar sig bättre än grannländerna**
- **Oväntat låg arbetslöshet**
- **Räntehöjningar påbörjas före årsskiftet**

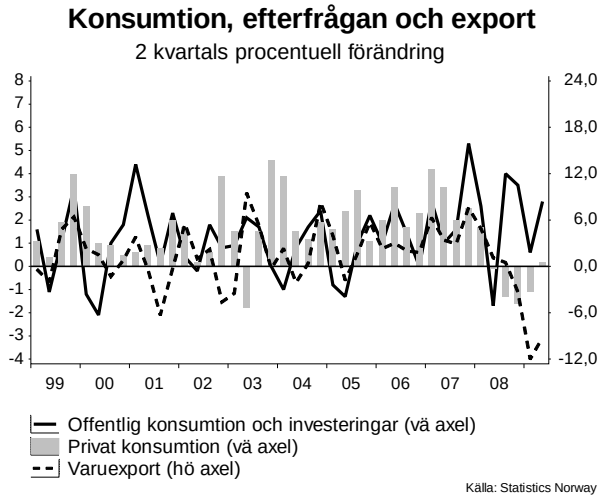
Nedgången i norsk ekonomi har varit kortvarig och grund. Penning- och finanspolitiska stimulanser bidrog till att fastlands-BNP – där olja, gas och rederier exkluderas – växte under det andra kvartalet. Aggressiva räntesänkningar har haft stor genomslagskraft tack vare hushållens höga skuldsättning och exponering mot rörliga räntor (90 procent av lånen ligger rörligt). De finanspolitiska stimulanserna har dessutom varit de största på åtminstone 30 år och motsvarat ett BNP-bidrag på 3 procentenheter under 2009.



Fastlands-BNP faller med 1 procent 2009 enligt vår prognos. Tillväxten för 2010 revideras upp till 2,6 procent. Att konsumtionen växer lite starkare och att arbetslösheten toppar tidigare förklarar revideringen. Bättre exportutsikter (exklusive olja) bidrar också. BNP i hela ekonomin följer ett liknande mönster – investeringarna i oljesektorn väntas bli starkare än förväntat.

Ekonomin vänder tidigare än väntat

Efter två kvartals nedgång växte fastlands-BNP med 0,3 procent mellan det första och det andra kvartalet. Inhemsk efterfrågan exklusive olja växte med 1 procent – starkast sedan 2007 och tillika en tydlig förbättring från kvartalet innan (-1,4 procent). I årstakt föll inhemsk efterfrågan med måttliga 0,8 procent under det andra kvartalet. Hushållens konsumtion växte under både första och andra kvartalet. Det extra stimulanspaketet med fokus på nybyggnation och renovering av offentliga byggnader, som kom tidigare i år, har gett investeringarna en rejäl skjuts. Också framöver håller stimulanserna uppe investeringarna.



Exporten av varor (exklusive olja) höll emot förvånansvärt väl under det andra kvartalet, efter att ha fallit brant i vintras (-9 procent under första kvartalet). Företagens investeringar växte också oväntat under det andra kvartalet. Företagens investeringar svänger dock ofta kraftigt, och väntas vända ner på nytt på kort sikt. Investeringarnas andel av BNP ligger fortfarande på relativt höga nivåer.

Mer balanserad tillväxt

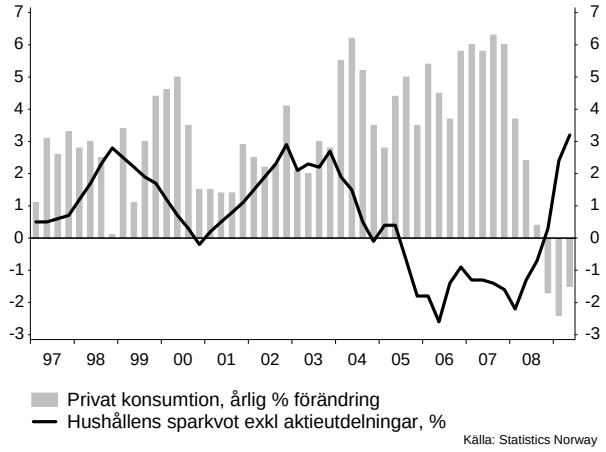
På kort sikt fortsätter hushållens konsumtion och offentlig efterfrågan att utgöra tillväxtmotorer. Längre fram väntas exporten ta fart och tillväxten blir mer balanserad. Företagens investeringar och bostadsinvesteringarna har samtidigt fortsatta problem även om utsikterna ljusnat för bostadsinvesteringarna. Påbörjade nybyggnationer har fallit i två år samtidigt som huspriserna fortsatt upp (+8 procent hittills i år). Sammantaget ser efterfråge- och utbudsdynamiken ganska gynnsam ut.

Låga räntor stödjer konsumtionen. Dessutom har hushållen redan genomgått en betydande anpassning och det är troligt att konsumtionen växer lite snabbare än reala inkomster framöver. Under konsumtionsboomen växte konsumtionen snabbare än inkomsterna och sparkvoten (exklusive utdelningar) bottnade på -4,1 procent första kvartalet 2008. Sedan dess har konsumtionen fallit tillbaka och dagens sparkvot (exklusive utdelningar) på närmare 5 procent har lagt en solid bas för konsumtionen. Den totala sparkvoten ligger på 5,6 procent, en procentenhet över det långsiktiga genomsnittet. Samtidigt har tillväxten i hushållens löneinkomster fallit tillbaka betänkligt. Men detta motverkas av att lägre räntor minskat räntebördan. Räntebördan har minskat från 8,1 procent av disponibla inkomster (fjärde kvartalet 2008) till 5,4 procent i dag.

Att exporten (exklusive olja) höll emot bra under det andra kvartalet var förvånande mot bakgrund av

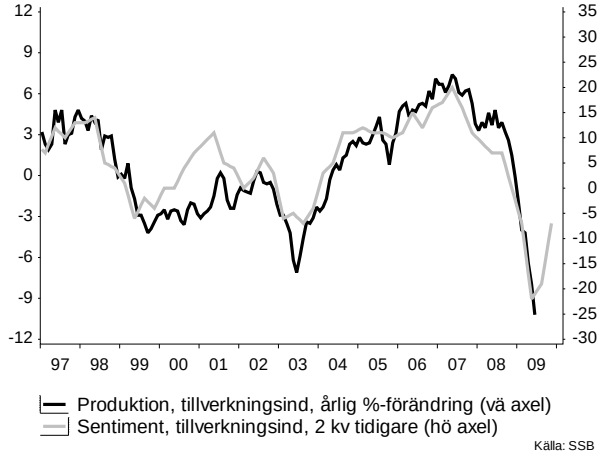
produktionsfallet i tillverkningsindustrin. Att efterfrågan på Norges exportmarknader vänt upp tyder på att exporten kommer att stiga framöver. Den internationella uppgången inom tillverkningsindustrin är betydelsefull för norsk export eftersom intermediära varor står för en betydande del av exporten.

Privat konsumtion och sparkvot



Tillverkningsindustrin har fortsatta problem och produktionen (exklusive energi) föll 3 procent under det andra kvartalet och är ner närmare 10 procent i årstakt. Industribarometern för det andra kvartalet målar en ljusare bild, men uppgången förklaras till stor del av producenterna lyckats justera ner lagren. Förväntningarna på produktionen är på uppgång, men nuvarande nivåer tyder på att produktionen fortsätter falla i årstakt. PMI för tillverkningsindustrin är positiv och komponenterna avseende produktion och order är tillbaka i ”tillväxtzonen”. Enligt PMI ligger därmed en produktionsuppgång inte speciellt långt fram i tiden.

Produktion och sentiment i industrin



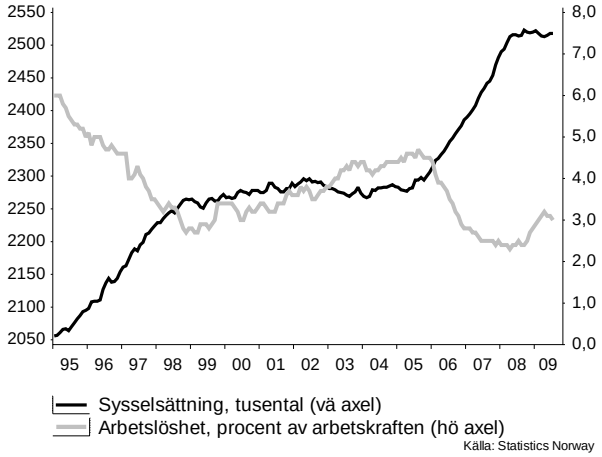
Överraskande lindrig arbetslöshet

Gynnsamma arbetsmarknadsindikatorer är bland det mest överraskande under de senaste månaderna. Från slutet av förra sommaren till tidigt våras ökade den registrerade arbetslösheten i den snabbaste takten på 20 år. Men denna ökning har bromsat in påtagligt: inkluderande arbetsmarknadsåtgärder har de månatliga ökningarna bara motsvarat en tredjedel av takten i vintras. Samtidigt låg arbetslösheten, enligt arbetskraftsundersökningen (AKU), stabilt på 3,1 procent mellan första och andra kvartalet och sjönk marginellt till 3,0 som genomsnitt perioden maj-juli.

Uppgången i AKU-måttet från botten på 2,3 procent våren 2008 (21-årslägsta) har varit överraskande mild med tanke på nedgången i ekonomisk aktivitet. Under den mycket milda nedgången 2002-2003 ökade arbetslösheten med två procentenheter trots att fastlands-BNP endast sjönk med 0,2 procent.

Uppgången i arbetslöshet det senaste året beror därtill på en ökad arbetskraftsstyrka, medan sysselsättningen har varit stabil. Sysselsättningsutvecklingen har dock varit tudelad. I de mest cykliska sektorerna som tillverkningsindustri och byggsektor har ett fall på 4 procent noterats fram till andra kvartalet 2008. I den offentliga sektorn steg däremot sysselsättningen med 2,5 procent, och även vissa privata tjänstenäringar uppvisar ökningar.

Sysselsättning och arbetslöshet (AKU)

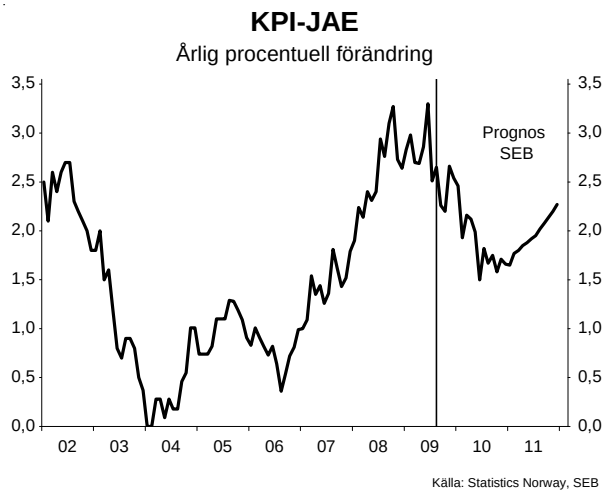


Vi är ännu försiktiga med att slå fast att den definitiva toppen i arbetslöshet är passerad. Fallande produktivitet indikerar en påtaglig eftersläpning mellan vändningen i fastlands-BNP och sysselsättning, och tillväxten i arbetskraften väntas troligen åter accelerera något när realekonomin återhämtar sig ytterligare. Vi räknar med att sysselsättningen generellt förblir relativt oförändrad under 2009 och 2010. Arbetslösheten blir i genomsnitt 3,2 procent innevarande år och toppar på ca 3,7 procent i mitten av 2010 (en procentenhet lägre än vi tidigare trodde).

Inflation under målet 2010

Inflationen framstod som stel fram till mitten av året. Under andra kvartalet steg den underliggande inflatio-

nen KPI-JAE (exkluderande skatter och energi) och nådde i juni 3,3 procent i årstakt; en tangering av den högsta noteringen på åtminstone 16 år. Julisiffran innebar dock en en skarp moderering till 2,6 procent (i hög grad beroende på baseffekter), den lägsta siffran sedan början av förra sommaren och i linje med det medelfristiga målet på 2,5 procent.



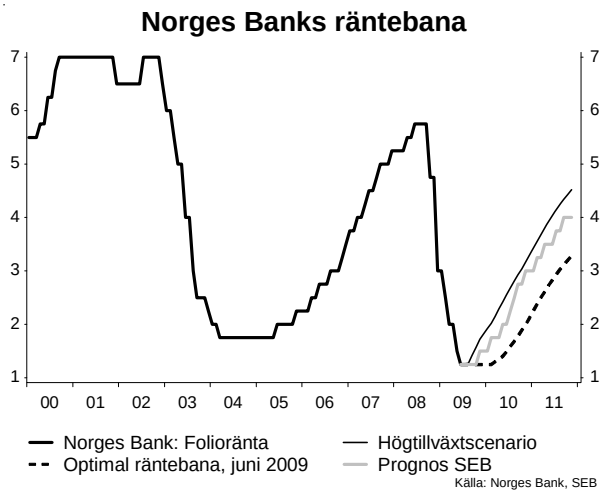
Vi räknar med att kärninflationen trendmässigt sjunker framöver, men uppvisar ett skakigt mönster med en tillfällig uppstuds mot slutet av året. Som årsgenomsnitt dämpas den till under målet mellan 2009 och 2010. För penningpolitiken kommer dock inflationen sannolikt att spela andrafiol då utvecklingen i den reala ekonomin kommer att vara av större betydelse. Sålunda ser vi framför oss något av en repris på vad som hände 2006. Då fortsatte Norges Bank att höja räntorna (t o m mer än vad bankens räntebana avise-rade), trots att underliggande inflationen var obekvämt låg; den sjönk trendmässigt under större delen av året och underträffade nästan hela tiden bankens mål.

En tidigare start på den nya räntecykeln

Vi har länge förväntat oss att Norges Bank skulle bli bland de första – om inte först – av centralbankerna i OECD-området att börja normalisera styrräntorna. Banken har satt fullt tryck på gasen genom att dra ned styrräntorna från 5,75 procent i oktober i fjol till historiskt låga 1,25 procent i juni (med realräntor väl inne i negativt område). Men med en ekonomi som redan är på bättringsvägen kommer centralbanken sannolikt att lyfta foten från gaspedalen och börja processen mot att normalisera räntorna tidigare än vad som har legat i korten.

Uttalandet från Norges Bank vid det penningpolitiska mötet i augusti innehöll en överraskande hökaktig vridning. Banken noterade att produktion och sysselsättning verkade ha ”saktat in något mindre skarpt än förväntat” – en bedömning som senare bekräftades av BNP-siffrorna för andra kvartalet. I den mån som detta förhållande skulle fortsätta att gälla tillades att ”det kan vara lämpligt att höja räntan tidigare än projicerat” i junirapporten. Där antogs en optimal räntebana som implicerade en första mindre 25-punktershöjning under andra kvartalet 2010 följt av en ytterligare måttlig normalisering till 2,00 procent i genomsnitt under kv4 2010.

Förutom den överraskande tidiga vändningen i ekonomin verkar det som om Norges Banks antar ett mindre negativt produktionsgap än tidigare. När allt kommer omkring utgör mindre ledig kapacitet uppåtrisker på bankens inflationsförväntningar på medellång sikt. Det innebär i sin tur att Norges Bank kommer att röra sig något snabbare än centralbanker i länder med ett mycket stort negativt produktionsgap.

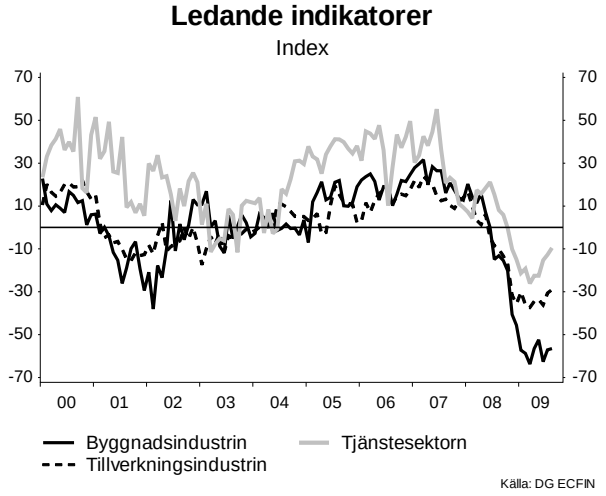


Vår prognos ligger nära Norges Banks siffror i den penningpolitiska rapporten i juni där man förutsåg ett omslag för tillväxten i fastlands-BNP från minus 1½ procent 2009 till plus 2½ procent 2010. Förutsatt att återhämtningen fortskrider som förväntat, är vårt basscenario en första höjning av styrräntorna i samband med centralbankens policymöte i mitten av december, med en första ”varningsignal” i nästa penningpolitiska rapport i slutet av oktober. Dessutom tror vi nu att andra centralbanker inleder normaliseringen av styrräntor tidigare än vad om legat i våra föregående prognoser. Detta skapar ytterligare manöverutrymme även för Norges Bank. Sammantaget höjer vi prognosen för räntenivån i slutet av 2010, till 3,0 procent för den viktigaste inlåningsräntan. Detta innebär att realräntorna ännu är på en relativt låg nivå.

Starkare andra halvår

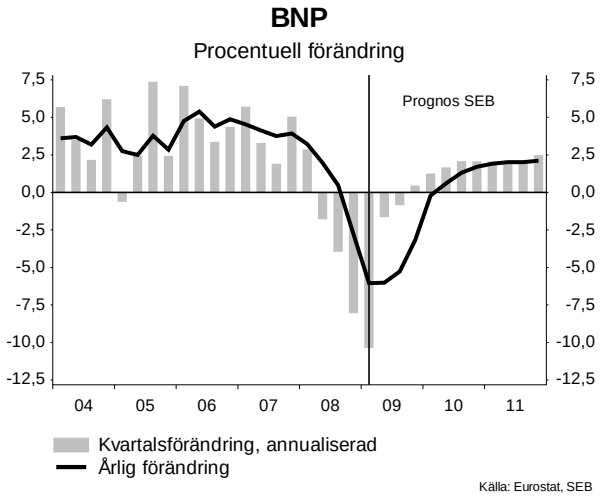
- **Exportledd återhämtning**
- **Arbetslösheten på 10-årshögsta**
- **Robusta statsfinanser ger manöverutrymme**

Även den finska ekonomin visar nu **tecken på att stabiliseras**. De positiva konjunktursignalerna har, i likhet med andra exportberoende länder som Japan, Sverige och Tyskland, kommit tidigare än väntat. Mycket talar för att BNP nu åter vänder upp med stöd av starkare globala konjunktur. **BNP-tillväxten hamnar på -5,1 procent för helåret 2009, 0,9 procent 2010 och 2,0 procent 2011;** en uppjustering sedan majprognosen men ändå tydligt under den historiska trendtillväxten.



Finsk export drabbas i år hårt av den internationella nedgången. **Utrikeshandeln** ger ett negativt tillväxtbidrag på hela **3 procentenheter i år.** Vändningen i Sverige och Tyskland är viktig för återhämtningen; hela 20 procent av den finska exporten går till dessa två marknader. Vi räknar med att exporten faller med nästan 20 procent i år, men ökar igen med knappt 4 procent nästa år. Finsk industri står inför stora utmaningar framöver. **Skogsindustrin** kommer att fortsätta att pressas hårt av överkapacitet och konkurrenskraftsproblem till följd av den starka euron. Det stora beroendet av **telekomindustrin** medför risker i en situation då globalisering och utflyttning av produktion till lågkostnadsländer åter kommer i fokus.

Den långa perioden av ekonomiska framgångar sedan 1990-talskrisen har inneburit att hushållens köpkraft har ökat med hela 60 procent. Men nu medför krisen att hushållen håller hårt i plånboken. Rädsla för stigande arbetslöshet driver upp sparandet. Fallande huspriser bidrar också, men vi tror att de stabiliseras i slutet på 2009. Den privata konsumtionen minskar med ca 2 procent i år, svagaste konsumtionsökningen sedan krisen i början på 1990-talet. Sparkvoten stiger från -0,9 procent i fjol till 5 procent i år.



Arbetslösheten fortsätter upp från dagens nivå på 8,8 procent och toppar på 11 procent i december 2010, den högsta nivån sedan 1998. Höga löneavtal i 2007-rundan ger **löneökningar på 3 procent i år och 2 procent nästa år**. I kombination med fallande arbetsproduktivitet i år (-2 procent i år) innebär det att enhetsarbetskostnaden ökar med ca 4,5 procent. HIKP-inflationen, som låg på 1,2 procent i juli, faller ändå tillbaka under resten av året men håller sig över nollstrecket med god marginal. Den hamnar på 1,4 procent i snitt i år, 1,1 procent nästa år och 1,4 procent 2011.

Regeringen, under ledning av premiärminister Matti Vanhanen (Centerpartiet), har sjösatt relativt måttliga stimulansåtgärder på ca 1,7 procent av BNP i år. Sett över treårsperioden 2008-2010 uppgår de till strax över 3 procent av BNP, fördelat på ökade offentliga utgifter (0,5 procent av BNP) och lägre skatter (2,7 procent). Dessutom har regeringen förberett ett stödpaket till bankerna, som dock har klarat sig bra hittills under krisen. **Budgetsaldot minskar från 4,2 procent av BNP i fjol till -1 procent i år** och ca -3 procent både 2010 och 2011. Det starka utgångsläget gör dock att regeringens handlingsutrymme är större än i många andra länder; statsskulden ökar från 33,4 procent av BNP i fjol till 41,9 procent 2010 och ännu något högre 2011.

Nordiska nyckeldata

Nordic Outlook - September 2009

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr DKK	2008	2009	2010	2011
BNP	1.734	-1,0	-4,0	0,3	1,3
Privat konsumtion	851	-0,1	-3,4	0,7	1,3
Offentlig konsumtion	463	1,5	1,5	1,2	1,3
Bruttoinvesteringar	366	-4,5	-13,0	-4,5	2,5
Lagerinvesteringar		0,2	-1,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	951	2,1	-7,5	1,5	3,5
Import	911	3,2	-9,7	0,5	4,0
Arbetslöshet (%)		1,9	5,5	8,0	7,0
KPI, harmoniserat		3,6	1,1	1,5	1,8
Timlöneökningar		4,4	2,9	2,7	2,7
Bytesbalans, % av BNP		2,2	1,5	1,7	2,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		3,6	-3,0	-5,5	-4,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		33,0	35,0	36,0	36,0

FINANSIELLA PROGNOSER	**27-aug**	**dec-09**	**jun-10**	**dec-10**	**jun-11**	**dec-11**
Reporänta	1,35	1,25	1,25	2,25	2,50	2,75
10-års ränta	3,57	3,80	4,20	4,05	3,90	3,80
10-års räntedifferens mot Tyskland	33	30	20	15	10	10
USD/DKK	5,18	5,32	5,52	5,73	5,96	5,96
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	-0,9	2,6	2,2
BNP (Fastlandet)	1.720	2,6	-1,1	2,6	2,7
Privat konsumtion	948	1,4	-0,3	3,5	3,2
Offentlig konsumtion	443	3,8	5,9	4,6	3,0
Bruttoinvesteringar	478	3,9	-5,4	1,9	3,2
Lagerinvesteringar		0,7	-1,2	0,3	0,1
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.042	1,4	-6,1	1,3	1,6
Import	687	4,4	-10,6	4,1	4,2
Arbetslöshet (%)		2,6	3,2	3,6	3,5
KPI		3,8	2,3	2,1	2,5
KPI-JAE		2,6	2,7	2,0	2,2
Årslöneökningar		6,0	4,0	3,5	3,7

FINANSIELLA PROGNOSER	**27-aug**	**dec-09**	**jun-10**	**dec-10**	**jun-11**	**dec-11**
Folioränta	1,25	1,50	2,00	3,00	3,50	4,00
10-års ränta	4,24	4,40	4,90	4,75	4,60	4,50
10-års räntedifferens mot Tyskland	99	90	90	85	80	80
USD/NOK	6,03	5,93	6,07	6,23	6,40	6,40
EUR/NOK	8,65	8,30	8,20	8,10	8,00	8,00

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr SEK	2008	2009	2010	2011
BNP	3.157	-0,2	-5,0	2,0	2,6
BNP, dagkorrigerat		-0,5	-4,9	1,7	2,6
Privat konsumtion	1.467	-0,2	-2,0	1,5	2,0
Offentlig konsumtion	615	1,5	1,0	1,0	1,0
Bruttoinvesteringar	620	2,7	-14,0	-3,0	4,0
Lagerinvesteringar	5	-0,6	-1,0	0,3	0,2
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.711	1,8	-13,3	5,4	6,9
Import	1.477	3,0	-13,7	3,5	6,9
Arbetslöshet, (%), enl tidigare definition		4,6	6,7	8,3	8,1
Arbetslöshet, (%)		6,2	8,4	10,5	10,7
Sysselsättning		1,1	-2,4	-2,7	-0,2
Industriproduktion		-3,8	-19,0	4,0	7,0
KPI		3,4	-0,2	1,6	2,1
KPIF		2,7	2,0	1,4	1,1
Timlöneökningar		4,3	3,3	1,9	2,3
Hushållens sparkvot (%)		8,5	15,0	14,8	14,7
Real disponibel inkomst		3,6	1,4	1,2	1,9
Handelsbalans, % av BNP		4,0	4,0	3,3	2,5
Bytesbalans, % av BNP		8,2	6,5	6,0	5,5
Statligt lånebehov, mdr SEK		-135	200	130	120
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP		2,5	-2,6	-4,0	-3,9
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		40	45	48	50

FINANSIELLA PROGNOSER	27-aug	dec-09	jun-10	dec-10	jun-11	dec-11
Reporänta	0,25	0,25	1,25	2,00	2,50	3,00
3-månaders ränta, STIBOR	0,61	0,60	1,66	2,41	2,92	3,42
10-års ränta	3,35	3,75	4,30	4,20	4,15	4,10
10-års räntedifferens mot Tyskland	11	25	30	30	35	40
USD/SEK	7,11	6,96	7,15	7,31	7,44	7,44
EUR/SEK	10,20	9,75	9,65	9,50	9,30	9,30
TCW	134,2	129,4	128,8	128,0	126,5	126,3

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr EUR	2008	2009	2010	2011
BNP	186	0,7	-5,1	0,9	2,0
Privat konsumtion	96	1,6	-2,0	0,5	1,2
Offentlig konsumtion	41	1,4	1,6	1,6	1,7
Bruttoinvesteringar	38	1,1	-8,1	2,5	4,1
Lagerinvesteringar		-0,3	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	82	-0,7	-19,5	3,6	4,7
Import	76	-0,3	-17,3	4,9	5,0
Arbetslöshet (%)		6,4	8,6	10,5	10,4
KPI, harmoniserat		3,9	1,4	1,1	1,4
Timlöneökningar		5,6	3,0	2,1	2,3
Bytesbalans, % av BNP		2,4	1,6	2,3	2,8
Saldo, offentlig sektor, % av BNP		4,2	-1,0	-3,3	-3,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP		33,4	38,1	41,9	42,2

Internationella nyckeldata

EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr EUR	2008	2009	2010	2011
BNP	9.274	0,6	-3,9	1,2	1,8
Privat konsumtion	5.236	0,3	-0,9	0,3	0,9
Offentlig konsumtion	1.887	2,0	1,5	1,6	1,7
Bruttoinvesteringar	2.016	-0,3	-10,0	1,4	3,8
Lagerinvesteringar		0,0	-0,2	0,1	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	3.871	0,9	-15,7	3,3	4,3
Import	3.782	0,9	-13,7	2,6	4,0
Arbetslöshet (%)		7,5	9,4	10,8	10,6
KPI		3,3	0,4	0,7	0,8
Hushållens sparkvot (%)					

USA

Årlig procentuell förändring

	Nivå 2008, mdr USD	2008	2009	2010	2011
BNP	14.347	0,4	-2,5	1,8	2,3
Privat konsumtion	10.010	-0,2	-1,1	0,1	1,7
Offentlig konsumtion	2.906	3,1	1,8	1,3	0,7
Bruttoinvesteringar	2.022	-5,1	-18,6	0,6	7,0
Lagerinvesteringar		-0,3	-0,3	0,9	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)					
Export	1.706	5,4	-12,4	5,0	5,9
Import	2.297	-3,2	-16,6	0,2	3,8
Arbetslöshet (%)		5,8	9,2	10,2	9,9
KPI		3,8	-0,3	1,3	0,7
Hushållens sparkvot (%)		2,6	5,0	6,7	6,8

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

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

ÖSTEUROPA

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

FINANSIELLA PROGNOSER

		27-aug	dec-09	jun-10	dec-10	jun-11	dec-11
Officiella räntor							
USA	Fed funds	0,25	0,25	0,25	1,75	2,25	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	2,00	2,25	2,50
Storbritannien	Reporänta	0,50	0,50	1,00	2,00	2,50	3,00
Obligationsräntor							
USA	10 år	3,46	3,80	4,40	4,30	4,20	4,10
Japan	10 år	1,31	1,35	1,40	1,50	1,50	1,50
Tyskland	10 år	3,25	3,50	4,00	3,90	3,80	3,70
Storbritannien	10 år	3,56	3,90	4,50	4,50	4,50	4,50
Växelkurser							
USD/JPY		93	102	108	110	112	115
EUR/USD		1,44	1,40	1,35	1,30	1,25	1,25
EUR/JPY		134	143	146	143	140	144
GBP/USD		1,63	1,67	1,63	1,60	1,58	1,58
EUR/GBP		0,88	0,84	0,83	0,81	0,79	0,79

GLOBALA NYCKELTAL

Årlig procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
BNP OECD	0,6	-3,9	1,3	1,9
BNP världen	3,1	-0,9	3,4	4,1
KPI OECD	3,5	0,0	0,9	0,9
Exportmarknad OECD	2,3	-15,0	2,5	4,3
Oljepris Brent (USD/fat)	97,2	61,0	70,0	70,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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

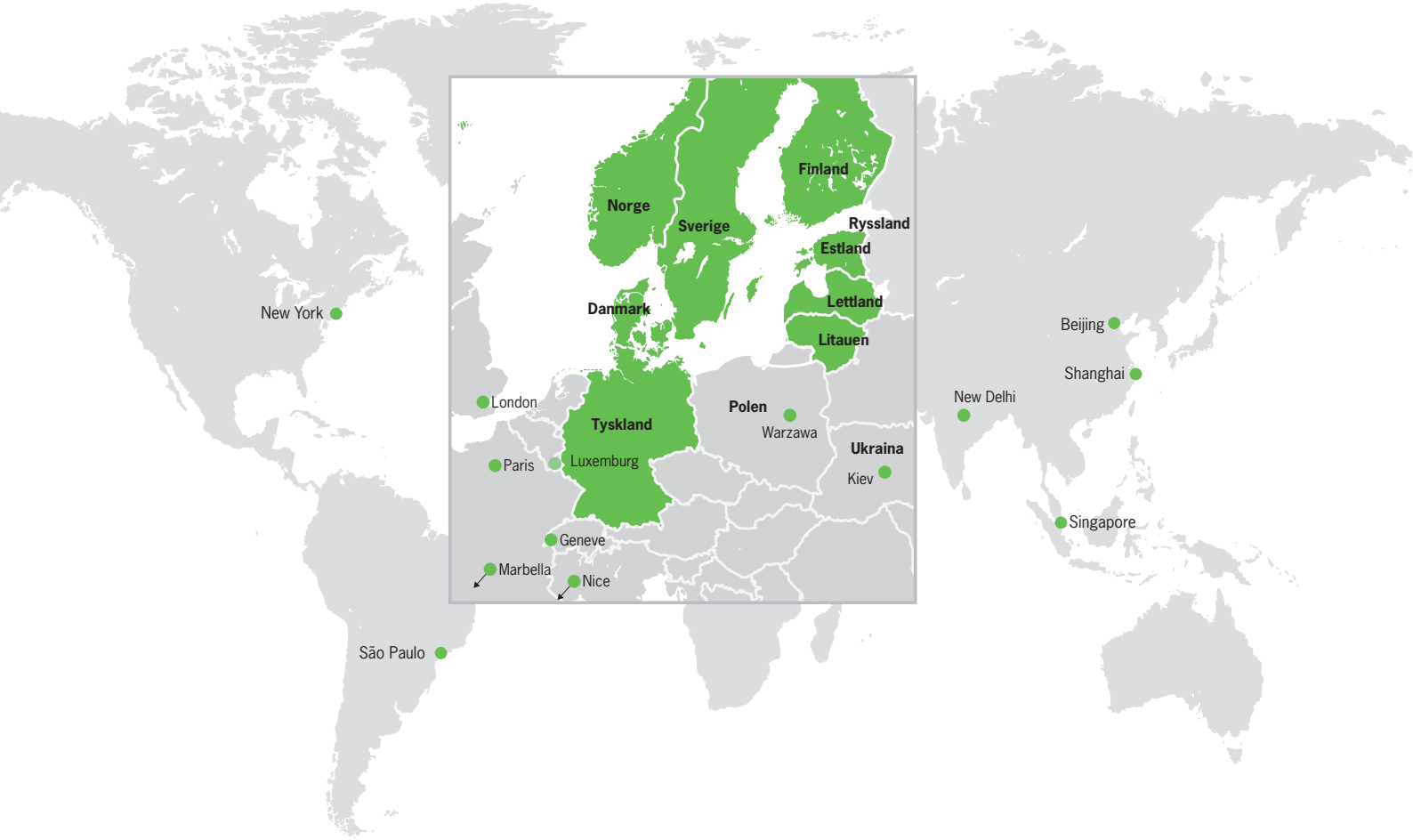
För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder gå in på www.seb.se/research. Här krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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 förvaltat 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 kvartalsskriften *Nordic Outlook*. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige. I *Eastern European Outlook* behandlas Central- och Östeuropa samt Ryssland. Den utkommer en gång i halvåret.

SEMB0021 2009.08