# Kick-off 2012: Känslan av krisutmattning

MÅNDAG
9 JANUARI 2012

Känslan av global **"krisutmattning"** breder ut sig bland politiker, investerare, företag och hushåll. Viljan att se varaktigt ljus i en nästan femårig problemtunnel växer sig allt starkare. Det bäddar för en försiktigt stigande optimism, som börjar synas i en del barometrar. Det kan även ge bättre tillväxtutsikter för världen. Men det är åter spröda gröna skott – om än viktiga vårtecken – i en miljö som är fortsatt vintrigt kall. Risken är stor för bakslag. Uppmaningen upprepas: **fortsätt tänk otänkbara saker 2012.**

Denna *"Tanke"* utgör en del i en analytisk **"flerstegsraket"**. Inom ett par dagar publicerar vi ***"Economic Insights - Macro Update"*** för länder/regioner med nya siffersatta ekonomiska prognoser/analyser. Läs gärna även de två första "raketstegen" som publicerats under mellandagarna:
✶ ***"Tankar kring upplösning av euron samt 35 frågor och svar kring euron och dess framtid", klicka här.***
✶ ***"16 lärdomar från 2011 för 2012", klicka här.***

I den **stora bilden** ingår att världsekonomin kämpar med mycket stora, historiska och tillväxteroderande krafter och potentiellt systemutmanade risker. Det handlar t ex om *globala obalanser* som är nästan lika stora i dag som för fem år sedan, om den i västvärlden högsta *skuldsättningen* i offentlig och privat sektor på 70 år, om ett *eurosamarbete* i allvarlig kris, om *spänningar* mellan politisk makt och väljare, mellan generationer, mellan nord & syd och väst & öst i världen, och om stora påfrestningar på *klimat- och pensionssystem*. Ingen matta är stor nog att kunna gömma alla dessa problem under sig.

När vi lämnar – men inte glömmer – den stora bilden och blickar in i 2012 är det **två vågskålar som ställs mot varandra**. Deras balans påverkar riskaptiten och därmed aktiekursernas och långräntans utveckling samt konsumtion och företagsinvesteringar. I **den ena** positiva vågskålen ligger konjunkturindikatorer som visar att USA kan undvika recession och Kina hantera en mjuklandning. Det har en stabiliserande inverkan på både den globala ekonomin och finansmarknaden. I **den andra**, negativa, ligger hela eurokrisen med en förväntad accelererande problemutveckling det närmaste kvartalet. I dagsläget är riskaptiten enligt olika indikatorer rejält nedpressad. Balansläget mellan skålarna talar för en periodvis nedpressad riskaptit under 2012.

**Merparten av USA:s ekonomiska indikatorer har gått åt rätt håll** den senaste tiden. Smittoeffekten på USA från eurokrisen går i första hand via det finansiella systemet, inte via USA:s export till Europa. Men USA brottas med fortsatt svag och besvärande långsam förbättring på bostads- och arbetsmarknaden, ett strukturellt infrastrukturunderskott och ett politiskt system som verkar spela rysk roulett med väljarnas förtroende och framtidstro, samt. Finanspolitiken stramas åt under 2012 med 1-1,5 procent av BNP, men risken är stor att ekonomin tvärnitar om kongressen skulle misslyckas med att nå en ny överenskommelse om 2012 års budget före februari månads utgång.

**Asien med Kina i spetsen är också en positiv om än avtagande kraft** för världsekonomin 2012. En förväntad kontrollerad mjuklandning med hjälp av en mer expansiv ekonomisk politik tillför välkommen riskaptit även om bl a Kinas ekonomi vilar på en husmarknad som kan korrigera lägre och offentliga underskott på regional/provinsnivå vars storlek är delvis höljt i dunkel. Ett visst politiskt beslutsvakuum råder i Peking under 2012 i o m bytet av president/premiärminister men att den kinesiska yuanen ligger kvar i sin förstärkningstrend med 5 procent per år mot dollarn - trots global inbromsning - visar på en vilja att stötta en rebalansering av världsekonomin.

**Läget för euron är osäkert, ovisst och historiskt.** Eurozonens senaste krisuppgörelse från 8-9 december har inte kommit i mål och är ofärdig trots politiska löften. Slutsatsen är uppenbar och självklar: ***Europa kan omöjligt ligga kvar under den obehagligt våta filt som eurokrisen utgör.*** Priset i form av negativ påverkan på tillväxten stiger. Situationen för Grekland är samtidigt akut: kurvorna går åt fel håll, probleminsikten brister i och utanför Aten. Frågan kvarstår: *Ska Grekland lämna euron under 2012 på grund av växande missnöje och frustration med utvecklingen och omvärldens krav?* Samtidigt pressas även Spanien och Italien av en tuff recession under 2012.

# BONN-PARIS

För hela eurosamarbetet är en avgörande fråga om den politiska och demokratiska jordmånen finns för att föra utvecklingen i den riktning som Merkel och Sarkozy ser sig tvingade att arbeta för: **mot en mer fiskal/politisk union och mindre nationell självständighet**. Det ställer också Storbritannien inför utmaningen: *kan Cameronregeringen acceptera den nya inriktningen och utvecklingen för EU?* Pandoras ask är nu öppnad. Varje ekonomisk, finansiell eller politisk motgång väntas öka spekulationerna och förberedelserna för ett eurosammanbrott. Och begreppet valutarisk har återvänt till eurozonen. Det är ett faktum.

**ECB:s senaste likviditetsstöd** – ca 500 miljarder euro till ca 500 banker på nästan på tre år (ett av två lån) – underlättar bankernas refinansieringsbehov 2012. Men det finns förhoppningar att pengarna även ska finansiera eurostater genom att bankerna ökar sitt innehav av statspappersrisk. Detta är tveksamt. Ett europeiskt statspapper har i dag högre kredit-, ränte-, likviditets- och valutarisk än tidigare. Ett dämpat intresse från bankerna att köpa statspapper innebär att pressen uppåt på eurozonens statspappersräntor består till dess att saneringspolitiken uppfattas som trovärdig, genomförbar och långsiktigt hållbar.

Västvärldens länder är fortfarande i en **40-årig uppgång i offentlig skuldsättning.** De senaste 4 åren har skuldsättningen ökat med 40 procentenheter (andel av BNP). De stora ekonomierna (G7+BRIC) har skulder på drygt 7 600 miljarder dollar som förfaller under 2012 (200 miljarder dollar mer än 2011). Därutöver ska räntor på ca 400 miljarder dollar betalas. Det kommer att kräva strukturella budgetöverskott på runt 4 procent av BNP och ta mer än 20 år att få tillbaka västvärldens statsskulder till mer hållbara nivåer. Då har vi inte tagit höjd av ytterligare finanspolitiska påfrestningar av nödvändiga klimatsatsningar och effekter av åldrande befolkningar.

En sanering av statsfinanserna är oundviklig men är likväl en balansakt. Preliminära IMF-analyser visar att det inte krävs mycket för att den samlade effekten av statsfinansiell konsolidering och negativa tillväxteffekt övergår till att ge en förhöjd – alltså inte sänkt – riskpremie för att äga statsobligationer. Därför är det troligt att många länder inte kommer att presentera speciellt många nya finanspolitiska sparpaket under 2012; fokus ligger istället på att verkställa de som redan beslutats.

**Exceptionellt expansiv konventionell** (nära nollränta) och **okonventionell** (växande balansräkning) **penningpolitik står mot en åtstramande finanspolitik 2012**.

Trots låga styrräntor väntas realräntorna stiga i takt med sjunkande inflation första halvåret. Totaleffekten på den globala ekonomin från den förda ekonomiska politiken väntas därför bli negativ för tillväxten 2012.

Stigande tillgångspriser – hus och aktier – kan tillföra stöd till ekonomin och underlätta situationen försvagade finansiella system. Husmarknaden i flera länder (t ex USA, Sydeuropa, Kina) är dock pressade och nervösa. Det ligger heller inte, trots lågräntepolitiken, i tillsynsmyndigheternas intresse att bidra till ny husprisuppgång. Därför måste förhoppningar om en tillväxtpositiv förmögenhetseffekt i första hand ställas till börsen. Fortsatt expansiv penningpolitik och eventuellt ny balansräkningspolitik kan ge kortvarigt stöd till stigande börser, men tillväxtkurvorna måste peka rätt för att ge en mer uthållig uppgång på börserna.

**Det finansiella systemet,** främst i Europa men i viss mån även i USA, befinner sig i en **oavslutad reparations- och konsolideringsfas**. Låg tillväxt minskar det finansiella systemets möjlighet att absorbera negativa svallvågor. Risken är därför fortfarande besvärande hög för systemproblem med en snabb kreditkontraktion som följd. Det beror på den fortsatta statsfinansiella krisen, stora låneförfall för banksektorn under 2012, ett behov att minska risknivåerna i balansräkningen till följd av nya regelverk och en ny riskmiljö, samt fortsatt stora globala obalanser som kan skapa destabiliserande kapitalflöden och utmaningar.

**Riskerna för det finansiella systemet ökade påtagligt i Europa** under andra halvåret 2011. Men stabiliserande skyddsnät för banksystem finns på plats. Centralbankernas beredskap för nya likviditetsstöd i egen och främmande valuta är hög. Statliga garantier kan snabbt utfärdas och är trovärdiga i de flesta länder, även om de indirekt blir en påfrestning för budgetsaldo och statsskuld, och borde hålla tillbaka systemrisken. Centralbankslikviditeten fungerar som ett smörjmedel, men det är bankerna och investerare som skapar det långfristiga investeringskapitalet som lägger grunden för tillväxten. Stabiliteten i systemet måste därför öka för att tillgången på det riskvilliga kapitalet ska förbättras och ge stöd till investeringstillväxten .

**Mäktar de politiska systemen med** de stora ekonomiska, finansiella, politiska och demokratiska frågeställningarna? En sak är säker: 2012 blir ett i många stycken politiskt år. Presidentvalet i USA i november kan ånyo göra sig påmint om bara två månader då kongressen måste ha nått ny enighet om budgeten för 2012. Oron för det ryska presidentvalet i början av mars har ökat efter stora demonstrationer före jul. Frankrike (läs: Sarkozy) riskerar att vilja hålla en alltför låg profil i eurofrågor inför presidentvalet i slutet av april. Samtidigt finns förhoppningar om demokratisk islossning i Nordkorea och i Mellanöstern och Nord-

afrika. Det är en resning mot maktstrukturer. Men det tar tid att skapa stabila demokratier och resan dit kan bli komplicerad och skapa geopolitisk osäkerhet.

**Den mångdimensionella osäkerheten i världen 2012 väntas gynna dollarn** ytterligare mot bl a euron. Geopolitisk osäkerhet i t ex Mellanöstern håller oljepriset kvar på en för världsekonomin alltför hög nivå kring 100 dollar per fat. Det går i dag inte att säga att euron är 100-procentigt intakt om ett år. Att euron inte är svagare än den är i dag beror på att dels förändringar i ränteportföljer har ägt rum inom euroblocket (mellan euroländer), dels förändring i globala ränteportföljer normalt sett inte ändrar valutarisken (det är i aktieportföljen som valutarisken brukar hanteras), dels Kina sannolikt vill ha en försiktig utveckling i EUR/USD och en inte alltför stark dollarappreciering som med Kinas nuvarande valutasystem också samtidigt gör yuanen starkare och försämrar konkurrenskraften.

**Lågränteläget består 2012 men påverkas av "nollrestriktionen"**. Räntorna är historiskt låga och långa statsobligationsräntor ligger nu närmare de japanska nivåerna än för ett år sedan. Såväl stater som banker har stora refinansieringsbehov 2012 och många investerare tvingas se sin ränteavkastning falla framöver och samtidigt acceptera mer risk i portföljerna. Minskad konkurrens från alternativa investeringar som tillväxtekonomier och råvaror kan medverka till att långräntenivåerna förblir låga medan aptiten på företagsobligationer väntas bestå. Det finns ett visst utrymme kvar för att långräntorna ska falla ytterligare men det blir alltmer begränsat. En varning är därför på sin plats: en långränteplacering är i dag omgärdad med en högre sannolikhet för kapitalförlust än för ett år sedan om värdepapperet avyttras innan förfall.

**Sveriges handlingsutrymme är relativt stort att under 2012 parera omvärldsproblemen**. De tre huvudutmaningarna är detsamma som tidigare: exportproblem i Europa, en svagt vacklande fastighetsmarknad och banksystemets upplåning i omvärlden. Riksbanken, som avslutade 2011 med att sänka räntan, väntas fortsätta med en ännu lättare räntepolitik i år. Regeringen pressar av den politiska ojämvikten inom Alliansen och dess partier som är i stort behov av att kunna genomföra profilfrågor. En svag arbetsmarknad väntas sätta regeringen under tryck från riksdagen att leverera mer offensiv arbetsmarknadspolitik.

Kronan kan bli en joker: 2011 har visat att den inte är någon skvalpvaluta trots en serie höststormar, men den har ännu inte riktigt musklerna för att kunna inneha rollen som norra Europas schweizerfranc. En starkare krona ligger i korten, men det blir också en kamp mot en starkare dollar.

**Nytt år, ärvda problem, nya problem, nya möjligheter.** Det sägs att *"varje utgång är en ingång till något annat"*. Vad detta annat är återstår att se. Nu har nästan fem år gått sedan USA:s bostadsmarknad visade tecken på problem. Det blev nålsticket i bubblan med stora globala obalanser och alltför hög offentlig och privat skuldsättning i västvärlden. Vi måste lära oss att hantera en tillväxtmiljö som är syrefattig, går på sparlåga och som har nedsatt immunförsvar och är mer sårbar. Mycket av fokus 2012 kommer att ligga på hur de politiska systemen hanterar utmaningarna alltmedan centralbankerna måste ikläda sig en större ansvarsroll än normalt genom ultralätt politik.

*Robert Bergqvist, robert.bergqvist@seb.se, 070-445 1404*