EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA MAJ 2007

Nordic Outlook

Globalt: Smygande inflation tvingar upp centralbankerna
Norden: Sprakande uppgång, risk för överhettning

Important your attention is drawn to the statement on the back cover of this report which affects your rights.

SEB

Denna rapport publicerades den 8 maj 2007.

Avstämningsdag för valuta- och räntenoteringar var den 3 maj 2007.

Klas Eklund, chefekonom +46 40 667 6588
klas.eklund@seb.se

Håkan Frisén, chef för Ekonomisk Analys +46 8 763 8067
hakan.frisen@seb.se

Bo Enegren, ekonom 8594
bo.enegren@seb.se

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

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

Tomas Lindström, ekonom 8297
tomas.z.lindstrom@seb.se

Fax nr +46 8 763 9300

Bidrag till texten om Tyskland har lämnats av Thomas Köbel och Klaus Schrüfer från SEB Frankfurt/M.

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

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.

Internationellt: Fortsatt styrka, men inflationen smyger sig på

- Den amerikanska ekonomin saktar in, men Europa och Asien står emot. Världsekonomin växer nästan lika snabbt som i fjol. Den långa högkonjunkturen börjar ge **tendenser till inflation**. Överhettningstecken finns i Kina, Storbritannien, Norden och Baltikum. Centralbankerna höjer på många håll **styrräntorna över neutral nivå**.
- **USA-tillväxten bromsar in till bara 1,9 procent i år och 2,5 nästa år**, framför allt beroende på konsekvenser av den svaga husmarknaden. Federal Reserve väntar till i höst innan man sänker räntan. Nästa år sänks Fed funds-räntan till 4,5 procent.
- **Tillväxten i Euro-zonen blir i år 2,7 procent; klart högre än i USA**. Arbetsmarknaden och den inhemska efterfrågan stärks. Den tyska ekonomin fungerar som draglok. ECB fortsätter att höja refiräntan, till 4,25 procent; den starka euron förhindrar vidare höjningar.
- **Skillnaden i obligationsräntorna i USA och Europa minskar markant** med denna utveckling av tillväxt och styrräntor. **Valutaspänningarna tilltar**. De europeiska valutorna får bära en oproportionerlig del av dollarförsvagningens börda. Yuanen skrivs dock långsamt upp mot dollarn, men yenen blir fortsatt svag.

Sverige: Snabb uppgång av köpkraft och löner gör att Riksbanken höjer tempot

- **BNP växer med över 4 procent i år** och över 3 procent 2008. De disponibla inkomsterna växer med nästan 6 procent i år.
- Arbetsmarknaden blir allt starkare. Arbetslösheten faller under 4 procent i slutet av nästa år. **Avtalsrörelsen resulterar i löneökningar på nästan 5 procent nästa år.** Enhetsarbetskostnaderna stiger, och flera sektorer får brist på arbetskraft.
- Den underliggande inflationen stiger till 1,7 procent nästa år, och om två år ligger den över 2 procent. **Riksbanken måste revidera upp sin inflationsbana och höjer räntan i snabbare takt** än aviserat. Vid årets slut ligger reporäntan på 4,0 procent, och vid slutet av 2008 är den 4,75 procent.
- **Finanspolitiken är relativt expansiv**, och slopad fastighetsskatt driver upp huspriserna. Den starka konjunkturen gör ändå att budgetmålet på 1 procent av BNP uppfylls med råge, men spänningarna mellan finansdepartementet och partiledarna i koalitionsregeringen tilltar.

Baltikum och övriga Norden: Överhettning på gång

- **Danmark**: Kapacitetsbrister driver upp inflationen och bromsar tillväxten. Fastighetsmarknaden fortsätter att kylas av, vilket dämpar konsumtionen.
- **Norge**: Arbetslösheten faller till rekordlåga nivåer. Därmed ökar flaskhalsproblemen och inflationen stiger. Norges Bank fortsätter att höja styrräntan i rask takt; nästa år når den 5,5 procent.
- **Finland**: Fortsatt konjunkturstyrka ger tillväxt över trend även i år och nästa. Arbetslösheten sjunker och löneökningarna växlar upp. Inflationen stiger från låg nivå.
- **Lettland** och **Estland** fortsätter att visa tydliga tecken på överhettning, med snabb kredittillväxt och hög inflation. Finanspolitiken börjar stramas åt i Lettland, men i båda länderna är penningpolitiken blockerad av den fasta växelkursen. En långsam avmattning följer av att utländska banker dämpar sin kreditgivning, men hårdlandning är en tydlig risk. **Litauen** växer mer balanserat.

Innehållsförteckning

Sammanfattning	3
Internationell översikt	5
USA	10
Japan	14
Kina	15
Euro-zonen	16
Storbritannien	20
Central- och Östeuropa	21
Sverige	23
Danmark	30
Norge	31
Finland	33
Nordiska nyckeldata	34
Internationella nyckeldata	36

Fördjupningsrutor

Iran och oljehotet	7
USA: Ingen stor bolånekris	11
Presidentvalet i Frankrike	17
EMU: Skilda räntebehov för olika länder	19
Fortsatt överhettning i Lettland	22
Sverige: Ytterligare bränsle till bostadspriserna	24
Den nya direktionen	27

Fortsatt styrka – men riskerna ökar

- **Europa och Asien står emot**
- **Finansiella och geopolitiska risker tilltar**
- **Inflations- och överhettningshot i Norden**
- **Valutapolitiskt drama under uppsegling**

De senaste årens globala tillväxt har varit den snabbaste på 35 år. Starka krafter – ny teknik, globalisering, trovärdiga centralbanker – har medfört snabb produktivitetstillväxt och låg inflation. Låga räntor har drivit upp tillgångspriserna. Vinsternas andel av produktionsresultatet har nått de högsta nivåerna på decennier.

Frågan är hur länge dessa goda tider kan hålla i sig. **Efter en så stark uppgång är ett konjunkturellt bakslag fullt naturligt.** Vanligen sker detta via tilltagande kapacitetsbrister, som medför överhettning, inflation och stramare ekonomisk politik. Dessa tendenser växer sig även nu starkare, även om processen hittills varit mild och olika regioner befinner sig i olika fas.

Den amerikanska ekonomin har under senare tid visat tecken på ”stagflation” – tillväxten avtar samtidigt som inflationen vägrar ge med sig. På flera håll – Storbritannien, Norden, Kina och Indien – har inflationen börjat krypa uppåt, och **vissa tecken på överhettning börjat synas**. Produktivitetstillväxten dämpas, och centralbankerna höjer räntorna. Efter hand kommer detta att medföra en konjunkturnedgång. Under det senaste året har också de finansiella marknaderna vid flera tillfällen uppvisat häftiga ryck. Dåliga makrosiffror eller geopolitisk oro har medfört vinsthemtagningar – en signal på att många inte vågar lita på att de goda tiderna verkligen kan bestå utan börjar undra över hur skarp den kommande inbromsningen blir.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
USA	3,2	3,3	1,9	2,5
Japan	1,9	2,2	1,9	2,0
Kina	9,9	10,7	10,0	9,5
Euro-zonen	1,5	2,8	2,7	2,5
Storbritannien	1,9	2,7	2,8	2,5
Norden	2,9	4,0	3,4	2,9
OECD	2,6	3,2	2,5	2,7
Världen	4,9	5,4	5,0	4,9

Källor: OECD, SEB

Inbromsning – men mild

Huvudbudskapet i denna Nordic Outlook är att en **global inbromsning nu är på gång**. De positiva drivkrafterna i världsekonomin är dock tillräckligt starka för att den globala ekonomin som helhet ganska väl kan stå emot den pågående amerikanska inbromsningen. Vår **prognos blir därför att världsekonomin bromsar in försiktigt – från hög nivå – under 2007 och 2008**. Det finns dock hot av olika karaktär mot denna förhållandevis ljusa bild:

- Det klart största hotet kommer från **inflationen**. Vårt huvudscenario är att underliggande disinflationistiska krafter bidrar till att den konjunkturella inflationsuppgången blir förhållandevis liten. Risken finns dock att en kombination av god likviditet, högre tillgångspriser och stigande sysselsättning ger en kraftigare inflationsstegring. Det skulle i så fall medföra högre räntor än i vår huvudprognos och en mer markerad ekonomisk inbromsning.
- **Riskerna för finansiella bakslag** har ökat något men ter sig fortfarande ganska beskedliga. Vinstbesvikelser kan utlösa nya börsfall. Pessimister hävdar att hedgefonder och derivatpositioner döljer mörka hemligheter som kan utlösa en global finansiell kris. Vi ser dock inga konkreta belägg för att riskerna skulle vara så stora.
- Som vanligt finns också **geopolitiska spänningar**. Kraftigt stigande oljepris skulle kunna bromsa in tillväxten och förvärra de globala sparobalanserna (se ruta).

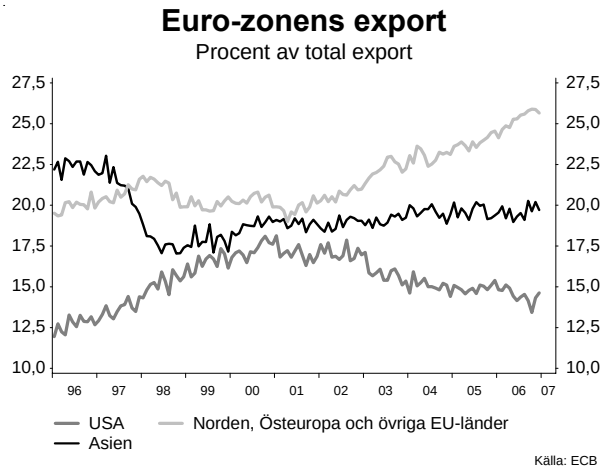
Europa och Asien kopplar loss från USA

Vi ser **fyra regioner i olika fas i världsekonomin**. **USA** är på väg ned och visar stagflationstecken. **Asien** bromsar in försiktigt av kapacitetsskäl. Tillväxten i de snabbväxande ekonomierna kommer dock även fortsättningsvis att vara tillräckligt hög för att stimulera världsekonomin i övrigt, inte minst mot bakgrund av att uppgången i Kina sker från en bas som stadigt utgör en allt större del av världsekonomin. I Västeuropa fortsätter uppgången. **Euro-zonen** växer hyggligt men en stark euro och lediga resurser i utgångsläget innebär att risken för överhettning är liten. I **Storbritannien samt i de nordiska länderna** kommer överhettningsproblem i varierande grad att göra sig gällande de närmaste åren.

- **Den amerikanska tillväxten ligger** sedan något år klart under trend. Bostadsbyggandet har fallit och huspriserna har stagnerat. Hushållens konsumtion har hittills hållits uppe, men en avmattning är troligen på väg. Höga vinster och fortsatt hygglig optimism gör ändå att recessionsrisken är liten. Vår bedömning blir att **USA-ekonomin saktar in, till en BNP-tillväxt på ca 2 procent i år** – klart under trend och under konsensus – och 2,5 procent nästa år.
- **Japans ekonomi fortsätter att växa strax över trend**, med ca 2 procent i år och nästa år. Drivkrafterna förskjuts från export till inhemsk efterfrågan, men någon riktig skjuts blir det inte. Konsu-

menterna är försiktiga; svag demografi och stor statsskuld tynger framtidstron och tvingar fram en stramare finanspolitik.

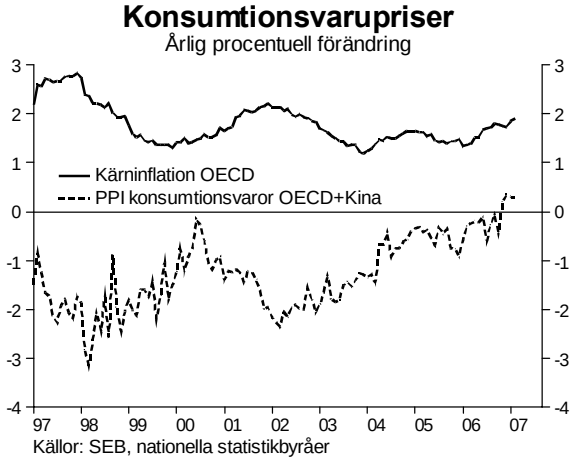
- **I Kina medför en gradvis åtstramning att tillväxttakten dämpas något**. Men Kina blir likväl den snabbast växande stora ekonomin i världen, och landet fortsätter att vara en motor för den asiatiska tillväxten.



- **Euro-zonen befinner sig mitt i ett konjunkturuppsving**. Den tyska ekonomin, som varit släpankare, är nu åter en motor. Europa har blivit mindre sårbart för en amerikansk inbromsning, bland annat för att handeln med USA minskat i betydelse. Vi spår tillväxt över konsensus och skriver upp vår BNP-prognos för Euro-zonen till 2,7 procent i år och 2,5 procent 2008. Prognosen innebär att Euro-zonen växer snabbare än USA för första gången sedan 2001.
- I **Storbritannien** har ekonomin efter en mindre svacka under fjolåret kommit in i en andra andning. Inhemsk efterfrågan stiger, kapacitetsutnyttjandet är högt och fastighetspriserna rör sig uppåt igen.
- **Alla de fyra nordiska länderna växer över trend** även i år. Danmark och framförallt Norge visar **överhettningssymptom** på arbetsmarknaden. Sverige och Finland ligger efter i cykeln, men en uppgång i sysselsättningen medför ökande tendenser till arbetskraftsbrist också i Sverige.
- I **Baltikum** visar Lettland och Estland tydliga tecken på **överhettning.**

Centralbanker agerar mot inflationen

Den starka tillväxten medför att arbetsmarknaderna på de flesta håll blir allt stramare. Samtidigt dämpas produktivitetstillväxten när konjunkturen blir allt mognare. Detta ger stigande kostnader och **gradvis tilltagande inflationstryck** för såväl producent- som konsumentpriser. Grafen nedan visar att priserna på konsumentvaror nu börjat stiga efter flera års deflation.



Trots att inflationsnivåerna fortfarande är låga innebär den goda tillgången på likviditet risker för en framtida mer påtaglig inflationsuppgång – en ”ketchupeffekt” som analyserats i tidigare utgåvor av denna Outlook.

Centralbankerna står därmed i de allra flesta fall inför uppgiften att fortsätta att dra upp sina styrräntor. Den amerikanska centralbanken är undantaget.

Federal Reserve står inför ett intrikat problem. Å ena sidan ligger tillväxten klart under trend. Å andra sidan är inflationen hög och arbetslösheten låg. Det är fullt möjligt att Alan Greenspans Fed i det här läget redan skulle ha sänkt styrräntan. Men Ben Bernanke har argumenterat för att inflationsmålet bör göras tydligare, vilket i viss mån blockerar sänkningar.

Utvecklingen på arbetsmarknaden lär bli avgörande för Fed. När den svagare tillväxten börjar slå ut i stigande arbetslöshet – vilket också dämpar inflationstrycket – sänks styrräntan. Vi räknar med en kvartsprocentssänkning före årsskiftet och två till i början av 2008.

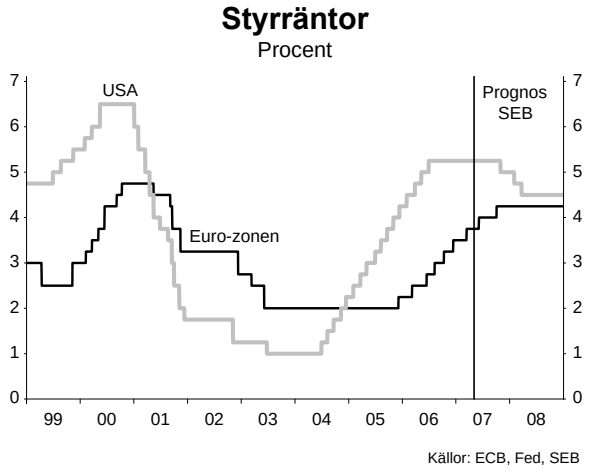
ECB fortsätter uppåt. God tillväxt och fallande arbetslöshet i Euro-zonen är sannolikt inte tillräckliga skäl för att i sig motivera ytterligare räntehöjningar. En allt starkare euro håller också på att bli ett problem. Men kredit- och penningmängdstillväxten ligger fortfarande påtagligt över bankens mål. Vi räknar liksom i vår förra Outlook med att ECB når 4,25 procent i höst och därefter ligger stilla.

Bank of England höjer ytterligare två gånger. Den inhemska efterfrågan är på väg upp, liksom arbetsmarknaden. BoE behöver dämpa inflationstrycket och de relativt höga inflationsförväntningarna, samt svalka av en bostadsmarknad som fortfarande är obehagligt het.

Bank of Japan fortsätter att höja, men ytterst försiktigt. Deflationsriskerna hänger envist kvar. Inflationen ligger fortfarande runt nollstrecket. Hänsyn måste också tas till att finanspolitiken måste

stramas åt för att minska den stora statsskulden. I det läget ger låg ränta och svag valuta ett välkommet tillskott till tillväxt och inflation. Vi räknar därför med att styrräntan inte når högre än 1,0 procent 2008.

Den kinesiska centralbanken fortsätter sina räntehöjningar, samtidigt som kreditmarknaden stramas åt genom ytterligare skärpningar av reservkrav mm. En högre realränta behövs för att dämpa kredittillväxt och investeringar.

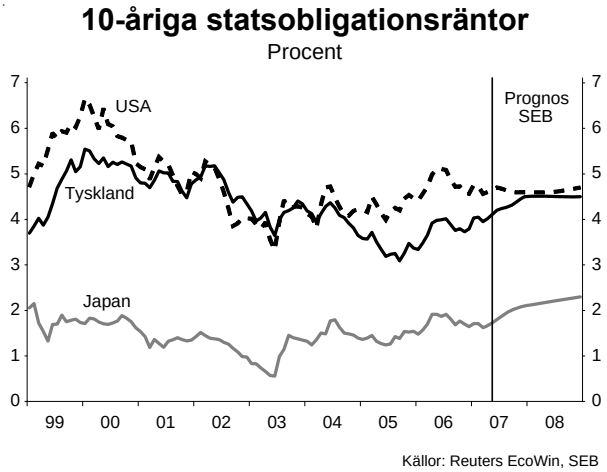


De nordiska centralbankerna befinner sig också i en höjningsfas. Norges Bank har aviserat rejäla räntehöjningar för att motverka att överhettningen på arbetsmarknaden ger upphov till en ketchupeffekt på inflationen. Riksbanken tvingas backa från sin alltför optimistiska inflationssyn och justera upp sin räntebana i takt med att uppgången i ekonomin går allt snabbare. I Norge höjs styrräntorna upp mot BoE-nivå, och även Riksbanken höjer klart över ECBs nivå.

Sammantaget innebär detta att penningpolitiken i global skala går från expansiv till neutral och i de flesta fall till åtstramande. Federal Reserve och BoE driver redan nu en åtstramande politik. Före årets slut kommer även Norges Bank och ECB att ha växlat till åtstramning. Under nästa år når Riksbanken över neutral nivå.

Högre långräntor

Den makroekonomiska särkopplingen mellan USA och Europa har inneburit mindre skillnader i styrräntan. Detta har i sin tur medfört att **skillnaden mellan amerikanska och europeiska 10-årsräntor krympt rejält**, i linje med våra tidigare prognoser.



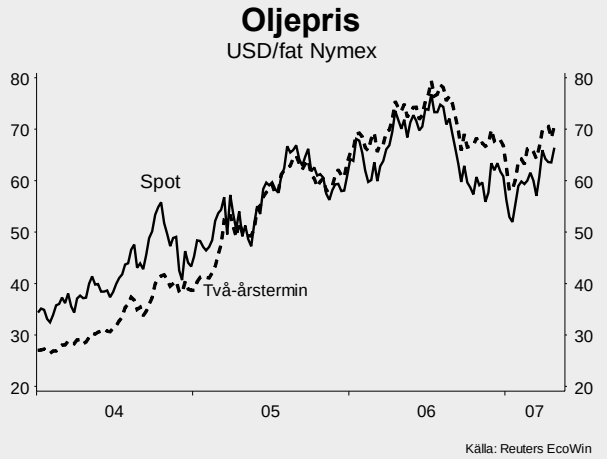
Vår inflations- och styrräntebild talar för att denna utveckling fortsätter. Vi räknar med att den tyska 10-årsräntan når 4,50 procent vid årets slut och ligger

Iran och oljehotet

Vår förra Outlook antog ett råoljepris (Brent) på i snitt 55 USD/fat 2007 och 60 USD/fat 2008. Efter de senaste månadernas kraftiga uppgång av såväl spot- som terminspriser ser vi anledning att **höja oljeprisprognosen till 66 USD/fat i år och 70 USD/fat 2008**. Det bidrar till en något långsammare global tillväxt och marginellt högre inflation det närmaste året.

Skälen till uppgången är flera: Stark efterfrågan, lägre reserver i USA och geopolitisk oro i Mellanöstern.

Spänningarna i Iranfrågan kvarstår och spekulationerna om ett amerikanskt/israeliskt anfall på Irans kärnanläggningar har inte upphört. Vår huvudprognos utgår från att någon sådan attack inte äger rum eftersom insatserna för de berörda parterna är allt för höga. Från Irans sida handlar det nog främst om ”brinkmanship” – att gå så långt som möjligt i att utveckla nukleär kapacitet, men utan att ta fram färdiga vapen och därigenom riskera att provocera fram ett anfall. Samtidigt är den sittande amerikanska administrationen troligen alltför försvagad, både internationellt och på hemmaplan, för att äventyrliga operationer av denna dignitet ska vara aktuella.



Skulle vi få fel – om en väpnad konflikt verkligen kommer till stånd – kan oljepriset under en längre period spika till en bra bit över 100 USD/fat. Det skulle ge helt andra och betydligt värre förutsättningar för världsekonomin.

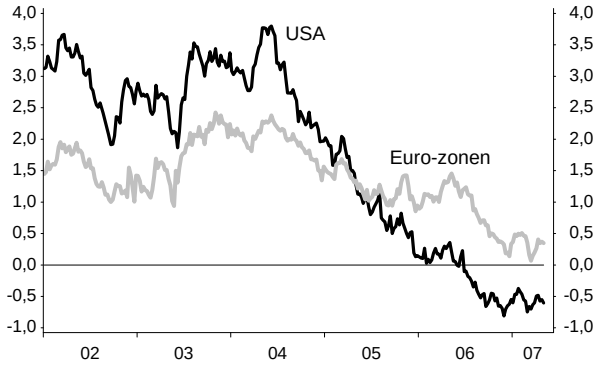
kvar där under 2008. I USA kan däremot den långa räntan falla tillbaka något när inflationshotet dämpas och Fed-sänkningarna tar sin början. I slutet av 2007 är spreaden mellan amerikanska och tyska 10-åriga statsobligationer bara 10 punkter.

I de nordiska länderna och Storbritannien blir obligationsränteuppgången större än i Euro-zonen. Mot slutet av året har den negativa svenska spreaden mot Tyskland eliminerats, och den redan stora norska spreaden har blivit ännu större. Såväl de norska som de brittiska långräntorna ligger i slutet av 2007 över de amerikanska.

Vår prognos innebär fortsatt **flacka avkastningskurvor**. I USA har 10-årsräntan nu legat lägre än styrräntan i snart ett år och i Euro-zonen har skillnaden mellan korta och långa räntor kommit ner nära nollstrecket det senaste halvåret. Drivkrafterna bakom de förhållandevis låga långräntorna och därmed den flacka avkastningskurvan består i hög grad. Globaliseringskrafterna håller nere inflationstrycket, centralbankernas inflationsmål är trovärdiga och behovet för t ex pensionsfonder att investera i långa statspapper förblir stort. Samtidigt är det troligt att avkastningskurvorna på lång sikt ska återgå till en viss positiv lutning, vilket illustrerar en viss uppåtrisk för obligationsränteprognosen.

Avkastningskurvans lutning

Differens mellan 10-årig ränta och styrränta, %-enheter



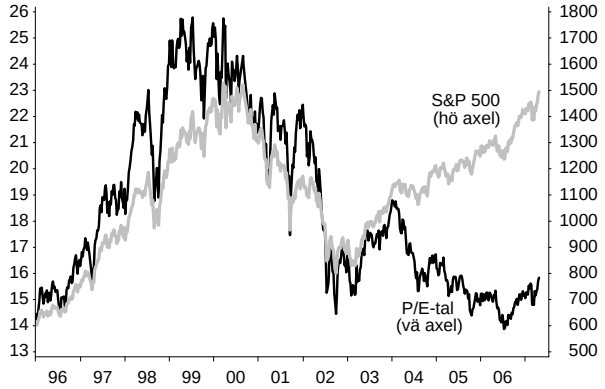
Källa: Reuters EcoWin

Ökande börsrisker

Den långa globala boomen har varit mycket gynnsam för världens börser. Riskaptiten har gynnats av låga räntor. Likviditeten på världsmarknaden är god, med snabbt växande penningmängd och kreditvolym. Höga vinster har fått flera börser att slå kursrekord under senare tid.

När konjunkturuppgången nu mognat ökar riskerna för bakslag. I USA har vinstprognoserna dragits ned en del, men är fortfarande ganska optimistiska. Shanghaibörsen uppvisar tydliga bubbeltendenser och en kommande ekonomisk-politisk åtstramning kommer att pressa kurserna. I Västeuropa talar de makroekonomiska utsikterna och värderingarna för en fortsatt börsuppgång. Stramare arbetsmarknad och snabbare löneökningar innebär dock efterhand en press på vinsterna

USA: Börsindex och värdering



Källor: Standard & Poor's, Reuters

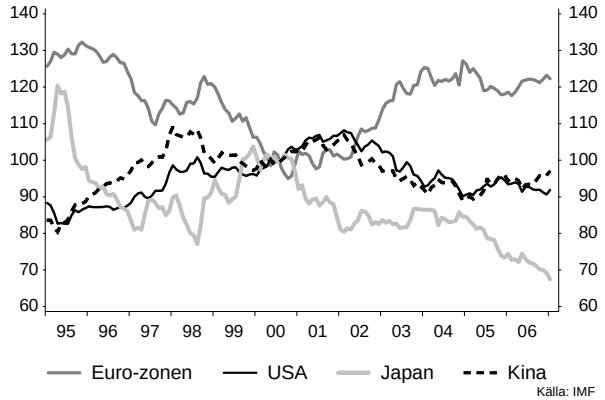
Sammantaget innebär ändå positiva drivkrafter från globaliseringen tillsammans med de moderata värderingarna en positiv grund för börsutvecklingen framöver. De största riskerna för ett globalt börsfall utgörs av en skarpare amerikanska inbromsning samt av kraftiga inflationsimpulser som tvingar centralbankerna att gå högre än i vårt huvudscenario.

Spänningar mellan de stora valutorna

De senaste åren har vår valutaanalys styrts främst av korträntedifferenser, och i något mindre grad av de globala obalanserna. Båda dessa faktorer pekar i dag mot **fortsatt dollarförsvagning**. Feds styrränta har toppat, medan ECBs och andra centralbankers styrräntor är på väg upp. Det amerikanska bytesbalansunderskottet ligger fortfarande på en ohållbart hög nivå, vilket talar för en långsiktigt svagare dollar.

Real effektiv växelkurs

Index 100 = 2000



Källa: IMF

Den svåra frågan är dock hur den fortsatta dollarförsvagningen kommer att fördelas på olika motparter. Bland de större valutorna är det främst **euron och pundet som hittills burit bördan av en fallande dollar**.

- Den kinesiska yuanen har visserligen skrivits upp mot dollarn under det senaste året, men den kinesiska valutan har försvagats mot euron och **yuanens reala effektiva växelkurs har faktiskt sjunkit** sedan år 2000 – samtidigt som handelsbalansens överskott har exploderat.
- **Än mer dramatisk har den japanska yenens försvagning varit,** tvärt emot alla prognoser. Yenen är nu svagare än någon gång under de senaste 25 åren. Låga japanska räntor har lett till stora valutautflöden – dels såsom spekulativ ”carry trade” (låna i lågräntevaluta och placera i högräntevaluta), dels som långsiktiga omplaceringar från japanska portföljer till högre avkastning i utlandet.

Vid mitten av 1980-talet resulterade dollarstyrka och yensvaghet i Plaza-överenskommelsen, som gav en kraftig förstärkning av yenen och försvagning av dollarn. I dag borde både yuanen och yenen bära en betydligt större anpassningsbörda, när dollarn fortsätter att sjunka. Men på olika sätt blockeras en sådan utveckling. Båda länderna vill uppenbarligen ha draghjälp från exportsektorn och i Japans fall tillkommer behovet av deflationsbekämpning.

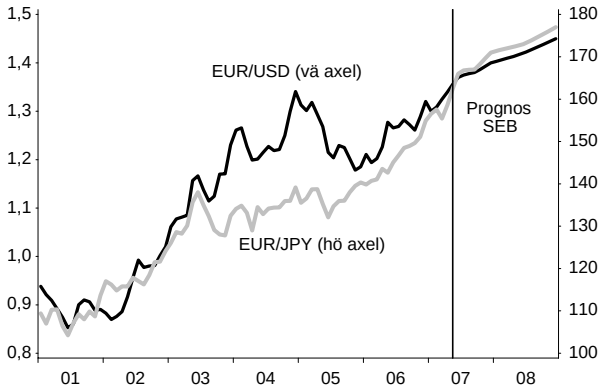
Under de senaste åren har den amerikanska kritiken mot den kinesiska valutapolitiken varit hård. Den lär fortsätta; sannolikt kommer också oron för den svaga japanska valutan att skärpas både i USA och Europa. Ett **triangeldrama mellan USA, Storbritannien/ Euro-zonen och Kina/Japan är således under uppsegling**.

Vår grundprognos är att dollarn fortsätter sin trendmässiga försvagning mot euron. **Vid årets slut står EUR/USD i 1,40 och vi räknar med fortsatt dollarförsvagning till 1,45 nästa år.** Kvarvarande deflationsrisker ger litet utrymme för räntehöjningar i Japan, vilket bidrar till att yenens svaghet består. Vi räknar med att USD/JPY ligger på 122 vid årets slut och att den förblir på denna nivå under 2008. Appreciering av yuanen går framöver något snabbare än under det gångna året

Vår valutaprognos innebär att **spänningarna i de internationella valutarelationerna fortsätter och förstärks**. Bördan på de europeiska valutorna blir fortsatt mycket stor. Till uppgången mot dollarn ska nu också läggas att japanska placerares intresse för Europa ser ut att växa, vilket leder till ökande valutaflöden ur yenen och in i euron, pundet och de nordiska valutorna. EUR/JPY-kursen når en rekordnivå runt 175, vilket innebär en appreciering på över 50 procent under den senaste femårsperioden.

Sådana valutarelationer medför **risk för dramatiska korrektionsförlopp**. Minskad riskaptit i världsekonomin skulle kunna leda till avveckling av carry tradepositioner med åtföljande snabb yenuppgång.

Växelkurser EUR/USD och EUR/JPY



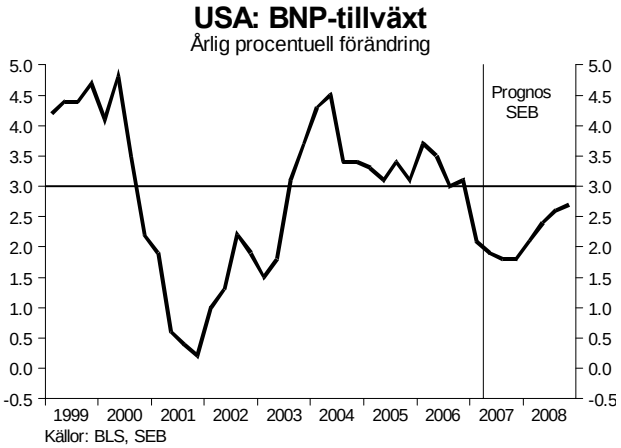
Källor: Reuters EcoWin, SEB

Tilltagande stagflationsrisker

- **Tillväxt under trend både 2007 och 2008**
- **Envisa inflationskrafter**
- **Arbetslösheten vänder uppåt i höst**
- **Fed sänker till 4,5 procent**

Utsikterna för den amerikanska ekonomin har mörknat den senaste tiden. BNP-tillväxten första kvartalet uppgick till 1,3 procent, vilket innebär att tillväxttakten nu legat klart under trend i fyra kvartal i rad. Inköpschefsindex för industrin (ISM) studsade visserligen upp en del i april, men indikatorbilden i övrigt ger inte stöd för någon snar vändning. Vi räknar med att tillväxten först i början på nästa år sakta drar sig uppåt. BNP-tillväxten som årsgenomsnitt blir därmed 1,9 procent i år och 2½ procent nästa år. Det är en nedrevidering sedan vår förra Outlook, och innebär en **tillväxt under den trendmässiga båda åren.**

Ett typiskt sencykliskt mönster präglar nu ekonomin. Produktivitetstillväxten har mattats, vilket orsakar stigande inflationstryck och ett ansträngt resursutnyttjande. I denna **stagflationsliknande miljö** är Federal Reserves stabiliseringspolitiska uppgift långt ifrån enkel. Man har fortsatt att signalera att räntesänkningar inte står på agendan. Mycket talar dock för att den svaga tillväxten leder till en uppgång i arbetslösheten under hösten. Fed får därmed utrymme att understödja ekonomin med räntesänkningar. Vår prognos är att **styrräntan sänks** till 5 procent under fjärde kvartalet och vidare till 4,5 procent under första halvåret 2008.



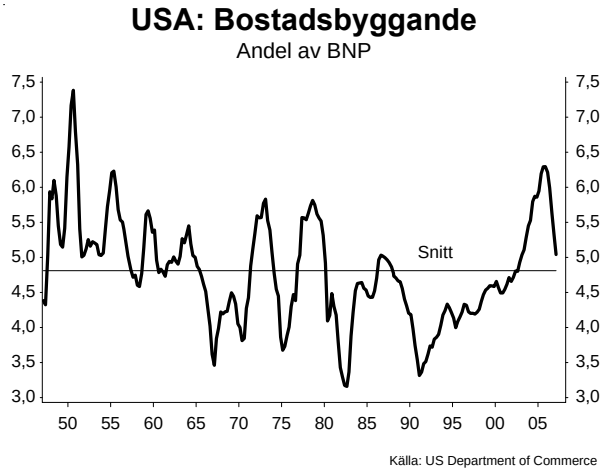
Lager och bostäder bromsklossar

De förhoppningar om en snar återhämtning som präglade början på året har kommit på skam. Varmt väder runt årsskiftet stimulerade byggverksamheten och gav spridningseffekter till en rad ekonomiska indikatorer. Men vädereffekten var tillfällig, och en återgång till normala temperaturer kylde ned även ekonomin.

Den preliminära BNP-siffra för fjärde kvartalet 2006 som först publicerades tydde på att tillväxten åter svingat sig upp till trendmässig nivå, vilket fick konsensusprognoserna att ta ett tillfälligt glädjeskutt uppåt. Men en nedrevidering av siffran stäckte också det hoppet.

Därutöver förklarar två mer basala faktorer en stor del av den svaga BNP-tillväxten på senare tid.

- En **lageranpassning** sker i linje med det historiska mönstret i avmattningsskeden. De senaste två kvartalen har lagerjusteringar dämpat BNP-tillväxten märkbart. Fortfarande återstår en del av denna anpassning, vilket bromsar återhämtningen.
- Fallet i **bostadsbyggandet har nu pågått i över ett år.** De negativa bidragen till BNP låg under första kvartalet klart över 1 procentenhet. Ändå ligger bostadsbyggandet fortfarande över det historiska genomsnittet på knappt 5 procent av BNP. Detta talar för att bostadsbyggandets bidrag till BNP-tillväxten fortsätter att falla ytterligare något år. Därtill kommer spridningseffekter i form av minskande infrastrukturinvesteringar och lägre konsumtion av inredningsprodukter mm.

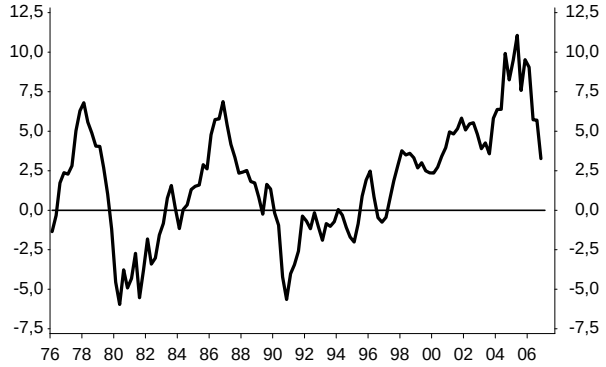


Utvecklingen av **huspriserna** är central för i vilken grad svagheterna på bostadsmarknaden sprider sig till den övriga ekonomin. De senaste signalerna är blandade såväl när det gäller prisutveckling som andra indikatorer på bostadsmarknaden. Mäklarstatistiken för nybyggda hus pekar faktiskt på en rekyl uppåt i början på året. Däremot noteras ett prisfall runt 2 procent mätt i årstakt för befintliga hus enligt samma källa. Den mest bearbetade nationella statistiken från the Office for Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), visar att priserna fortfarande steg med 5-6 procent på årsbasis under fjärde kvartalet.

Vår syn är att det **finns ytterligare fallhöjd på prissidan**. Hittills har aldrig de nominella huspriserna i USA fallit på nationell nivå (enligt OFHEO). Tidigare priskorrektioner har emellertid skett i en miljö med

högre inflation, vilket inneburit att relativpriset på bostäder har kunnat anpassas utan nominella fall. Men när anpassningen av relativpriset fortsätter i nuvarande låginflationsmiljö, räknar vi med att det leder till **nominella prisfall**. (enligt OFHEO) mot slutet av 2007.

USA: Reala huspriser
Priser minus KPI, procentuell förändring



Källa: The Office for Federal Housing Enterprise Oversight

Konsumtionen dämpas

Trots avmattningen i bostadssektorn har **hushållens konsumtion snarast överraskat positivt**. Stark arbetsmarknad, god reallöneutveckling samt stigande börskurser har motverkat effekterna av den svagare bostadsmarknaden.

Hushållens konsumtion kan dock inte förbli opåverkad av utvecklingen på husmarknaden. Hushållssparandet är fortfarande historiskt lågt och bör stiga framöver. Enligt tumregler skulle de prisförändringar vi ser framöver kunna pressa ned konsumtionsnivån med så mycket som 2-3 procent.

Mot bakgrund av motverkande krafter från stark arbetsmarknad och stigande börsförmögenhet samt att konsumtionsanpassningen troligen smetas ut under flera år räknar vi dock med en ganska måttlig avmattning. Vår prognos innebär att **hushållens konsumtionsökning dämpas från 3¼ procent 2006 till knappt 2½ procent 2008** (mätt som årsgenomsnitt). Det innebär bara en mindre anpassning av sparandet, som precis når över noll-strecket nästa år.

Ingen stor bolånekris

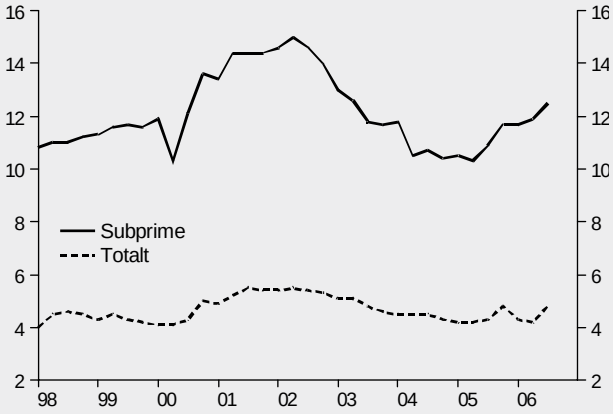
Under de glada dagarna med boom på fastighetsmarknaden och snabb uppgång av belåningen, skuldsatte sig många hushåll på ett riskabelt sätt. De lurades av det låga ränteläget och genom att en del bolåneföretag använde lockpriser – ”teasers” med tillfälligt nedsatt ränta. Långivarnas riskbedömning var också alltför lättsinnig och präglades av det kortsiktiga stämningsläget. Genom att paketera om lånen och sälja dem vidare som nya värdepapper (”asset-backed securities”) till institutionella placerare kunde också den omedelbara kreditrisken reduceras för de bolåneföretag som specialiserat sig på hushåll med dålig kreditvärdighet (den s k **”sub-prime” sektorn**).

Nu har denna sektor råkat i svårigheter, då låntagarna – oftast hushåll med låga inkomster och dåliga säkerheter – pressas av högre räntor och stagnerade bostadspriser. När lockpriserna upphört och räntesatserna stigit har betalningssvaga hushålls problem accelererat. Flera bolåneföretag i sub-prime-sektorn har gått i konkurs och kreditförlusterna är ganska omfattande. Andelen lån som drabbats av betalningssvårigheter har stigit från 10 procent till 13 procent på två år.

Det bör dock noteras, att denna sektor traditionellt haft höga kreditförluster. Den är också förhållandevis liten. Sub-prime-sektorns andel av den totala utlåningen på bolånemarknaden uppgår till 14 procent. Ingenting tyder för närvarande på att de stora bankernas soliditet skulle hotas. Kreditförlusterna i banksektorn som helhet är små, och banksystemets soliditet är rekordstark.

Vissa **negativa effekter på samhällsekonomin** finns naturligtvis. Många låginkomsthushåll kommer att tvingas till lägre konsumtion framöver. Förlustnivåerna i det utsatta segmentet på bolånemarknaden kommer att öka. Kreditinstituten skärper därför kreditgivningen, inte bara i detta segment. Huspriserna pressas ytterligare; vissa hushåll tvingas sälja sina bostäder vilket ökar utbudet samtidigt som potentiella köpare pressas av tuffare kreditprövning.

Inställda betalningar på bolånemarknaden
Andel av totala lån



Källa: Mortgage Bankers Association

Dessa effekter har beaktats i vår prognosbild. För att bolåneproblemen skall medföra en mer akut recessionsrisk krävs att kreditförlusterna ökar kraftigt på den ordinarie bolånemarknaden, eller att hedgefonder och mer spekulativt lagda investerare visar sig ha en hög exponering mot sub-prime-marknaden och att förluster på sådana placeringar tvingar fram större utförsäljningar. I dag tyder inte mycket på detta.

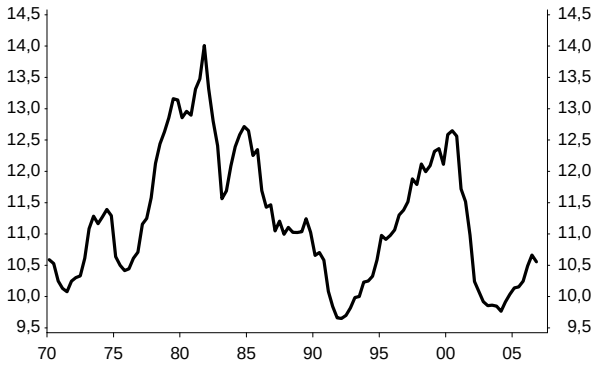
Osäkrare investeringsutsikter

Samtidigt som konsumtionen hållits väl uppe, har investeringarna visat tendenser att mattas även utanför bostadssektorn. Denna kombination är oroande. En konsumtionsavmattning, driven av lågt sparande och svagare husprisutveckling, riskerar att komma i ett läge då investeringssidan inte uppvisar tillräcklig dynamik för att hålla uppe den totala efterfrågan. Därigenom har **riskerna för en djupare nedgång blivit större** och sannolikheten för en snabb återhämtning minskat.

Samtidigt är det svårt att tro att de tecken vi nu ser är början på någon djupare investeringssvacka. En historiskt låg investeringsnivå, högt kapacitetsutnyttjande och god lönsamhet talar för stigande investeringar.

USA: Näringslivets investeringar

Exkl bostäder, procent av BNP

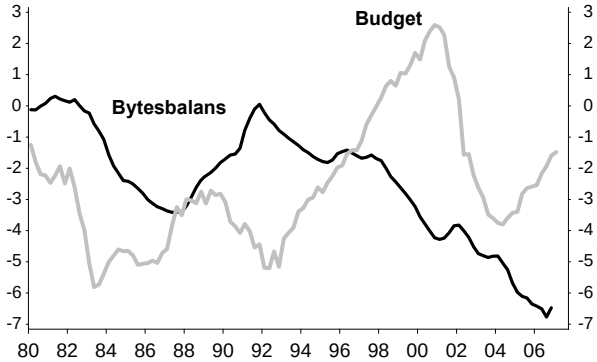


Källa: US Department of Commerce

Därtill bidrar en svagare dollar till ett ökande **tillväxtbidrag från nettoexporten**. Efter mer än ett decennium med negativa bidrag gav utrikeshandeln en neutral tillväxtimpuls år 2006. I år räknar vi med ett positivt bidrag på 0,4 procentenheter; exporten stiger med närmare 6 procent, medan importökningen stannar vid 2 procent. Med denna utveckling är det sannolikt att **försvagningen av den amerikanska bytesbalansen äntligen bryts**, åtminstone under några år. Mindre alarmerande underskott i det offentliga sparandet är en orsak till detta.

USA: Bytesbalans och federalt budgetsaldo

Procent av BNP



Källor: US Deparment of Treasury, US Department of Commerce

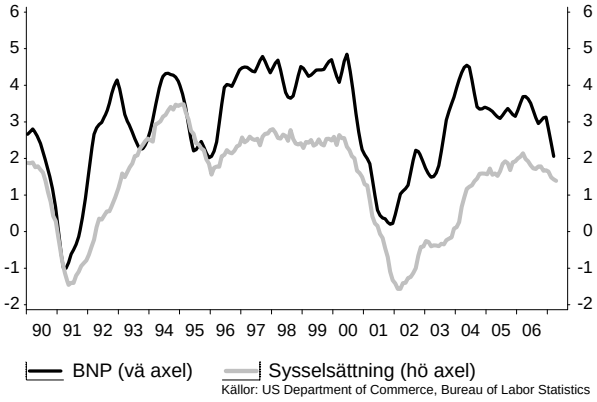
Sammantaget blir vår slutsats att **den amerikanska avmattningen blir mer utdragen och därtill något djupare** än vad som ligger i konsensusbilden. Men även om riskerna på nedsidan ökat, är det troligt att stigande investeringar och starkare utrikeshandel bidrar till att en recession kan undvikas.

Ansträngt resursläge ett tag till

Arbetsmarknaden har fortsatt att uppvisa styrketecken. Arbetslösheten ligger kvar runt 4½ procent. Sysselsättningen har fortsatt att öka i hyfsad takt, även om årstakten dämpats från runt 2 till 1½ procent.

USA: BNP och sysselsättning

Årlig procentuell förändring



Källor: US Department of Commerce, Bureau of Labor Statistics

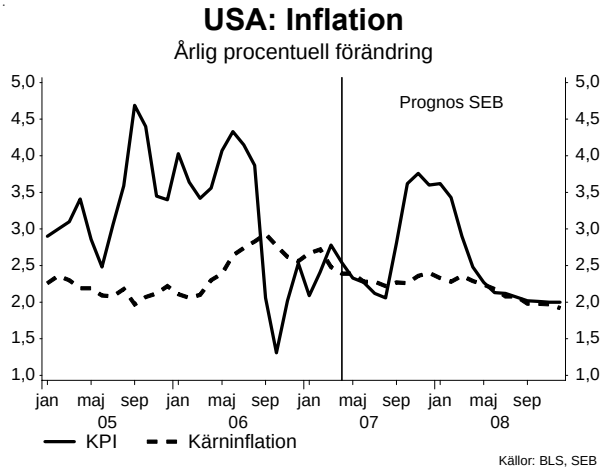
Mycket talar för **att sysselsättningsökningen dämpas** ytterligare framöver. Som framgår av diagrammet ovan är sambandet mellan sysselsättningen och BNP-tillväxten stabilt. BNP-tillväxten har nu kommit ned till 2 procent mätt i årstakt efter ett rejält fall första kvartalet. Det historiska mönstret talar för att sysselsättningen påverkas med några kvartals fördröjning. En BNP-ökning runt 2 procent bör resultera i att sysselsättningsökningen dämpas ned mot 50 000 nya jobb i månaden; endast hälften av vad Fed bedömer som förenligt med oförändrad arbetslöshet.

Denna sysselsättningsutveckling lär således innebära att **arbetslösheten vänder uppåt** till hösten. Uppgången kan dock bli måttlig, eftersom **stelheter i arbetsutbudet tenderar att bli alltmer tydliga**. Äldre personer pensionerar sig tidigare, studerande kommer senare in på arbetsmarknaden, och fler familjer verkar välja att klara försörjningen med endast en yrkesarbetande.

Försvagningen av arbetsutbudet innebär att den **potentiella tillväxten i USA har dämpats**, något som Feds ekonomer betonat på senare tid. Vår uppfattning är att den potentiella tillväxten i USA har sjunkit från ca 3½ procent under 1990-talet till ca 3 procent i dag. En lägre potentiell tillväxt **begränsar naturligtvis utrymmet för räntesänkningar.**

Envisa inflationskrafter

Baseffekter från variationer i oljepriset dominerar den kortsiktiga KPI-utvecklingen. De närmaste månaderna faller KPI tillbaka, men stiger därefter kraftigt under hösten, när den årliga jämförelsen görs mot de låga priser som rådde i höstas. Som årsmedeltal **faller därmed KPI från drygt 3 procent 2006 till ca 2¾ procent 2007**; en måttligare nedgång – och därmed beskedligare köpkraftsinjektion för hushållen – jämfört med förra Outlooken.



Utsikterna för det underliggande inflationstrycket ser inte alltför ljusa ut i ett kortare tidsperspektiv. Kärn-KPI, inflationen exklusive energi och livsmedel, har visserligen toppat, men flera faktorer pekar på att den fortsatta nedgången blir segdragen. Vår prognos är därför att **kärninflationen ligger över 2 procent under hela 2007**.

Trycket från höga **enhetsarbetskostnader** består ytterligare en tid. Dämpad produktivitetstillväxt gör att ökningen av enhetsarbetskostnaderna kommer att ligga runt 3 procent det närmaste året.

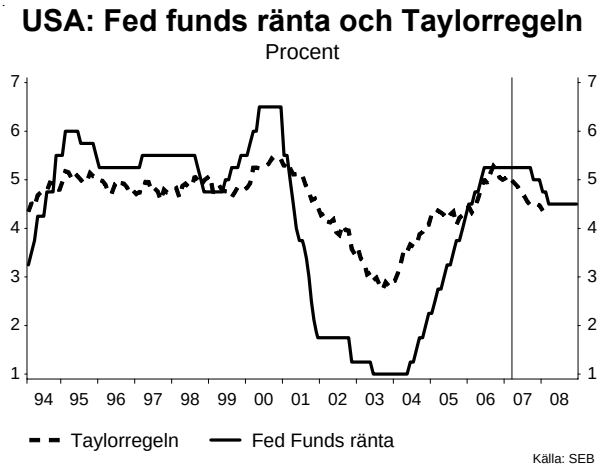
- **Insatsvarukostnaderna pressas uppåt.** Energipriserna har åter vänt uppåt, samtidigt som råvarupriserna i övrigt stiger i snabb takt. Dollarns försvagning bidrar till kostnadsimpulsen. **Producentpriserna på konsumtionsvaror** stiger också, vilket visar att effekterna nu är nära konsumentledet.
- Däremot räknar vi med att **boendekomponenten** i inflationen (”shelter”-komponenten) inom kort dämpas. Den här faktorn visar stor samvariation med Feds styrränta, dock med ett års eftersläpning. Eftersom den senaste Fedhöjningen snart ligger ett år tillbaka i tiden, innebär detta att bidraget till inflationen från shelterkomponenten gradvis normaliseras.

Räntesänkningar dröjer

Fed har den senaste tiden pekat på riskerna för en långvarigare och djupare nedgång i ekonomin. Ändå håller man fast vid ett förhållandevis optimistiskt huvudscenario, där nedgången på bostadsmarknaden inte får så stora följdverkningar på den övriga ekonomin. Samtidigt är det naturligt att Fed in i det längsta vill undvika att spä på förväntningarna om räntesänkningar. Så länge inflationsriskerna är påtagliga och arbetslösheten ligger på låg nivå, är man inte beredd att agera med mindre än att allvarliga finansiella eller reala hot är närliggande.

Vår slutsats blir att det dröjer till slutet av året innan inflationen dämpats och arbetslösheten stigit i en sådan utsträckning att Fed ser anledning att ändra räntenivån. Detta grundar sig bl a på det historiska reaktionsmönstret (Taylorregeln) från Feds sida, som sammanfattas i nedanstående diagram.

Vi räknar sedan med två räntesänkningar i början på 2008. Det innebär en **styrräntenivå på 4,50 procent mot slutet av prognosperioden.**



Måttlig uppgång

- **Tillväxt strax över trend**
- **Snigelfart på inflationen**
- **Undervärderad yen förblir svag**

Återhämtningen i Japan efter ”de förlorade åren” fortgår, men dynamiken i uppsvinget har försvagats något. Exportindustrin mattas i spåren av den amerikanska svackan, samtidigt som konsumtionsuppgången ännu är trevande. **BNP ökar med cirka 2 procent både 2007 och 2008.** Inflationen når nätt och jämt över noll-strecket i år. Detta utgör en **broms för ytterligare räntehöjningar** och bidrar till att yenen förblir svag.

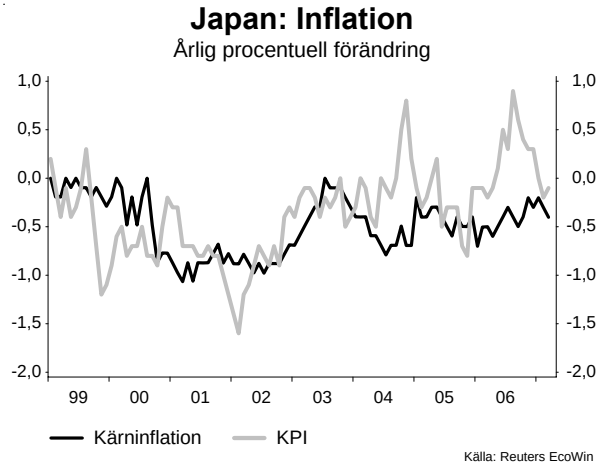
Tillväxten fjärde kvartalet i fjol blev den starkaste på tre år. Uppgången var dock i hög grad en rekyl efter ett svagt tredje kvartal. De snabba kasten gällde i synnerhet den privata konsumtionen, som pressades ned av tillfälliga faktorer under tredje kvartalet. Tillgängliga indikatorer ger knappast något stöd för en islossning för konsumtionen på kort sikt, men underliggande faktorer talar för en gradvis uppväxling de närmaste åren.

Konsumtionsuppgång trots allt

Arbetsmarknaden har förbättrats, och företagens planer tyder på att den försiktiga uppgången i sysselsättningen håller i sig. Förbättringen har också lett till tilltagande optimism bland hushållen. Att konsumtionen ändå inte kommit igång på allvar kan delvis förklaras med svag löneutveckling. Tilltagande brist på arbetskraft bör emellertid leda till en viss **uppgång i lönerna** de närmaste åren.

Utsikterna för industrin ser fortsatt ljusa ut. Vi räknar dock med en viss svacka under första halvåret, bl a som en följd av en lagerkorrektion inom elektronikindustrin. Exportavmattningen till följd av den amerikanska nedgången blir måttlig. Tillväxten i det asiatiska närområdet fortsätter att vara stark, samtidigt som den svaga yenen ger japansk industri en konkurrensfördel. Industrins investeringar, som varit den mest expansiva tillväxtkraften de senaste åren, ser ut att mattas något. Underliggande styrka i form av stark lönsamhet och högt kapacitetsutnyttjande utgör dock stöd. Dessutom ser näringslivets investeringar utanför industrin ut att stärkas, samtidigt som nedgången i offentligt byggande bromsar in något.

Inflationen har fallit tillbaka under det senaste halvåret och i februari kröp den till och med tillbaka under noll-strecket. KPI exklusive energi och livsmedel uppvisar, liksom BNP-deflatorn, en svagt stigande trend, men prisnivån faller marginellt även enligt dessa mått. Det mesta talar för att inflationen ligger kvar nära noll på kort sikt, och att den därefter ökar mycket långsamt i takt med att resursutnyttjandet stiger. Det närmast obefintliga inflationstrycket gör att **det dröjer innan Bank of Japan (BoJ) höjer räntan** ytterligare efter förra höjningen i februari. Vår gissning är att styrräntan bara lyfts till 1 procent i slutet av 2008, från nuvarande 0,5 procent.



Ett ytterligare motiv för BoJ att gå långsamt fram är att underlätta **saneringen av de offentliga finanserna.** Med en offentlig skuld på svindlande 185 procent av BNP och en åldrande befolkning krävs ytterligare ansträngningar för att få de offentliga finanserna under kontroll. Både åtgärder på intäktssidan, som höjd konsumtionsskatt och breddad skattebas, samt reformer som höjer ekonomins tillväxtpotential lär bli nödvändiga.

Premiärminister Abe har dock hittills varit påtagligt passiv på det ekonomiska området i jämförelse med sin företrädare Koizumi. Möjligen speglar denna avvaktande hållning en ovilja att stöta sig med olika fraktioner inom det regeringsbärande LDP före valet till överhuset i sommar. Ett bra resultat i valet skulle kunna bidra till att väcka liv i den för tillfället avsomnade reformpolitiken. Men ett dåligt valresultat kan skapa ytterligare bromskrafter.

Ränteskillnader mellan olika länder fortsätter att vara en viktig drivkraft på valutamarknaderna, vilket i hög grad förklarar yenens svaghet. Detta trots att bytesbalansöverskottet uppgår till cirka 4 procent av BNP och att yenen, i termer av real effektiv växelkurs, är undervärderad. I ett längre perspektiv bör yenen stärkas, men med vårt räntescenario **består valutasvagheten** prognosperioden ut**.**

Hårdare åtstramning framöver

- **Alltför snabb tillväxt, stigande inflation**
- **Åtstramning och strategiomläggning**
- **Valutan skrivs upp och blir mer rörlig**

Den kinesiska ekonomin fortsätter att växa snabbare än önskvärt. Första kvartalet noterades en BNP-tillväxt på över 11 procent. Också inflationen börjar nu stiga. Även om produktiviteten fortfarande ökar snabbt, försöker myndigheterna skruva åt likviditetskranarna. Vi räknar med fortsatt åtstramning framöver, inklusive en något snabbare uppskrivning av valutan. **BNP-tillväxten dämpas något, till 10 procent i år och 9,5 procent 2008.**

Vid höstens partikongress kommer huvudfrågan att bli hur tillväxten ska bli mindre export- och investeringsberoende. Målet är att få till stånd en mer **”harmonisk” utveckling**, där konsumtionen på landsbygden spelar en mer drivande roll. Vissa steg har tagits. Infrastrukturen byggs ut inåt landet, medan sjukvårds- och utbildningsavgifter sänks för bönderna. Antalet massprotester på landsbygden tycks ha fallit under det gångna året.

Högre inflation

Inflationen har under flera år legat lågt, främst på grund av att för stora investeringar lett till ett överutbud med hård prispress som följd. Men under vintern och våren har **inflationen stigit till över 3 procent**. Löneökningarna för utbildad personal i kustregionerna är uppe i tvåsiffriga tal, och brist på sådan arbetskraft börjar bli tydlig. I de större städerna steg priset på boende kraftigt under 2005-06. Ett skäl var att den växande medelklassen spekulerade i fastigheter, eftersom alternativa placeringsmöjligheter saknades. Föreberedelserna inför OS i Beijing har också bidrag till en regionalt het fastighetsmarknad där.

Penningpolitiken har stramats åt genom höjd styrränta och höjda reservkrav i bankerna. Valutan har skrivits upp mot dollarn, och kapitalbalansen håller på att öppnas för större utflöden. Banksektorn stärks genom avspjälkning av dåliga lån, injektioner av kapital och börsnotering av de ledande bankerna. Vissa effekter har börjat synas. Investeringstakten har dämpats. Handelsöverskottet har fallit; delvis dock tillfälligt till följd av höjd exportskatt.

Men banksystemet som helhet är fortfarande bräckligt. Även om de största bankerna sanerats, tyder mycket på att omfattningen av dåliga lån i mindre statliga och regionala banker fortfarande är hög.

Och trots uppskrivningen mot dollarn har den reala effektiva växelkursen – gentemot alla valutor och med hänsyn till relativ inflation – faktiskt fallit de senaste åren. Skälet är att dollarn försvagats gentemot andra valutor, samtidigt som produktiviteten ökat snabbt i Kinas industri. Snabbt stigande löner för experter och yrkesarbetare i kustregionerna kan också delvis kompenseras via inflöde av billig arbetskraft från landsbygden.

Fortsatt åtstramning

Regeringen har försökt stävja spekulationen i fastigheter genom administrativa ingrepp och högre skatt. Ett resultat blev en **kraftig överströmning av placeringar till aktiemarknaden**. Shanghaibörsen steg med 130 procent i fjol, men ter sig nu övervärderad. Under de senaste månaderna har volatiliteten varit stor, och de tvära kasten lär fortsätta.

Ännu ett skäl till inflödet till börsen är att likviditeten ökar till följd av bytesbalansöverskott. Inflödet av kortfristigt kapital – som nådde rekordnivå under första kvartalet – ger People’s Bank of China svårigheter att sterilisera hela inflödet. **Stramare penningpolitik och fortsatt appreciering** är de uppenbara recepten mot överhettningsriskerna.

Vi förutser **fortsatt höjd ränta;** eftersom räntesättningen fortfarande är politiskt styrd betyder det ett skift upp av hela avkastningskurvan.

Yuanen fortsätter att skrivas upp mot dollarn. Vår prognos har länge varit **5 procents appreciering** om året. Men den senaste tidens extremt starka tillväxt och valutainflöde talar för att **tempot höjs** något framöver. Man kommer också att fortsätta att experimentera med att gradvis vidga handelsbandet mot dollarn, men det lär dröja ytterligare flera år innan yuanen blir fullt konvertibel.

En ny myndighet har upprättats för att investera ca 200 mdr USD (en sjättedel av valutareserven) i utländska tillgångar; aktier och råvaror. Viss oro har funnits på marknaden över att dessa placeringar tillsammans med diversifiering av den övriga valutareserven skulle kunna leda till valutaturbulens. Vi tror dock att Kina menar allvar med uttalanden om att **omplaceringar ska göras på ett sätt som inte stör den globala valutamarknaden**.

Tysk vår

- **Fortsatt tillväxt över trend 2007 och 2008**
- **Arbetslösheten faller**
- **Inflation runt 2 procent**
- **ECB höjer till 4,25 procent i oktober**

Uppsvinget i Euro-zonen har nu pågått i drygt ett år. BNP-tillväxten steg till 0,9 procent mellan tredje och fjärde kvartalet förra året. BNP-ökningen för hela 2006 nådde därmed upp till 2,8 procent, den högsta noteringen sedan IT-boomen i början på 2000-talet.

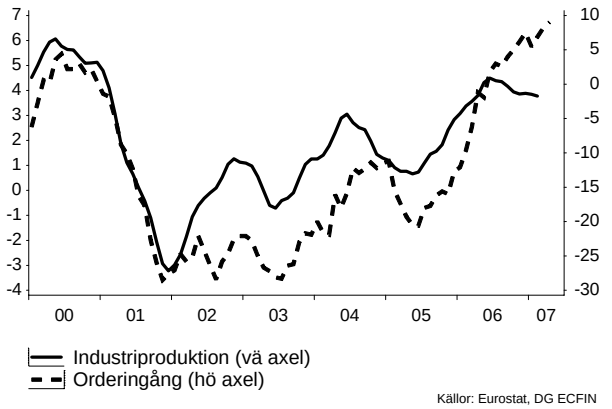
Tyskland agerar draglok, främst genom stora framgångar för exportindustrin. Arbetslösheten faller i rask takt i hela Euro-zonen. Avmattningen i USA, momshöjningen i Tyskland, högre räntor samt en starkare euro bromsar, men förmår ändå inte bryta den goda konjunkturen. **Tillväxten i Euro-zonen hamnar på 2,7 procent i år och 2,5 procent nästa år.** Det innebär att Euro-zonen växer snabbare i år än USA.

Pånyttfödd tillväxtkraft

Åtskilliga tecken tyder på **fortsatt uppgång**. Det tyska Ifo-indexet ligger på hög nivå. Näringslivets syn på läget i Tysklands ekonomi stärktes rejält i april och har trendmässigt ökat i nästan två år. Den senaste tidens uppgång i framtidskomponenten i både Ifo- och ZEW-indexet tyder därtill på minskad oro för negativa effekter från avmattningen i USA och den tyska momshöjningen.

Euro-zonen: Produktion och orderingång

Årlig procentuell förändring och nettotal



Källor: Eurostat, DG ECFIN

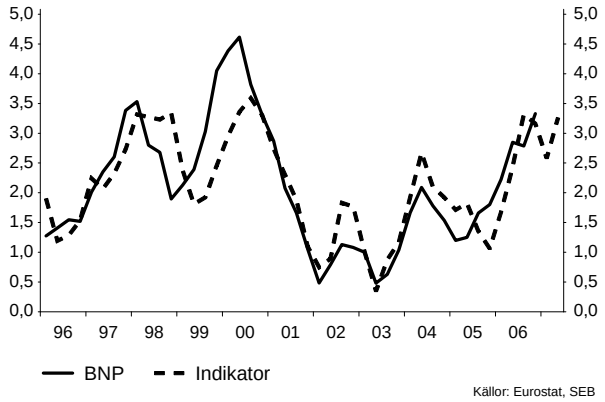
Orderingången i Euro-zonen har fortsatt upp, och industriproduktionen steg mer än väntat i februari. Det talar för att ökningstakten i industriproduktionen hölls uppe första kvartalet. Tidigare farhågor om att toppen i industrikonjunkturen passerats håller därmed på att komma på skam. Även vår egen tillväxtindikator antyder att tillväxtkraften i Euro-zonen som helhet är något större än det tidigare fanns skäl att tro.

Tyskland tar täten

Den tyska ekonomin har vaknat på allvar. BNP-tillväxten uppgick till 2,7 procent i fjol, vilket var betydligt över konsensusprognosen i början på året. Tyskland är därmed inne i **den snabbaste tillväxtfasen sedan återföreningen.**

Euro-zonen: BNP och SEB-indikator

Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, SEB

Uppgången drivs av stark export. Genom **effektiva kostnadsbesparingar** de senaste åren har tysk industri blivit allt bättre rustad att dra nytta av den starka globala efterfrågan. Även den inhemska ekonomin är på väg upp, vilket bl a illustreras av att **byggandet äntligen tagit fart** efter tio års nedgång.

De tyska hushållen fortsätter dock envist att hålla igen på konsumtionen. Förra året stannade konsumtionsökningen vid beskedliga 0,7 procent, trots att momshöjningen i januari i år gjorde det fördelaktigt att flytta konsumtion från 2007 till 2006. Den svaga ökningen avviker rejält i ett internationellt perspektiv, även på kontinenten. I Frankrike steg t ex den privata konsumtionen med knappt 3 procent i fjol.

Vi tror dock att tillväxten blir bredare i år. Investeringarna har kommit igång, och trots försiktigheten hittills räknar vi med att fallande arbetslöshet och stigande framtidstro gör att den privata konsumtionen gradvis tar fart. Den privata konsumtionen ökar med ca 1 procent i år, den högsta siffran sedan 2001. Att den tyska klädförsäljningen fortsatte upp i april ger stöd åt prognosen. **Den tyska ekonomin växer med 2,7 procent i år och ca 2,5 procent nästa år** – över konsensussynen båda åren.

I takt med att konjunkturen stärks ökar också skatteintäkterna i flera länder. **Budgetunderskotten har fallit** kraftigt – i fjol till 1,6 procent av BNP i Euro-zonen som helhet, en nedgång från 2,5 procent 2005. För bara några år sedan misslyckades Tyskland att klara stabilitetspaktens 3-procentstak, men i år stannar det tyska budgetunderskottet troligen runt ½ procent av BNP. Nästa år ser man ut att nå budgetbalans.

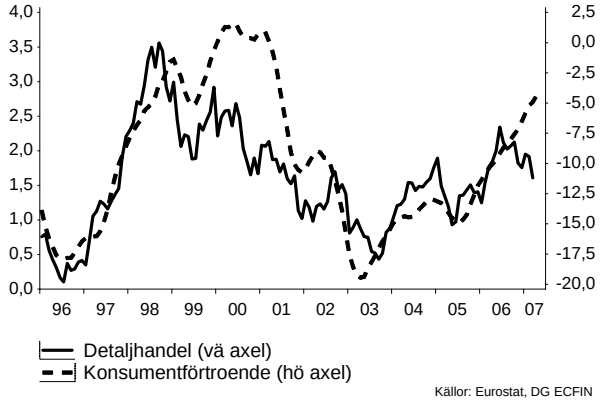
Bred uppgång

Även **Italien och Frankrike växer i relativt god takt**. Den italienska BNP-tillväxten uppgick till knappt 2 procent i fjol och blir något högre i år. Den inhemska efterfrågan utvecklas bättre än väntat tack vare en starkare arbetsmarknad samtidigt som exporten får draghjälp av övriga Euro-zonen. Den franska tillväxten gynnas av stark privat konsumtion, och lägger sig strax över 2 procent både i år och nästa år.

Irland och Spanien växer fortfarande snabbast i Euro-zonen – Irland växer med över 5 procent i år och Spanien med nästan 4 procent. **Euro-zonen som helhet växer med 2,7 procent i år och 2,5 procent nästa år.**

Euro-zonen: Detaljhandel och förtroende

Årlig procentuell förändring och nettotal



Källor: Eurostat, DG ECFIN

Euro-zonen står därmed emot den amerikanska avmattningen. Det beror på bl a på att det inhemska tillväxtbidraget gradvis blir större. Därtill ökar Euro-zonens handel med grannländerna i Västeuropa och de snabbväxande länderna i Asien och östra Europa.

Något högre löneökningar

Företagen skördar nu frukterna av uppsvinget. Vinsterna stiger snabbare än lönerna och europeiska börser har på senare tid utvecklats starkt. I takt med att räntorna går upp, euron stärks och den globala tillväxten mattas kommer dock vinsterna att pressas tillbaka samtidigt som behovet att nyanställa ökar.

En större del av vinsterna lär komma de anställda till del framöver. I höstas slöt Tysklands största ståltillverkare de högsta löneavtalen på tio år och i år kommer nya löneavtal för nästan sju miljoner arbetstagare. Höga vinster och en strävan att kompensera för tidigare låga löneökningar bidrar till att lönekraven är högre än på länge.

IG Metall och metallarbetsgivarna har just skrivit avtal som innebär löneökningar på knappt 4 procent i år och ca 2 procent 2008. Sammantaget beräknas lönerna för hela den tyska arbetsmarknaden stiga med i genomsnitt 3 procent om året, något högre i år. Det innebär måttliga ökningar i ett internationellt perspektiv, men ändå de högsta påslagen sedan mitten av 1990-talet.

Presidentvalet i Frankrike

Den franska ekonomin är i stort behov av reformer. Landet har relativt låg tillväxt, hög (om än fallande) arbetslöshet, snabbt växande statsskuld och har tappat åtskilliga placeringar i den internationella ”välståndsligan”. Tillväxten hålls uppe av privat konsumtion, men både export och investeringar släpar. Ett stort problem är att industrin har svårt att hävda sig på världsmarknaden. Den dåliga konkurrensförmågan beror inte minst på **stelheter på arbetsmarknaden**. Frankrike rankas lågt i internationella jämförelser över hur lätt det är att anställa och avskeda.

De senaste veckornas eurokritiska politiska utspel i Frankrike är ett symptom på den hittillsvarande oviljan att ta tag i de underliggande problemen. Den starkare euron får på många sätt skulden för jobb som försvinner utomlands, hög arbetslöshet och svårigheten att sälja franska flygplan (Airbus) till USA.

För den enskilde handlar problemen mer om höga priser och svag köpkraft. Rädslan är också stor för att jobb ska försvinna ut ur landet, till lågkostnadsländer i Östeuropa och Asien. Den höga arbetslösheten har visserligen fallit gradvis de senaste åren, men fortfarande saknar drygt 8 procent av arbetskraften jobb, varav en hög andel långtidsarbetslösa. Ungdomsarbetslösheten är hög.

Ändå syns nu en spirande vilja till förnyelse. Valets segrare Nicolas Sarkozy gick till val på det uttryckliga löftet att liberalisera arbetsmarknaden och slopa 35-timmarsveckan. Samtidigt har hans program en protektionistisk ådra, i det att han vill skydda den franska industrin.

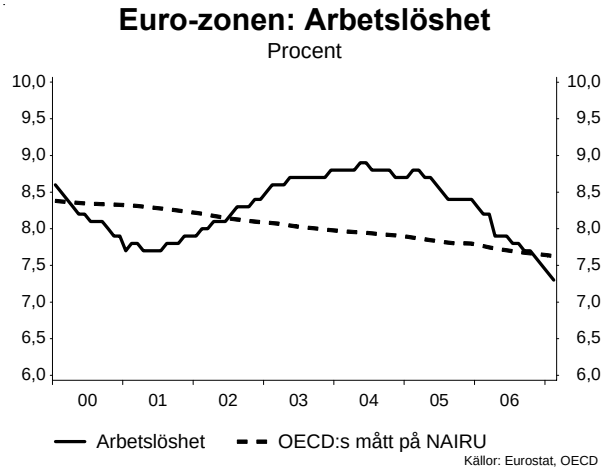
Det viktigaste inslaget i Sarkozys ekonomiska program är en **reformerad arbetslagstiftning** med större flexibilitet för företagen – samtidigt som arbetslöshetsunderstödet höjs. Arbetsutbudet ska stimuleras genom sänkta arbetsgivaravgifter, investeringarna genom skatterabatter till medelstora företag.

Det är fullt möjligt att dylika åtgärder på sikt kan vitalisera den stela arbetsmarknaden. Vi räknar dock med att det dröjer innan programmet har implementerats och givit avsedda effekter; det lär inte hinna ge mätbara effekter under vår prognosperiod.

Tills vidare kommer därför den franska ekonomin fortsätta att luta sig på den inhemska konsumtionen. Tillväxten kommer att sega sig fram kring dagens 2-procentsnivå, men kommer knappast att leta sig upp mot några riktiga höjder.

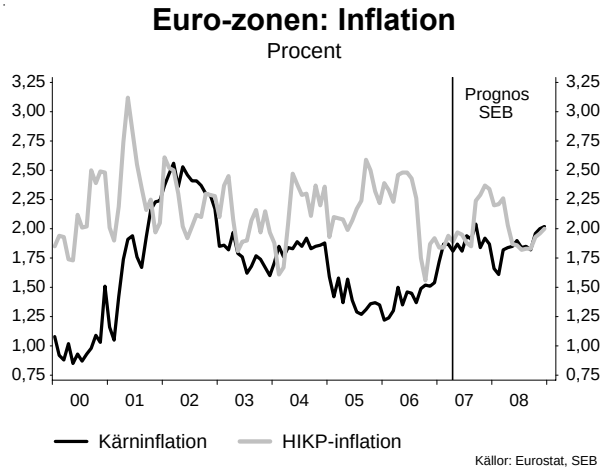
Arbetslösheten faller snabbt

Uppsvinget i Frankrike, Italien och Tyskland har givit avtryck på arbetsmarknaden. Arbetslösheten fortsätter ned på bred front. **Arbetslösheten är därmed på väg ned under traditionella mått på jämviktsarbetslösheten** – den nivå som är förenlig med stabil inflation – i Euro-zonen som helhet. Mätt som årsgenomsnitt hamnar arbetslösheten i Euro-zonen på 7 procent i år och 6,5 procent 2008.



Inflationen runt 2 procent

HIKP-inflationen i Euro-zonen har hittills i år legat något under 2 procent. Kärninflationen – som exkluderar alkohol, energi, mat och tobak – har stigit och ligger nu på ungefär samma nivå som den totala inflationen. Uppgången i kärninflationen i början på året beror till stor del på den tyska momshöjningen, som i ett slag drog upp inflationen med 0,3 procentenheter i Euro-zonen som helhet och med nästan 1 procentenhet i Tyskland.



Det kortsiktiga mönstret styrs i hög grad av energiprisrelaterade baseffekter. Dessa bidrar till att HIKP sjunker ned mot 1,8 procent i slutet på sommaren och därefter stiger gradvis till 2,4 procent i slutet av 2007.

De underliggande inflationskrafterna drar just nu åt lite olika håll. Den allt starkare euron innebär en press nedåt på importpriserna. Löneökningarna ligger kvar på ganska låga nivåer, samtidigt som det knappast finns några tecken på vikande produktivitetsutveckling.

- Men arbetslösheten ligger nära sin jämviktsnivå. Även andra mått på produktionsgapet – avvikelsen mellan faktisk och potentiell produktion – tyder på att ekonomin ligger nära normalt resursutnyttjande. Detta talar för en press uppåt på kärninflationen.
- Pristrycket från energi och andra råvaror har fått förnyad kraft. Därtill kommer den internationella trenden mot minskad prispress på konsumtionsvaror.

Vår sammanvägda slutsats är att inflationsriskerna ökat något, och att det finns skäl att revidera upp inflationsprognosen något. **Mätt som årsgenomsnitt ligger HIKP-inflationen vid 2 procent** både i år och 2008.

ECB höjer till 4,25 i höst

ECB har hittills höjt sin styrränta sju gånger sedan slutet på 2005. Refiräntans nuvarande nivå på 3,75 procent ligger nära vad som betraktats som neutral nivå. ECB har dock signalerat att grundsynen är att tillväxtutsikterna är fortsatt starka och att riskerna för inflationen ligger på uppsidan. Vi räknar därför med att man höjer räntan till 4 procent i juni.

Därefter har inte ECB gett speciellt mycket vägledning om strategin. Vi räknar ändå med att man genomför ytterligare en **höjning till 4,25 procent under hösten**. De starka tillväxtsignaler vi nu ser kommer troligen att innebära att ECB reviderar upp sina prognoser i juni. Med ett stigande resursutnyttjande, lite högre löneökningar och en fortsatt snabb kredit- och penningmängdsökning är det troligt att ECB ser **fortsatta skäl att höja i förebyggande syfte** för att inte överraskas av för hög framtida inflation.

Vi har i nuläget svårt att se motiv för ECB att gå längre än så, även om det inte kan uteslutas. Vår prognos är att inflationen håller sig runt 2 procent och inflationsförväntningarna därigenom hålls i schack. En stark euro och en åtstramande finanspolitik bidrar också till att dämpa inflation och tillväxt. ECB-chefen Trichet har på senare tid uttryckt **viss oro över den allt starkare euron**. I ett sådant läge finns uppenbara risker för ECB att mer markant lägga om räntepolitiken i åtstramande riktning.

Skilda räntebehov för olika länder

Ett argument mot euron var att Västeuropa inte är ett optimalt valutaområde. Kritikerna ansåg att en gemensam penningpolitik kan leda till att stabiliseringspolitiken blir felaktigt utformad i vissa länder.

En s k Taylorregel – som beaktar både inflation och arbetslöshet – kan användas för att se hur stora skillnaderna är mellan olika länder. Genom att beräkna en policyregel och applicera dels på Euro-zonen som helhet, dels på varje enskilt medlemsland, går det att bilda sig en grov uppfattning om hur mycket dagens ECB-ränta avviker från den som varje land ”borde” ha om räntorna fortfarande sattes utifrån nationella utgångspunkter.

Den regel vi använt antyder att ECB redan ligger förhållandevis högt – men den tar inte hänsyn till ECB:s benägenhet att lägga stor vikt vid monetära faktorer såsom penningmängd och kredittillväxt.

- Tabellen nedan visar att Grekland och – framför allt – Spanien behöver betydligt högre ränta än vad de har i dag; båda länderna uppvisar hög inflation och låg arbetslöshet.
- Även Italien och Tyskland behöver en något stramare penningpolitik än Euro-zonen som helhet. Orsaken är fallande arbetslöshet i Tyskland och hög inflation i Italien.
- Frankrike, Irland, Belgien, Nederländerna och Österrike skulle däremot klara sig med något lägre ränta än ECB:s.
- Portugal skulle må bra av en betydligt lägre ränta.

Ett annat resultat (som inte visas i tabellen) är att Irland, Italien och Spanien skulle ha mått bra av en högre ränta under perioden 2000-2006 på grund av hög inflation och fallande arbetslöshet. Tyskland skulle däremot under den perioden ha behövt lägre ränta (låg inflation och hög arbetslöshet) medan Frankrike skulle ha haft ungefär den ränta som ECB valde.

Landspecifika räntebehov enligt Taylorregeln

	Ränteavvikelse från eurosnitt
Spanien	+1,46
Grekland	+0,79
Italien	+0,52
Tyskland	+0,32
Finland	+0,13
Frankrike	-0,30
Irland	-0,51
Belgien	-0,62
Nederländerna	-0,81
Österrike	-0,86
Luxemburg	-2,10
Portugal	-2,30

Källa: SEB

Fler räntehöjningar på väg

- **Inhemsk efterfrågan växlar upp**
- **Exporttillväxten klingar av**
- **Hög inflation ger fler räntehöjningar**

Den brittiska ekonomin fortsätter att växa något över trenden på 2,5 procent. Vinterns återhämtning på arbetsmarknaden bidrar till att stimulera inhemsk efterfrågan. Vi förutser en **BNP-tillväxt på 2,8 procent i år och 2,5 procent 2008**. Inflationen ligger på obekvämt hög nivå, och stigande resursutnyttjande ger fortsatt underliggande inflationspress. Husprisökningarna har åter nått upp till tvåsiffriga tal i årstakt, vilken innebär risker för framtida obalanser i ekonomin.

God tillväxt, för hög inflation

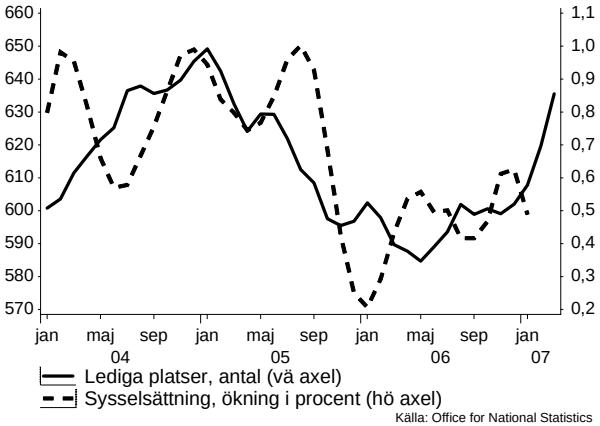
Den årliga BNP-tillväxten har sedan slutet av 2005 parkerat strax över trend. Mycket tyder på att ekonomin fortsätter att växa i denna takt ännu ett par kvartal. Hushållens framtidstro har vänt upp från en nedpressad nivå och konsumtionen har stärkts på nytt. Investeringarna fortsätter att växa, stimulerade av högt kapacitetsutnyttjande och rekordartad lönsamhet. Exporten mattas däremot från den exceptionellt höga tillväxten 2006. Fortsatt stark efterfrågan från Euro-zonen gör dock att dämpningen blir måttlig, trots det övervärderade pundet.

Arbetsmarknaden är på väg att repa sig efter fjolårets svacka. Sysselsättningen har förvisso bara stärkts marginellt under vinterhalvåret, men antalet lediga platser har visat en tydlig uppgång. Tjänste- och byggsektorer expanderar medan industrins höga rationaliseringstakt innebär fortsatta personalneddragningar. **Arbetslösheten sjunker gradvis** från i genomsnitt 5,4 procent 2006 till 5,0 procent 2008.

Löneökningstakten stiger något i år. Vi förutser en ökning på knappt 4½ procent, en nivå som Bank of England (BoE) anser vara förenlig med prisstabilitet. Uppgången beror främst på stigande bonusnivåer. Under inledningen av 2007 har löneökningstakten inklusive bonusar stigit till 4,6 procent, exklusive har den legat still på 3,6 procent. Stigande arbetsutbud, bl a via invandring från Östeuropa, bidrar till att hålla tillbaka löneökningarna.

Inflationen har legat kvar runt 3 procent sedan december 2006. Baseffekter från fjolårets oljeprishöjning drar ned takten något i vår, och på längre sikt bidrar den stramare penningpolitiken till att dämpa inflationen. Samtidigt finns ett underliggande kostnadstryck i företagen efter flera år med stigande råvarupriser. Noterbart är att industrin i de senaste konjunkturbarometrarna skruvat upp sina inflationsförväntningar; andelen företag som spår höjningar av inhemska priser är den största sedan 1995. Detta har skett samtidigt som hushållens inflationsförväntningar dämpats något. Sammantaget räknar vi med att **inflationen hamnar klart över BoE:s 2-procentmål i år**.

Storbritannien: Arbetsmarknad



Källa: Office for National Statistics

En bit kvar till räntetoppen

BoE:s tre räntehöjningar det senaste halvåret har hittills bara marginellt dämpat kreditefterfrågan och förväntningarna på framtida husprisökningar. Vi tror därför att BoE **höjer styrräntan ytterligare två gånger**; först nu i maj och sedan under tredje kvartalet, till 5,75 procent. Det blir toppen i denna cykel. Denna relativt kraftiga penningpolitiska åtstramning torde vara tillräcklig för att kyla av fastighetsmarknaden och dämpa aktiviteten i ekonomin.

På kort sikt bidrar räntehöjningarna till att **pundet behåller sin styrka**. När marknaden nästa år börjar ställa in sig på en lättare penningpolitik sker dock en försvagning.

Finanspolitiken är milt expansiv trots att budgetunderskottet i fjol låg kvar över 3 procent av BNP. Inkomst- och företagsskatter sänks något, medan miljöskatter höjs. Det förväntade skiftet på premiärministerposten, från Tony Blair till nuvarande finansminister Gordon Brown, leder knappast till någon omläggning av den ekonomiska politiken. Regeringens tillväxtprognoser är dock väl optimistiska och en **åtstramning av finanspolitiken kan bli nödvändig** för att få ned budgetunderskottet under 3 procent av BNP.

Obalanserad styrka

- **Obalanserna minskar något**
- **Bara Slovakien inför euron före 2010**
- **Centraleuropas valutor apprecierar**
- **Överhettning i Lettland och Estland**

Konjunkturen i Central- och Östeuropa förblir stark 2007-2008. **Tillväxten viker marginellt** till följd av höjda räntor och något svagare omvärld; i Baltikum och Ryssland även av tilltagande utbudshinder. USA:s dämpning får liten effekt, då exporten dit är mycket liten och då den viktigare handelspartnern Euro-zonen fortsätter växa över trend. I många länder är **inhemsk efterfrågan den centrala drivkraften**. Höga löneökningar stimulerar konsumtionen. Investeringarna får extra näring via medel från EU:s strukturfonder. Dessa är en viktig kraft, särskilt för Polen, som är största nettomottagare i EU:s budget 2007-2013.

BNP i regionen, inklusive Ryssland, ökar med 6,1 procent 2007 och 5,7 procent 2008. Prognosen är något uppjusterad sedan NO i februari. I nämnd ordning väntas Lettland, Ukraina och Estland få den snabbaste tillväxten; i genomsnitt 8,5-7,5 procent de kommande åren. Ungern fortsätter att avvika från mönstret. Där stryper finanspolitisk åtstramning inhemsk efterfrågan i år och leder till att BNP-tillväxten stannar vid drygt 2 procent. Å andra sidan krymper landets dubbla underskott till mindre allvarliga nivåer.

- **Ryssland** växer i god takt (8 procent första kvartalet) med draghjälp från höga råvarupriser och med inhemsk efterfrågan som motor. Finanspolitiken är expansiv inför parlamentsvalet i december 2007 och presidentvalet i mars 2008. Vi räknar inte med någon politisk eller ekonomiskpolitisk kursändring efter valen. Investeringarna har tagit fart de senaste åren. Nivån är dock ännu relativt låg sett ur ett långsiktigt tillväxtbehov. Ett WTO-inträde 2008, som är inom räckhåll efter avklarade bilaterala avtal, skulle påskynda investeringsuppgången.
- **Ukraina** gynnas likt Ryssland av den starka globala råvarukonjunkturen. Konsumtion och investeringar utvecklas starkt trots politisk turbulens. Vi spår en årlig BNP-tillväxt 2007-2008 runt 8 procent. Spänningarna mellan presidenten och premiärministern ger upphov till nyval i år. EU-kommissionen varnade nyligen för att en fortsatt politisk kris kan fördröja det nya samarbetsavtalet mellan Bryssel och Kiev.

Euron dröjer

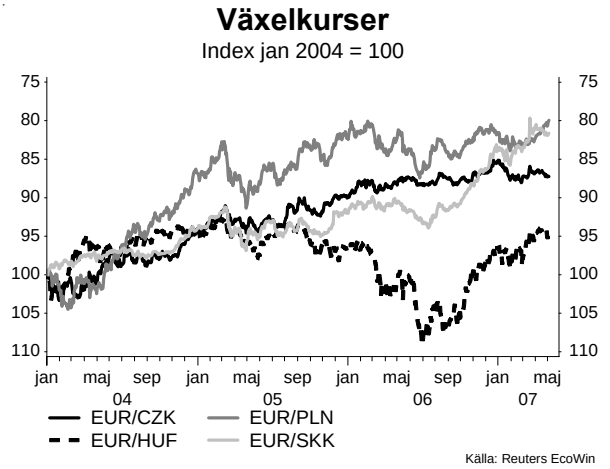
Parallellt med stark tillväxt präglas **Baltikum och Centraleuropa** även fortsättningsvis av **stora interna och/eller externa obalanser** (se ruta på nästa sida samt *Eastern European Outlook*, mars). Dessa medför risk för ekonomisk instabilitet och finansiell oro på sikt. Budgetunderskotten i Centraleuropa minskar visserligen något 2007-2008, främst till följd av den höga tillväxten. Med undantag av Ungern finns inga signaler om krafttag via finanspolitisk åtstramning. Endast Slovakien klarar kvalgränsen för eurointräde på 3 procent av BNP

Obalanserna påverkar euro-planen. Fortfarande tror vi att Slovakien inför euron 2009 medan det dröjer ett antal år till för övriga östländer. Det gäller även Baltikum där budgetarna är i balans, men inflationen för hög. Regeringarna i Estland och Lettland har under det senaste halvåret gett upp orealistiska förhoppningar om medlemskap 2008.

Euro-tidtabellen

	Officiellt	Vår syn
Slovakien	2009	2009
Estland	Inget mål	Tidigast 2010
Litauen	2010 eller senare	2011
Tjeckien	Inget mål	Tidigast 2011
Lettland	Inget mål	2012
Polen	Inget mål	2012
Ungern	Inget mål	2014

Obalanserna i de centraleuropeiska ekonomierna utgör dock ingen större huvudvärk för de finansiella marknaderna. Stark tillväxt och hög produktivitetstillväxt bäddar för fortsatt appreciering av valutorna.



Fortsatt överhettning i Lettland

Lettland och Estland uppvisar allt tydligare tecken på överhettning, efter flera år med alltför snabb, inhemskt driven tillväxt.

Obalanserna i form av hög inflation, stora bytesbalansunderskott och högt uppdriven privat utländsk skuld har lett till **finansiell oro i Lettland**. Den akuta devalveringsoron runt lettiska lats, som uppstod i februari, har visserligen lagt sig. Valutan är efter interventioner från centralbanken tillbaka på den starka sidan av kursbandet. Men de korta marknadsräntorna tycks ha fastnat runt 10 procent. Såväl Lettland som Estland har också fått mer vakande uppmärksamhet från ratinginstituten på sig. Sedan februari har S&P och Fitch sänkt utsikterna för kreditbetyget från stabila till negativa.

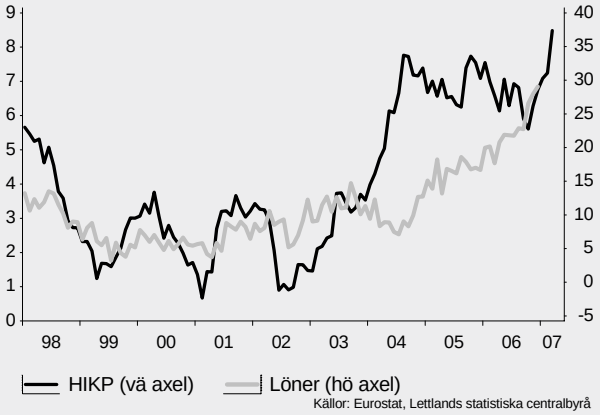
Kreditdriven tillväxt

Tillväxten ligger långt över den långsiktigt hållbara på 6-7 procent. Förra året noterade båda länderna en BNP-tillväxt på 11-12 procent. Tillväxten är i hög grad kreditdriven. **Kredittillväxten låg i Lettland i början av året runt 55 procent** (årstakt).

Inflationen i Lettland har accelererat från 7 procent i januari till 8,5 procent i mars – högsta siffran på tio år. Fortsatt höga tal kommer i vår p g a kraftiga prishöjningar på naturgas. Inflationsuppgången är bred och drivs främst av snabbt stigande löner; uppemot 30 procent i slutet av 2006.

Lettland: Inflation och löner

Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, Lettlands statistiska centralbyrå

Bytesbalansunderskottet i Lettland var 26 procent av BNP sista kvartalet i fjol. Det drevs av fortsatt hög varuimport men oroande var att även sviktande exporttillväxt spelade in. Under vintern har exporttillväxten återhämtat sig, men å andra sidan har importen lyft ytterligare. Uppskattningsvis var **underskottet i bytesbalansen första kvartalet ca 20 procent av BNP**.

Blockerad penningpolitik

För att komma tillrätta med obalanserna krävs en åtstramning av den ekonomiska politiken. Penningpolitikens möjligheter är dock starkt beskuren genom det fasta växelkurssystemet. Det finns heller inte mycket utrymme kvar för ytterligare skärpning av kassakrav på affärsbankerna.

Lettlands centralbank kan – till skillnad mot Estland och Litauen som har sedelfondsystem - använda räntevapnet, förutsatt att växelkursbandet på +-1 procentenhet mot euron inte spräcks. Lettlands centralbank har höjt styrräntan, till 5,5 procent i vinter, och vi räknar med fortsatt uppgång till över 6 procent. Dilemmat är att detta endast påverkar efterfrågan på nationell valuta, medan kreditexpansionen hittills främst gällt eurolån. För att kreditgivningen i euro ska dämpas krävs att de utlandsägda bankerna aktivt bromsar själva – dvs att de i praktiken tar på sig rollen som kvasi-centralbanker.

Svårt strama åt finanspolitiken

Även när det gäller finanspolitiken finns komplikationer. Lettlands och Estlands budgetar är i stort sett i balans, vilket minskar möjligheterna att få politisk acceptans för åtstramningar.

- Lettlands regering har dock, efter pressen från valutaoron i februari, tagit ett första steg. Målet är att få ned inflationen, bl a via att balansera budgeten 2007 och 2008 samt uppnå ett överskott de kommande två åren.
- I Estland finns däremot ännu inga ambitioner att strama åt finanspolitiken. Den nygamla regeringen ställde ut löften om ytterligare skattesänkning i samband med vinterns parlamentsval. Eftersom överhettningstendenserna är uppenbara även i Estland kan regeringen tvingas till en snabb kursändring mot kontraktiv finanspolitik.

Långsamt minskande obalanser

Vårt huvudscenario är att obalanserna minskar något framöver. Lettlands BNP-ökning dämpas från 12 procent i fjol till 8 procent 2008, medan motsvarande dämpning för Estland är från 11½ till 7,0 procent. Skälen till den dämpade tillväxten är **växande arbetskraftsbrist samt stramare kreditgivning** från affärsbankerna. I Lettland bidrar i viss mån en stramare finanspolitik samt åtgärder mot den höga kreditefterfrågan till att dämpa tillväxten.

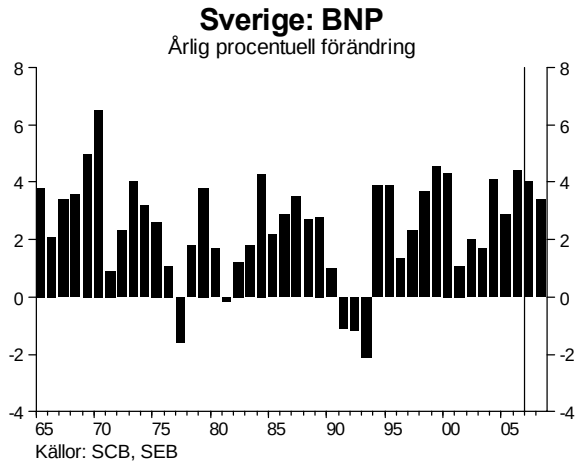
För att säkerställa en mjuklandning krävs dock ytterligare åtstramning av kreditgivningen samt eventuellt ytterligare finanspolitisk åtstramning.

Riskscenariot är en hårdlandning, som skulle kunna innefatta devalveringar av växelkurserna som följd av det växande kostnadstrycket, vilket på sikt riskerar leda till konkurrenskraftsproblem. I dagsläget är dock devalvering knappast rätt medicin; en sådan skulle ge bränsle till redan alltför hög inflation och tillväxt. Minskat kredittryck och finanspolitisk åtstramning är i stället de bästa botemedlen.

Stark tillväxt, stramare arbetsmarknad

- **Allt närmare konjunkturtoppen**
- **Arbetslösheten under 4 procent, växande utbudsrestriktioner**
- **Lönerna växlar upp, inflationen stiger**
- **Sänkta skatter, expansiv finanspolitik**
- **Riksbanken höjer till 4,75 procent**

Svensk ekonomi växer så det knakar. Efter fjolårets tillväxt på 4,7 procent **ökar BNP med 4,2 procent i år och 3,3 procent 2008**, korrigerat för antal arbetsdagar. I genomsnitt växer därmed ekonomin med drygt 4 procent om året under perioden 2006-2008; en uppgång som det senaste halvseklet bara matchas av millennieboomen och rekordåren under det sena 1960-talet.



Efterfrågan växer på bred front. Exporttillväxten hålls uppe trots avmattningen i USA. Hushållens konsumtion stiger kraftigt, medan hög lönsamhet och kapacitetsbrist driver upp investeringarna.

Samtidigt står det klart att **Sverige närmar sig toppen i konjunkturcykeln.** Tillväxten drivs i allt högre grad av stigande sysselsättning, medan produktivitetsökningen mattas. Vi räknar med över 100 000 nya jobb i år och ytterligare 60 000 nästa år. **Arbetslösheten faller under 4 procent** 2008. Löneökningstakten växlar upp till 4½ procent den kommande avtalsperioden. Det bidrar till att inflationen stiger: UND1X-inflationen blir 1,1 procent i år och 1,7 procent 2008, men **våren 2009 passerar inflationen 2 procent**.

Resultatet blir att Riksbanken höjer räntan i betydligt snabbare takt än vad som aviserades i den penningpolitiska rapporten i februari. Vid kommande årsskifte ligger reporäntan på 4 procent, för att höjas till 4,75 procent under 2008. I likhet med flera andra centralbanker **höjer Riksbanken därmed räntan över neutral nivå.**

Finanspolitiken är expansiv genom skattesänkningar både i år och 2008. Det ökar trycket på räntehöjningar. Ändå uppfylls målen för de offentliga finanserna med god marginal.

Exporten står emot USA-nedgång

Exporten ökade med drygt 9 procent 2006, och förutsättningarna är goda för ytterligare expansion. Indikatorer pekar dock på en viss dämpning i exporttillväxten jämfört med fjolåret.

Trenderna i den internationella ekonomin – både efterfrågemönster och valutarörelser – avspeglas i den svenska exporten. Förra året bromsade exporten till USA in, medan exporten till Euro-zonen och de nordiska grannländerna ökade starkt. Tyskland återtog positionen som Sveriges viktigaste exportmarknad, och de senaste månaderna har Norge knipit andraplatsen från USA.

Mönstret med stark efterfrågan på de europeiska marknaderna håller i sig framöver, även om uppgången i de nordiska grannländerna dämpas något. Förstärkning av kronan innebär en broms för den svenska exporten, som å andra sidan gynnas av att efterfrågan på investeringsvaror förblir stark.

Expansiva investeringsplaner

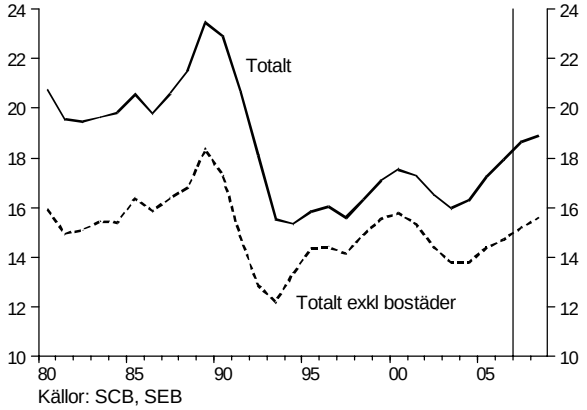
Investeringskonjunkturen tar förnyad fart. Högt kapacitetsutnyttjande, god lönsamhet och stark efterfrågan ger starka motiv för kapacitetsutbyggnad. Investeringsplanerna var visserligen försiktiga i början av året, men därefter har de reviderats upp. Industrin uppger nu tillväxttal på drygt 15 procent i år. Uppgången ser ut att bli betydande också inom energisektorn och handeln.

De statliga infrastrukturinvesteringarna ökar i god takt, samtidigt som bostadsbyggandet stiger ytterligare. Uppgången medför att investeringarna som andel

av BNP de kommande åren överstiger snittet för den senaste 25-årsperioden, och att en stor del av fallet från 90-talet återhämtas.

Stigande kostnader samt utbudsrestriktioner både vad gäller arbetskraft och byggmateriel kommer på sikt att dämpa expansionen för byggnadsinvesteringarna.

Sverige: Investeringar
Löpande priser, procent av BNP



Källor: SCB, SEB

Lysande tider för hushållen

I år samverkar flera faktorer till att **den reala köpkraften ökar med nästan 6 procent**. Lönerna växlar upp från drygt 3 procent till 4½ procent, samtidigt som inflationen fortfarande är låg och sysselsättningen stiger kraftigt. Till detta ska läggas skattesänkningar som jobbavdrag och slopad förmögenhetsskatt. Nästa år räknar vi med ytterligare skattesänkningar i storleksordningen 10 miljarder.

Sammantaget ökar hushållens reala köpkraft med 4½ procent i snitt de kommande två åren, vilket är väl i nivå med åren kring millennieskiftet. Vår bedömning är att konsumtionen ökar något långsammare än inkomsterna.

Hushållens ekonomi
Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
Privat konsumtion	2,4	2,8	4,3	3,9
Disponibelinkomst	1,5	2,0	5,8	3,2
Sparkvot, nivå	8,7	8,1	9,5	8,9

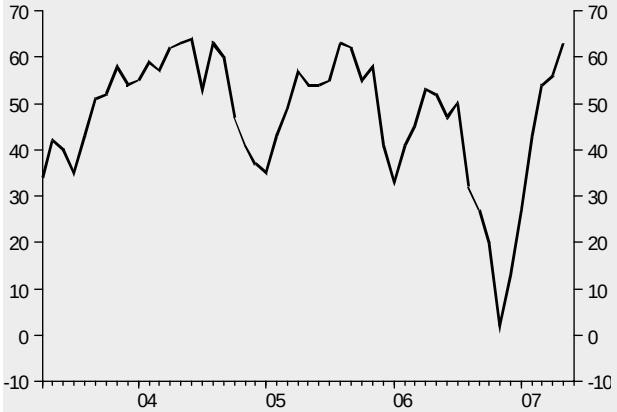
Källa: SCB, SEB

Mot bakgrund av börsuppgång och stigande bostadspris ligger riskerna främst på uppsidan. Att hushållens sparkvot ligger så högt som 8 procent kan också tolkas i denna rikning. Man ska dock beakta att nettoöverskottet i Premiepensionssystemet (PPM) numera räknas in i hushållens sparande. Det sparande som hushållen själva har kontroll över, dvs exklusive

Ytterligare bränsle till bostadspriserna

Avskaffandet av förmögenhetsskatt och statlig fastighetsskatt påverkar bostadsmarknad och konsumtionsmönster. Förslagen kommer samtidigt som stark arbetsmarknad och fortsatt låga räntor givit förnyad fart på bostadspriserna. SEBs boprisindikator visar t ex att andelen hushåll som tror på fortsatt prisuppgång är rekordstor. Därmed ger ökad förmögenhet konsumtionsstimulans samtidigt som högre priser på andrahandsmarknaden driver på byggandet (”Tobins q”).

SEB:s Boprisindikator
Nettotal



Källa: SEB

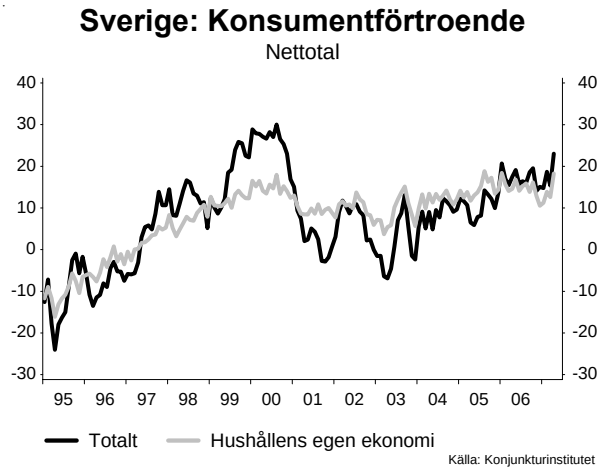
Skattebortfallet för fastighetsskatten blir 16 miljarder kronor. Finansieringen sker delvis via en ny kommunal avgift, som ger 10 miljarder i intäkter. Resterande 6 miljarder ska komma via höjd reavinstskatt. På sikt ska förslaget sålunda vara fiskalt neutralt, även om det råder viss oklarhet när det gäller periodiseringen av reavinstskatterna.

Ändå kommer reformen, i kombination med slopad förmögenhetsskatt, att innebära **stimulans för konsumtionen**. Lägre skatt förbättrar boendekalkylen för hushållen; man kan låna mer till sitt bostadsköp, vilket i sin tur driver upp priset på bostadsstocken. En del av denna förmögenhetsökning kan användas för ökad konsumtion. Våra kalkyler visar att den genomsnittlige köparen nu kan betala drygt 10 procent mer för normalvillan. Effekten skulle bli en ökning av bostadsförmögenheten med drygt 160 miljarder.

Ett vanligt antagande är att ungefär 5 procent av en förmögenhetsförstärkning slår igenom i ökad konsumtion. I detta räkneexempel ger det en konsumtionsökning på max 8 miljarder eller trekvarts procent. Till detta kan man addera effekterna av avskaffad förmögenhetsskatt på bostäder.

Den höjda reavinstskatten drar åt andra hållet. Att sambandet mellan husförmögenhet och konsumtion tycks ha minskat under 2000-talet och förefaller vara svagare i Sverige än i de anglosaxiska länderna manar också till försiktighet i slutsatserna.

PPM och avtalspensioner, uppgår till mer blygsamma 2½ procent och har sjunkit med 3½ procentenheter sedan 2002.



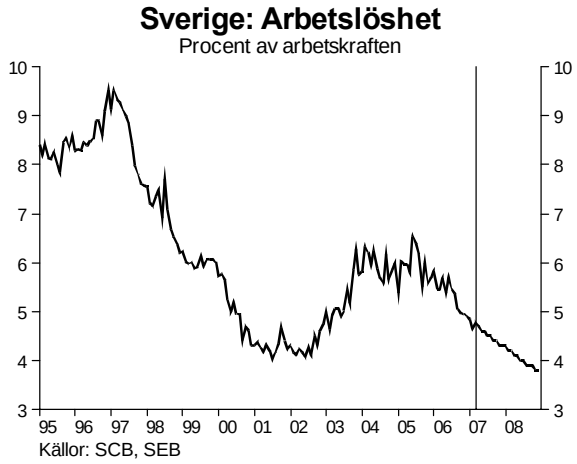
Arbetslöshet under 4 procent

Den starka tillväxten gör att efterfrågan på arbetskraft ökar kraftigt. Antalet nya lediga platser enligt AMS ligger cirka 50 procent högre än för ett år sedan. Vi räknar med mer än 100 000 nya jobb i år, en ökning med 2,5 procent. Nästa år blir ökningen 1½ procent. Det innebär en **sysselsättningsuppgång sammantaget för perioden 2006-2008 på 250 000**. Uppgången är tydligast inom byggsektorn och en rad tjänstesektorer. Men även kommunerna nyanställer, och t o m industrin ökar antalet anställda.

Den öppna arbetslösheten faller, trots neddragningar av de arbetsmarknadspolitiska åtgärderna. Antalet personer i åtgärder fortsätter att minska ytterligare en tid. Efter hand införs dock nya arbetsmarknadspolitiska åtgärder. Den viktigaste är den s k **jobb- och utvecklingsgarantin**, som införs vid halvårsskiftet och som enligt finansdepartementets beräkningar kommer att omfatta drygt 40 000 personer nästa år. Åtgärden syftar till att öka ansträngningarna att hitta jobb till långtidsarbetsarbetslösa. Statistiskt innebär åtgärden att en del arbetslösa nu hamnar utanför arbetskraften, vilket därmed drar ned den öppna arbetslösheten.

Vidare kompletteras de tidigare beslutade nystartsjobben för ungdomar med s k instegsjobb riktade till asylsökande och deras anhöriga. Arbetsgivare som anställer dessa kategorier får en skattelindring och de anställda räknas som reguljärt sysselsatta.

Regeringens **åtgärder inriktas tydligt på grupper som bedöms stå långt från arbetsmarknaden**, bl a för att undvika undanträngningseffekter. Insatserna ska läggas till tidigare åtgärder för att sänka trösklarna att ta sig in på arbetsmarknaden. Sannolikt tar det dock tid för dessa åtgärder att verka.



Utbudet av arbetskraft påverkas också av andra faktorer. Befolkningen i arbetsför ålder ökade förra året med en hel procent, främst till följd av att den tillfälliga asyllagen innebar en **mycket hög invandring**. Att öka arbetskraftsdeltagandet bland invandrare blir därmed än mer viktigt.

Trenden med ökat arbetsutbud bland de äldre får stor effekt genom de stora 40-talistkullarna. Samtidigt finns ett visst utrymme kvar för en cyklisk ökning av arbetsutbudet i takt med ökande nyanställningar.

Arbetsmarknad och produktivitet
Årlig procentuell förändring resp. Nivå

	2005	2006	2007	2008
BNP	2,9	4,7	4,2	3,3
Produktivitet	2,0	2,6	1,8	1,8
Sysselsättning	0,7	1,9	2,5	1,4
Arbetade timmar	0,6	2,0	2,3	1,5
Arbetskraftsutbud	0,7	1,3	1,6	0,8
Arbetslöshet, %	5,9	5,4	4,5	4,0
Åtgärder, %	2,7	3,0	2,0	2,0

Källor: SCB, SEB

Sammantaget ökar arbetsutbudet med 1,6 procent 2007 och 0,8 procent 2008, Därmed sjunker arbetslösheten från dagens 4,8 procent ned till 4¼ procent i slutet av 2007 för att fortsätta ned en bit under 4 procent i slutet av 2008. Med den nya definitionen av arbetslöshet är detta **troligen under jämviktsarbetslösheten**, dvs den nivå som är förenlig med stabil inflation. Därmed kommer överhettningstendenser att bli märkbara i flera sektorer.

Uppgången på arbetsmarknaden har redan inneburit ökande matchningsproblem. **Bristtalen har ökat i relativt snabb takt** det senaste året. De största rekryteringsproblemen finns i byggsektorn och vissa tjänstebranscher. Trots detta förefaller inte tillgången på arbetskraft ännu ha utgjort något generellt hinder för fortsatt tillväxt. T ex har sysselsättningen inom byggsektorn fortsatt att öka snabbt, trots att företagen länge klagat på svårigheter att få tag på arbetskraft. Vi räknar dock med att bristtalen fortsätter att stiga, vilket efterhand kommer att resultera i **flaskhalsar och tilltagande lönepress.**

Sverige: Arbetskraftsbrist
Andel företag, procent

Källor: Konjunkturinstitutet, SEB

Lönerna växlar upp

En stor del av löneavtalen i den privata sektorn är nu i hamn. Verkstadsindustrins avtal, som varit norm för övriga industrin, ger påslag på sammanlagt 10,2 procent under kommande treårsperiod. Sista avtalsåret är dock uppsägningsbart. Vår bedömning är att avtalen innebär en procentenhets högre årligt lönepåslag jämfört med avtalsperioden 2004-2006. Avtalskonstruktionerna skiljer sig dock åt på flera punkter, vilket gör det svårare att förutsäga hur stora lönepåslagen i slutändan blir.

Inför årets avtalsrörelse krävde facken satsningar på låglönegrupper och kvinnor. Att utfallet i den kvinnodominerande handeln blev högre än för industrin var därför logiskt. Av samma skäl räknar vi med att löneökningarna också inom kommunerna blir högre än i industrin.

Löneökning
Procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
Industri	3,1	3,2	4,0	4,5
Bygg	3,1	3,3	4,3	4,8
Näringsliv	3,2	3,2	4,2	4,6
Offentlig sektor	2,9	3,1	4,4	4,9
Totalt	**3,1**	**3,1**	**4,2**	**4,7**

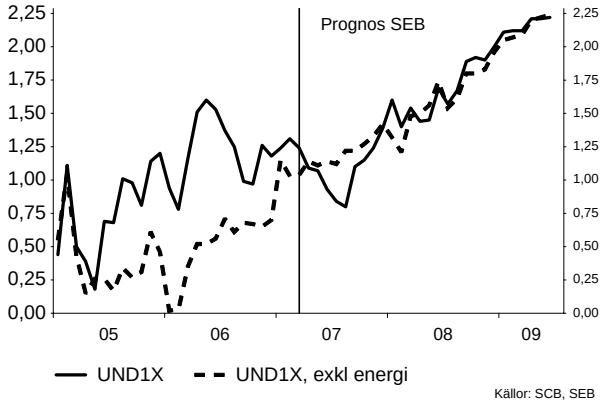
Källor: SCB, SEB

Att de flesta avtalsområden hamnar högre än industrin kan ge upphov till kompensationskrav, speciellt som industrianställda 1998-2005 hade en något långsammare löneutveckling än övriga grupper. Löneutvecklingen för tjänstemannagrupper inom andra sektorer avgör om industrifacken kommer att kräva omförhandlingar av det tredje avtalsåret.

Den starka arbetsmarknaden innebär tryck på löneökningar utöver avtalen. Sammantaget bedömer vi att **löneökningstakten tilltar från drygt 3 procent per år förra avtalsperioden till 4½ procent** under 2007-2009. Eftersom många avtal börjar gälla från den 1 april blir löneökningen i år något lägre än 2008 och 2009, trots att flera avtal har en framtung profil.

Vår prognos för lönerna är högre än den som Konjunkturinstitutet anger som långsiktigt förenlig med inflationsmålet. Utfallet av avtalsrörelsen understryker därmed att det cykliska läget i svensk ekonomi har förändrats och att inflationsriskerna nu stiger.

Sverige: Underliggande inflation
Årlig procentuell förändring



Källor: SCB, SEB

Stigande inhemskt inflationstryck

Inflationen, mätt enligt UND1X, har rört sig sidledes de senaste månaderna och uppgick i mars till 1,2 procent. I det korta perspektivet ger olika indikatorer en splittrad bild. Prisutvecklingen i producentledet pekar på stigande inflationstryck. Högre oljepriser leder till högre bensinpriser, som driver upp infla-

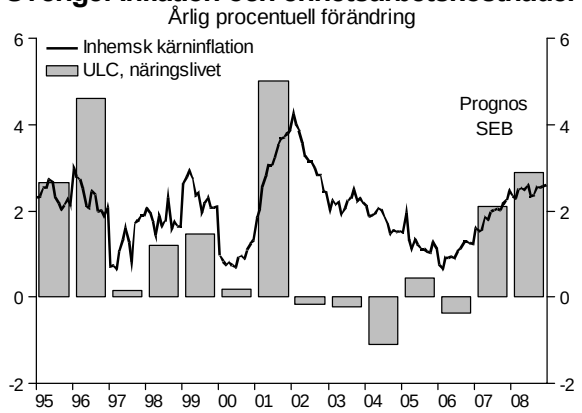
tionstakten under hösten. Samtidigt är enhetsarbetskostnaderna fortfarande låga. De närmaste månaderna bidrar också fallande elpriser till låg inflation.

På något längre sikt ökar inflationsriskerna. Det viktigaste skälet är att det **inhemska kostnadstrycket stiger** p g a högre löneökningar och lägre produktivitetstillväxt. Enhetsarbetskostnaderna låg i stort sett stilla under perioden 2002-2006, men stiger nu med 2-3 procent i år och nästa år.

Livsmedelspriserna har åter börjat stiga. Därmed har en viktig prissänkande faktor försvunnit. Också stigande hyror bidrar till att höja inflationen, även om uppgången nästa år dämpas något av avskaffad fastighetsskatt. Minskad internationell prispress innebär också att det negativa bidraget från importpriserna dämpas.

Som årsgenomsnitt stannar ökningen av UND1X på 1,1 procent 2007 för att stiga till 1,7 procent nästa år. Om två år, **våren 2009, har den underliggande inflationen stigit över 2 procent**.

Sverige: Inflation och enhetsarbetskostnader
Årlig procentuell förändring



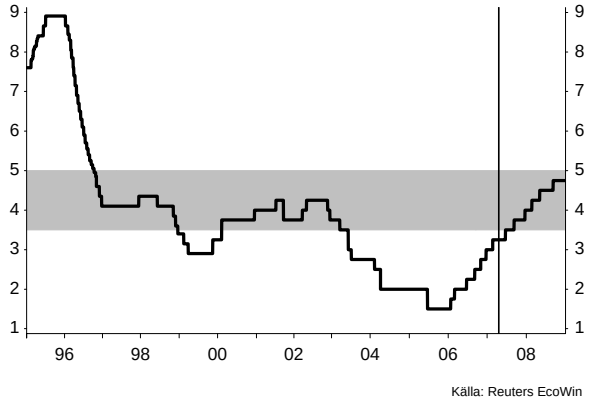
Källor: SCB, SEB

Konsumentpriserna ökar klart snabbare än UND1X. Det viktigaste skälet är de stigande räntorna. KPI påverkas också av förändringar av skatter och taxor. Nettot av dessa ger ett bidrag till inflationen på 0,5 procentenheter i slutet av 2007, p g a höjd skatt på energi och tobak, skatt på trafikförsäkringspremier samt trängselskatt i Stockholm. Nästa år ger slopad fastighetsskatt och lägre tandvårdstaxor ett negativt bidrag motsvarande 0,4 procentenheter. De drar också ned UND1X-inflationen med två tiondelar 2008.

Riksbanken höjer tempot

I sin penningpolitiska rapport i februari överraskade Riksbanken med att presentera en egen reporäntebana som bara steg till 3,50 procent i december i år och planade ut på 3,75 procent i slutet av 2009. Stark tilltro till globalisering och den inhemska utbudspolitikens inflationsdämpande effekter låg bakom. En ovilja att fortsätta leverera inflationsutfall under målet kunde också skönjas.

Sverige: Reporänta
Procent



Källa: Reuters EcoWin

Riksbanken har nu börjat backa från denna optimistiska bild. Vid direktionens möte i maj aviserades att man

Den nya direktionen

Riksbankens direktion får i maj två nya medlemmar: Barbro Wickman-Parak, chefekonom på bolåneinstitutet SBAB, och Lars E O Svensson, professor vid Princeton.

Med tanke på att Riksbanken står inför en inte helt problemfri reträtt är det av intresse huruvida tyngdpunkten i direktionen förskjuts av de nya utnämningarna.

Barbro Wickman-Parak uppvisar inget entydigt mönster. På SBAB har hon tidigare redovisat prognoser med kraftiga räntehöjningar. Som medlem i Dagens Industris ”skuggdirektion” stödde hon dock inledningsvis Riksbankens låga räntebana.

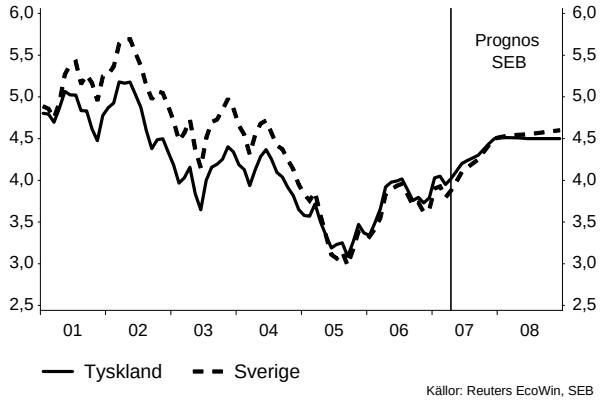
Lars E O Svensson är en av de intellektuella fäderna till dagens flexibla inflationsmålsstyrning. Han kan därför tänkas lägga stor vikt vid den snabba uppgången i ekonomin. Å andra sidan framhöll han i samband med sin utnämning att ett prisnivåmål, i linje med vad de penningpolitiska utvärderarna Mishkin och Giavazzi rekommenderat, var värt att utreda närmare. Med prisnivåmål skulle Riksbanken kunna kompensera tidigare år med inflation under målet genom att ligga över målet en tid – vilket innebär mindre behov av räntehöjningar

Möjligen skulle detta tala för att de båda nya medlemmarna står för en något duvaktig linje på kort sikt. Vi räknar dock med att de vid mötet i juni ställer sig bakom ett beslut om att lyfta den gamla inflationsbanan. Denna kommer dock knappast att i ett svep nå ända upp till den nivå där vår egen prognos ligger. Sannolikt kommer Riksbankens nya räntebana att toppa vid 4,25 procent – vilket innebär att en ytterligare upprevidering är att vänta i höst.

kommer att höja reporäntan mer än vad som angavs i februarirapporten. Vi räknar med att **Riksbanken vid sitt möte i juni dels höjer reporäntan till 3,50 procent, dels presenterar en räntebana som ligger över 4 procent på några års sikt**. Motiven är inte svåra att hitta. Sysselsättningen ökar snabbare, resursutnyttjandet blir högre och löneökningarna större än i Riksbankens huvudscenario. Dessutom har såväl huspriser som kreditgivning fortsatt att stiga i snabb takt. Innehållet i vårbudgeten med avskaffad fastighetsskatt och vissa ofinansierade skattesänkningar drar år samma håll.

Vår egen prognos är att de cykliska krafterna är så starka att Riksbanken till slut kommer att gå ännu snabbare fram. Vi spår tre höjningar till i år, till 4,00 procent i december. Därefter följer tre höjningar under 2008, vilket ger en **reporänta på 4,75 procent i slutet av 2008.** Riksbanken rör sig därmed in i den övre delen av det intervall banken tidigare kallat neutralt. Själva har vi i tidigare utgåvor av Nordic Outlook framhållit att den neutrala nivån numera ligger något under vad Riksbanken hävdar. Vår prognos innebär därmed att penningpolitiken går från att vara expansiv till att bli åtstramande.

Sverige: 10-åriga statsobligationsräntor
Procent



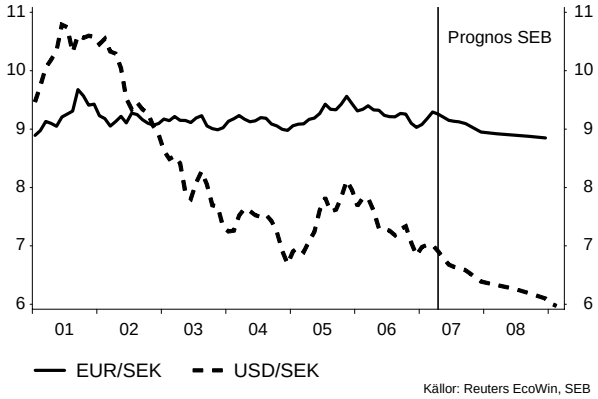
Källor: Reuters EcoWin, SEB

Högre långräntor, kronan stärks

För närvarande ligger svenska obligationsräntor – till skillnad från det historiska mönstret – under de tyska. Eftersom Riksbanken höjer i snabbare takt än ECB, samtidigt som inflationstakten i Sverige och Euro-zonen konvergerar, **stiger svenska räntor snabbare än tyska** framöver. I slutet av prognosperioden ligger Riksbanken 50 punkter högre än ECB. Vår bedömning är att detta resulterar i en svensk långränta 10 punkter över den tyska. Den snabba minskningen av den svenska statsskulden innebär ett mindre utbud av obligationer, vilket bidrar till att ränteskillnaden på långa sidan inte blir större än så.

Korträntor som stiger snabbare än i Euro-zonen, fortsatt stort bytesbalansöverskott, avskaffad förmögenhetsskatt samt stigande inhemska investeringar talar för att **kronan fortsätter att stärkas.** EUR/SEK står i 8,95 vid årets slut och 8,85 i slutet av nästa år. Kronan stärks ännu mer mot dollarn – vi spår att USD/SEK står i 6,39 vid årsskiftet och 6,10 i slutet av nästa år.

Sverige: Växelkurser
Månadsgenomsnitt



Källor: Reuters EcoWin, SEB

Stort överskott trots skattesänkningar

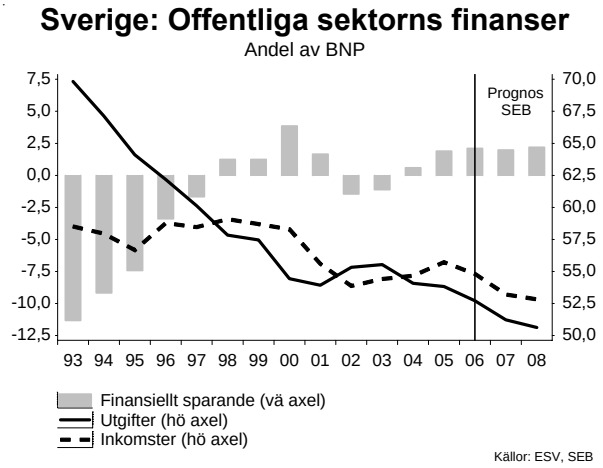
Den trendmässiga nedgången i utgifternas andel av BNP fortsätter. Utgiftskvoten, som uppgick till hela 70 procent 1993, hamnar på ca 50 procent nästa år. Även inkomsternas andel av BNP fortsätter att falla, om än inte lika snabbt.

Offentliga finanser
Procent av BNP

	2005	2006	2007	2008
Inkomster	55,7	54,8	53,2	52,8
Utgifter	53,8	52,7	51,2	50,6
Fin. sparande	1,9	2,1	2,0	2,2
Offentlig skuld (Maastricht)	52,2	46,9	39,8	35,9
Statsskuld	49,0	44,7	38,3	33,9
Statens lånebehov, mdr kr	-14	-18	-110	-80

Källa: Riksgälden, SCB, SEB

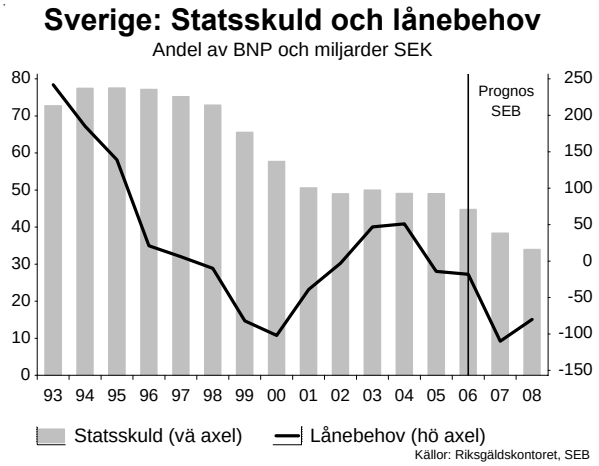
Den gynnsamma konjunkturutvecklingen stärker de offentliga finanserna, även om lägre inkomstskatter och jobbskatteavdrag verkar i motsatt riktning. Det finansiella sparandet – den här gången utan premiepensionssystemet som numera bokförs som privat sparande – fortsätter att visa överskott. Vi spår att **det finansiella sparandet uppgår till 2 procent av BNP i år och 2,2 procent nästa år.** Det är klart över målet, som efter omdefinitionen av pensionssparandet nu är 1 procents överskott i snitt över en konjunkturcykel. Budgetsaldot gynnas dock av att skatteintäkterna ökar av cykliska skäl. De föreslagna åtgärderna i budgeten är inte fullt finansierade, vilket ger en positiv effekt på efterfrågan. **Stimulanseffekten ligger runt 1 procent av BNP både i år och nästa år**.



Vi tolkar utvecklingen som att finansdepartementet i vissa avseenden fått ge vika för regeringens partiledare och koalitionsregerandets politiska dynamik. Sänkta inkomstskatter ger visserligen positiva utbudseffekter. Men slopad fastighetsskatt späder i det här konjunkturläget på efterfrågan och driver upp huspriser på ett sätt som inte är önskvärt.

I finansplanen svarar finansministern genom att utlova en striktare uppföljning av utgiftstaken, samt inrättandet av ett finanspolitiskt råd. Vi ser detta som ett **försök att stärka finansdepartementets motståndskraft mot fortsatt spendersugna partiledare** – något som lär behövas när ett skadeskjutet folkparti byter ledare, centern har höga ambitioner för väljartillväxt och kristdemokraterna sladdar i opinionsundersökningarna.

Spenderarnas ställning stärks av överskottet i statsbudgeten; i fjol 18 miljarder kronor. Utförsäljningar av statliga bolag till ett värde av ca 50 miljarder kronor per år gör att **statsskulden faller snabbt**. Den offentliga skulden (Maastricht-definition) uppgår nästa år till bara 36 procent av BNP. Det bäddar för fortsatt politisk dragkamp över statsfinanserna.



Dämpning på väg

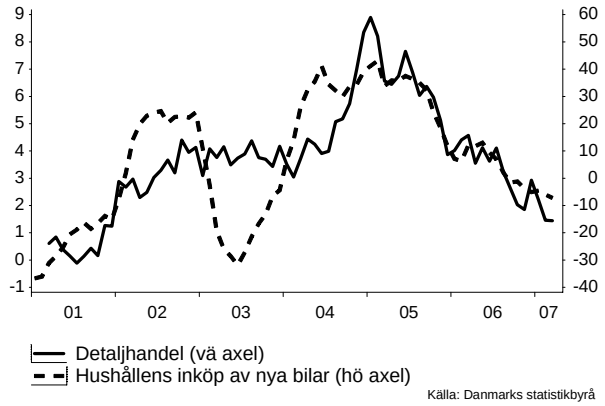
- **Fortsatt avkylning på fastighetsmarknaden**
- **Industrin håller uppe när tillväxten viker**
- **Stram arbetsmarknad ger lönelyft**

Danmark har **passerat konjunkturtoppen**, efter två år med drygt 3-procentig BNP-tillväxt. Konsumtionen dämpas i spåren av den avklingande fastighetsboomen. Nästa år bidrar även kapacitetsrestriktioner och något försvagad konkurrenskraft till lägre tillväxt. Stark industri och hygglig exporttillväxt ännu ett år gör att avmattningen får en mjukare profil än vi tidigare räknat med. **BNP ökar** med **2,5 procent i år** och **1,8 procent 2008**. Dock kvarstår bedömningen att **löner och konsumentpriser studsar upp** nästa år; vår inflationsprognos på 2,4 procent ligger en bit över konsensus.

Exporten har startat svagt 2007. Men det beror i stor utsträckning på statistiska baseffekter efter höga nivåer förra året. Orderingången från utlandet har varit fortsatt god; sammantaget har industrins nya order stigit till den högsta nivån sedan millennieboomen. I kombination med fortsatt stark tillväxt i närområdet, med Tyskland och Sverige som tunga marknader, talar detta for fortsatt stark exportökning i år. På sikt innebär dock den fortsatt apprecierande valutan och stigande löneökningar att Danmark riskerar att åter börjar tappa marknadsandelar.

Danmark: Konsumtionsindikatorer

Årlig procentuell förändring, 3-mån glidande medelvärde



Källa: Danmarks statistikbyrå

Bilden av **inhemsk efterfrågan ä**r **splittrad**. Investeringarna, exklusive bygg- och bostadssektorn, fortsätter att växa i hög takt, till följd av det höga kapacitetsutnyttjandet och att döma av företagens senaste investeringsplaner. Däremot avtar den tidigare höga konsumtionstillväxten. Hushållens konsumtion har under flera år stöttats av en stark arbetsmarknad, vilket bidragit till en stark framtidstro. Vi tror att fastighetsmarknadens försvagning nu kommer att dämpa konsumtionstillväxten, vilket bekräftas av att detaljhandel och bilförsäljning redan börjat mattas.

Den tidigare glödheta **fastighetskonjunkturen kulminerade** för drygt ett år sedan, då hus- och lägenhetspriserna steg med 20 respektive 25 procent i årstakt. Sedan dess har en gradvis avmattning skett såväl när det gäller priser som omsättning och bostadslån. Denna process har gått hand i hand med stigande räntor. Omsvängningen har varit **tydligast i Köpenhamn,** där lägenhetspriserna varit som mest upptrissade och där utbudet av nya bostäder ännu fortsätter att öka. Första kvartalet 2007 noterades där ett prisfall på 6,5 procent i årstakt, och de senaste mäklarrapporterna pekar mot en fortsatt försvagning. Vår sammanvägda bedömning är att fastighetsmarknaden fortsätter att dämpas i kontrollerad takt.

Arbetsmarknaden styrka håller i sig ännu ett år. Sysselsättningstillväxten dämpas något i inhemska sektorer, men i industrin stiger efterfrågan på arbetskraft. Sedan i höstas nettoanställer industrin och de senaste anställningsplanerna är de mest expansiva sedan mätningarna började 1994; tre av fyra företag tänker expandera. Sammantaget ligger arbetslösheten kvar strax under 4 procent; det blir bara en mindre uppgång 2008, då ekonomin växlar ned under tillväxttrenden.

Inflationen på väg upp

Inflationstakten har stigit successivt, från 1,5 procent i höstas till 1,9 procent i mars. Exklusive energi har uppgången varit aningen större. Den starka växelkursen har samtidigt verkat återhållande och gör det även framgent. Men på sikt **stiger inflationen ytterligare** i spåren av avtagande produktivitetstillväxt och höjda löner. Löneökningarna är ännu relativt låga, men väntas stiga enligt traditionellt sencykliskt mönster, när tillväxten börjat vika men arbetsmarknaden förblivit stram ännu ett tag. I fjol var lönetillväxten drygt 3 procent, nästa år hamnar den på 4,5 procent.

Danmarks Nationalbank fortsätter att följa ECB med en kvarts procentenhets räntedifferens. Det innebär **ytterligare 50 punkters höjning**, något som bidrar till fortsatt dämpning på fastighets- och kreditmarknaden. Då tecken till ekonomisk inbromsning redan börjat synas, har behovet av finanspolitisk åtstramning minskat. Vi räknar med en i stort sett **neutral finanspolitik**. Sjunkande tillväxt gör att budgetöverskottet på över 4 procent av BNP i fjol krymper till 3 procent 2008.

Ökade överhettningsrisker

- **Stark tillväxt i år, inbromsning 2008**
- **Rekordlåg arbetslöshet ger löneuppgång och stigande inflation**
- **Folioräntan till 5,50 med uppåtrisk**

De senaste tre åren har norsk ekonomi vuxit med 4½ procent per år. Stark inhemsk efterfrågan med expansiv politik och stigande sysselsättning har varit de viktigaste drivkrafterna. Den starka råvarukonjunkturen har inneburit förbättrade terms-of-trade. Konjunkturuppsvinget har förlängts av gynnsamma krafter på utbudssidan i form av god produktivitetstillväxt, inflöde av utländsk arbetskraft samt internationell prispress. Det har hållit tillbaka inflationen. KPI-JAE (inflation exklusive indirekta skatter och energi) ökade bara med i snitt 0,7 procent under åren 2004-2006.

Sedan hösten 2005 har dock resursutnyttjandet stigit i allt snabbare takt. Arbetslösheten har sjunkit till den lägsta nivån sedan 1980-talet, och de löneavtal som hittills slutits under våren indikerar att **lönerna växlar upp tydligt i år**. Det senaste halvåret har också kärninflationen stigit – om än från låga nivåer. Norges Bank har höjt takten i räntehöjningarna och styrräntan har nu sammantaget höjts med 225 räntepunkter till 4 procent. Vi räknar med att **folioräntan höjs med ytterligare 150 punkter** det närmaste året, till 5,50 procent.

Den relativt snabba ränteuppgången i kombination med tilltagande utbudsrestriktioner bidrar till att **tillväxten i fastlandsekonomin mattas** från 3,6 procent i år till 2,4 procent 2008. Prognosrisken ligger främst i att ännu tydligare överhettningstendenser tvingar fram en hårdare åtstramning av penningpolitiken – vilket skulle ge en kraftigare inbromsning av ekonomin längre fram.

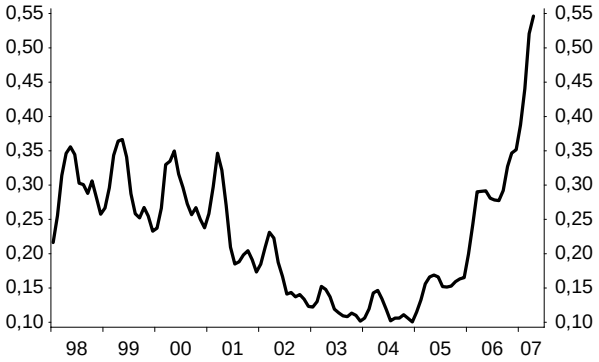
Starka indikatorer

Fjolåret avslutades starkt, och indikatorer visar på fortsatt ljusa tillväxtutsikter. Hushållens konsumtion har ökat kraftigt de senaste månaderna, bostadsbyggandet har studsat upp och investeringsplanerna är expansiva. Samtidigt innebär stigande sysselsättning och mycket höga reallöneökningar att hushållens köpkraft stiger kraftigt. Vi räknar därför med att **konsumtionen ökar med cirka 4 procent i år**, i likhet med förra året. Även nästa år stärks hushållens köpkraft men stigande räntor och högre inflation gör att tillväxten dämpas och konsumtionsökningen växlar ned något.

Den starka **investeringskonjunkturen ser ut att hålla i sig även i år**. Konjunkturbarometern för industrin tecknar en mycket optimistisk bild och investeringsplanerna är expansiva. Stora investeringsprojekt inom energisektorn bidrar också till uppgången. Nästa år sker dock en dämpning av investeringsaktiviteten. Stigande lönekostnader och starkare krone gör att lönsamheten försvagas. Högre räntor och tilltagande utbudsrestriktioner gör också att bostadsbyggandet bromsar in. Dessutom planar oljeinvesteringarna ut på en hög nivå.

Norge: Arbetsmarknadens stramhet

Lediga platser per arbetslös



Källa: NAV

Sysselsättningen har fortsatt att öka i snabb takt och **arbetslösheten är nu den lägsta sedan 1988.** Arbetsmarknaden blir ännu stramare under loppet av året, även om nedgången i arbetslösheten nu är på väg att bromsa in när matchningsproblemen blir allt tydligare. I snitt blir arbetslösheten enligt AKU 2½ procent i år.

Den strama arbetsmarknaden sätter nu allt tydligare spår i lönebildningen. Vårens avtal för arbetare inom industrin och handeln innebär påslag på 4½ procent enligt parterna själva. Detta bygger dock på försiktiga antaganden om löneglidningen. Dessutom är det troligt att lönerna bland tjänstemän och bland grupper med lokal lönesättning ökar mer än för kollektivanställda inom industri och handel. Avtalen i offentlig sektor gav lönelyft med cirka 5 procent. **Totalt sett räknar vi med löneökningar på 5¼ procent i år**.

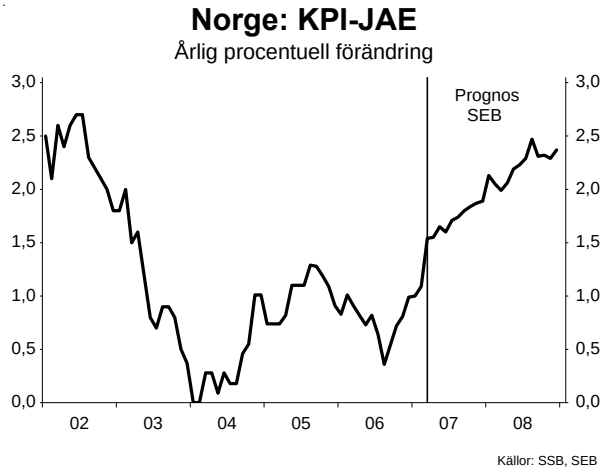
Inhemska inflationstrycket stiger

Den underliggande inflationen (KPI-JAE) bottnade på 0,4 procent i augusti i fjol, men har sedan dess visat en uppåtgående trend. Noteringen i mars på 1,5 procent var den högsta nivån på fyra år.

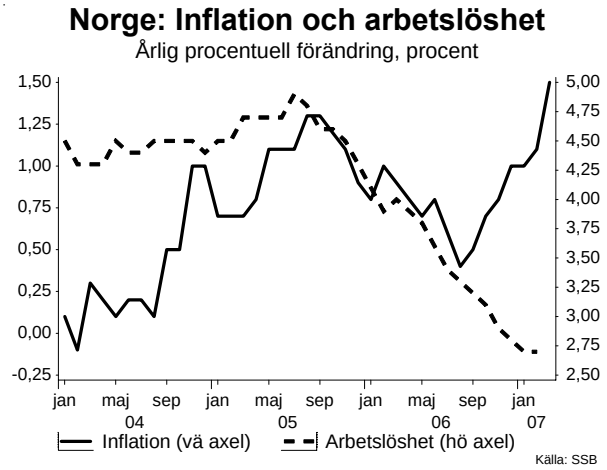
Delvis förklaras uppgången av att fjolårets kronförsvagning gjort att importprisfallet bromsats upp. Det positiva bidraget från importpriserna fortsätter ytterligare en tid, men sedan tar årets kronstyrka överhanden. Däremot **fortsätter det inhemska inflationstrycket att stiga**. Löneökningarna blir i år 1¼ procentenhet högre än i fjol, samtidigt som dämpad produktivitet sent i konjunkturcykeln bidrar till att dra upp enhetsarbetskostnaderna.

Sammantaget stiger KPI-JAE med 1,6 procent i år och 2,2 procent 2008. Fallande elpriser gör att KPI ökar väsentligt långsammare i år.

Inflationen har legat under Norges Banks mål på 2½ procent ända sedan hösten 2002. Motsättningen mellan en låg – till och med fallande – inflation och en allt stramare arbetsmarknad blev särskilt tydlig under slutet av 2005 och fram till sommaren 2006.



Efter hand började dock Norges Bank skifta fokus från den låga inflationen till det alltmer ansträngda resursutnyttjandet. Att det ljusa inflationsläget knappast var något uttryck för låg efterfrågan i Norge utan främst en följd av globaliseringen underlättade bankens pedagogiska uppgift. När sedan inflationen vände upp under förra hösten stärktes motiven för att växla upp takten i räntehöjningarna. I senaste inflationsrapporten (mars) räknade banken med att höja folioräntan med ytterligare 100 räntepunkter till 5,0 procent under 2007 för att sedan toppa på 5,25 procent en bit in i 2008.



Vår bedömning är att Norges Bank går något längre än så och att **folioräntan toppar på 5,50 procent en bit in i 2008**. Risken i denna prognos ligger dessutom främst på uppsidan. Med vår prognos hamnar realräntan strax över det intervall som Norges Bank själv bedömer vara en neutral nivå. Det mycket strama resursläge vi ser framför oss kan motivera en tydligare åtstramning. Att ECB fortsätter att höja refiräntan upp till 4,25 procent underlättar också för Norges Bank att höja räntan utan att apprecieringstrycket på kronen blir för stort. Vi räknar med att kronen stärks till 7,60 mot euron och 5,35 mot dollarn i mitten av 2008.

Ingen finanspolitisk åtstramning

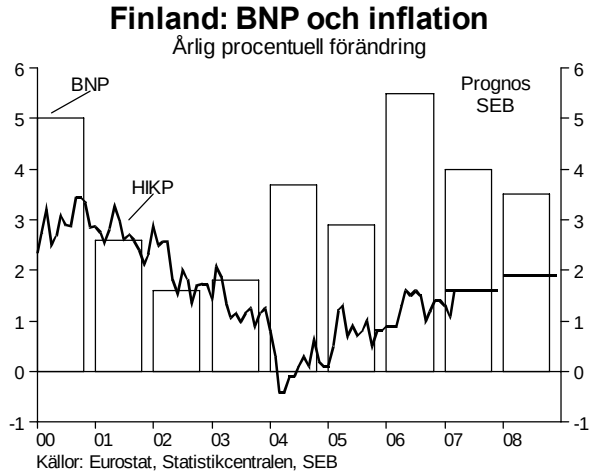
Givet det höga resursutnyttjandet i ekonomin vore det naturligt med en stramare finanspolitik. Tillgångarna i Statens Pensionsfond Utland (tidigare petroleumfonden) kommer att öka kraftigt de närmaste åren, vilket med en mekanisk tillämpning av handlingsregeln skulle ge ytterligare stimulanser framöver. Visserligen har regeringen antytt att det kan bli aktuellt att använda mindre oljepengar än vad fyraprocentsregeln anger. Men den budget som lades fram i höstas hade en lätt expansiv inriktning, enligt finansdepartementets beräkningar.

Eftersom **regeringen i hög grad är bakbunden av tidigare löften och åtaganden** är det heller knappast troligt att det kommer några betydande åtstramningsåtgärder i den reviderade budgeten som läggs fram den 15 maj. Det understryker att Norges Bank måste bära ett tungt ansvar i stabiliseringspolitiken.

Fortsatt konjunkturstyrka

- **God tillväxt i grannländerna stimulerar**
- **Fortsatt expansiva anställningsplaner**
- **Inflationstrycket svagt, men stiger nästa år**

Finlands BNP ökade med 5,5 procent i fjol, främst pådriven av en rekordstark export. Uppstudsen efter driftstoppet i pappersindustrin bidrog till att pressa upp BNP-tillväxten med en knapp procentenhet. **Tillväxten mattas till 4,0 procent i år och 3,5 procent 2008**, en liten uppjustering jämfört med prognosen i februari. Arbetslösheten faller från 7,7 procent i fjol till ca 6,5 procent 2008.



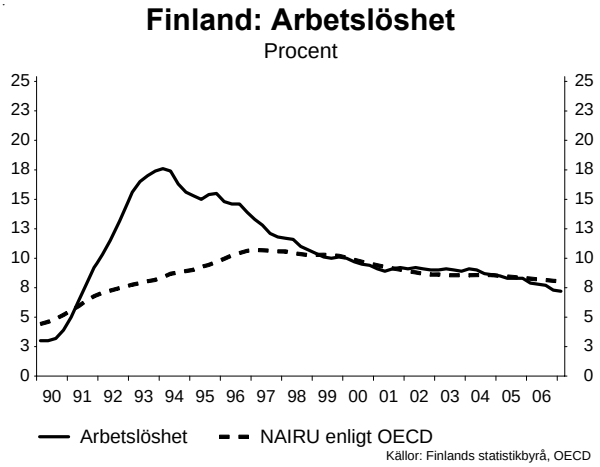
Exporten gynnas av en stark global konjunktur och framför allt den starka efterfrågan i grannländerna. **Bytesförhållandet i utrikeshandeln försvagades** dock i fjol, när importpriserna drevs upp av högre energipriser.

Ledande indikatorer ser fortsatt starka ut. Den positiva trenden i bygg- och tillverkningsindustrin håller i sig, och förtroendetappet inom tjänstesektorn i början på året visade sig bli tillfälligt.

Kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin har stigit, men ligger fortfarande en bit under den höga nivån i början på 2000-talet. Högt kapacitetsutnyttjande, relativt höga vinster och god framtidstro driver på **investeringarna**, som växer med knappt 5 procent både i år och nästa år.

Den gradvisa förbättringen på arbetsmarknaden – med över 40 000 nya jobb i fjol och en arbetslöshet som fortsätter ned – stimulerar hushållens konsumtion. Den senaste detaljhandelssiffran (mars) var den högsta på sju år. Efter hand leder dock stigande räntor till en viss dämpning av konsumtionen.

Arbetslösheten har nått den lägsta nivån sedan 1992. Anställningsplanerna är fortsatt expansiva och vi räknar med en sysselsättningsuppgång på drygt en procent i år. Arbetslösheten – som redan i dagsläget ligger under OECD:s mått på jämviktsnivån – sjunker till 6,5 procent i genomsnitt 2008.



Inflationstrycket har varit svagt de senaste åren; bland de lägsta i Euro-zonen. Inflationen förblir låg även i år, men den allt starkare arbetsmarknaden medför **press uppåt på lönerna**. Vi räknar med att löneökningarna växlar upp från 3 procent i år till närmare 4 procent nästa år, vilket bidrar till att **inflationen stiger till knappt 2 procen**t nästa år.

Skatterna sänks

Det liberal-konservativa samlingspartiet blev den stora vinnaren i valet i mars. De kommer att dominera den nya fyrpartiregeringen tillsammans med statsminister Matti Vanhanens centerparti.

Den nya regeringen hoppas kunna skapa 80 000-100 000 nya jobb fram till 2011 genom satsningar på företagande och kompetensutveckling. **Skattesänkningar** motsvarande närmare 2 miljarder euro till 2011 står också på agendan. Vissa skattehöjningar ska emellertid också genomföras. Det gäller skatt på alkohol och tobak samt energi- och miljöskatter. Vår bedömning är att den starka konjunkturen bidrar till att **budgetöverskottet** ökar något under prognosperioden, trots sänkta skatter netto.

Nordiska nyckeldata

Nordic Outlook - Maj 2007

DANMARK

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
BNP	3,2	3,1	2,5	1,8
Privat konsumtion	4,2	3,8	2,2	1,9
Offentlig konsumtion	1,1	1,3	0,8	0,8
Bruttoinvesteringar	9,7	11,5	6,0	3,5
Lagerinvesteringar	-0,1	0,5	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	7,5	9,6	7,0	5,0
Import	10,7	14,1	7,4	5,3
Arbetslöshet (%)	5,7	4,5	3,7	3,8
KPI, harmoniserat	1,7	1,9	1,9	2,4
Timlöneökningar	2,9	3,1	3,8	4,5
Bytesbalans, % av BNP	3,8	2,4	2,0	1,5
Saldo, offentlig sektor, % av BNP	4,7	4,2	3,8	3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	36,3	30,2	24,0	20,0

FINANSIELLA PROGNOSER	**3-maj**	**jun-07**	**sep-07**	**dec-07**	**jun-08**	**dec-08**
Reporänta	4,00	4,25	4,25	4,50	4,50	4,50
10-års ränta	4,26	4,20	4,30	4,50	4,55	4,55
10-års räntedifferens mot Tyskland	2	0	0	0	5	5
USD/DKK	5,50	5,44	5,40	5,32	5,25	5,14
EUR/DKK	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45	7,45

NORGE

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
BNP	2,7	2,9	2,7	2,6
BNP (Fastlandet)	4,5	4,6	3,6	2,4
Privat konsumtion	3,3	4,3	4,2	3,0
Offentlig konsumtion	1,8	2,2	2,9	3,0
Bruttoinvesteringar	11,2	8,9	6,9	3,1
Lagerinvesteringar	0,9	0,8	0,3	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	0,7	1,5	2,9	3,6
Import	8,6	9,1	6,4	4,6
Arbetslöshet (%)	4,6	3,5	2,5	2,6
KPI	1,6	2,3	0,8	2,6
KPI-JAE	1,0	0,8	1,6	2,2
Årslöneökningar	3,3	4,1	5,3	5,4
Bytesbalans, % av BNP	15,5	16,7	15,2	15,0
Saldo, offentlig sektor, % av BNP	16,2	19,3	18,5	18,5

FINANSIELLA PROGNOSER	**3-maj**	**jun-07**	**sep-07**	**dec-07**	**jun-08**	**dec-08**
Folioränta	4,00	4,50	4,75	5,25	5,50	5,50
10-års ränta	4,86	4,80	4,90	5,05	4,90	4,90
10-års räntedifferens mot Tyskland	63	60	60	55	40	40
USD/NOK	5,99	5,84	5,72	5,54	5,35	5,38
EUR/NOK	8,12	8,00	7,90	7,75	7,60	7,80

SVERIGE

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
BNP	2,9	4,4	4,0	3,4
BNP, dagkorrigerat	2,9	4,7	4,2	3,3
Privat konsumtion	2,4	2,8	4,3	3,9
Offentlig konsumtion	0,3	1,8	1,4	1,4
Bruttoinvesteringar	8,1	8,2	9,5	5,0
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)	-0,1	0,0	0,0	0,0
Export	6,6	9,1	6,3	5,5
Import	6,9	7,8	7,6	5,9
Arbetslöshet (%)	5,9	5,4	4,5	4,0
Sysselsättning	0,7	1,9	2,5	1,4
Industriproduktion	4,1	6,0	4,7	3,8
KPI	0,5	1,4	2,0	2,2
UND1X	0,8	1,2	1,1	1,7
Timlöneökningar	3,1	3,1	4,2	4,7
Hushållens sparkvot (%)	8,7	8,1	9,5	8,9
Real disponibel inkomst	1,5	2,0	5,8	3,2
Handelsbalans, % av BNP	5,5	5,5	5,9	5,7
Bytesbalans, % av BNP	5,8	7,0	7,3	7,1
Statligt lånebehov, mdr SEK	-14	-18	-110	-80
Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP	1,9	2,1	2,0	2,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	52	47	40	36

FINANSIELLA PROGNOSER	3-maj	jun-07	sep-07	dec-07	jun-08	dec-08
Reporänta	3,25	3,50	3,75	4,00	4,50	4,75
3-månaders ränta, STIBOR	3,59	3,84	4,09	4,34	4,84	5,09
10-års ränta	4,08	4,10	4,25	4,50	4,55	4,60
10-års räntedifferens mot Tyskland	-16	-10	-5	0	5	10
USD/SEK	6,75	6,68	6,59	6,39	6,27	6,10
EUR/SEK	9,15	9,15	9,10	8,95	8,90	8,85
TCW	123,6	124,1	123,1	120,5	119,4	118,1

FINLAND

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
BNP	2,9	5,5	4,0	3,5
Privat konsumtion	3,8	3,0	3,2	2,9
Offentlig konsumtion	1,7	0,9	1,3	1,2
Bruttoinvesteringar	3,7	5,1	4,8	4,3
Lagerinvesteringar (förändring i % av BNP föregående år)	1,1	-0,1	0,0	0,0
Export	7,1	10,7	6,8	5,8
Import	12,2	5,4	5,3	4,9
Arbetslöshet (%)	8,4	7,7	6,7	6,4
KPI, harmoniserat	0,8	1,3	1,6	1,9
Timlöneökningar	3,9	3,0	3,1	3,9
Bytesbalans, % av BNP	5,1	5,8	6,1	6,3
Saldo, offentlig sektor, % av BNP	2,7	3,6	3,9	4,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	41,3	39,1	37,0	35,3

Internationella nyckeldata

EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
BNP	1,5	2,8	2,7	2,5
Privat konsumtion	1,5	1,8	2,0	2,1
Offentlig konsumtion	1,4	2,3	1,8	1,6
Bruttoinvesteringar	2,7	4,3	4,2	3,8
Lagerinvesteringar	0,1	0,0	0,0	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	4,4	8,1	7,2	5,4
Import	5,4	7,5	6,1	5,3
Arbetslöshet (%)	8,6	7,9	7,0	6,5
KPI	2,2	2,2	2,0	2,0
Hushållens sparkvot (%)	10,8	10,7	10,5	10,4

USA

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
BNP	3,2	3,3	1,9	2,5
Privat konsumtion	3,5	3,2	3,2	2,4
Offentlig konsumtion	0,9	2,1	1,5	0,4
Bruttoinvesteringar	7,5	2,9	-3,5	3,4
Lagerinvesteringar	-0,3	0,2	-0,4	0,0
(förändring i % av BNP föregående år)				
Export	6,8	8,9	5,6	7,2
Import	6,1	5,8	1,9	3,9
Arbetslöshet (%)	5,1	4,6	4,7	5,0
KPI	3,4	3,2	2,7	2,4
Hushållens sparkvot (%)	-0,4	-1,1	-0,8	-0,2

STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
BNP				
Storbritannien	1,9	2,7	2,8	2,5
Japan	1,9	2,2	1,9	2,0
Tyskland	0,9	2,7	2,7	2,5
Frankrike	1,2	2,0	2,3	2,2
Italien	0,2	1,9	2,1	1,8
Inflation				
Storbritannien	2,0	2,3	2,4	2,0
Japan	-0,6	0,2	0,2	0,5
Tyskland	1,9	1,8	2,1	1,9
Frankrike	1,9	1,9	1,6	1,9
Italien	2,2	2,2	2,1	2,3
Arbetslöshet, (%)				
Storbritannien	4,8	5,4	5,2	5,0
Japan	4,4	4,1	3,9	3,7
Tyskland	11,7	10,8	8,9	8,0
Frankrike	9,9	9,0	8,3	8,0
Italien	7,7	6,8	6,3	6,0

CENTRAL- OCH ÖSTEUROPA

	2005	2006	2007	2008
BNP, årlig procentuell förändring				
Estland	10,5	11,4	8,0	7,0
Lettland	10,6	11,9	9,2	8,2
Litauen	7,6	7,5	7,0	6,5
Polen	3,2	5,8	5,8	5,4
Ryssland	6,4	6,7	6,5	6,0
Slovakien	6,0	8,3	8,0	6,5
Tjeckien	6,1	6,1	4,8	4,5
Ukraina	2,6	7,1	7,5	8,0
Ungern	4,2	3,9	2,3	2,8
Inflation, årlig procentuell förändring				
Estland	4,1	4,4	4,0	3,5
Lettland	6,9	6,6	7,0	5,8
Litauen	2,7	3,8	4,0	3,0
Polen	2,2	1,3	2,3	2,5
Ryssland	12,4	9,7	8,5	8,0
Slovakien	2,8	4,3	2,5	2,3
Tjeckien	1,6	2,1	2,8	2,7
Ukraina	13,5	9,1	8,5	8,0
Ungern	3,5	4,0	7,0	4,3

FINANSIELLA PROGNOSER

		3-maj	jun-07	sep-07	dec-07	jun-08	dec-08
Officiella räntor							
USA	Fed funds	5,25	5,25	5,25	5,00	4,50	4,50
Japan	Call money rate	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00
Euro-zonen	Refiränta	3,75	4,00	4,00	4,25	4,25	4,25
Storbritannien	Reporänta	5,25	5,50	5,75	5,75	5,75	5,50
Obligationsräntor							
USA	10 år	4,68	4,70	4,60	4,60	4,60	4,70
Japan	10 år	1,63	1,80	2,00	2,10	2,20	2,30
Tyskland	10 år	4,24	4,20	4,30	4,50	4,50	4,50
Storbritannien	10 år	5,11	5,05	5,00	5,20	5,20	5,10
Växelkurser							
USD/JPY		120	121	121	122	122	122
EUR/USD		1,36	1,37	1,38	1,40	1,42	1,45
EUR/JPY		163	166	167	171	173	177
GBP/USD		1,99	2,11	2,09	2,06	2,06	2,07
EUR/GBP		0,68	0,65	0,66	0,68	0,69	0,70

GLOBALA NYCKELTAL

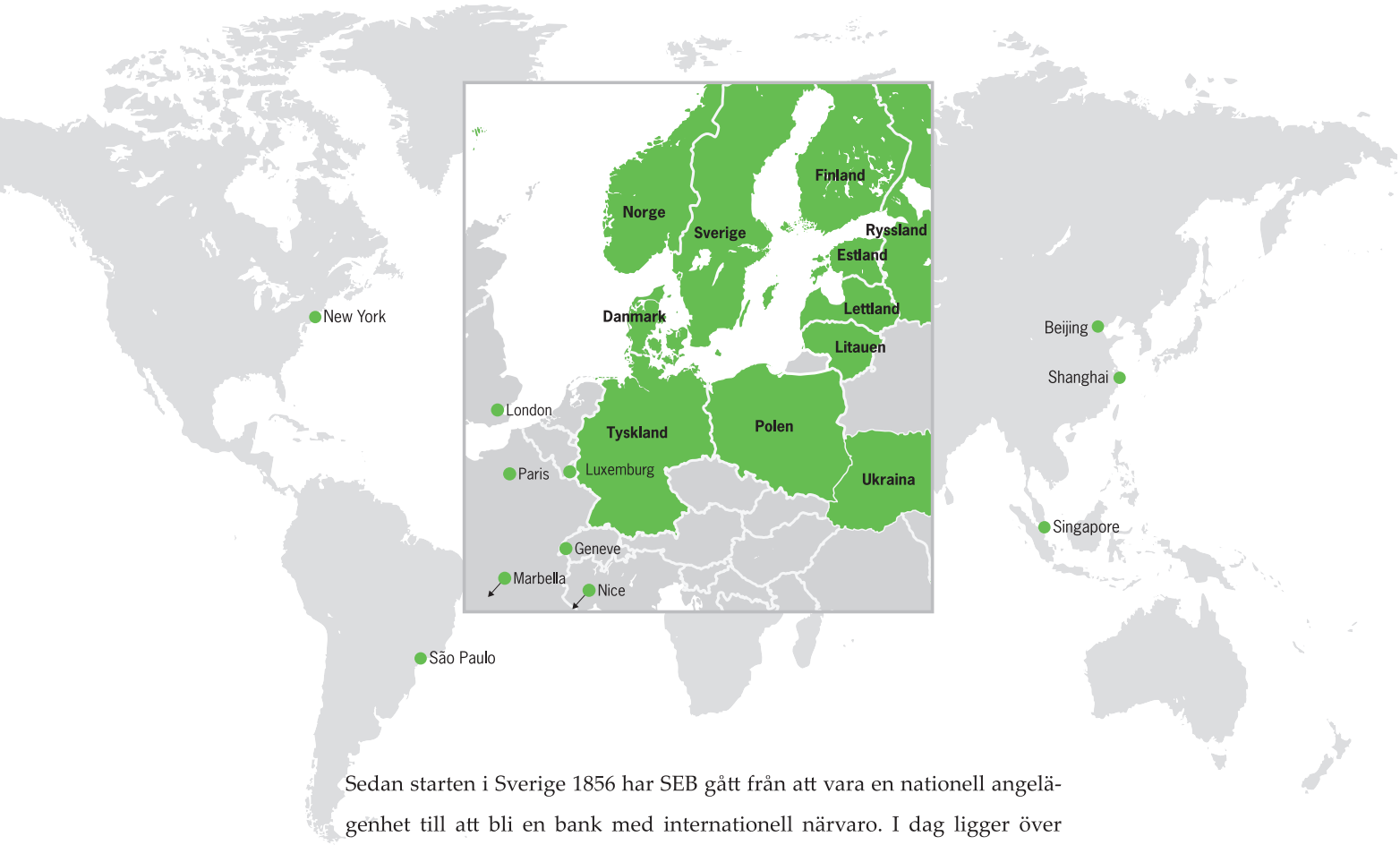
Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008
BNP OECD	2,6	3,2	2,5	2,7
BNP världen	4,9	5,4	5,0	4,9
KPI OECD	2,4	2,4	2,2	2,1
Exportmarknad OECD	7,6	9,3	7,2	7,9
Oljepris Brent (USD/fat)	54,2	64,8	66,1	70,0

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet
Nordic Outlook finns också tillgänglig på Internet: http://www.seb.se under Analyser & kommentarer och Ekonomiska rapporter. Den sidan är öppen för alla.

För att få tillgång även till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder, på http://www.mb.seb.se, 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: http://www.adobe.com.



Sedan starten i Sverige 1856 har SEB gått från att vara en nationell angelägenhet till att bli en bank med internationell närvaro. I dag ligger över hälften av vår affär i andra länder.

Med hemmamarknader i Norden, Baltikum, Tyskland och Ukraina erbjuder vi allt från lokalt förankrade privattjänster till sofistikerade företagsprodukter utvecklade for ett globalt affärsklimat. Med 20 000 anställda, 600 bankkontor och avancerade internetlösningar betjänar vi över fyra miljoner privat- och företagskunder.

Med kapital, kunskap och erfarenhet skapar vi värde åt vara 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.