



EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA

FEBRUARI 2008

# Nordic Outlook

USA-recession och lågkonjunktur i Europa  
Räntorna sänks på bred front

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

**SEB**

# SEB Ekonomisk Analys

Nordic Outlook - Februari 2008

Denna rapport publicerades den 5 februari 2008.  
Avstämningsdag för valuta- och räntenoteringar var den 31 januari 2008.

|  |                 |
|--|-----------------|
| Robert Bergqvist, chefekonom<br>robert.bergqvist@seb.se                | +46 8 506 23016 |
| Håkan Frisén, chef för Ekonomisk Analys<br>hakan.frisen@seb.se         | 763 8067        |
| Mattias Bruér, ekonom<br>mattias.brueer@seb.se                         | 8506            |
| Susanne Eliasson, analytiker privatekonomi<br>susanne.eliaasson@seb.se | 6588            |
| Bo Enegren, ekonom<br>bo.enegren@seb.se                                | 8594            |
| Ann Enshagen Lavebrink, ekonomassistent<br>ann.lavebrink@seb.se        | 8077            |
| Ingela Hemming, företagarekonom<br>ingela.hemming@seb.se               | 8297            |
| Mikael Johansson, ekonom<br>mikael.johansson@seb.se                    | 8093            |
| Erik Lindmark, analytiker företagarekonom<br>erik.lindmark@seb.se      | 5637            |
| Tomas Lindström, ekonom<br>tomas.z.lindstrom@seb.se                    | 8028            |
| Gunilla Nyström, privatekonom<br>gunilla.nystrom@seb.se                | 6581            |
| Fax nr   | +46 8 763 9300  |

SEB, Ekonomisk Analys, KA3, SE-106 40 STOCKHOLM

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

---

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.

## Globalt: Mjuk recession i USA - lågkonjunktur i Europa

- Finanskrisen byter skepnad medan anpassningsprocesserna fortgår; likviditetsproblemen har mildrats men kreditproblemen förstärkts. Följden blir kreditåstramning som hämmar konsumtion och investeringar. Inget land slipper undan, men motståndskraft i de snabbväxande ekonomierna stöttar den globala tillväxten.
- Inflationen kulminerar under första halvåret 2008. Impulsen från energi- och matpriser mattas samtidigt som det underliggande inflationstrycket dämpas i takt med konjunkturedgången. Risken är liten för att stigande inflationsförväntningar och kompensationskrav på lönesidan ska ge bestående inflationseffekter.
- USA-ekonomin går 2008 in i en mild recession. Stigande arbetslöshet och fallande bostadspriser, samt konjunkturrelaterade kreditproblem, förvärrar problemen i den finansiella sektorn. BNP-tillväxten stannar i år på 0,9 procent. En kraftig stimulanspolitik bidrar till att en återhämtning påbörjas mot slutet av året. Fed fortsätter räntesänkningarna och når 2 procent i mitten av året.
- Avmattningen i Västeuropa blir allt tydligare. BNP-tillväxten i såväl Euro-zonen som Storbritannien hamnar något under 1½ procent i år. Bank of England fortsätter att sänka räntan till 3,50 procent en bit in i nästa år. ECB börjar lätta på penningpolitiken i maj och sänker sedan till 3,0 procent nästa vår.
- Euron bär en tung börda den närmaste tiden, när dollarn och pundet fortsätter att stå under press. Dollarn försvagas till 1,54 mot euron under våren. Därefter sker en återhämtning när fokus i högre grad riktas mot avmattningen i Europa. Obligationsräntorna fortsätter nedåt ytterligare en bit i spåren av centralbankernas sänkningar.

## Sverige

- Tillväxten saktar in på bred front. Exporten fortsätter att tappa fart och efter hand blir spridningseffekterna till inhemsk efterfrågan allt tydligare. BNP växer med knappt 2 procent såväl 2008 som 2009.
- Sysselsättningen dämpas gradvis och arbetslösheten börjar stiga till hösten. Offentliga överskott och mindre ansträngt resursläge öppnar för ytterligare finanspolitiska stimulanser inför riksdagsvalet 2010. I kombination med budgetens stora cykliska känslighet innebär detta att det offentliga sparandet försvagas till ½ procent av BNP 2009.
- Inflationsuppgången kulminerar under sommaren. Därefter sjunker inflationen när energipriserna faller tillbaka och lönekostnadstrycket klingar av. Vid mitten av 2008 talar såväl lägre tillväxt som mer gynnsamma inflationsutsikter för lägre räntor. Riksbanken sänker därefter reporäntan till 3 procent en bit in i 2009.

## Övriga Norden och Baltikum

- **Danmark:** Inbromsningen fortsätter. Fallande bostadspriser, resursbrist och försvagad konkurrenskraft gör att BNP växer med bleka 1 procent per år. Lönerna ökar snabbare än i omvärlden och inflationstrycket stiger.
- **Norge:** Tillväxten bromsar in från hög nivå. Resursbrister hämmar den inhemska expansionen medan negativa tillväxtimpulser från utlandet efterhand får allt större effekter. Stigande inflationsrisker och ansträngd arbetsmarknad avhåller Norges Bank från räntesänkningar på kort sikt. Under 2009 sänks folioräntan till 4,50 procent.
- **Finland:** Tillväxttoppen har passerats. Exporten dämpas av svagare global tillväxt och starkare euro, men inhemsk efterfrågan håller emot hyggligt. BNP-tillväxten hamnar på 2,8 procent i år och på 2,6 procent 2009.
- **Baltikum:** Den heta inhemska efterfrågan börjar nu svalna och kreditillväxten dämpas i viss grad. Alla tre ekonomierna bromsar in och växer nästa år under potentiell nivå. Inflationen förblir hög och risken för hårdlandning kvarstår.

# Innehållsförteckning

Nordic Outlook - Februari 2008

|                            |    |
|----------------------------|----|
| Sammanfattning             | 3  |
| Internationell översikt    | 5  |
| USA                        | 12 |
| Japan                      | 17 |
| Kina                       | 18 |
| Euro-zonen                 | 19 |
| Storbritannien             | 23 |
| Central- och Östeuropa     | 24 |
| Sverige                    | 26 |
| Danmark                    | 35 |
| Norge                      | 36 |
| Finland                    | 38 |
| Nordiska nyckeldata        | 39 |
| Internationella nyckeldata | 41 |

## **Fördjupningsrutor**

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| Den finansiella krisens dynamik | 6  |
| Motståndskraften testas         | 7  |
| Lägre oljepris framöver         | 9  |
| Amerikanska recessioner         | 13 |
| Sparbankskrisen i USA           | 15 |
| Maktskifte på väg               | 16 |
| Statsfinanser försvagas         | 21 |
| Oväntat tidig avmattning        | 27 |
| Börsfallet dämpar tillväxten    | 28 |



## Bred konjunkturedgång

- **Recession i USA - lågkonjunktur i Västeuropa**
- **Nya ekonomier står emot hyggligt**
- **Inflationshotet bleknar**
- **Kraftfulla räntesänkningar på bred front**

Den likviditetskris som startade med kollapsen på den amerikanska bolånemarknaden håller nu gradvis på att byta skepnad. Förlusterna i det globala finansiella systemet kommer att bli än mer kännbara. Resultatet blir en kreditåtstramning som påverkar både investeringsmöjligheter och konsumtionsvilja.

Amerikansk ekonomi går nu in i en mild recession. BNP-tillväxten visar kvartalsvisa minustal under de tre första kvartalen. Mätt som årsgenomsnitt hamnar tillväxten på knappt 1 procent år 2008. Även Västeuropa och Japan mattas påtagligt. I Euro-zonen och Storbritannien hamnar tillväxten på knappt 1½ procent; en halvering jämfört med 2007. De nordiska länderna står emot lite bättre.

Motståndskraften i nya snabbväxande ekonomier testas nu på allvar. Vår huvudslutsats är att den inhemska dynamiken utvecklats tillräckligt mycket för att tillväxten ska förbli relativt hög också under en lågkonjunktur i OECD-området.

Den globala inflationen faller tillbaka senare i år. Bidraget från energi- och livsmedelspriser dämpas under loppet av året samtidigt som svagare konjunktur leder till ökad cyklisk press nedåt på inflationen. Centralbankerna slipper därmed att hamna i ett stagflationsdilemma. De får utrymme att understödja ekonomierna och mildra problemen i den finansiella sektorn genom räntesänkningar. Federal Reserve i USA har agerat mycket kraftfullt och sänkt styrräntan med 225 räntepunkter sedan i september. Vi räknar med att centralbankerna i Västeuropa nu följer efter på bred front. Bank of England har redan påbörjat sänkningar och ECB lär snart följa efter.

Motståndskraft i de nya ekonomierna i kombination med räntesänkningar bidrar till att begränsa djupet i kommande lågkonjunktur. Därtill kommer en efterhand allt mer expansiv finanspolitik, speciellt i USA.

De riskscenarier vi främst ser som alternativ till vår prognos är i grunden av samma art som vi tidigare diskuterat i höstens Nordic Outlook.

**Finansiell kris med små spridningseffekter:** Än så länge kan vi registrera en påtaglig tillförsikt i många företag utanför finanssektorn. Detta indikerar en risk att alltför stor tonvikt i prognoserna läggs vid finanssektorns problem. Man kan därför inte utesluta att den finansiella krisen löser upp sig utan att hushåll och företag drabbas i så stor utsträckning. Den senaste

tidens utveckling bekräftar dock vår tidigare bedömning att sannolikheten för detta är låg.

**Fördjupad finansiell kris:** I ett djupare nedgångsscenario utvecklas den finansiella krisen till en omfattande global bankkris med återverkningar på kreditförsörjningen och därmed på konsumtion och investeringar. BNP faller då på bred front i industriländerna och återverkningarna på resten av världen blir stora. Statliga räddningsaktioner blir sannolikt nödvändiga.

Omställningen i kreditmiljö, från den tidigare mycket expansiva inriktningen, kan visa sig ge upphov till mer utdragna effekter än vi räknat med i vårt huvudscenario. Därtill kommer att anpassningsprocessen när det gäller bostadspriser kan bli mer dramatisk och orsaka större realekonomiska effekter än väntat.

## Bred dämpning av tillväxten i OECD

Vårt huvudscenario innebär alltså en betydande ekonomisk avmattning i OECD-området. I USA ger ökande arbetslöshet, fallande huspriser och stramare kreditförhållanden en negativ dynamik som gör att ekonomin går in i en recession 2008. Starka balansräkningar, försiktigt investeringsbeteende i uppgångsfasen samt en kraftfull stimulanspolitik gör dock att recessionen blir mild, sett i ett historiskt perspektiv.

Förra året kännetecknades av en tydlig särkoppling mellan olika delar av världsekonomin. Tillväxten i Europa och Asien hölls uppe trots den amerikanska avmattningen. Spridningseffekterna till övriga världen har dock gradvis blivit allt tydligare.

### BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

|                | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|----------------|------|------|------|------|
| USA            | 2,9  | 2,2  | 0,9  | 1,8  |
| Japan          | 2,4  | 1,9  | 1,2  | 1,5  |
| Kina           | 11,1 | 11,4 | 9,5  | 8,5  |
| Euro-zonen     | 2,9  | 2,6  | 1,3  | 1,5  |
| Storbritannien | 2,9  | 3,0  | 1,4  | 1,8  |
| Norden         | 3,7  | 3,0  | 2,1  | 1,8  |
| OECD           | 3,1  | 2,6  | 1,5  | 1,9  |
| Världen        | 4,9  | 4,6  | 3,7  | 3,8  |

Källor: OECD, SEB

**Den japanska ekonomin** har på senare tid drabbats av en rad bakslag. Detta beror på såväl svagare internationell efterfrågan som på att inhemska problem visat sig mer svårlösta än väntat.

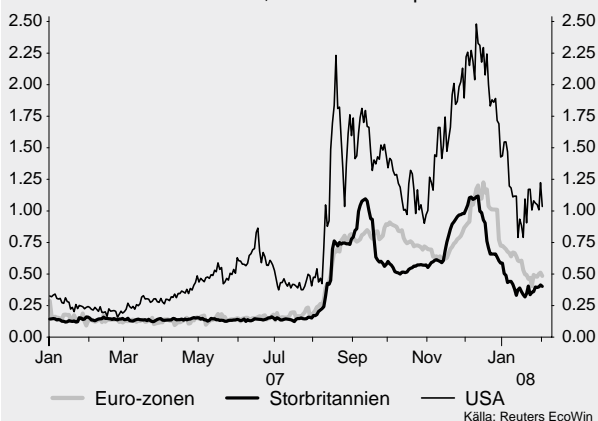
Europa påverkas av dämpad amerikansk import. Därtill kommer att den finansiella krisen innebär kreditförluster och kreditåtstramningar även här. I många länder sker också en avkylning av bostadsmarknaden, t ex i Spanien, Holland och Irland. Samtidigt pressas tillväxten av den starka euron. Vi har därför reviderat ned BNP-prognosen för **Euro-zonen** med ytterligare

## Den finansiella krisens dynamik

Utbrottet av USA:s bolånekris förra sommaren utlöste snabbt en internationell förtroendekris mellan banker/finansinstitut. Den likviditetskris som därpå följde blev ovanligt lång, trots centralbankernas generösa garantier om i stort sett obegränsad tillförsel av likviditet. Den mest akuta likviditetskrisen har nu lättat vilket återspeglas av en viss normalisering på interbankmarknaden.

### Statsskuldväxlar och interbankränta

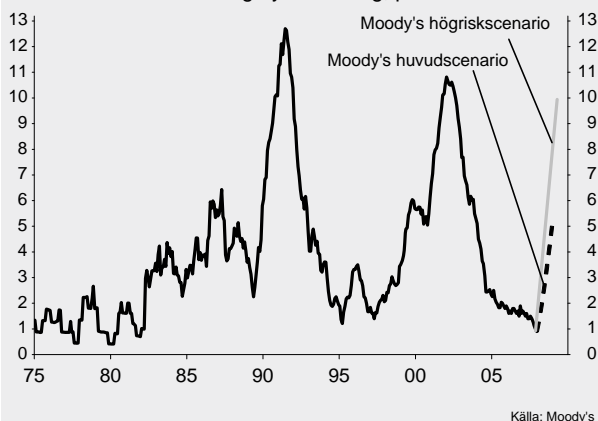
Skilnad i %, 3-månaders löptid



Å andra har vi nu gått in i en mer regelrätt kreditkris. Bank of England sträcker sig så långt att man vill beskriva läget som en global bankkris. Även om de realiserade kreditförlusterna fortfarande är låga tyder prisbilden på olika typer av kreditprodukter på stora orealiserade förluster. Detta är delvis en återspeglning av gradvis växande konjunkturoro.

### Företagskonkurser

Andel av high yieldföretag, procent



I dagsläget är nivån på antalet företagskonkurser rekordlåg (se diagram), vilket återspeglar företagssektorns starka balansräkningar i utgångsläget. Men nu faller den ekonomiska aktiviteten, vilket tillsammans med dyrare upplåningskostnader, lär öka

1/2 procentenhet och räknar nu med att tillväxten avtar från 2,6 procent 2007 till 1,3 procent 2008. Nästa år sker en marginell uppgång till 1 1/2 procent.

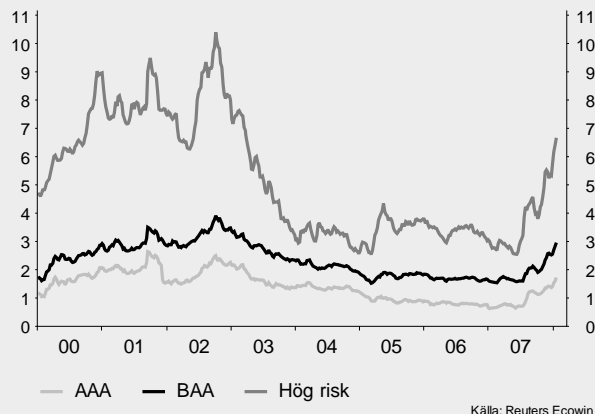
Tillväxttakten i den brittiska ekonomin halveras också mellan 2007 och 2008. Ett svagare pund däm-

antalet konkurser. En mer rimlig nivå på antalet konkurser kommer att innebära att kreditvärderingsinstituten fortsätter att sänka företags kreditbetyg. Moody's prognos innebär att antalet konkurser bland sk high yieldföretag ökar till 4,8 procent (huvudskenario), men ett sämre ekonomiskt scenario gör att vart tionde företag som Moody's bevakar inom detta område kan komma att gå i konkurs eller omstruktureras. Vår makroprognos innebär sannolikt att antalet företagskonkurser bland high yieldföretagen kommer att öka mer än i Moody's huvudskenario.

Att kreditriskerna nu sprider sig illustreras också av att riskspreadarna ökat kraftigt även för producerande företag med högre kreditvärdighet. Detta innebär ytterligare påfrestningar på ett redan försvagat finansiellt system. Banksystemets förmåga och kraft att tillhandahålla krediter påverkas negativt av att det egna kapitalet minskar och att bankernas egna upplåningskostnader ökat.

### USA: Kreditspreadar

Företagsobligation - Statsobligation



Även företag som lånar direkt på kapitalmarknaden möter större svårigheter i form av ökade upplåningskostnader och mindre tillgång på kapital. Den negativa interaktionen mellan den finansiella och reala ekonomin hotar därmed att fördjupa nedgången. Detta sätter avtryck på den ekonomiska tillväxten, vilket i sin tur påverkar nivån på traditionella konjunkturrelaterade kreditrisker.

Den negativa spiralen kan delvis botas med räntesänkningar och expansiv finanspolitik. Dessa indirekta instrument höjer tillväxten och stärker därmed företagets intjäningsförmåga. Men effekten kommer inte omedelbart. I nuläget kan det inte uteslutas att kreditproblemen hotar att orsaka allvarlig och långvarig skada på det finansiella systemet. Mer specifika statliga ingripanden kan därför framöver te sig nödvändiga för att lösa problematiken.

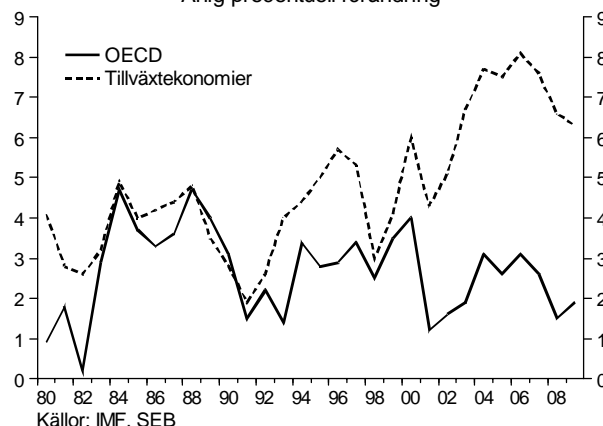
par nedgången. Å andra sidan är fallhöjden på husmarknaden betydligt större än i Euro-zonen. Ett nedpressat sparande samt den finansiella sektorns stora betydelse utgör också bromsar för tillväxten de närmaste åren.

De **nordiska ekonomierna** kännetecknas av något starkare konjunktur än Västeuropa i allmänhet. Utbudsrestriktioner och försvagad konsumtion har sedan en tid dämpat tillväxten i **Danmark**. I Sverige innebär den traditionellt stora känsligheten för globala svängningar att ekonomin i år och nästa år växer under trend. **Norges** ekonomi visar fortfarande imponerande styrka. Utbudsfaktorer och globala smittoeffekter dämpar dock tillväxten framöver. Tillväxten i **Finland** mattas av på grund av påfrestningar inom viktiga nyckelbranscher.

Den duala karaktären av världsekonomin består. Tillväxtekonomierna med Kina i spetsen fortsätter att

## Global BNP-tillväxt

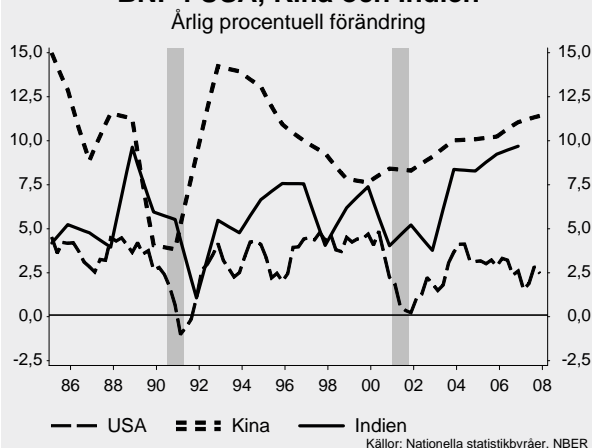
Årlig procentuell förändring



## Motståndskraften testas

Stark tillväxt i många nya ekonomier har utgjort en stabiliserande kraft i världsekonomin på senare år. Men det är först nu när avmattningen i OECD-området intensifieras som motståndskraften testas på allvar.

## BNP i USA, Kina och Indien



Makroekonomiska data är hittills uppmuntrande. BNP-siffror, industriproduktion och ledande indikatorer ligger fortfarande på höga nivåer i tillväxtekonomierna. En förklaring till motståndskraften är att många länder, exempelvis i Asien, nu har en starkare och ganska självgående inhemsk ekonomi samt att regional intrahandel har fått större betydelse. Detta manifesterades delvis redan vid den förra globala nedgången då dämpningen i t ex Kina och Indien blev mycket måttlig.

De flesta länder har en relativt liten direkt exportandel till USA. Grannländer som Mexiko är mest exponerade; där motsvarar USA-exporten 20 procent av BNP. Kinas andel motsvarar omkring 8 procent, medan snabbväxande länder som Brasilien, Ryssland och Indien har en USA-export som understiger 3 procent av BNP. I Centraleuropa är andelen ännu lägre.

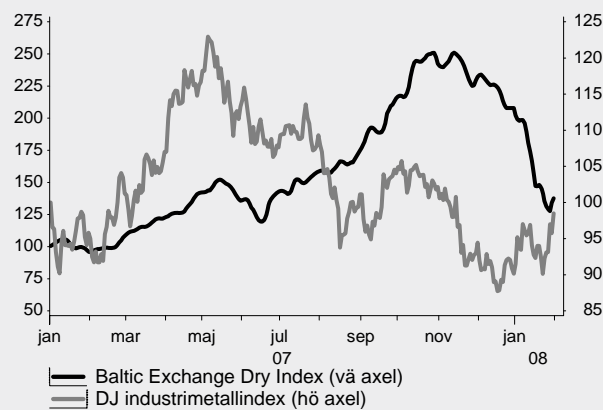
Solid externbalans med stora överskott i Kina och Ryssland samt balanserad utrikeshandel i Indien och Brasilien bidrar till större motståndskraft mot finansiella störningar i omvärlden. De offentliga finanserna har också förbättrats i de flesta länder. Detta

bidrar till större möjligheter än tidigare att möta en hotande nedgång med ekonomisk-politisk stimulans.

Några orosmoment finns dock. Aktieindexen i tillväxtekonomierna har sedan årsskiftet gått ner betydligt mer än breda mått i OECD-världen. Än så länge kan man dock tolka svängningarna på aktiemarknaden som ett uttryck för högre volatilitet på dessa börser och inte som en genuin misstro mot den positiva ekonomiska utvecklingen. Placerares behov av att täcka förluster på andra marknader kan också ha förstärkt den senaste tidens nedgång.

## Råvaror

Index normaliserat i USD



Ett annat orosmoln utgörs av OECD-nedgångens effekter på efterfrågan på tillväxtekonomiernas exportvaror. Det senaste halvårets prisfall på metaller minskar exportintäkterna i många länder, även om inte den reala BNP-tillväxten påverkas till en början. Att fraktkostnader för råvaror som kol och järnmalm har gått ned med 45 procent sedan toppnivån i höstas (enligt Baltic Exchange Dry) kan också tolkas som en tidig indikation på att efterfrågan redan nu är på väg att dämpas på bred front.

Sammanfattningsvis är vår slutsats att tillväxtekonomierna nu står inför en mild dämpning men att förutsättningarna ändå är goda för att de ska fortsätta att spela en stabiliserande roll för den globala efterfrågan.

växa snabbt, medan OECD-området nu går in i en lågkonjunktur

I förra numret av Nordic Outlook diskuterade vi svårigheterna med att väga samman de olika delarna av världsekonomin till ett globalt tillväxtnått. Det vanligaste sättet att beräkna den globala BNP-tillväxten utgår från de köpkraftskorrigerade vikter (PPP - Purchasing Power Parity). De resultat man då får speglar utvecklingen av levnadsförhållandena i världen på ett relevant sätt. Däremot ger mätmetoden en överdriven bild av stabiliteten i världen när det gäller drivkrafterna för t ex de finansiella marknaderna. Om varje lands vikt istället bestäms av dess faktiska BNP i gemensam valuta (t ex USD) får vi en bättre bild av vad som driver den finansiella utvecklingen och exportklimatet i olika länder.

Nya siffror från IMF har bidragit till att mildra skillnaden mellan metoderna. Reviderade beräkningar ger nu tillväxtekonomierna en vikt på 40 procent av den globala ekonomin jämfört med tidigare 50 procent. Resultatet blir att den globala tillväxten generellt blir en ½ procentenhet lägre per år. Tillväxtnåttmässigt är dock de nya ekonomierna fortfarande en dominerande kraft i världsekonomin.

## Bidrag till BNP-tillväxt 2008

Procentenheter

|                | PPP äldre   | PPP ny      | Nominell    |
|----------------|-------------|-------------|-------------|
| USA            | 0,18        | 0,19        | 0,23        |
| Japan          | 0,07        | 0,08        | 0,10        |
| Euro-zonen     | 0,19        | 0,21        | 0,29        |
| Storbritannien | 0,04        | 0,05        | 0,07        |
| Resten av OECD | 0,31        | 0,35        | 0,40        |
| <b>OECD</b>    | <b>0,79</b> | <b>0,88</b> | <b>1,09</b> |
| Kina           | 1,50        | 1,05        | 0,58        |
| Resten världen | 1,78        | 1,73        | 1,00        |
| <b>Världen</b> | <b>4,1</b>  | <b>3,7</b>  | <b>2,7</b>  |

Källor: IMF, SEB

## Inflationen vänder nedåt

Det senaste halvåret har inflationen ökat kraftigt. Inflationssuppgången har haft flera drivkrafter.

**Råvarupriserna** steg länge trendmässigt och på bred front. Råoljepriset rusade förra året i höjden samtidigt som elpriserna stigit i många länder. Bidraget till KPI-inflationen kommer det närmaste halvåret att förbli högt.

**Livsmedelspriserna** har trendmässigt stigit sedan sommaren 2006. Detta beror bl a på att ökad produktion av biobränsle samt på att ökad köpkraft i Asien har pressat upp den globala efterfrågan oväntat snabbt. Samtidigt har utbudet hållits tillbaka av ogynnsamma väderomständigheter.

Den **globala prispressen på konsumtionsvaror** tycks ha **avtagit** något. Detta beror på stigande kost-

nadsnivå i nya ekonomier, stark internationell efterfrågan samt tidiga tecken på att ökade miljökrav börjar påverka, bl a via skattepolitiken.

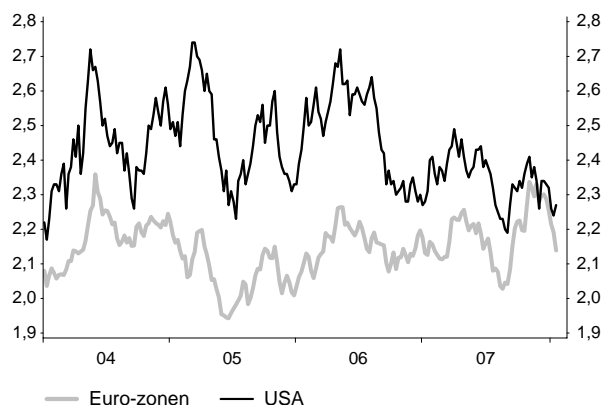
**Enhetsarbetskostnaderna** har stigit. De senaste årens ökande resursutnyttjande har inneburit ett högre lönetryck. Samtidigt har produktiviteten mattats på många håll, vilket på kort sikt förstärker kostnadstrycket.

Det är troligt att flera inflationsdämpande krafter nu håller på att försvagas. Vi räknar t ex med att livsmedelspriserna ligger kvar på höga nivåer. Ökade miljökrav lär också på olika sätt bidra till prispress uppåt på globala marknader.

Trots detta är det svårt att se starka skäl till att någon genomgripande förändring i pris- och lönebeteendet hos ekonomins aktörer är på väg. Inflationförväntningarna har hittills inte avvikit från det historiskt normala reaktionsmönstret vid uppgångar i spotinflationen. Ska inflationen på allvar bita sig fast krävs därtill att de underliggande krafter som bidragit till låginflationsmiljön de senaste decennierna försvagas.

## Break-even inflation

Procent



Källa: Reuters EcoWin

I Västeuropa skulle man kunna tänka sig att en genuin förtroendeklyfta mellan centralbanker, ledande politiker och arbetsmarknadens parter skulle leda till att samsynen om det ekonomisk-politiska ramverket gick förlorad. I t ex Tyskland och Sverige kan vi också se tendenser till ökande spänningar på detta område. Ett annat hot skulle vara att protektionistiska åtgärder, i kölvattnen av globala obalanser, skulle försvaga den globala konkurrenssituationen och i förlängningen föra med sig en högre inflationstakt.

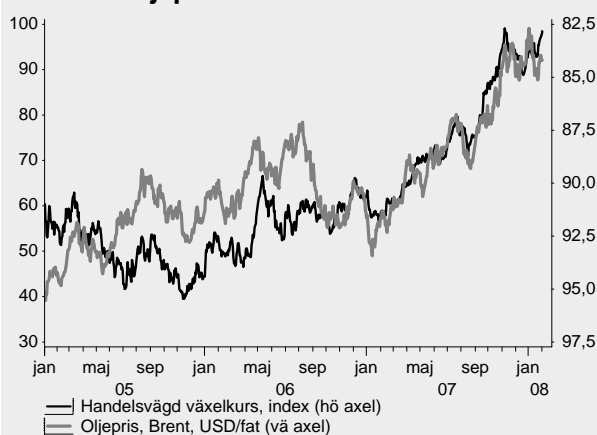
En sådan utveckling ter sig i nuläget långsökt. Hittills har inte heller löneutvecklingen i OECD-området avvikit från vad man kan förvänta sig i rådande konjunkturläge. Det är därför troligt att den globala inflationen vänder nedåt när effekterna av stigande energi- och livsmedelspriser kulminerar. Mot slutet av året börjar cykliska inflationsdämpande krafter göra sig gällande.



## Lägre oljepris framöver

Fördubblingen av oljepriset förra året speglade en fortsatt stark efterfrågan i tillväxtekonomierna. Samtidigt minskade tillförseln från såväl OPEC som andra oljeproducenter. Spekulationsinslag bidrog också till att driva upp priserna i en situation då marknaderna hamnat i gungning. Den försvagade dollarn tycks också ha bidragit till uppgången. Genom att kursfallet pressade intäkterna i inhemska valutor tycks acceptansen för ett högt oljepris ha ökat hos OPEC. I själva verket har samvariationen mellan oljepris och dollarkurs varit påfallande hög.

Oljepriset och USA-dollarn



Frågan är nu om den tendens till fallande oljepriser vi sett den senaste tiden kommer att fortsätta. Den globala efterfrågan väntas öka från 1 procent 2007 till 2,5 procent 2008 (enligt IEA). Uppgången beror på en fortsatt stark efterfrågan i tillväxtländer samt på att en återgång till normal väderlek efter fjolårets ovanligt milda vinter drar upp efterfrågan i OECD-området

På utbudssidan väntas produktionen fortsätta att minska i OECD-området medan OPEC-länderna väntas öka sin produktion. Med vår prognos om en recession i USA och en tydlig avmattning i den globala tillväxten finns det skäl att räkna med en större nedgång i oljepriset än vad terminsmarknaden indikerar. Sammantaget har vi antagit ett genomsnittligt oljepris på 80 dollar 2008 och 75 dollar 2009 och risken i prognosen ligger på nedsidan.

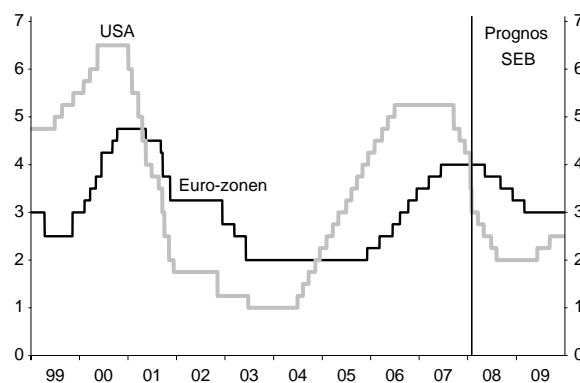
## Centralbanker sänker på bred front

Dämpad tillväxt i kombination med stigande inflation tycktes länge utgöra ett svårt dilemma för räntepolitiken. Till och med Federal Reserve uttryckte så sent som i början på augusti att inflationshotet överskuggade tillväxtriskerna.

Omsvängningen för Feds del kom sedan snabbt och man har överraskat marknaden med alltmer aggressiva räntesänkningar. Det är uppenbart att man ser stora risker för att en svagare konjunktur och ökade påfrestningar i det finansiella systemet ska växelverka i en negativ spiral. Hittills har styrräntan inom loppet av drygt fyra månader sänkts med 225 räntepunkter. **När ekonomin fortsätter att försvagas lär Fed följa upp med ytterligare sänkningar.** I nuläget tror vi att ytterligare 100 räntepunkter till 2,0 procent utgör en rimlig avvägning för att balansera riskerna för en djupare nedgång och uppbyggandet av nya obalanser på längre sikt.

Vi räknar med att de europeiska centralbankerna efterhand följer efter med räntesänkningar. Husmarknaden försvagas nu snabbt och BoE har tydligt varnat för att man ser mycket allvarligt på de finansiella riskerna. Trots att inflationen fortfarande ligger ganska högt tror vi **BoE sänker i relativt snabb takt och styrräntan mot årets slut ligger på 4,00 procent.** Därmed följer BoE sin tradition att snabbt följa Fed i fotspåren när den internationella hotbilden börjar ta form.

Styrräntor  
Procent



**ECB har hittills inte signalerat beredskap för att stödja ekonomin med räntesänkningar.** Att ECB är mindre benägen än Fed och BoE att sänka räntan i rådande inflationsmiljö är inte förvånande. Vi tror dock att konjunkturavmattningen relativt snart nått sådan kraft att ECB ska bli mer framåtblickande i sin inflationsanalys och påbörja räntesänkningarna. De historiska erfarenheterna tyder på att västvärldens centralbanker, efter en viss period av självständighetsmarkeringar, inte brukar gå i otakt någon längre period. **Vi räknar med att ECB under andra kvartalet påbörjar räntesänkningar ned till 3,25 procent i slutet av året och sedan vidare till 3,0 i början på nästa år.**

De nordiska centralbankerna väntar troligen längre med räntesänkningar. Den svenska **Riksbanken** är förmodligen mer tillväxtorienterad än ECB. Starkare svensk ekonomi och stabilare finansiell situation bl a på bostadsmarknaden i utgångsläget gör dock att vi räknar med att en sänkning dröjer till sommaren. I början på 2009 ligger reporäntan på 3,00 procent. **Norges Bank** kommer att behöva beakta överhettningriskerna betydligt längre än sina europeiska kollegor. Vi räknar med viss sannolikhet för ytterligare en höjning och att en sänkning dröjer till efter årsskiftet.

Svagheterna i den japanska ekonomin innebär att **Bank of Japans** ambition att normalisera styrräntan skjuts på framtiden. Med förnyade risker för deflation, allt djupare nedgång på börsen samt en stark yen i spåren av minskad global riskvilja ter sig räntehöjningar mycket avlägsna. Situationen i **Kina** är diametralt annorlunda. Överhettningriskerna kräver fortsatta ekonomisk-politiska åtstramningar, som bl a innefattar räntehöjningar.

## Styrräntor

|                | Aktuell | Mars 2009 | Neutral |
|----------------|---------|-----------|---------|
| USA            | 3,00    | 2,00      | 4,25    |
| Euro-zonen     | 4,00    | 3,00      | 4,00    |
| Storbritannien | 5,50    | 3,50      | 4,50    |
| Sverige        | 4,00    | 3,00      | 4,25    |
| Norge          | 5,25    | 5,00      | 5,00    |

Källa: SEB

## Finanspolitiken får större roll?

Penningpolitiken utgör sedan länge den huvudsakliga stabiliseringspolitiska medicinen i en konjunkturnedgång. Även om räntepolitiken står för huvuddelen av den ekonomisk-politiska stimulansen även denna gång, kan finanspolitiken framöver komma att spela en större roll än på länge.

Vissa skäl, som bl a IMF lyft fram den senaste tiden, talar för att **viktiga delar av ekonomierna kommer att vara mindre påverkbara av räntestimulans än vanligt**. Ett annat argument för att finanspolitiken ska bära en större börda är att alltför låga räntenivåer hotar att ge upphov till förnyade obalanser.

I USA är tilltron till finanspolitiken stor och stimulanspaketet började designas så fort allvaret i konjunkturläget började klarna. Fed har också framhållit betydelsen av en snabb om än tillfällig finanspolitisk insats. I Europa är inställningen annorlunda. Bristande disciplin kring offentliga budgetmål, främst inom stabilitetspaktens ram, har stått i fokus i den finanspolitiska debatten. Denna handlar visserligen i grunden om problem kring den låga strukturella nivån på det offentliga sparandet. Detta tycks dock ha spillt över i en allmän misstro mot möjligheten till att finanspolitiska stimulansåtgärder kan sättas in i rätt tid.

Sammantaget räknar vi nu ändå med en aktiv roll för finanspolitiken i de flesta länder. Den sammanlagda

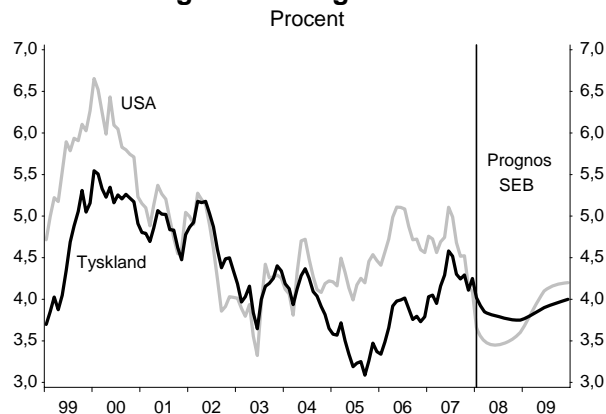
effekten av expansiva åtgärder och cyklisk påverkan gör att vi får se en ganska kraftig försämring av de offentliga finanserna de närmaste åren.

## Viss potential för fallande långräntor

Obligationsräntorna har fallit kraftigt det senaste halvåret. Räntemarknaden anpassade sig snabbare än aktiemarknaden till en betydande nedgång i ekonomin. Vår prognos om att omfattande centralbankssänkningar är på väg talar för en viss ytterligare fallhöjd för långräntorna.

Samtidigt finns också argument för att denna inte längre är så stor. Trots vår relativt optimistiska syn på inflationen lär en högre inflationstakt lägga ett något högre golv för de långa räntorna jämfört med situationen 2003 och 2004, då deflationshotet föreföll överhängande. Försvagningen av det offentliga sparandet kommer därtill att ge upphov till en ganska stor utbudsökning av statspapper vilket på marginalen pressar upp räntenivån något.

## 10-åriga statsobligationsräntor



Källor: Reuters EcoWin, SEB

Sammantaget räknar vi med att räntan på amerikanska statsobligationer bottenar på 3,45 procent i mitten på året. I Tyskland pressas långräntorna även under hösten till följd av ECB:s sänkningar och når 3,75 procent vid årets slut. Riksbankens räntesänkningar sammanfaller i hög grad i tiden med ECB:s. Detta bidrar till små rörelser i långräntespreaden. Vi räknar dock med en återgång till normalförhållandet med en viss positiv räntespread mellan Sverige och Tyskland. Den starka norska konjunkturen bidrar till att ränteskillnaden gentemot Tyskland återigen ökar något framöver och ligger runt 50 räntepunkter.

## Låg börsvärdering, men fortsatta risker

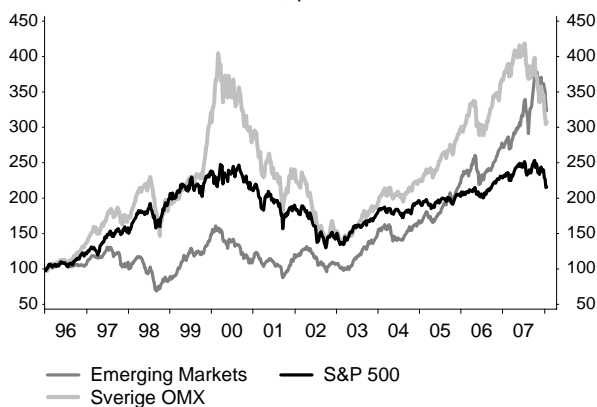
Försämrade konjunktursikter har de senaste månaderna utlöst kraftiga nedgångar på världens börser. Nedgången i de breda amerikanska börsindexen har varit förhållandevis måttlig, bl a beroende på stöd från den svaga dollarn, medan nedgången på de nordiska börserna gått betydligt längre.

Vårt makrosenario innebär att ytterligare tillväxtsbesvikelser är att vänta den närmaste tiden. Det torde också innebära att det finns viss potential för besvikelser på vinstsidan, vilket sätter ytterligare press på börserna. Vi räknar därför med ett fortsatt oroligt börsklimat den närmaste tiden.

Värderingen på aktiemarknaden har dock kommit ned till historiskt låga nivåer. Det innebär att fallhöjden borde vara ganska begränsad om den ekonomiska avmattningen inte blir djupare än vi förutspår. Givet historiska erfarenheter av samspelet mellan räntesänkningar, konjunktur, likviditet och börsrörelser är det därför troligt att börsutsiktorna ljusnar framåt sommarens.

## Börsutveckling

Index, procent



## Euron nära toppen

De europeiska valutorna har de senaste åren fått bära en stor börda när det gäller anpassningar för att komma tillrätta med de globala obalanserna. Den japanska ekonomins svaghet har inneburit en trendmässig försvagning av yenen, som förmodligen bara tillfälligt brutits av den innevarande kreditkrisen. Den kinesiska apprecieringen gentemot USD har visserligen intensifierats på senare tid, men sker ändå så långsamt att den parallella dollarförsvagningen blockerat anpassningsprocessen i valutarrelationerna mellan Kina och Västeuropa.

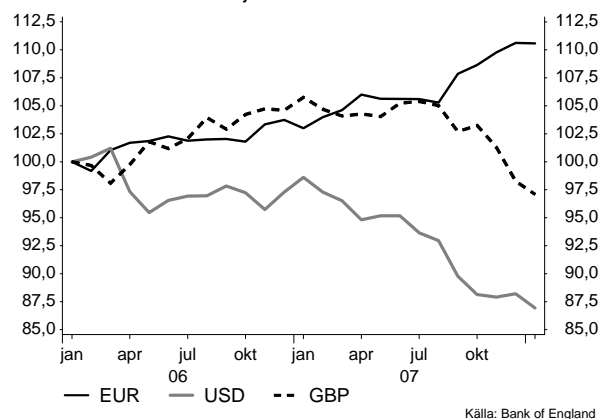
Det senaste halvårets fall för det brittiska pundet har ytterligare ökat bördan för euron när det gäller anpassningen. I effektiva termer har apprecieringen av euron accelererat kraftigt det senaste året.

Vi räknar med en ytterligare förstärkning av euron den närmaste tiden. Feds aggressiva räntesänkningar och en fördjupad nedgång i den amerikanska ekonomin dominerar valutarörelserna ytterligare en tid. Vår prognos är att EUR/USD toppar på 1,54 på under våren. Samtidigt fortsätter euron att förstärkas mot pundet när Bank of England genomför kraftfulla räntesänkningar.

Efter hand förskjuts fokus mot svagheterna i Västeuropa och ECB:s sänkningar samtidigt som man börjar se slutet på Feds sänkningscykel. Det innebär att vi ser utrymme för en gradvis återhämtning för USD till 1,40 mot euron.

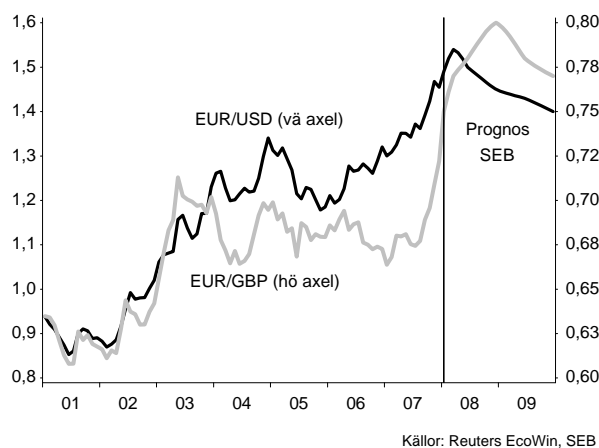
## Effektiv växelkurs

Index januari 2006 = 100



En fortsatt svag riskapitet präglar även andra valuta-prognoser den närmaste tiden. Det innebär att den japanska yenen ligger på förhållandevis starka nivåer runt 105 mot USD den närmaste tiden. Därefter sker en gradvis försvagning till 118 mot slutet av nästa år.

## Växelkurser EUR/USD och EUR/GBP



Även den svenska kronan får svårt att stärkas gentemot euron i rådande miljö. Vi räknar med att EUR/SEK ligger kvar runt 9,45 under våren. Förstärkningen av den svenska kronan blir därefter mycket måttlig. Vi räknar med EUR/SEK runt 9,30 vid årets slut. Den norska kronan får fortsatt stöd av att den starka ekonomin håller tillbaka Norges Banks räntesänkningar ytterligare en avsevärd tid.

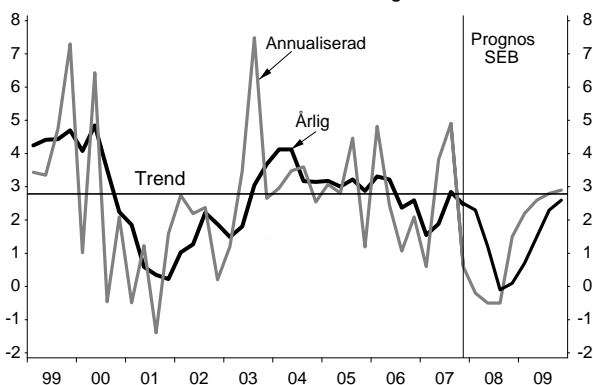
## Recession under 2008

- Fallet på bostadsmarknaden fortsätter
- Arbetslösheten stiger till 6,5 procent
- Kärninflationen faller tillbaka
- Styrräntan sänks till 2,00 procent

Den amerikanska ekonomin går nu in i en recession. Kombinationen av allt stramare kreditförhållanden, fallande huspriser och en svagare arbetsmarknad ger upphov till en negativ dynamik som gör att nedgången blir djupare än vi tidigare trott. Efter det tredje kvartalets starka tillväxtsiffror bromsade ekonomin in kraftigt under fjärde kvartalet. BNP-tillväxten stannade vid 0,6 procent. Vår bedömning är att nedgången accelererar och att BNP-tillväxten blir negativ under årets tre första kvartal. **BNP-tillväxten väntas som årsgenomsnitt stanna vid 0,9 procent i år och 1,8 procent nästa år.**

Fed fortsätter att stötta ekonomin och vi räknar med att **styrräntan sänks till 2,00 procent under 2008.** Detta innebär att vår tidigare duvaktiga ränteprogno justeras ned med 150 punkter jämfört med *Nordic Outlook* i november. Feds kraftfulla agerande, finanspolitisk stimulans, svag dollar och en relativt hygglig omvärldsefterfrågan bidrar till att mildra nedgången.

**USA: BNP-tillväxt**  
Procentuell förändring



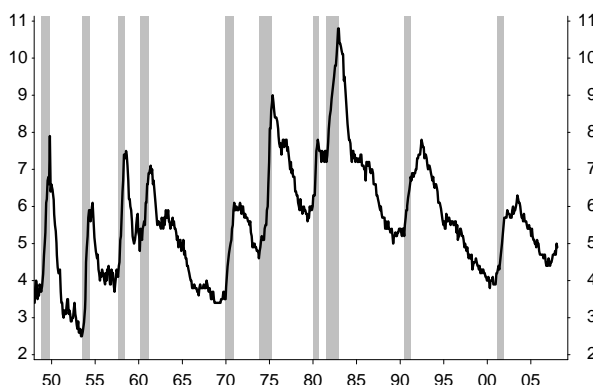
Källor: BLS, SEB

Många indikatorer har passerat den gräns som är förenlig med den typ av "mid-cycle correction" som tidigare utgjort vårt huvudscenario. Industrikonjunkturen har försvagats, trots en stark exportuppgång. Inköpschefsindex (ISM) inom industrin har fallit tillbaka det senaste halvåret och Feds index över industriproduktionen föll under det fjärde kvartalet. Effekten på hushållssektorn börjar också bli tydliga. Konsumentförtroendet har sjunkit och detaljhandelsförsäljningen föll i december.

Tydliga recessionssignaler kommer också från arbetsmarknaden. I december uppgick arbetslösheten till 5,0 procent och låg kvar kring den nivån i januari. Det kan jämföras med 4,4 procent tio månader tidigare. En så

stor uppgång har de senaste 60 åren utan undantag resulterat i att ekonomin sedermera gått in i recession. Även andra indikatorer på arbetsmarknaden pekar nedåt. Sysselsättningen (enligt Household Survey) växer nu långsammare jämfört med inledningsfasen av de senaste två recessionerna. Många företag står redan i begrepp att minska personalstyrkan, vilket framgår av att det s k diffusionsindexet fallit en bra bit under 50-strecket.

**USA: Arbetslöshet**  
Procent



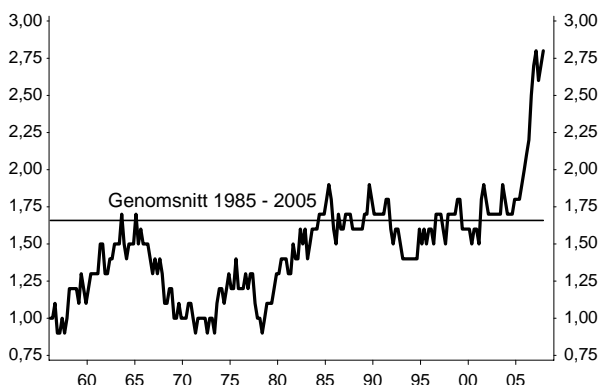
Källor: BLS, NBER

Även om indikatorbilden ännu inte är entydig talar mycket för att de negativa tendenserna kommer att förstärkas ytterligare. Stora kreditförluster lamslår i vissa avseenden det finansiella systemet. Kreditstramning i kombination med fallande huspriser och svagare arbetsmarknad kommer att skapa en negativ spiral som kommer att dominera utvecklingen under 2008. Därigenom **bekräftas den makroekonomiska analysen den recessionsrädsla som dominerat på först räntemarknaden och efterhand också på aktiemarknaden.**

### Negativ spiral på bostadsmarknaden

Vi har tidigare förutspått att bostadsbyggandet och huspriserna ska fortsätta att falla under hela 2008. Den pågående kreditkrisen fördjupar nedgången. Också hushåll med god kreditvärdighet möter stramare

**USA: Vakansgrad, egnahem**  
Procent



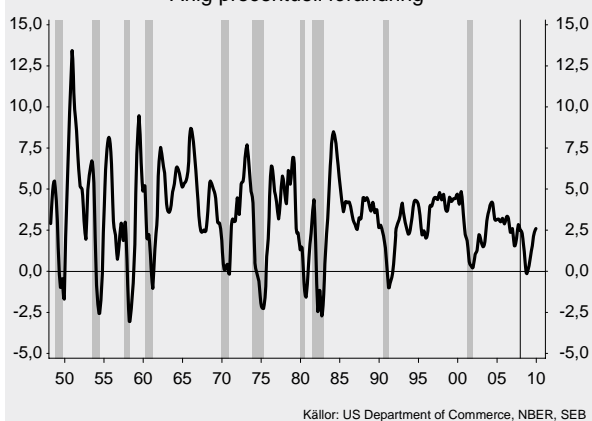
Källa: Bureau of the Census



## Amerikanska recessioner

Enligt NBER (National Bureau of Economic Research) som ansvarar för konjunkturdateringen i USA, kännetecknas recessioner av att aktivitetsnivån i olika nyckelvariabler (real BNP-tillväxt, reala inkomster, sysselsättning, industriproduktion, detalj- och grossisthandel) toppat och är på väg ner. Den vanligt förekommande definitionen – två på varandra följande kvartal med negativ BNP-tillväxt – är alltså inte den officiella. BNP-tillväxten brukar dock falla under några kvartal vid recessioner så definitionerna sammanfaller ofta.

**USA: BNP och recessioner**  
Årlig procentuell förändring



Källor: US Department of Commerce, NBER, SEB

Sedan andra världskriget har NBER identifierat tio recessioner. Tidigare amerikanska recessioner ger vid handen att **aktiemarknaden toppar ungefär ett halvår innan recessionen börjar** och faller med omkring 25 procent från toppnivån. **Fed sänker räntan med sammanlagt 400 punkter** och reala styrräntan faller under nollstrecket. BNP-tillväxten i årstakt **bottnar på -1 procent. Arbetslösheten stiger med 3 procentenheter och recessionen varar i tio månader** innan ekonomin vänder upp igen.

En annan observation är att recessioner som domineras av en konsumtionsnedgång tycks vara mer segdragna än de som är investeringsledda. År 2001 var det företagen som drog ned på investeringarna, medan vi nu främst ser konsumtionsdominerad nedgång framför oss.

## Recessionsjämförelser

Konjunkturbotten, årlig %-förändring resp. %-enheter

|                       | 2008* | 2001  | 1990  | 1981  |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|
| BNP                   | -0,1  | 0,2   | -1,0  | -2,7  |
| Privat konsumtion     | 0,2   | 1,9   | -0,4  | 0,0   |
| Privata investeringar | -5,0  | -11,7 | -5,2  | -9,6  |
| Arbetslöshet**        | 2,0   | 2,4   | 2,8   | 3,6   |
| Fed funds             | -3,25 | -4,75 | -5,25 | -11,0 |

\*Prognos SEB

\*\*Totala arbetslöshetsökningen

kreditvillkor, vilket bidrar till att förstärka nedgången på såväl pris- som volymsidan.

Trots att antalet påbörjade nybyggnationer mer än halverats sedan toppnivån (januari 2006) har inte överutbudet av bostäder minskat nämnvärt. Vakansgraden är fortfarande på de högsta nivåer som uppmäts. Först en bit in på nästa år väntas bostadsutbudet vara i nivå med efterfrågan. **Vi räknar med att huspriserna då har fallit med 15-20 procent från toppen 2006.** Bostadsinvesteringarna som andel av BNP ligger då på historiska bottennivåer.

Nedgången i bostadsbyggandet påverkar också andra branscher. Sektorer som byggvaruhandel, infrastrukturbyggande, mäklari, inredning samt bank och finans har expanderat kraftigt i kölvattnet av den tidigare byggboomen. Rimligen står vi nu inför en anpassning också inom dessa områden när nedgången på bostadsmarknaden fortsätter.

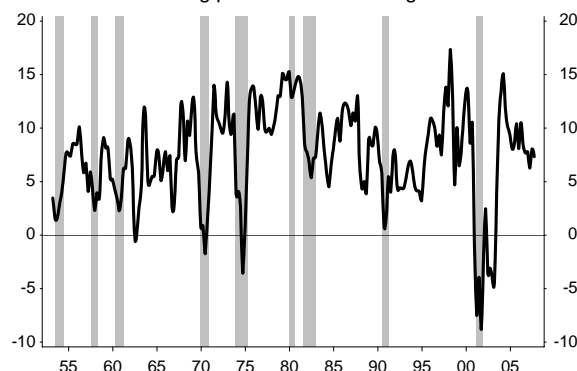
## Konsumtionen dämpas kraftigt

Hushållens konsumtion mattas kraftigt under 2008. Konsumtionen pressas från flera håll. Stigande arbetslöshet, lägre sysselsättningsstillväxt och hög inflation pressar ned realinkomsterna. Vi räknar med att ökningstakten i hushållens reala disponibla inkomster

dämpas från drygt 3 procent 2007 till 1,7 procent 2008.

Konsumtionen dämpas också via förmögenhetseffekten. Empiriska skattningar tyder på att ca 5 procent av en förändring i husförmögenheten slår igenom i ändrad konsumtion. Redan förra året dämpades konsumtionen något av husprisutvecklingen. Våra beräkningar tyder på att den konsumtionsdämpande effekten 2008 och 2009 motsvarar närmare en procentenhet. Börsfallet de senaste månaderna förvärrar situationen. Den totala förmögenhetstillväxten kommer sannolikt att falla tillbaka markant under 2008.

**USA: Nettoförmögenhet**  
Årlig procentuell förändring



Källor: Federal Reserve Board, NBER

Vi räknar med ett fall i hushållens konsumtion under såväl andra som det tredje kvartalet. Mätt som årsgenomsnitt dämpas konsumtionstillväxten från 2,9 procent 2007 till 0,7 procent 2008 för att därefter växa något snabbare 2009. Prognosen innebär att **sparandet stiger till drygt 2 procent** av de disponibla inkomsterna mot slutet av prognosperioden.

### Försiktigt investeringsbeteende

Investeringarna utanför bostadssektorn har hittills uppvisat en varierande utveckling. Robust tillväxt i många tjänstesektorer har inneburit en snabb ökning av byggandet av kommersiella lokaler. Att produktionsresurser frigjorts från bostadssektorn har säkert spelat en roll för uppgången i det övriga byggandet.

Vi räknar dock med att även investeringarna utanför bostadssektorn nu bromsar in. Detta beror delvis på stramare kreditförhållanden, framför allt gällande byggandet av kommersiella lokaler. Svagare efterfrågan och sämre vinstutsikter är också viktiga förklaringar till att vi reviderar ner investeringsprognosen. Vi räknar med ytterligare justeringar i vinstprognoserna det närmaste halvåret. Stark vinstutveckling utomlands kan knappast kompensera för nedgången eftersom endast omkring 20 procent av de amerikanska företagens vinster genereras i utlandet.

Sammantaget räknar vi med att företagens investeringar, mätt som årsgenomsnitt, stagnerar 2008 för att minska med ca 1,4 procent 2009. **Denna investeringsnedgång är relativt mild med historiska mått.** Att investeringsnivån är förhållandevis låg i utgångsläget talar för att behovet att minska investeringarna är mindre i dag jämfört med tidigare nedgångar.

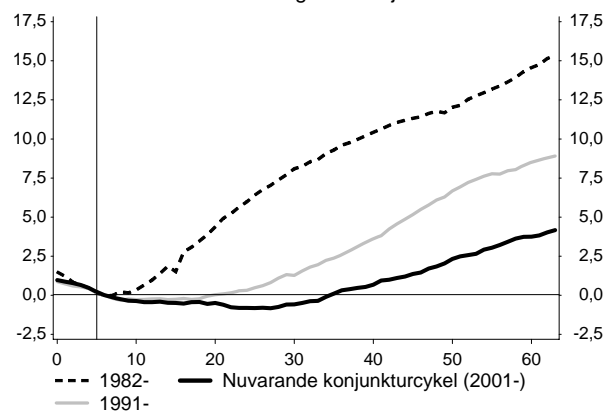
### Stigande arbetslöshet

Trots att ekonomin under längre tid växt långsammare än trend har arbetsmarknadsläget förblivit relativt stramt. Vi räknar nu med att företagen relativt snabbt kommer att parera ytterligare produktionsdämpning med personalnedskärningar. I år kommer därigenom sysselsättningen att minska med i genomsnitt 100 000 per månad.

Innan konjunkturuppgången befästs kommer företagen, liksom under de två föregående konjunkturcyklerna, att vara återhållsamma med nyanställningar. Arbetslösheten väntas därför stiga en bit in i 2009 och toppa på ca 6,5 procent under våren. Det innebär att uppgången stannar på omkring 2 procentenheter jämfört med det ett historiskt genomsnitt på 3 procentenheter under de 10 senaste recessionerna i USA. Ytterliga ett skäl till den relativt blygsamma arbetslöshetsuppgången är att det numera finns en tydligare koppling mellan vinst och lönekostnad i många företag. Detta talar för att företagen inte behöver skära ner

personalstyrkan fullt lika mycket när efterfrågan och vinster viker ner. Därtill kommer att den underliggande trendtillväxten i arbetsutbudet har blivit lägre under senare år. En given dämpning i sysselsättningen ger därmed inte ett lika stort utslag i arbetslösheten som tidigare.

**USA: Sysselsättningen under tidigare cykler**  
Procentuell förändring från konjunkturbotten

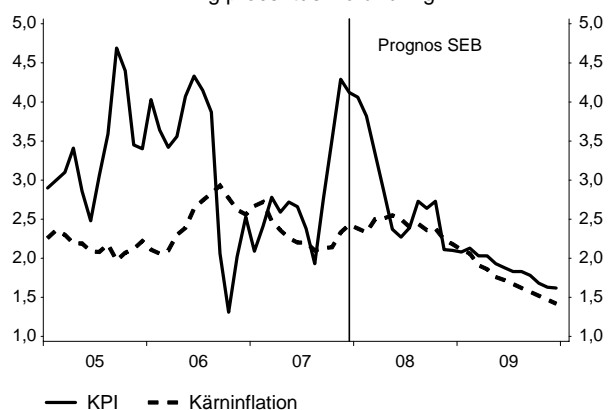


Källa: BLS

### Kärninflationen faller tillbaka

KPI-inflationen har stigit i snabb takt under hösten. I början av 2008 toppar inflationen över 4 procent driven av energi- och matpriser. Även om inflationen sedan faller tillbaka relativt snabbt innebär vår prognos att KPI-inflationen i år ligger omkring 3 procent för fjärde året i rad.

**USA: Inflation**  
Årlig procentuell förändring



Källor: BLS, SEB

Även kärninflationen, som föll tillbaka under merparten av 2007, steg mot slutet av året. En viktig orsak till att kärninflationen vänt uppåt är stigande hyreskostnader. Utvecklingen på bostadsmarknaden har ökat efterfrågan på hyreslägenheter, vilket pressat upp hyresnivåerna. På sikt talar mycket för att kärninflationen kommer att dämpas. Bostadskomponenten (shelterkomponenten) brukar reagera på räntesänkningar med viss eftersläpning. Kärninflationen bör dessutom reagera på avmattningen i ekonomin. Det historiska sambandet tycks peka på att **kärninflatio-**

**nen reagerar på en förändring i arbetslösheten med ca ett års eftersläpning** vilket talar för en cyklisk dämpning i kärninflationen under det andra halvåret i år.

Sammantaget innebär vår prognos därför att kärninflationen ligger kvar något över 2 procent som genomsnitt för 2008, för att därefter falla 2009. Kärninflationen i den privata konsumtionsdeflatoren ligger trendmässigt lite lägre än kärn-KPI, varför denna bedöms hamna runt 1½ procent som genomsnitt för 2008, mitt i det av Fed identifierade "målintervallet" på 1-2 procent.

### Stimulanspolitik lindrar nedgången

Vår sammantagna bedömning är att ekonomin så sakteliga kommer att vända upp kring årsskiftet, men att även 2009 kommer att bli ett år med BNP-tillväxt under den trendmässiga. Nedgången i den inhemska efterfrågan blir djupare än vad som ligger i konsensusbilden. Recessionen blir dock relativt mild med historiska mått mätt. Med undantag för 2001 har BNP-tillväxten regelmässigt fallit i årstakt under recessioner. Nu förutser vi att **BNP-tillväxten i årstakt bottnar runt nollstrecket i slutet av 2008.**

Förloppet karaktär grundar sig på historiska paralleller, antagande om den ekonomiska politiken samt speciella karaktärsdrag i den innevarande nedgångsdynamiken. Den senaste recessionen år 2001 var i huvudsak investeringsledd. Företagen drog kraftigt ned på investeringsverksamheten, medan Feds stora räntesänkningar i kombination med lägre skatter bidrog till att hålla uppe hushållens konsumtion. Den recession vi nu ser framför oss påminner i flera avseenden mer om nedgången i början på 1990-talet. Denna drevs av en markant konsumtionsnedgång initierad av krisen i sparbankssektorn och delvis kopplad till en inbromsning på bostadsmarknaden.

Anpassningsbehoven på bostadsmarknaden är nu så stora att de lär pågå längre än en historiskt normal

### Sparbankskrisen i USA

Försiktighet är påkallad när det gäller att jämföra den nu aktuella bolånekrisen med USA:s sparbankskris i slutet av 1980-talet och början av 1990-talet. Sparbankskrisen följde på olika avregleringar som gav upphov till ett överdrivet risktagande i lån till bl a en fastighetsmarknad som var i stigande fas. Sparbankskrisen ses allmänt som den största finansiella krisen sedan den stora depressionen på 1930-talet.

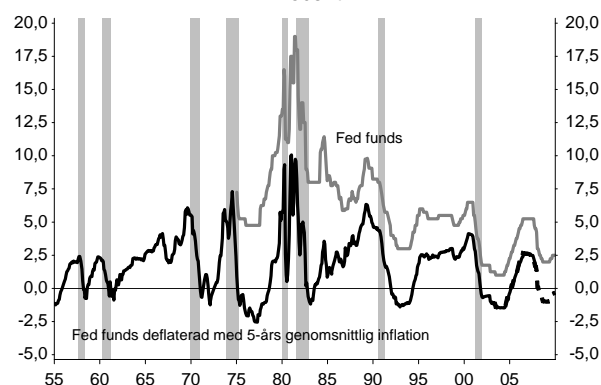
Ett tusental sparbanker gick omkull eller omstrukturerades. Kostnaden för att rädda sparbankssektorn blev ca 160 miljarder dollar – motsvarande drygt 2,5 procent av BNP – varav ca 125 miljarder dollar fick bäras av de amerikanska skattebetalarna. Den gängse uppfattningen är att det inte var sparbankskrisen som utlöste USA:s recession i början av 1990-

recessionsperiod. Detta är också i linje med det historiska mönstret att konsumtionsledda nedgångar tenderar att vara mer utdragna än investeringsledda.

Å andra sidan finns faktorer som talar för att nedgången inte blir alltför djup och utdragen. Ett viktigt skäl till detta är draghjälp från utrikeshandeln. I högre grad än tidigare får amerikanska exportföretag hjälp av en svag dollar och motståndskraftig efterfrågetillväxt i omvärlden. Detta är sin tur paradoxalt nog en följd av den amerikanska ekonomins minskande globala dominans. Omvärldens beroende av handel med USA har minskat trendmässigt under 2000-talet.

Den ekonomiska politiken spelar naturligtvis också en nyckelroll. Att Fed redan sänkt styrräntan med 225 räntepunkter innebär att man har varit ovanligt proaktiv i sitt agerande. Vi räknar med att Fed sänker Fed fundsräntan ytterligare till 2 procent vilket i kombination med vår inflationsprognos innebär att den reala styrräntan faller ned under noll. Penningpolitiken får därigenom en tydligt expansiv inriktning.

**USA: Real och nominell styrränta**  
Procent



Källor: Federal Reserve Board, NBER

Under slutet av 2008 kommer konsumenter, företag och finansiella institutioner att känna effekterna av en lättare penningpolitik. I kombination med finanspolitiska åtgärder talar detta för att ekonomin återhämtar sig

talet, men den var sannolikt en bidragande kraft. Kreditvillkoren stramades åt, vilket inverkar negativt på tillväxten.

USA:s centralbank har gjort bedömningen att kreditförluster direkt relaterade till de s k subprime-lånen sannolikt kommer att uppgå till ett par hundra miljarder dollar. Vi bedömer att detta är det belopp Fed anser motsvarar realiserade kreditförluster. Därutöver tillkommer orealiserade förluster för olika kreditprodukter som uppkommit till följd av ett kraftigt höjt pris på risk på kreditmarknaden. Om slutnotan för subprimekrisen stannar vid 350 miljarder dollar kommer den att vara lika omfattande som sparbankskrisen, mätt i dagens penningvärde.

### Maktskifte på väg

Erfarenhetsmässigt har det ekonomiska läget stor betydelse vid amerikanska presidentval. Det svaga ekonomiska läget talar därför för maktskifte och en demokratisk seger i höstens presidentval, vilket också opinionsmätningar tyder på. Det är sällsynt att presidentval genomförs i ett läge med så svag ekonomi som den vi förutser i år. Sedan andra världskriget har bara ett presidentval hållits under pågående recession; när Ronald Reagan 1980 vann stort över den sittande presidenten Jimmy Carter. 1992 bidrog troligen också en svag ekonomi till att fälla en sittande president när Bill Clinton besegrade George Bush.

under loppet av 2009, trots att anpassningen på bostadsmarknaden fortsätter att tynga. Vis av tidigare erfarenheter då alltför långa perioder med lätt penningpolitik bidragit till uppblåsta tillgångspriser, kommer Fed sannolikt att åter börja normalisera penningpolitiken under slutet av 2009, d v s relativt snart efter det att den ekonomiska återhämtningen påbörjats.

### Mer expansiv finanspolitik på väg

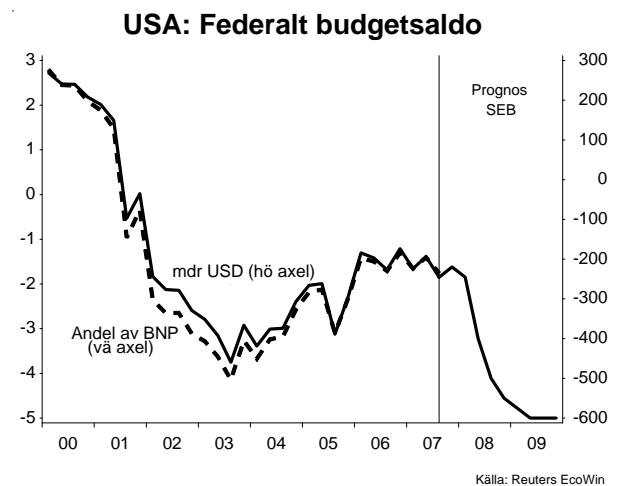
Det finanspolitiska paket som Bushadministrationen hittills aviserat motsvarar ungefär 150 mdr USD eller omkring 1 procent av BNP. Planen innefattar skattelättnader till både hushåll och företag. Vi utgår i prognosen från att ytterligare finanspolitiska åtgärder motsvarande ½-1 procent genomförs i takt med att ekonomin försvagas och presidentvalet närmar sig.

De offentliga finanserna har förbättrats på senare år, men underskottet kommer nu att öka kraftigt som en följd av de finanspolitiska stimulanserna i kombination med cykliska effekter. Enligt kongressens budgetkontor (CBO) har budgeten med automatik försvagats med mellan 1 och 3 procent av BNP som en följd av sviktande inkomster och stigande utgifter i tidigare recessioner. Spegelbilden av detta är en efterfrågestimulans genom s k automatiska stabilisatorer.

På längre sikt bidrar demografiska påfrestningar till att öka osäkerheten avseende hållbarheten i de offentliga finanserna. Detta minskar åtgärdernas stimulanseffekt eftersom hushållen räknar med att tillskottet endast blir temporärt. Att sparkvoten dessutom är betydligt lägre i dag kan tala för att skattelättnaderna, när de

Valutgången lär inte påverka konjunkturutvecklingen i så hög grad. En tillträdande demokratisk president, vare sig det blir Hillary Clinton eller Barack Obama, lär fortsätta att förstärka den finanspolitiska stimulanspolitiken. På längre sikt är det svårare att sia om utvecklingen. De protektionistiska krafterna är av tradition starkast i det demokratiska lägret och det man hittills kunnat utläsa av valkampanjerna tycks inte ha ändrat på detta. Samtidigt finns åtskilliga exempel på att växlingar i Vita huset mellan demokratiska och republikanska presidenter utgjort förnyelseinjektioner för amerikansk ekonomi och politik.

kommer hushållen tillhanda, får mindre effekt jämfört med 2001.



Sammanfattningsvis bidrar den ekonomiska politiken till att dämpa nedgången. Effekterna av såväl penning- som finanspolitik kommer dock med sådan fördröjning att det inte är troligt att en recession förhindras. Däremot understöds återhämtningen under slutet av 2008 och 2009. Sett i ett historiskt perspektiv ter sig stimulansdosen som ganska normalkraftig för en recession. Möjligen har medicinen satts in i ett lite tidigare skede än normalt, vilken kan förbättra verkningens graden.



## Svagare motståndskraft

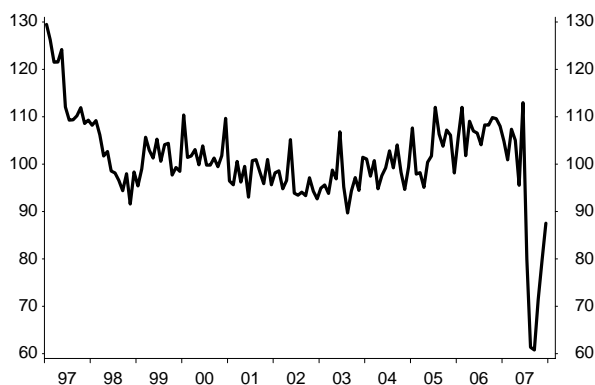
- Tudelad ekonomi
- Ökade inhemska nedåtrisker
- Bank of Japan ligger still

Återhämtningen efter ”det förlorade decenniet” har tappat fart under det senaste året. I synnerhet har den inhemska efterfrågan varit en besvikelse med en trevande konsumtionsuppgång och en avmattning i investeringskonjunkturen. Med kvarvarande svagheter i den inhemska ekonomin och en inbromsning i den globala konjunkturen mattas tillväxten ytterligare. Vi räknar med att **BNP-tillväxten faller till 1,2 procent 2008 för att sedan återhämta sig något till 1,5 procent 2009.**

Den japanska exporten har hittills hållits uppe relativt väl trots avmattningen i den amerikanska konjunkturen. Exporten till andra asiatiska länder, inte minst Kina, har ökat starkt. De japanska exportföretagen har dragit nytta av att den tidigare yenförsvagningen och låga löneökningar stärkt konkurrenskraften. Exportindustrins humör hålls också uppe hyggligt i den viktiga Tankan-undersökningen. Mindre och medelstora företag som i huvudsak är inriktade på hemmamarknaden är väsentligt mer pessimistiska. Detta avspeglar en fortsatt trög inhemsk ekonomi, men kan i någon mån också kopplas till stramare kreditförhållanden. Detta beror dock mer på nytt inhemskt regelverk än på smittoeffekter från den globala kreditoron. Japanska bankers försiktiga placeringsstrategi har inneburit att subprime-relaterade förluster varit små eller försumbara.

### Japan: Påbörjade bostäder

Tusentals enheter



Källa: Ministry of Land, Infrastructure and Transport

Flera krafter bidrar nu till att dämpa den inhemska efterfrågan i Japan. Striktare byggnormer, bl a i syfte att förbättra motståndskraften mot jordbävningar, har orsakat en dramatisk nedgång i aktiviteten. En viss

återhämtning har visserligen skett, men det är ändå möjligt att byggandet kommer att förbli svagt under en längre period. En minskande befolkning talar t ex i denna riktning. En viss ljuspunkt är å andra sidan att fastighetspriserna återhämtar sig, framför allt i storstadsregionerna.

Oppositionens seger i valet till överhuset har ökat den politiska osäkerheten. Val till underhuset kommer troligen att utlysas under 2008 och risken är att det regeringsbärande partiet LDP försvagas ytterligare. Det politiska dödläget har inneburit att den finanspolitiska konsolideringen stannat av och att hushållens pessimism tilltagit. Hushållens förtroendeindikator har fallit tillbaka till sin lägsta nivå på fyra år. Att nedgången på börsen varit större i Japan än i de flesta länder har också bidragit till detta.

Starkare arbetsmarknad talar å andra sidan för en viss återhämtning i den privata konsumtionen. Arbetslösheten har fortsatt att falla och är nu lägre än på nästan ett decennium. Hushållens starka förmögenhetsställning stöder också en viss uppgång i konsumtionen. Sammantaget bedöms den privata konsumtionen öka med i genomsnitt 1½ procent per år under 2008 och 2009.

Bank of Japan har under senare tid blivit något mer försiktig i sina bedömningar. Styrräntan har legat kvar på 0,5 procent sedan i februari i fjol. Svagare ekonomiska utsikter gör att någon höjning knappast blir aktuell det närmaste året, trots BoJ:s uppenbara strävan att ”normalisera” penningpolitiken. Inflationen har visserligen stigit relativt snabbt de senaste månaderna, men detta är nästan uteslutande en effekt av stigande priser på energi och i mindre grad på livsmedel. Starkare arbetsmarknad och stigande löneökningar har däremot knappast satt några spår i inflationsutvecklingen. Med en tillväxt som knappt når upp till trend och fortsatt strukturell lönepress kommer det underliggande inflationstrycket att förbli mycket svagt.

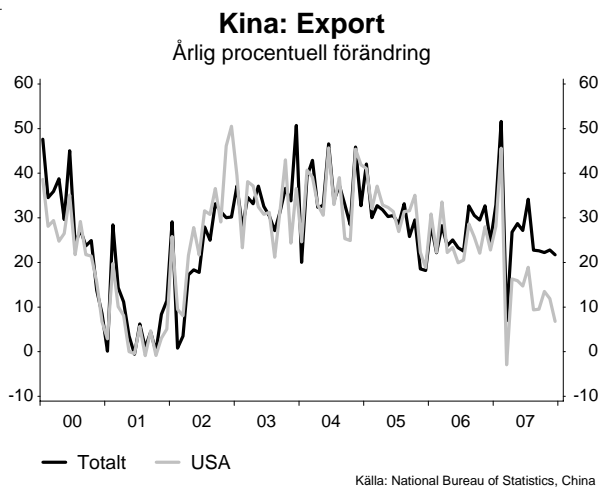
Den låga räntan innebär att det finns fortsatta motiv för att låna i yen och placera i mer högavkastande tillgångar. Försämrade riskaptit i kreditkrisens spår har dock gjort denna carry-trade mindre attraktiv. Givet vår bedömning att riskaptiten förblir svag under en stor del av 2008 räknar vi också med att detta stöttar yenen. Samtidigt finns nu signaler om att BoJ kan börja intervensera för att bromsa yens förstärkning. I slutet av 2008 är kursen 112 mot dollarn mot dagens 106.

## Lätt avkyllning

- Global avmattning påverkar
- Åtstramningarna intensifieras
- Fortsatta överhettningrisker

Kinas ekonomi fortsatte att rusa förra året med en BNP-tillväxt på över 11 procent. Vi räknar med att en kombination av **global avmattning** och **ekonomisk-politisk åtstramning** gör att **tillväxten dämpas** till 9,5 procent i år och 8,5 procent 2009 – **fortfarande en bit över det långsiktiga målet** på 7-8 procent.

Investeringar och export var som tidigare de centrala tillväxtkrafterna 2007. Utländska direktinvesteringar ökade med 14 procent till 83 mdr USD. Huvuddelen av dessa fortsatte att söka sig till de överhettade fastighets- och bilsektorerna, samt till annan exportkoppad tillverkningsindustri. **Exportökningen** – mätt i löpande USD – **låg kvar** på 27 procent, **trots en avsevärd dämpning av USA-exporten**. Det bryter med det historiska mönstret; under den globala konjunktur nedgången efter millennieskiftet följdes de båda kurvorna tätt åt. Förklaringen är främst en ökad intrahandel i Asien, men även stigande export till EU. Denna utveckling innebar att valutainflödet nådde nya rekordnivåer. Valutareserven uppgår nu till hisnande 1 500 mdr USD.



På kort sikt är det svårt att skönja någon ekonomisk inbromsning. Företagsbarometrar är på klara expansionsnivåer; inköpschefsindex för industrin är till exempel kvar runt 53-54. Efterhand tror vi dock att en viss inbromsning kommer till stånd.

Den globala avmattningen kommer att intensifieras betydligt, inte minst genom en ytterligare inbromsning av importefterfrågan från USA. Effekterna på den kinesiska ekonomin är visserligen svårbedömda. En **tumregel** från Världsbanken säger att en **minskning av amerikansk privat konsumtion** med 1 procent endast **dämpar kinesisk BNP** med 0,2 procent. Den

inbromsning vi förutser i USA mellan 2007 och 2008 skulle i så fall bara medföra 0,4 procents lägre tillväxt i Kina 2008. Liknande tumregler riskerar dock ofta underskatta de totala effekterna. Det är t ex troligt att spridningseffekter via lägre export till andra asiatiska länder blir betydligt större. En stor del av intrahandeln i regionen består av insatsvaror som också är beroende av slutkonsumenter på den amerikanska marknaden. Att avmattningen breddas till Europa bidrar också till en exportdämpning i Kina.

Dessutom **intensifieras den ekonomisk-politiska åtstramningen**. I fjol genomfördes sex räntehöjningar och tio höjningar av bankernas reservkrav. I slutet av året höjdes uppskrivningstakten av yuanen mot USD till cirka 7 procent i årstakt och vi räknar med ytterligare uppjustering av takten under 2008. Nya inslag i politiken är också på väg. I november ålades bankerna att frysa sin utlåning för resten av året. Samtidigt annonserades striktare kontroller av kreditgivningen med kvartalsmässiga begränsningar. Myndigheternas mål är att kredittillväxten 2008 inte får bli högre än 14-14,5 procent, vilket innebär en signifikant minskning från tidigare nivåer.

Inflationstakten steg närmast oavbrutet i fjol, från 2 till nästan 7 procent. Det berodde i hög grad på stigande matpriser. Men även andra priser har på senare tid börjat röra sig uppåt. För första gången på många år har myndigheterna svarat med priskontroller, samtidigt som skatter införts på spannmålsexporten. Effekterna av de vidtagna åtgärderna är osäkra men vi räknar med att **inflationstakten avtar långsamt** det närmaste året.



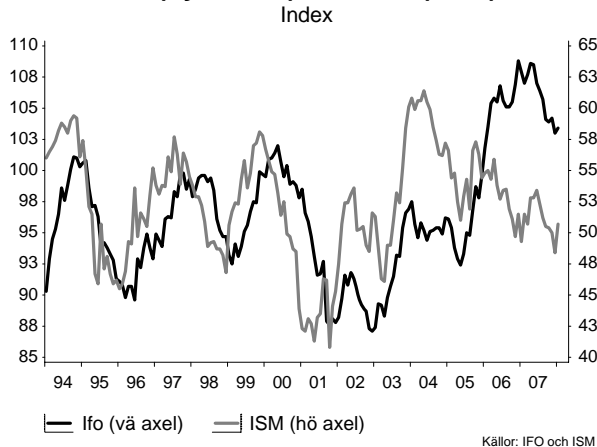
I ett läge då Kina styr mot mer uthålliga tillväxtnivåer kan den globala konjunktur nedgången bidra till att obalanserna lindras de kommande åren. I vilken grad den planekonomiskt präglade åtstramningspolitiken verkligen förmår att dämpa den allt mer marknadsorienterade ekonomin är dock fortfarande en öppen fråga. Därmed består också riskerna för en kommande hårdlandning.

## Tillväxt under trend i två år

- Exporten tappar nu fart
- Ingen konsumtionsuppgång i sikte
- Inbromsningen pressar kärninflationen
- ECB sänker refiräntan till 3,25 procent i år

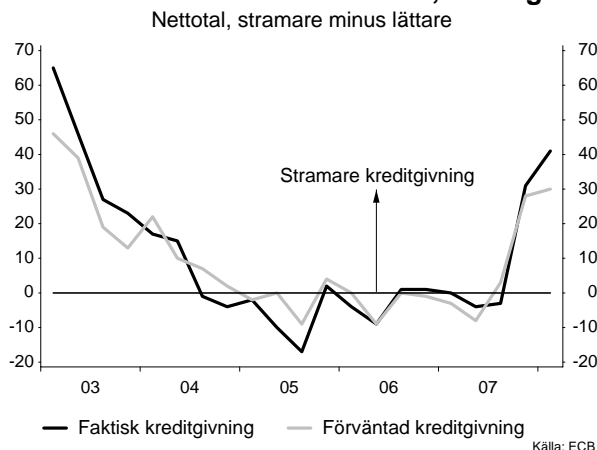
Konjunkturen i Euro-zonen är nu på väg att tappa fart. Effekterna från den amerikanska nedgången och kreditkrisen blir gradvis allt tydligare. Exporten pressas också av den starka euron och köpkraften urholkas av stigande energi- och matpriser. Vi räknar med att BNP-tillväxten dämpas till 1,3 procent i år för att sedan stiga något snabbare 2009. Orosmolnen kring inflationsutvecklingen skingras efterhand, vilket bidrar till att ECB sänker refiräntan till 3,25 procent under 2008.

### Ifo (Tyskland) och ISM (USA)



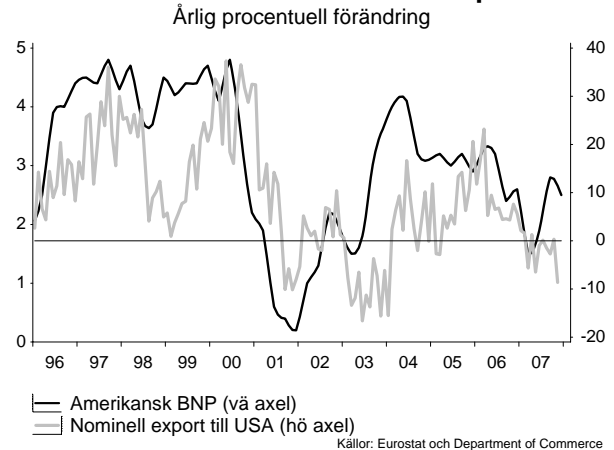
Ekonomi behöll sin styrka under en stor del av 2007, främst beroende på en fortsatt stark exportutveckling. BNP-tillväxten uppgick till 2,7 procent i årstakt under tredje kvartalet. Den senaste tiden har det dock börjat stå alltmer klart att en avmattning är på väg. Det viktigaste tyska Ifo-indexet har fallit tillbaka sedan högstanoteringen i april 2007, vilket indikerar att industrikonjunkturen har toppat för den här gången. ZEW-

### Euro-zonen: Kreditstandard, företag



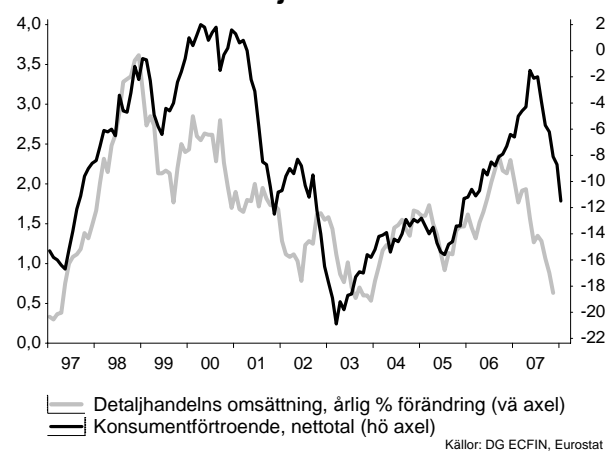
indexet, som speglar den tyska finansmarknadens ekonomiska framtidstro, har fallit kraftigt. I januari noterades den lägsta nivån sedan 1993, då den tyska recessionen kulminerade efter den korta återföreningsboomen i början på 1990-talet.

### USA-BNP och Euro-zonens export



Smittoeffekter från USA kommer via såväl exporten som finansiella kanaler. ECB:s barometerenkät för krediter och lån visar att företagens kreditvillkor har stramats åt påtagligt sedan andra kvartalet i fjol.

### Euro-zonen: Detaljhandel och förtroende



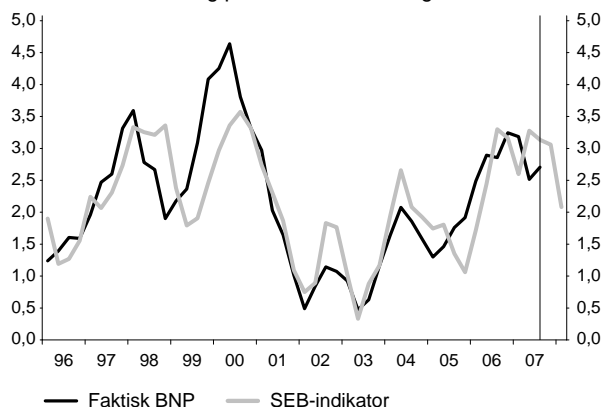
Exporten till USA har gradvis dämpats från en ökningstakt på runt 20 procent våren 2006 till en tydlig nedgång mot slutet av 2007, mätt i nominella termer. Det mesta tyder på att USA-exporten kommer att dämpas ytterligare i takt med att nedgången fördjupas och importefterfrågan i USA försvagas på bredare front.

Förändringar i **Euro-zonens exportstruktur dämpar dock avmattningen**. Exportandelen till USA har minskat från nästan 18 procent vid millennieskiftet till dagens 13 procent, samtidigt som exportandelen till snabbväxande ekonomier i Asien och Central- och Östeuropa har ökat. Det ökade handelsutbytet med Ryssland och Centraleuropa (Polen, Slovakien, Tjeckien och Ungern) är mest påtagligt – exportandelen har

här ökat från under 10 procent år 2000 till över 15 procent i dagsläget.

## Euro-zonen: BNP-tillväxt och tillväxtindikator

Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, SEB

En fortsatt stark arbetsmarknad, stigande löneökningar och en stark balansräkning i hushållssektorn bidrar också till att öka Euro-zonens motståndskraft. Den senaste tidens svaga detaljhandels-siffror i kombination med allt stramare kreditförhållanden gör det dock svårt att tro att hushållen fullt ut ska kunna ersätta exportindustrin som ekonomins draglok. Vår prognos innebär att **konsumtionsökningen stannar runt blygsamma 1½ procent i år och 2009.**

Vi räknar nu med att **BNP-tillväxten hamnar på 1,3 procent i år och något högre 2009**, vilket är lägre än i novemberprognosen. Vår kortsiktiga tillväxtindikator – som bygger på ett skattat samband mellan Euro-zonens tillväxt och ett urval ledande indikatorer – pekar på en BNP-tillväxt kring 2 procent i årstakt under första kvartalet i år och på en ytterligare dämpning under andra kvartalet. I såväl Tyskland som Frankrike växer BNP i år strax under 1,5 procent, medan den italienska BNP-uppgången stannar på ca 1 procent. Nedgången i Euro-zonen blir därmed inte lika kraftig som efter den spruckna IT-bubblan 2001-2003.

## Bostadsmarknad i gungning

Bostadsmarknaden är nu på väg att försvagas också i Euro-zonen. Trots att strukturen på bolånemarknaden är annorlunda tycks prisrörelserna i USA och Västeuropa ha varit påfallande synkroniserade de senaste decennierna. Studier från IMF visar att ca 25 procent av husprisuppgången i Euro-zonen saknar grund i den underliggande ekonomiska utvecklingen, vilket indikerar att det finns en fallhöjd också i Europa. Irland, Nederländerna och Spanien är länder som är speciellt utsatta med tanke på den tidigare långa perioden av kraftiga prisökningar. I flera länder har också byggvolymerna pressats upp till historiskt mycket höga nivåer. Vår bedömning är att även om ett flertal länder i Europa – i synnerhet Irland och Spanien – redan har

dragits med i en nedgång på bostadsmarknaden blir **den finansiella och realekonomiska påfrestningen mindre än i USA.** Den svaga tyska husmarknaden de senaste åren verkar stabiliserande i sammanhanget eftersom risken för dramatiska fall då blir lägre.

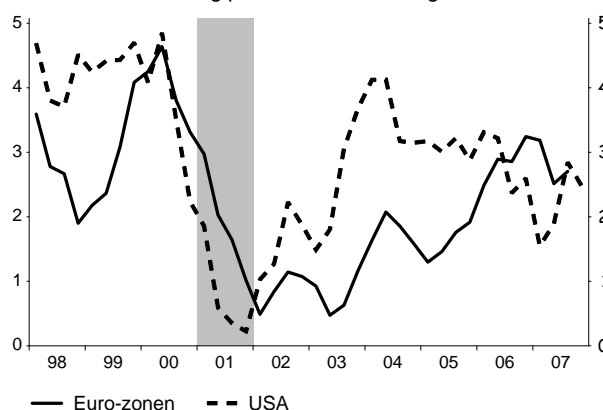
## Arbetsmarknaden planar ut

Än så länge har den ekonomiska avmattningen inte påverkat arbetsmarknaden. Arbetslösheten fortsätter att falla i de flesta länder. I Tyskland noterades ett nytt sexårslägsta i december, och tydliga fall kan också registreras i Italien, Frankrike och Spanien. Någon snar vändning på arbetsmarknaden går inte att skönja; än så länge skapas nya jobb i god takt och anställningsplanerna ligger kvar på hög nivå.

Att tillväxten nu faller tillbaka under trendmässig nivå talar ändå för en gradvis långsammare sysselsättningsökning och, så småningom, en utplaning och ökning i arbetslösheten. Vi tror att **arbetslösheten i Euro-zonen som helhet hamnar på 7,1 procent i år för att sedan stiga till 7,4 procent 2009.**

## BNP i Euro-zonen och USA

Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat och US Department of Commerce

## Stigande löner sent i konjunkturen

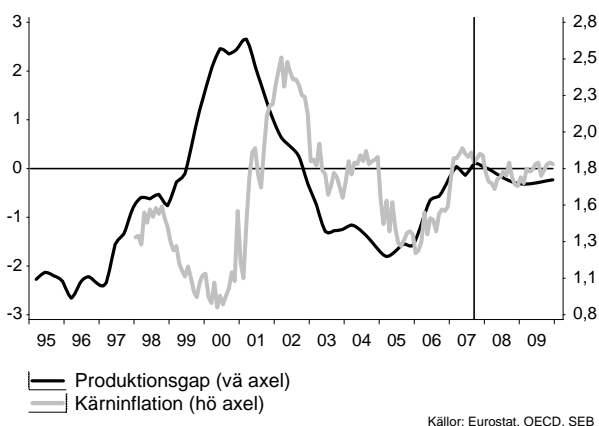
Flera tyska löneavtal slöts på högre nivå i fjol än på många år. Avtalen mellan IG Metall och metallarbetsgivarna innebär t ex löneökningar på ca 4 procent i år. På senare tid har det kommit ytterligare tecken på att lönerna är på väg upp. Efter flera års stagnation har det rests krav på **rekordhöga löneökningar i tjänstesektorn.** Fackföreningen Verdi (näst största fackföreningen efter IG Metall) har begärt **8 procents lönyft för sina medlemmar i den offentliga sektorn.** I andra sektorer ligger lönekraven mellan 4 och 8 procent. Kraven motiveras med stora företagsvinster och en försämrad köpkraft beroende på stigande inflation.

Förbundskansler Angela Merkel och arbetsmarknadsminister Olaf Scholz har uttalat ett visst stöd för kraven på högre löner. Socialdemokraterna vill dessutom införa **minimilöner i andra sektorer än postsek-**



**tor**, men Merkel håller emot. Flertalet ekonomer, däribland på ECB, har varnat för risken för en löneprisspiral i Euro-zonens största ekonomi. Vi bedömer dock den risken som liten eftersom avtalen endast omfattar ca 10 procent av arbetskraften och att **de faktiska avtalen brukar hamna en bra bit under kraven**. De senaste åren har dessutom enhetsarbetskostnaderna ökat betydligt långsammare i Euro-zonen än i de flesta andra jämförbara länder, vilket innebär att kostnadstrycket fortsätter att vara lågt.

## Euro-zonen: Kärninflation och produktionsgap



## Resursutnyttjandet dämpas efter hand

Arbetslösheten ligger nu i närheten av **traditionella mått på jämviktsarbetslösheten (NAIRU)** – den nivå som är förenlig med stabil inflation. På kort sikt finns därigenom en viss risk för stigande löneökningar, vilket också olika mått på arbetskraftsbrist indikerar. Även historiska samband mellan lägre arbetslöshet och framtida timlöner tyder på stigande

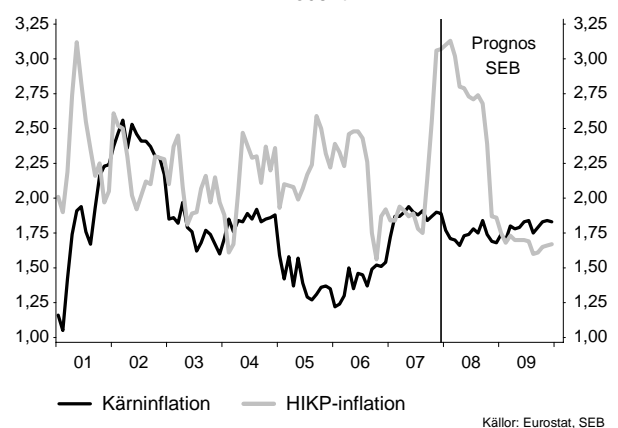
löneökningar. Vi räknar därför med att **timlöneökningarna växlar upp från dagens låga 2,5 procent till ca 3,5 procent nästa år**.

Produktionsgapet, skillnaden mellan faktisk och potentiell produktion, har fram till nyligen signalerat att **kostnadstrycket är på väg upp**. Vår BNP-prognos innebär dock att **produktionsgapet faller tillbaka något under 2008 och 2009**. Därmed minskar riskerna för att höga energi- och livsmedelspriser ska sprida sig till en generell inflationsuppgång.

## Inflationen över målet

Inflationen har ökat snabbt de senaste månaderna; från 1,7 procent i augusti till 3,1 procent i december. Stigande bensinpriser bidrar med 0,8 procentenheter till inflationen. Mycket talar för att HIKP-inflationen ligger kvar över 3 procent under hela första kvartalet.

## Euro-zonen: Inflation



## Statsfinanser försvagas

Som väntat hamnade den tyska budgeten på plus i fjol, för första gången på nästan 20 år. Överskottet är främst ett resultat av de senaste årens starka konjunktur och förstärkning i socialförsäkringssystemet, men finanspolitiska åtgärder, t ex höjd moms, har också spelat en roll.

Budgetförstärkningen var mest påtaglig på kommun- och delstatsnivå, men även den federala budgeten har förstärkts. Budgetsaldot skiljer sig ganska mycket åt mellan de tyska delstaterna. Ungefär hälften ligger fortfarande på minus och underskottet är mest besvärande i Berlins delstat Brandenburg.

**I takt med att den tyska ekonomin tappar fart kommer dock budgetläget att försämrans**; en vanlig tumregel är att 1 procentenhets lägre BNP-tillväxt minskar budgetsaldot med ca 0,5 procentenheter av BNP. I år bidrar också sänkta bolagsskatter och minskade avgifter till a-kassan till att statens inkomster går ned samtidigt som stigande löner i den offentliga sektorn drar upp utgifterna.

**Den franska regeringen räknar inte med att nå balans i budgeten förrän 2012.** President Sarkozy har haft stora problem med sin plan att rivstarta den franska ekonomin och – med sina egna ord – gräva fram fransk tillväxt med sina egna tänder, om det skulle behövas. Planerna på att ändra pensionsreglerna för statligt anställda har mötts med strejker och han har också tvingats backa från sitt vallöfte att varannan statsanställd som går i pension inte ska ersättas.

Vi räknar nu med att budgetsaldot i Euro-zonen som helhet försvagas framöver. Underskottet beräknas uppgå till mellan -0,5 och -0,8 procent av BNP i år och nästa år.

Livsmedelpriserna fortsätter troligen att stiga ytterligare – ökningstakten toppar på ca 5 procent kring halvårsskiftet.

Inflationstakten dämpas därefter gradvis i takt med svagare konjunktur och lägre inflationsbidrag från energi- och matpriser. **HIKP-inflationen hamnar på 2,7 procent i genomsnitt i år, och faller därefter tillbaka till 1,7 i genomsnitt 2009.** Kärninflationen ligger kvar under 2 procent under hela prognosperioden.

Fortsatt stram arbetsmarknad ytterligare en tid i kombination med vissa, om än anekdotiska, indikationer på högre löneökningar i Tyskland innebär en viss uppåt-risk på inflationsprognosen. Detta skall dock vägas mot risken att kredit- och finanskrisen drar ut på tiden och fördjupas och får större negativa realekonomiska effekter med lägre inflationstryck som följd. Vår bedömning är att **inflationsrisken är symmetrisk.**

## ECB sänker till 3,25 i år

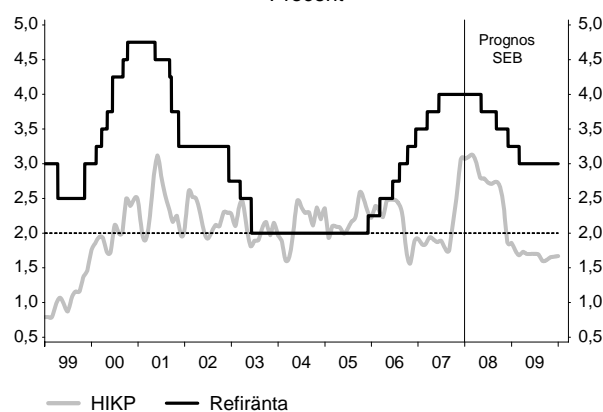
Vi räknar med att ECB under våren gradvis tonar ned sin i nuläget högaktiga retorik. Argumenten mot räntesänkningar i form av stigande penningmängd, stram arbetsmarknad och risken för att de höga energi- och matpriserna spär på inflationsförväntningar och lönekrav lär gradvis försvagas. Istället kommer fokus att förskjutas mot riskerna på tillväxtsidan. Ekonomisk avmattning, en stark euro och fördjupade finansiella risker talar för att **ECB sänker refiräntan till 3,25 procent under 2008.** Vi räknar med att dessa sänkningar inleds i maj.

Nedgången i USA blir av allt att döma kraftigare än vad ECB tidigare räknat med. Federal Reserve har redan sänkt sin styrrenta med 225 räntepunkter och aviserat att fortsatta stödåtgärder är på väg. De historiska erfarenheterna visar att **penningpolitiken i USA och Västeuropa nästan aldrig kommer helt i otakt.** Det är svårt att finna stöd för att dagens situation skulle vara så historiskt unik att detta mönster skulle brytas.

I början av en period med amerikanska räntesänkningar är det också vanligt att europeiska centralbanker vill dämpa förväntningar om räntesänkningar på

den här sidan av Atlanten. I detta syfte brukar man regelmässigt tona ned kopplingen och spridningsmekanismerna mellan USA och Västeuropa; en position som sedan efterhand brukar undermineras av den faktiska händelseutvecklingen. Att ECB genomförde räntesänkningar under åren 2001-2004 **trots att inflationen mestadels låg över 2 procent visar också på en mer pragmatisk inriktning av räntepolitiken** än vad retoriken ibland ger sken av.

**Euro-zonen: Inflation och refiränta**  
Procent



Källor: Eurostat, ECB, SEB

ECB:s agerande de senaste åren har stärkt bankens status och trovärdighet. Man var tidig med att visa tilltro till den ekonomiska återhämtningen och med en stark konjunktur i ryggen har man med fast hand väglett marknaden genom höjningscykeln. När nu konjunkturen viker och problemen, t ex när det gäller bostadsmarknaden, varierar kraftigt mellan olika länder kan påfrestningar och spänningar på nytt dyka upp inom ECB-samarbetet. Detsamma gäller stabilitetspakten där t ex underskotts målet kan begränsa utrymmet för finanspolitiska stödåtgärder i vissa länder. Vid riktigt stora påfrestningar kan det visa sig att stelheter och motsättningar inom samarbetet blir så stora att nedgången i Europa blir djupare än i USA **p g a brist på ändamålsenlig policyrespons.**

## Tillväxten halveras

- **Inhemsk efterfrågan viker**
- **Pundets ras fortsätter**
- **Kraftfulla räntesänkningar på väg**

Storbritanniens ekonomi bromsar in påtagligt 2008, efter drygt två år med stabil tillväxt över trend. I linje med våra tidigare prognoser kommer Bank of Englands (BoE) relativt skarpa penningpolitiska åtstramning 2006-2007 att bita på mixen av spekulativt uppdrivna huspriser och högt skuldsatta hushåll. Därtill förstärks nu nedgången av stramare kreditförhållanden och försämrade globala utsikter. En kraftfull omläggning av penningpolitiken, med räntesänkningar på totalt 225 räntepunkter inklusive den som genomfördes i december 2007, i kombination med sjunkande valuta räddar ekonomin från recession. **Tillväxten** väntas falla från cirka **3 procent** i fjol till **1,4 respektive 1,8 procent** de närmaste åren. Prognosen för 2008 är nedjusterad med ½ procentenhet sedan NO i november.

Precis som i USA har **hushållen huvudrollen** i konjunkturutvecklingen. Detaljhandelns försäljning föll i december och mycket talar för att detta är början på en trendmässig nedväxling i konsumtionstillväxten. En nedgång under senhösten i såväl olika tjänstebarmetrar som hushållens framtidstro talar också i denna riktning. Arbetsmarknaden är ännu stark och försvagningen under loppet av 2008 blir måttlig. Men hushållen **kläms av accentuerade svaghetstendenser på fastighetsmarknaden** i kombination med **fortsatt kreditåtstramning** i spåren av finansoron. Hushållen sparande stiger därmed från dagens mycket låga nivå och konsumtionsökningen dämpas från 3 procent förra året till 1½ procent i år.

Den långa prisuppgången på hus som startade i mitten av 1990-talet håller på att brytas. Tidigare har husmarknaden visat avmattningstendenser såväl år 2000 som 2005. Men nu är svaghetstecknen betydligt allvarligare. Halifax-mätningarna har visat månatliga nedgångar sedan september, med undantag av en troligen tillfällig uppstuds i december. Mäklarnas prisförväntningar i RICS-enkäten, som är en god ledande indikator, har aldrig varit lägre ställda sedan undersökningen startade för tio år sedan. Vi räknar med att huspriserna faller med cirka 10 procent 2008 och att prisfallet fortsätter även 2009.

Exporten går ännu relativt bra trots svag USA-export sedan ett år tillbaka – USA väger tungt i brittisk utrikeshandel och utgör cirka 15 procent av den totala exporten. För 2008-2009 väntas dock beskedliga ökningstal på 3-5 procent. Exporten hålls uppe av den **konkurrensfördel** som Storbritannien får via den **kraftiga pundförsvagningen**.

Inflationen vände åter uppåt i höstas efter vårens vikande trend och ligger åter strax över målet 2 procent. Den underliggande inflationstakten har fortsatt nedåt, men höga energipriser och kraftigt stigande prishöjningsplaner i grossist- och detaljandel gör att vi räknar med ett visst ytterligare inflationslyft på kort sikt. Vår prognos är därför att **inflationen**, mätt som årsgenomsnitt för **2008**, ligger  **kvar över 2 procent**. Dock kvarstår prognosen att inflationen går under målet 2009. Pundfallet utgör ingen stor inflationsrisk. Det historiska sambandet de senaste 25 åren mellan valuta- och prisförändringar är svagt.

### Storbritannien: Effektiv växelkurs

Index 100=Jan 2005



Källa: Reuters EcoWin

För BoE väger de växande nedåtriskerna i ekonomin betydligt tyngre än kvardröjande inflationsrisker. Den senaste tiden har man också uttryckt allt allvarigare farhågor beträffande den finansiella hotbilden. Vi räknar därför med mer **aggressiva räntesänkningar** än vad som nu prissatts av marknaden. Styrrentan sänks med 50 punkter såväl i februari som i maj. Räntan på nuvarande 5,50 procent väntas ligga på 4,00 procent vid årets slut. BoE följer därmed traditionen att snabbt följa i Feds fotspår när den globala bilden förmörkas.

Sedan vändpunkten i juli i fjol har pundet försvagats med över 9 procent, mätt i effektiva termer. Trots detta är valutan ännu övervärderad. Kursen ligger 4 procent över genomsnittet för de senaste 25 åren och underskottet i bytesbalansen är rekordstort. Därtill kommer räntemarginalen mot såväl USA som Eurozonen att krympa från dagens nivåer. Sammantaget räknar vi därför med att **pundet försvagas ytterligare**.

## Motståndskraften naggas

- **Inhemsk efterfrågan håller emot**
- **Avmattning i Euro-zonen påverkar**
- **Inbromsning i Baltikum, fortsatta obalanser**

Tillväxten i Central- och Östeuropa hålls uppe väl trots vikande världsekonomi. Skälet är fortsatt **gynnsamma förutsättningar för konsumtion och investeringar**. Ett **bestående högt inflationstryck gröper dock ur** en del av hushållens **köpkraft** och exporten dämpas något till följd av nedgången i Euro-zonen. Bytesbalansunderskotten ligger kvar på relativt höga nivåer.

**BNP-tillväxten i nio östländer**, inklusive Baltikum, dämpas **från 7 procent** i fjol **till 6 respektive 5,5 procent** de närmaste åren. För de flesta länder har **prognoserna skrivits ned** med 0,5-1,0 procentenheter jämfört med NO i november. Ukraina och Slovakien uppvisar snabbast BNP-tillväxt med cirka 7 procent per år. Ungern växer långsammast.

**Ryssland och Ukraina** väntas växa med 6-7 procent de kommande åren. Råvarupriserna dämpas, men ligger ändå kvar på tillräckligt höga nivåer för att stimulera ekonomierna. Ekonomierna fortsätter också att drivas av en uppgång i privat konsumtion, som delvis understöds av en kreditexpansion. Även investeringarna utvecklas starkt. I båda länderna förs en expansiv finanspolitik, trots inflationsproblem. Rysslands ekonomiska politik väntas inte förändras efter presidentvalet i mars.

Tre faktorer talar för att länderna i **Central- och Östeuropa** generellt sett klarar sig relativt lindrigt undan den globala konjunkturedgången:

- Inhemsk efterfrågan är den centrala drivkraften sedan ett par år tillbaka. Den privata konsumtionen stimuleras av hög lönetillväxt och i många länder också av en expansiv finanspolitik. Investeringarna får näring av EU:s strukturfonder och låga realräntor, även om investeringsaktiviteten nu dämpas något av global osäkerhet och viss kredittätstramning.
- Ekonomiska fundamenta har de senaste fem åren förbättrats i länder som Ryssland, Polen, Tjeckien och Slovakien. Det gör ekonomierna mer stabila och minskar sårbarheten vid global finansiell oro.
- De central- och östeuropeiska länderna har en mycket liten direkt amerikansk exponering i utrikeshandeln. Mindre än 5 procent av exporten går till USA.

Länderna i **Centraleuropa** kommer dock att **påverkas i högre utsträckning** när spridningseffekterna

från den amerikanska nedgången nu sköljer in över Västeuropa. Den relativt låga exportandelen till Euro-zonen räknat mot Polens BNP i tabellen nedan beror på att landet är en mer sluten ekonomi; andelen export till Euro-zonen är klart högre och likartad i storlek för de övriga länderna.

### Centraleuropas export, andel av BNP, %

|           | USA | Euro-zonen |
|-----------|-----|------------|
| Slovakien | 2   | 40         |
| Tjeckien  | 2   | 40         |
| Ungern    | 2   | 38         |
| Polen     | 1   | 17         |

Källa: SEB

## Trög nedgång i inflationen

Inflationen har stigit brant det senaste halvåret. I Centraleuropa (undantaget Ungern) rör det sig om en uppgång från låga nivåer, medan Baltikum, Ryssland och Ukraina har större inflationsproblem. Detta är delvis en konsekvens av stigande energi- och matpriser, men beror också på en längre period med högt resursutnyttjande. **Pristrycket avtar långsamt** och inflationen i Lettland, Ryssland och Ukraina ligger kvar över 10 procent i år.

**Penningpolitiken** fortsätter att **stramas åt i Polen och Tjeckien**. Vi räknar med att Tjeckiens styrränta höjs från 3,5 till 4,0 procent under våren, med risk för ytterligare höjningar därefter. Polens centralbank fortsätter att dra upp räntan efter höjningen till 5,25 procent i slutet av januari och den väntas ligga på 6,0 procent i höst.

Centralbanken i Ungern fortsätter att lätta på penningpolitiken. Räntesänkningarna försenas dock av svag valuta och nya inflationsimpulser. Slovakien anpassar sin penningpolitik inför vårens utvärdering av landets ansökan om inträde i Euro-zonen 2009. Harmoniseringen av räntan ned till ECB-nivå måste ske i långsam takt för att inte inflationsproblem ska uppstå. Vi tror att Slovakien klarar Maastrichtkriterierna och går över till euron den 1 januari 2009.

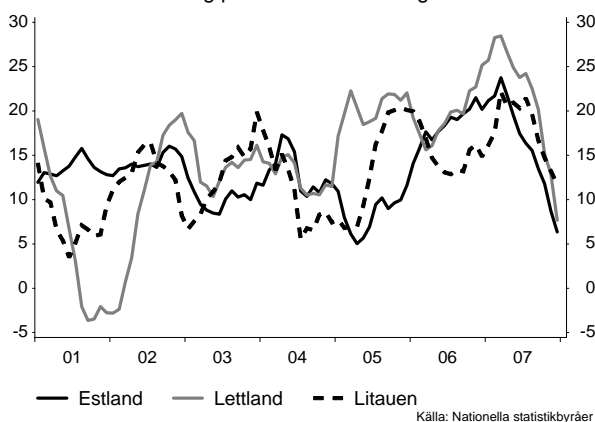
Polens och Tjeckiens **valutor** fortsätter att **appreciera** i år, även om en viss försvagning väntas på kort sikt. Även Slovakiens koruna stärks något inför euroanslutningen. Den ungerska forintens förblir svag, men faller inte ytterligare.



## Baltikum: Bred konjunktur nedgång

De baltiska ekonomierna **bromsar in markant** under 2008. Nästa år växer alla tre **under potentiell nivå**, efter fem-sex år med en i längden ohållbart hög tillväxt. **Stramare kreditvillkor** och högre räntor har det senaste året dämpat den extremt snabba kreditillväxten, och vi räknar med ytterligare moderering i år. En viss effekt av den något långsammare kreditexpansionen har på senare tid kunnat spåras i form av sviktande inhemsk efterfrågan. Flera tillväxtbromsar tillkommer nu i form av **svagare global efterfrågan**, samt i **Lettland** av en viss **åtstramning av finanspolitiken**.

**Baltikum: Detaljhandel**  
Årlig procentuell förändring



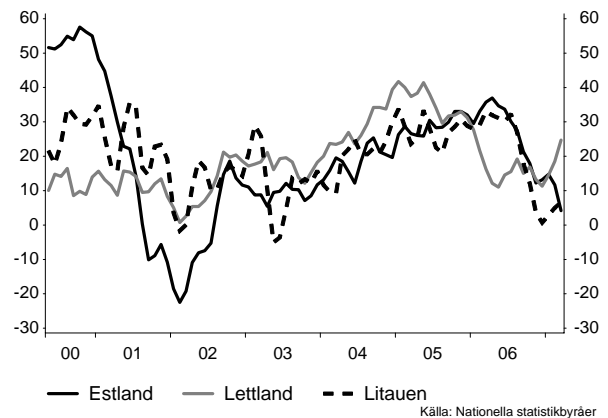
Ekonomierna fortsätter dock att präglas av **betydande obalanser de närmaste åren**. De stora **bytesbalansunderskotten** består då inte bara importen utan även exporten växlar ned. De extremt höga löneökningarna, mest accentuerade i Lettland, kulminerade troligen i slutet av 2007 och dämpas framöver. I Lettland och Litauen förblir **inflationen oroande hög** i år, medan en nedgång är på väg i Estland. Det senaste halvårets stigande energi- och matpriser, som väger tyngre i konsumentprisindex i Baltikum och andra östländer än i väst, har förvärrat inflationsbilden.

**Konkurrenskraften** har **urholkats** av de senaste årens accelererande lönetillväxt. Problemen har förvärrats av den appreciering av valutorna som skett i kölvattnet av eurons förstärkning. Det är dock svårt att än så länge spåra några allvarliga effekter av detta på exportsidan. Lettlands exporttillväxt hölls förra året uppe på hög nivå, medan Litauens och Estlands export sviktade. Det finns dock ett par speciella centrala förklaringar till tappet; i Litauen störningar i landets oljeraffinaderi, i Estland störningar i den ryska utrikeshandeln samt en neddragning i elektroniksektorn.

Vårt huvudscenario är att **euro-peggarna håller**. Grundproblemet i Lettland och Litauen är att den delvis kreditdrivna inhemska efterfrågan ännu är för stark. Riskbilden i Estland har nu snarare vänts till att

ekonomin går för snabbt nedåt. Slutsatsen blir att **riskerna för hårdlandning** i Baltikum **kvarstår**, främst i Lettland.

**Baltikum: Export**  
Årlig procentuell förändring



**Estland** är sedan ett år tillbaka inne i en bred konjunktur nedgång. Tillväxten dämpas nu ytterligare. Den sammanvägda sentimentsindikatorn för företag som hushåll har rasat till den lägsta nivån sedan Rysslandskrisen 1998-1999. BNP-tillväxten faller från cirka 7 procent i fjol till 3,0 respektive 4,0 procent 2008-2009. Stigande arbetslöshet och klart lägre löneökningar gör att inflationen sjunker från en årstakt om nästan 10 procent i december till i genomsnitt 7 procent i år.

**Lettlands** BNP beräknas ha stigit med 10,5 procent 2007. Konjunkturbarometrar har backat sedan förra våren (dock inte mer än för t ex Euro-zonen), vilket talar för att en dämpning nu är på väg. Vi räknar med en BNP-tillväxt på 7,2 procent i år och 5,5 procent 2009. Ett finanspolitiskt stabiliseringspaket väntas läggas fram inom kort, med bl a något högre offentliga överskottsmål. Inflationstakten fördubblades under 2007 och låg i december på 14 procent. Den underliggande inflationstakten, dvs HIKP rensat för energi och livsmedel, visar dock tecken på att under hösten ha toppat på strax under 10 procent. Vi höjer årets inflationsprognos rejält, till i genomsnitt 12,8 procent, främst beroende på stigande energi- och matpriser, samt höjda administrativt satta priser. Nästa år faller inflationen tillbaka.

**Litauens** ekonomi växte förra året med 8,7 procent. Vi spår att BNP-tillväxten gradvis sjunker till 6,5 respektive 6,0 procent de kommande åren. Inflationen går ned från 6,5 till 5,0 procent.

## Försvagningen breddas

- Exporten dämpas ytterligare
- Tillgångspriser pressar konsumtionen
- Inflationen faller under 2 procent
- Räntesänkningar till sommaren
- Budgetöverskottet minskar kraftigt

Efter en exportledd inbromsning 2007 **försvagas nu svensk ekonomi på bredare front**. Den globala finansiella krisen har fördjupats och blivit mer utdragen, vilket påverkar såväl export som inhemsk efterfrågan. Ledande indikatorer ligger fortfarande på en ganska hög nivå, men försvagas relativt snabbt. Efter hand blir effekterna av en svagare global tillväxt, stramare kreditförhållanden och urgröpta förmögenhetsvärden alltmer påtagliga för hushåll och företag. **BNP-tillväxten dämpas därigenom från 2,8 procent 2007 (korrigerat för antalet arbetsdagar) till 1,8 respektive 1,7 procent 2008 och 2009.**

Två år med tillväxt klart under trend kommer att sätta avtryck på arbetsmarknaden. Sysselsättningen har mattats sedan sommaren och stagnerar under loppet av 2008. En vändning uppåt i arbetslösheten ligger troligen inte alltför långt bort. **Arbetslösheten stiger** sedan från 4,4 procent i år till 5,0 procent för 2009, mätt som årsgenomsnitt.

Starka offentliga finanser i utgångsläget kan mildra konjunkturedgången. Finanspolitiska stimulanser kan nu sättas in utan risk för överhettning. Den svenska statsbudgetens stora cykliska känslighet gör dock att budgetöverskottet krymper snabbt. Vi räknar med att det offentliga sparandet minskar till ½ procent av BNP 2009, dvs ligger under målet om ett överskott på 1 procent av BNP under en konjunkturcykel.

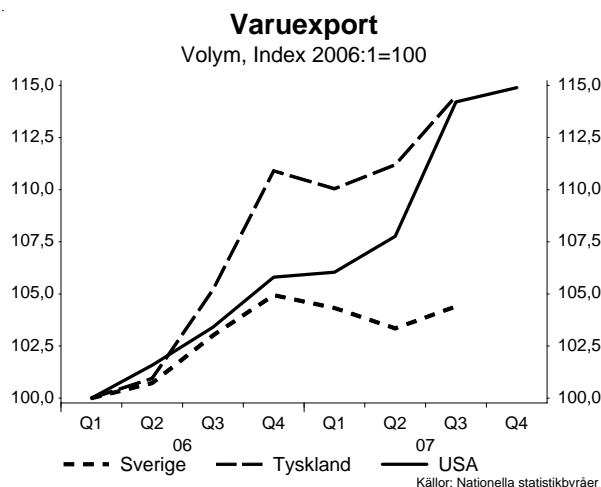
Inflationen har stigit brant. Huvudorsaken är snabba prisökningar på livsmedel och energi, men det underliggande inflationstrycket har också stigit som en följd av bl a ökande enhetsarbetskostnader. Ett successivt mindre ansträngt arbetsmarknadsläge framöver och avtagande bidrag från energi och livsmedel gör att pristrycket gradvis mattas. Vi räknar med att inflationen kulminerar under sommaren. Nästa år ligger den något under 2 procent.

Vid mitten av 2008 börjar således både tillväxt- och inflationsutsikterna tala för lägre räntor. Vi räknar med att **Riksbanken påbörjar räntesänkningar vid halvårsskiftet** och att reporäntan sedan sänks till 3 procent en bit in i 2009 när lågkonjunkturen kulminerar.

### Exporten tappar mark

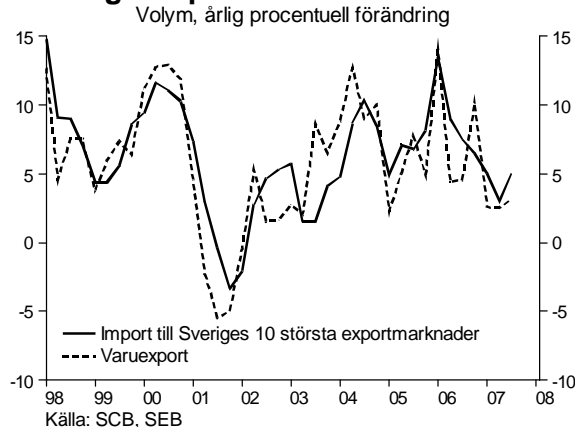
Exporten försvagades under fjolåret. Efterfrågan bromsade in betydligt, samtidigt som svenska företag

tappade marknadsandelar. De senaste 1½ åren har svensk export tappat mark om man jämför med viktiga konkurrentländer som USA och Tyskland. Tappet gentemot USA kan i hög grad förklaras av att den svaga dollarn har stöttat amerikansk export. Den relativa försvagningen gentemot Tyskland kan istället sättas i samband med Sveriges större USA-beroende. Andelen export till de snabbväxande tillväxtmarknaderna är däremot betydligt högre i Tyskland än i Sverige. Ytterligare förklaringar till det relativa bakslaget kan vara kapacitetshinder inom en del sektorer, samt problem för vissa svenska paradbranscher som t ex läkemedel och telekom.



**Marknadstillväxten försvagas nu ytterligare** när den internationella konjunkturen fortsätter att bromsa in. Den genomsnittliga exportökningen stannar vid 3½ procent 2008-2009, dvs klart under trend men ändå bättre än åren i början på 2000-talet. Då fördjupades nedgången av raset i telekomsektorn. Konjunkturen drevs då i högre av en global investeringskris, vilket särskilt missgynnade den svenska exportstrukturen.

### Sverige: Export- och marknadstillväxt



### Kraftigt omslag i investeringarna

Investeringsuppgången de senaste fyra åren har inneburit att investeringarnas andel av BNP stigit från 16

till närmare 19 procent, vilket är den högsta nivån sedan 1992. I följd ökade industrins investeringar med 10 procent, men signaler om ett mer försiktigt investeringsbeteende kom redan i investeringsenkäten i höstas.

Försämringen i den internationella konjunkturen gör nu att behovet att bygga ut produktionskapaciteten minskar. Sämre lönsamhet och stramare kreditvillkor bidrar till att investeringar skjuts på framtiden. Även bostadsbyggandet dämpas framöver när prisuppgången på fastighetsmarknaden bromsar in. Fortsatt expansion inom infrastruktur och vissa inhemskt orienterade branscher utgör en motkraft, men **sammantaget dämpas investeringstillväxten från knappt 9 procent 2007 till knappt 3 procent i år.**

## Konsumtionen dämpas

Starka balansräkningar, högt sparande, goda inkomstökningar och en stark arbetsmarknad utgör grogrund för fortsatt expansion av hushållens konsumtion. **Flertalet av dessa drivkrafter riskerar dock nu att försvagas.** Hushållens förmögenheter hålls tillbaka av börsfallet och en gradvis inbromsning på bostadsmarknaden. Inkomsterna naggas i kanten av höga prisökningar, framför allt under 2008. Svagare arbetsmarknad dämpar därtill såväl inkomster som framtidstron. Fortsatt stöd kommer dock från finanspolitiken.

## Hushållens ekonomi

Årlig procentuell förändring

|                   | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-------------------|------|------|------|------|
| Privat konsumtion | 2,5  | 3,1  | 2,6  | 2,1  |
| Disponibelinkomst | 2,8  | 4,6  | 2,7  | 2,5  |
| Sparkvot, nivå    | 7,7  | 9,2  | 9,3  | 9,7  |

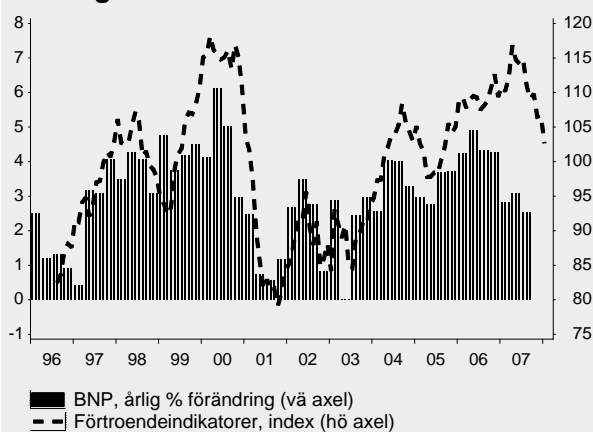
Källor: SCB, SEB

Mycket talar således för att **konsumtionstillväxten är på väg att mattas.** Detta bekräftas också av att hushållens framtidstro har fallit tillbaka relativt kraftigt de senaste månaderna samtidigt som detaljhandeln bromsat in. Nedgången på börsen, svalare bostadsmarknad och lägre utlåningstillväxt talar också för försiktigare hushåll framöver. Sammantaget bedömer vi att konsumtionen i stort sett följer inkomstutvecklingen under 2008 och 2009, dvs hushållen ligger kvar med ett relativt högt sparande. Det bör i detta sammanhang påpekas att en stor del av hushållens sparande ligger bundet i avtalspensioner och PPM-sparande vilket gör att det sparande som hushållen i praktiken förfogar över är betydligt mindre än vad den officiella sparkvoten implicerar. Givet en betydligt svagare förmögenhetsutveckling framöver ligger **riskerna i konsumtionsprognosen snarast på nedsidan.**

## Oväntat tidig avmattning

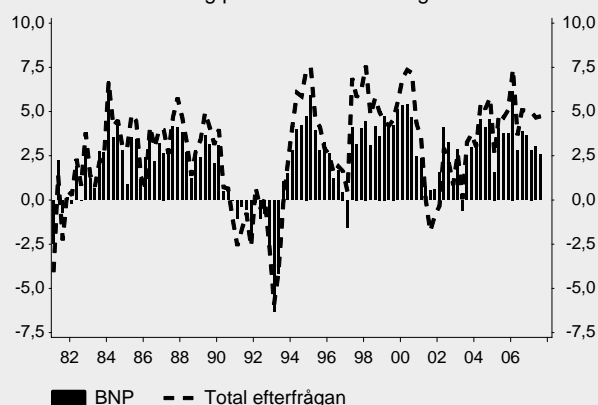
Avmattningstendenserna i ekonomin tornade förra året upp sig oväntat snabbt. BNP-tillväxten dämpades till 2½ procent redan tredje kvartalet och i efterhand har också BNP för första halvåret 2007 reviderats ned till blygsammare nivåer. Denna tidiga avmattning stod i kontrast till det mycket positiva stämningssläge som rådde bland företag och hushåll. Prognosmakarna fick därigenom inte sedvanlig vägledning om att en avmattning var på väg.

## Sverige: Förtroendeindikatorer och BNP



## Sverige: BNP och total efterfrågan

Årlig procentuell förändring



BNP-avmattningen manar också till eftertanke av ett annat skäl. Den totala efterfrågan, dvs summan av export, konsumtion och investeringar, fortsatte att växa med ca 5 procent. BNP-avmattningen var därför hänförlig till att en allt större andel av efterfrågan tillgodosågs via import. En sådan växling från inhemsk produktion till import beror ofta på kapacitetsbrister i ekonomin. Möjligen var detta också en delförklaring till avmattningen i inledningsfasen. Efter hand kom dock svagare efterfrågan att bli en allt viktigare drivkraft.

## Sverige: Utlåning till hushållen

Årlig procentuell förändring



Källa: SCB

## Arbetslösheten nära botten

Förra året präglades av en snabb förbättring på arbetsmarknaden. Antalet sysselsatta ökade med 2½ procent och de reguljära jobben steg med nästan 3 procent.

Antalet arbetade timmar ökade ännu mer, bl a till följd av minskad sjukfrånvaro. Sysselsättningen ökade särskilt snabbt bland de utlandsfödda, vilket är viktigt eftersom denna grupp står för en stor andel av ökningen i den arbetsföra befolkningen framöver.

## Arbetsmarknad och produktivitet

Årlig procentuell förändring resp nivå

|                                 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------------------------|------|------|------|------|
| BNP                             | 4,4  | 2,8  | 1,8  | 1,7  |
| Produktivitet                   | 2,4  | -0,3 | 0,8  | 2,1  |
| Sysselsättning                  | 1,8  | 2,4  | 1,1  | -0,2 |
| Arbetade timmar                 | 2,0  | 3,1  | 0,8  | -0,4 |
| Arbetskraftsutbud               | 1,3  | 1,6  | 0,9  | 0,4  |
| Arbetslöshet, %                 | 5,4  | 4,6  | 4,4  | 5,0  |
| Arbetslöshet, % (EU-definition) | 7,0  | 6,1  | 6,0  | 6,6  |

Källor: SCB, SEB

## Börsfallet dämpar tillväxten

Stockholmsbörsen har nu fallit med närmare 30 procent sedan i juli - den femte största nedgången sedan 1980.

### Historiska börsnedgångar

|        |        |      |
|--------|--------|------|
| Jul-07 | jan-08 | -28% |
| Mar-00 | okt-02 | -69% |
| Jul-98 | okt-98 | -39% |
| Jul-90 | okt-92 | -51% |
| Okt-87 | nov-87 | -38% |
| Feb-84 | jul-85 | -26% |

Källa: Affärsvärldens generalindex

Tillgångsprisernas betydelse för den reala ekonomin går framför allt via förmögenhetseffekter hos hushållen. Givet ett visst medelfristigt mål för förmögenhetsställningen måste hushållen spara en större del av inkomsten för att kompensera effekten av fallande aktievärden. Detta gör att konsumtionen ökar mindre än den annars skulle ha gjort. Även investeringarna påverkas, bl a via sämre finansieringsmöjligheter.

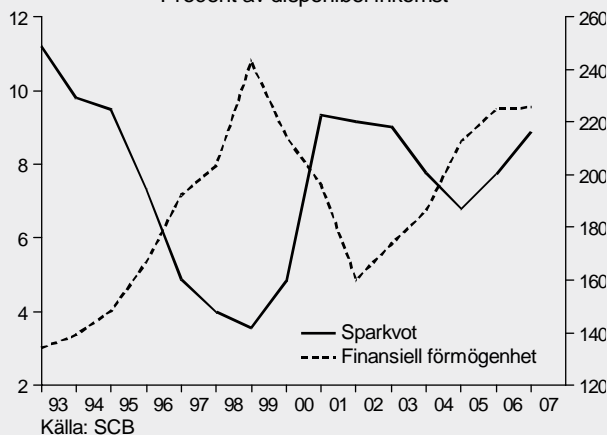
Det finns ett starkt empiriskt stöd för att förändringar i tillgångspriser påverkar konsumtion och investeringar. Effektens storlek varierar mellan olika studier och länder. En tumregel för USA är att en att en nedgång av förmögenheten med 10 procent dämpar BNP med cirka 0,4 procent. För Sverige är effekten något mindre; uppskattningsvis runt 0,25 procent.

Det historiska sambandet mellan förmögenhet och sparkvot kan illustreras enligt grafen. Börsuppgången under 1990-talet ledde till en nedgång av sparandet. Omvänt steg sparkvoten efter börsnedgången i början på 2000-talet. Därefter har sambandet varit mindre tydligt. Trots en kraftig uppgång i den finansiella förmögenheten har sparandet hållits uppe. Ökad osäkerhet kring framtida pensioner och

demografiska effekter av att de stora 40-talistkullarna befunnit sig i en ålder när man normalt har ett högt sparande kan vara några förklaringar till den försiktighet hushållen visat på senare tid.

## Sverige: Sparkvot och finansiell förmögenhet

Procent av disponibel inkomst



Källa: SCB

Effekten på ekonomin beror på hur långvarig nedgången blir. Börsraset 1987 var visserligen ett av de största i historien, men blev å andra sidan mycket kortvarigt vilket troligen bidrog till att det fick små realekonomiska effekter.

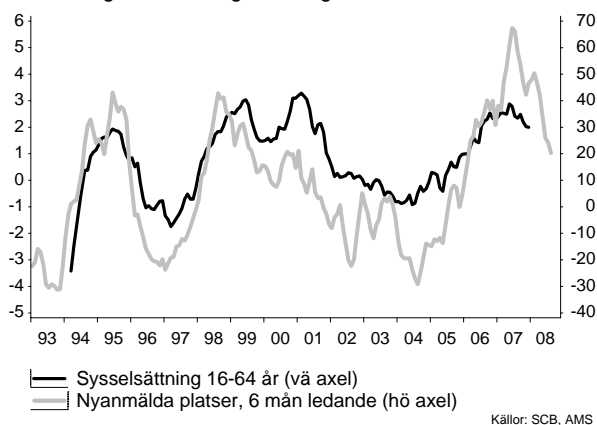
Under börsraset 2000-2002 bidrog stigande bostadspriser till att mildra nedgången i den totala förmögenheten. Även denna gång kommer fastighetsmarknaden att utgöra en stabiliserande faktor, åtminstone på kort sikt. På lite längre sikt kommer de svenska bostadspriserna, i linje med utvecklingen i många andra länder, att pressas nedåt.



Nu börjar emellertid inbromsningen i produktionen sätta avtryck på arbetsmarknaden. Ökningen i antalet lediga platser har fallit tillbaka och sysselsättnings-tillväxten har dämpats avsevärt sedan i somras. Fallet i arbetslösheten har bromsat in, men botten är ännu inte nådd. Framåt sommaren räknar vi dock med att **arbetslösheten långsamt börjar röra sig uppåt.**

### Sverige: Nyanmälda platser och sysselsättning

Årlig % förändring, 3 mån glidande medelvärde



Avmattningen på arbetsmarknaden innebär att **resursutnyttjandet dämpas**. Bristen på arbetskraft kan redan ha kulminerat att döma av t ex svaren i Konjunkturinstitutets barometer. Vid förra konjunkturedgången hölls antalet sysselsatta dock uppe en tid av att anpassningen först kom via färre arbetade timmar per sysselsatt. Det är troligt att vi får se en sådan effekt även denna gång.

När företagen nu anpassar sysselsättningen efter den vikande produktionen kommer produktiviteten att återhämta sig. Vi räknar dock med en fortsatt svag produktivitetstillväxt i år. Därefter normaliseras produktiviteten. Historiska erfarenheter pekar på att produktiviteten ofta toppar innan konjunkturen tar fart på allvar.

### Sverige: Arbetskraftsbrist

Andel företag, procent



## Lägre löneökningar än väntat

**Löneökningarna** enligt konjunkturlönestatistiken **har fortsatt att överraska på nedsidan**. En stor andel av de nya avtalen fångas nu upp i statistiken och det visar sig då att löneutvecklingen för 2007 tidigare har över-skattats. Delvis beror detta på att man överdrivit avtalens direkta lönehöjande effekt i tidigare tolkningar. Löneglidningen har också blivit lägre, vilket indikerar att arbetsmarknaden inte är lika stram som väntat.

### Löneökning

Procentuell förändring

|                  | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------------|------|------|------|------|
| Industri         | 3,2  | 3,6  | 4,0  | 3,9  |
| Bygg             | 3,4  | 3,8  | 4,5  | 4,0  |
| Näringsliv       | 3,1  | 3,7  | 4,3  | 4,0  |
| Offentlig sektor | 3,0  | 3,4  | 4,8  | 4,3  |
| Totalt           | 3,1  | 3,6  | 4,4  | 4,1  |

Källor: SCB, SEB

De oväntat låga genomsnittliga löneökningarna kan också bero på speciella sammansättningseffekter. Vi ser t ex ett ökat antal pensionsavgångar där äldre väl-betalda personer ofta ersätts av yngre personer med lägre lön. Ökad sysselsättning bland utlandsfödda och andra grupper med mindre arbetserfarenhet bidrar också till att hålla tillbaka den genomsnittliga löneökningstakten.

Sammansättningseffekterna är således delvis en konsekvens av regeringens satsningar på att bryta utan-förskapet på arbetsmarknaden. Vi har tidigare fram-hävt denna effekt som en viktig orsak till produk-tivitetsdämpningen. Nu visar det sig att effekten på lönesidan blir lite större än väntat.

**Sammantaget har vi dragit ned vår löneprognos med 3-4 tiondelar per år**, delvis som en följd av en svagare arbetsmarknad jämfört med vår förra prog-nos. Detta innebär löneökningar 2007-2009 kring i snitt 4 procent, jämfört med snittet 1998-2006 på 3,6 procent.

Uppväxlingen i löneökningstakt under rådande av-talsperiod ser alltså ut att bli ganska blygsam jämfört med perioden efter Industriavtalet 1998-2006; en period som brukar beskrivas som en mycket gynnsam period i svensk avtalshistoria. Trots detta finns nu tydliga signaler på att rådande förhandlingsmodell är under omprövning. Industrins roll som löneledare ifrågasätts från en rad håll; både på arbetsgivarsidan och från löntagare. Inom LO pågår en intern drag-kamp och bildandet av det nya fackförbundet Unionen (en sammanslagning av tjänstemännen inom industrin och handeln) bidrar till att tjänstesektorerna kommer att sätta ytterligare kraft bakom kraven på mer in-flytande över lönebildningen.

Läget kompliceras av de signaler som kommit angående omförhandling av innevarande avtal. Från fackligt håll beror detta främst på missnöje med att den höga inflationen gröper ur reallönerna. I höst ska parterna ta ställning till en eventuell omförhandling av det tredje avtalsåret, men en svagare konjunktur och försämrat arbetsmarknadsläge talar emot att den fackliga sidan säger upp avtalen. Spänningarna kring lönebildningen är därför i första hand en fråga för avtalsrörelsen 2010.

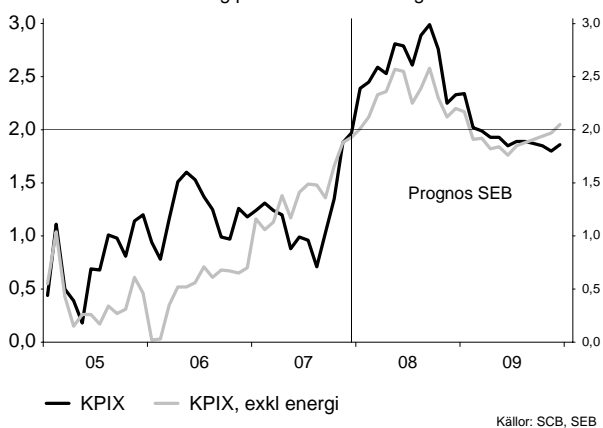
## Inflationen upp, sedan ned

Uppgången i inflation under hösten har varit dramatisk. Inflationen ligger nu klart över målet för första gången sedan 2003. Vi räknar med att uppgången fortsätter ett tag till. Inflationssuppgången har varit ganska bred, även om huvuddelen beror på stigande priser på energi och livsmedel. Priserna på livsmedel och el bedöms fortsätta upp i år, medan bensinpriserna planar ut i takt med att världsmarknadspriset på olja faller tillbaka.

Högre löner och svag produktivitet gör att också det underliggande inflationstrycket består under en stor del av 2008. Denna utveckling förstärks av att den internationella prispresen på konsumtionsvaror avtar. Efterhand återhämtar sig produktiviteten, samtidigt som löneökningarna faller tillbaka något i takt med att arbetsmarknadsläget försvagas. Detta medför att inflationstrycket mattas och att KPIX faller tillbaka under loppet av 2009. **Sammantaget räknar vi med en genomsnittlig KPIX-inflation på 2,6 procent i år och 1,9 procent 2009.**

### Sverige: Underliggande inflation

Årlig procentuell förändring



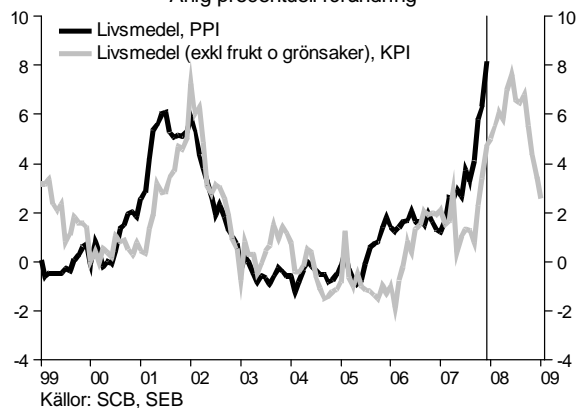
KPI-inflationen steg i december till 3,5 procent; den högsta nivån sedan 1993. KPI väntas öka med 3½ procent också som årsmedeltal för 2008. Förutom de faktorer som drivit upp KPIX spelar Riksbankens tidigare räntehöjningar en betydande roll för KPI-uppgången på kort sikt. Förändringar av indirekta skatter ger ett svagt positivt bidrag till KPI såväl i år som 2009, bl a höjs skatterna på tobak och energi.

Givet vår prognos om sänkt reporänta klingar bidraget från räntekostnader för egnahem av och nästa år faller KPI-inflationen tillbaka till i snitt 2 procent.

Sammantaget har den kraftiga inflationsuppgången i hög utsträckning drivits av tillfälliga faktorer och vår bedömning är att dessa successivt klingar av. Riskerna i inflationsprognosen ligger främst på nedsidan. Avmattningen i den globala tillväxten kan få större effekt på prisutvecklingen än vi räknat med, framför allt via lägre råvarupriser. Vi har därtill varit försiktiga när det gäller genomslaget i konsumentledet av något lägre oljepriser.

### Sverige: Livsmedelspriser

Årlig procentuell förändring



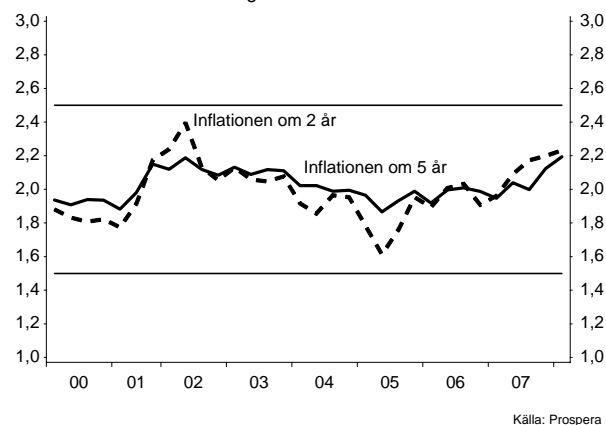
Prisutvecklingen på livsmedel kan dock utgöra en uppåt risk. Strukturella faktorer som ökad produktion av biobränslen samt stigande konsumentefterfrågan i Asien kan ge upphov till större priseffekt än vi räknat med.

## Inget inflationshot från penningmängd

Enligt Prospera har inflationsförväntningarna fortsatt att stiga hos arbetsmarknadens parter och företagens inköpschefer. Sammanvägt för fem kategorier av aktörer ligger förväntningarna om inflationen på två års sikt nu på toppnivåer – 2,8% – sedan mätningarna inleddes 1995. Men hittills har uppgången varit relativt

### Sverige: Inflationförväntningar

Penningmarknadens aktörer



måttlig hos penningmarknadens aktörer (se diagram). Inflationförväntningarna ligger klart inom det målintervall på 1,5-2,5% som Riksbanken angivit som sitt strategiska mål för penningpolitiken i *Verksamhetsplan 2008*.

Den kraftiga tillväxten i penningmängden är en annan faktor som lyfts fram som en uppåtrisk för inflationen, framför allt av ECB men ibland också av Riksbanken. Det är främst det bredaste måttet på penningmängden (M3) som stigit snabbt. Den snabba ökningen av M3 drevs länge av en ökad efterfrågan på räntebärande värdepapper med en löptid upp till 2 år (som specifikt ingår i M3-aggregatet). För några år sedan utgjorde en allt flackare avkastningskurva en viktig drivkraft till ökad efterfrågan på räntepapper med kortare löptid.



Accelerationen i M3 sedan sommaren 2007 återspeglar den allmänna nedgången i risktagande som följt i kreditkrisens spår. Vår tolkning är alltså att omallokering av finansiella tillgångar är den viktigaste faktorn bakom uppgången av M3 de senaste åren. Värdet av penningmängden som indikator för inflationsutvecklingen är därigenom litet.

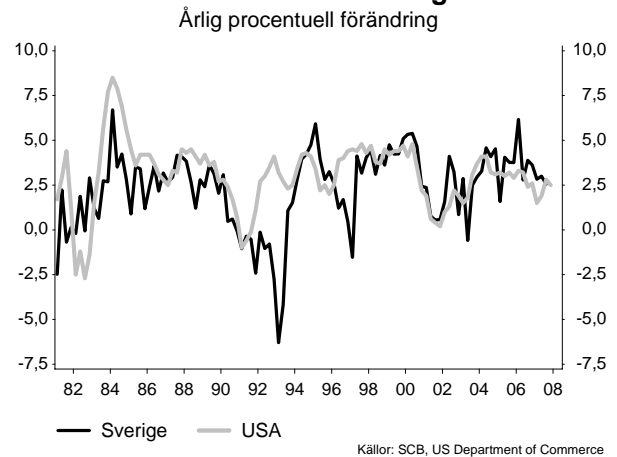
### Riksbanken sänker till 3 procent

Riksbanken står inför ett dilemma. Den svenska tillväxten är fortfarande relativt stark och inflationen bedöms bita sig fast på en högre nivå och under en längre period än i många andra länder. Inflationförväntningar hos hushåll och företag kan även ses som obekvämt höga och utgör en risk för kompensationsstänkande. Detta talar för ett försiktigt beteende från Riksbankens sida den närmaste tiden.

Riksbankens policy att inte vägleda marknaden mellan de penningpolitiska mötena skapar nu en tydlig osäkerhet om hur allvarligt Riksbanken ser på den globala finanskrisens inverkan på den reala ekonomin. I nuvarande läge, med stora svängningar på de finansiella marknaderna, blir denna tystnad extra tydlig. Riksbankens direktinriktning är sannolikt – i likhet med många eko-

nomer – delade i uppfattningen om hur de finansiella riskerna ska vägas mot kvardröjande inflationstendenser och vilka slutsatser som ska dras för räntepolitiken. Riksbankschef Stefan Ingves samt Lars Nyberg lägger troligen relativt stor vikt vid effekterna på real ekonomin via förmögenheter och kreditförsörjning. Svante Öberg har hittills i stället haft stort fokus på resursutnyttjande och lönebildning i ett lite mer tillbakablickande perspektiv.

### BNP i USA och Sverige

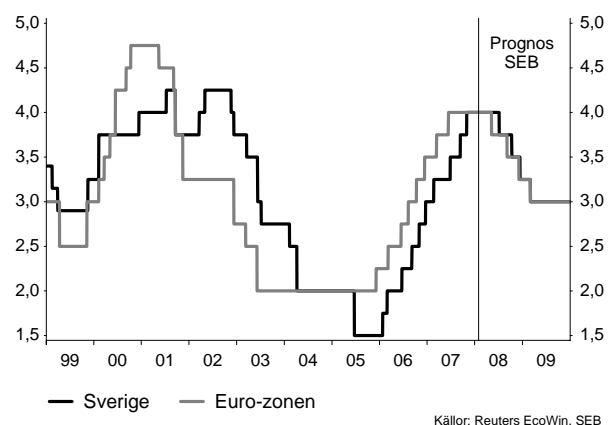


Erfarenheterna visar att Riksbankens prognoser är relativt konservativa och därmed mer reaktiva snarare än proaktiva när det gäller att ta hänsyn till internationella konjunkturförändringar. Detta talar för att det tar lite tid innan vågskålen kommer att väga över mot en räntesänkning.

Men internationella prognosmakare, t ex IMF, börjar nu signalera nedrevideringar av tillväxten för de flesta länder. Vi bedömer att den globala finansiella krisen får allt större konsekvenser för såväl internationell som svensk konjunktur. Lägre svensk tillväxt kombinerat med en riskbild som skruvas åt det negativa hållet öppnar efter hand upp för Riksbanken att börja lätta på räntepolitiken.

### Styrräntor

Procent

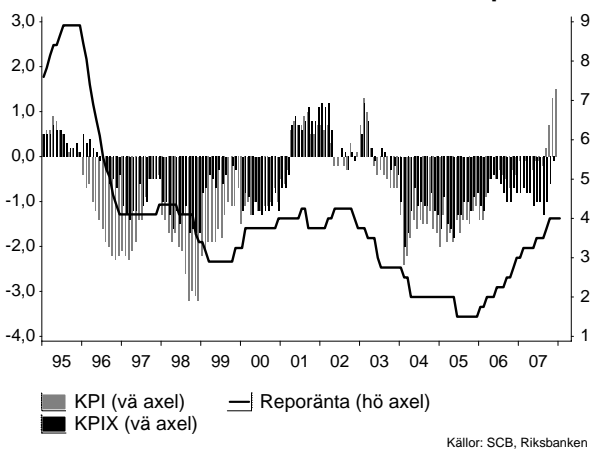


Vi räknar med en första räntesänkning i juli. Riksbanken sänker reporäntan med totalt 100 punkter till 3,0 procent fram till början av 2009, vilket är en styrräntenivå nära det senaste decenniets genomsnitt. Möjligen skulle man kunna tänka sig en tillfälligt lägre styrränta under en lågkonjunktur men i Riksbankens kommande avvägningar ingår också att finanspolitiken, av såväl konjunkturella som valtaktiska skäl, blir mer expansiv. Prognosen innebär att Riksbanken fortsätter att följa ECB i fotspåren och att korträntedifferensen i princip förblir noll.

När väl den realekonomiska försvagningen blir mer tydlig tror vi att Riksbankens oro minskar för kvarvarande sencykliska inflationstendenser. Riksbankens inflationsprognoser på lite längre sikt har visat relativt stor känslighet för just förändringar i konjunkturläge, arbetsmarknadsläge och resursutnyttjande. Detta synsätt har också bekräftats i olika känslighets-simuleringar som Riksbanken redovisats.

Den symmetriproblematik som bl a accentuerades av Mishkin & Giavazzis utvärderingsrapport hösten 2006 kommer att ha viss betydelse för Riksbankens agerande. Inflationen har understigit målet under en klart dominerande del av den period som inflationsmålstyrningen pågått. Detta bidrar till att Riksbanken inte kommer att vara alltför besvärad av att den faktiska inflationen under en tid ligger över målet. Men alla utspel om kompensering för det tillfälligt högre inflationstrycket skulle förstås kraftigt minska Riksbankens utrymme att kunna sänka räntan.

## Avvikelse från inflationsmålet samt reporänta



## Fallande långräntor, stigande spread

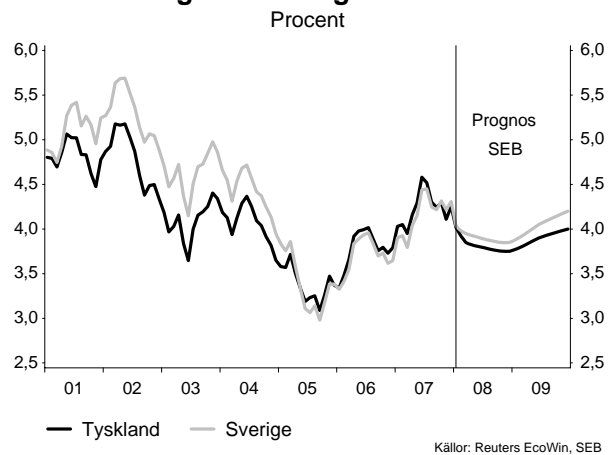
Statsobligationsräntorna har fallit snabbt i spåren av den globala finans- och kreditoron. I takt med att den globala konjunkturen dämpas ännu tydligare finns en viss ytterligare fallhöjd för obligationsräntorna.

Så gott som alla centralbanker lägger nu om sin penningpolitik i en mer expansiv riktning. Fed sänker till 2 procent och efterhand följer centralbankerna i Europa med. Både ECB och Riksbanken sänker styrräntan med sammanlagt 100 räntepunkter, från 4,0 pro-

cent till 3,0. Vi räknar med att ECB går först och sänker redan i maj, ett par månader före Riksbanken. På kort sikt kan detta bidra till att de svenska obligationsräntorna faller något långsammare än de tyska.

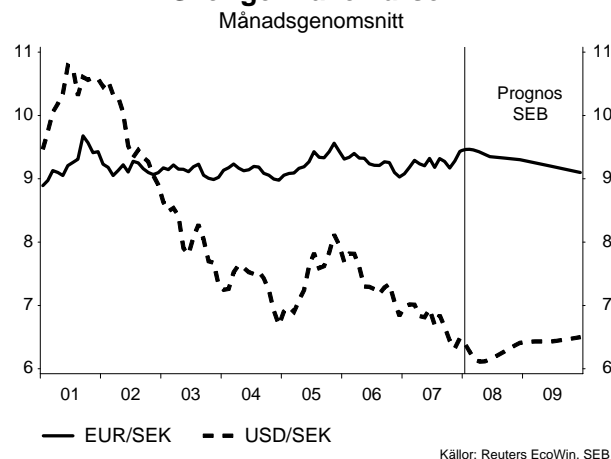
På sikt bör också svenska obligationsräntor normalt ligga en bit högre än de tyska eftersom Sverige är en liten öppen – och mer volatil – ekonomi och marknad. Tidigare har en lägre svensk inflation och starkare statsfinanser bidragit till att hålla nere spreaden mot Tyskland. När inflationen nu konvergerat och osäkerheten avseende de svenska statsfinanserna och privatiseringarna är på väg att öka minskar dessa argument i betydelse. Därtill bedömer vi att den strukturella efterfrågan på statspapper från bl a pensionsbolag kan avta något framöver. Vi räknar därför med att obligationsräntespreaden gentemot Tyskland, som i dagsläget är i det närmaste noll, stiger till 10 räntepunkter det närmaste kvartalet.

## 10-åriga statsobligationsräntor



När den värsta konjunkturoron globalt sett lagt sig och den amerikanska ekonomin börjar återhämta sig lär obligationsräntorna stiga på bred front. Vi tror att spreaden mellan Sverige och Tyskland gradvis ökar till 20 punkter i slutet av 2009.

## Sverige: Växelkurser





Kronan kommer att förbli svag gentemot euron i rådande internationella osäkerhetsmiljö. Efterhand räknar vi dock med kronan återtar något av sin styrka i takt med att den globala oron mildras och starka fundamenta i form av ett fortsatt stort bytesbalansöverskott gör sig gällande. EUR/SEK går ned till 9,35 i juni och något lägre i december i år. Mot dollarn stärks kronan ännu mer – vi räknar med att USD/SEK bottnar på 6,15 i mars, varefter den stiger successivt. Den ligger på 6,40 i december i år och 6,50 i december 2009.

## Budgetförsvagning på gång

Statens budgetsaldo visade ett **överskott på 103 mdr SEK i fjol**. Budgetförbättringen berodde på försäljningsinkomster och en återhållsamhet på utgiftssidan. Den goda konjunkturen bidrog också starkt till utvecklingen. Överskottet i det offentliga sparandet översteg 3 procent av BNP och statsskulden föll till 38 procent av BNP i slutet året.

### Offentliga finanser

Procent av BNP

|                              | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------------------------|------|------|------|------|
| Inkomster                    | 53,8 | 53,2 | 52,4 | 52,0 |
| Utgifter                     | 51,6 | 50,0 | 50,2 | 51,5 |
| Fin. sparande                | 2,2  | 3,2  | 2,2  | 0,5  |
| Offentlig skuld (Maastricht) | 47,0 | 39,5 | 36,0 | 33,8 |
| Statsskuld                   | 43,8 | 38,0 | 34,0 | 31,8 |
| Statens lånebehov, mdr kr    | -18  | -103 | -72  | -37  |

Källa: Riksgälden, SCB, SEB

I december redovisade dock Riksgälden en oväntat svag siffra över lånebehovet. Detta kan tolkas som en första signal om att perioden med ständigt positiva överraskningar avseende statsfinansernas styrka kan vara över. Det är inte ovanligt att ett konjunkturomslag innebär ett tvärt skift i detta avseende.

I själva verket talar flera samverkande faktorer för att vi framöver kan få se ganska kraftiga nedrevideringar av budgetprognoserna från ansvariga offentliga myndigheter. Vår tillväxtprognos innebär t ex att BNP-tillväxten över åren 2008 och 2009 blir drygt 2 procentenheter lägre jämfört med Konjunkturinstitutets prognos. En tumregel är att en procents lägre BNP försvagar de offentliga finanserna med 0,75 procent av BNP. Internationellt sett är detta en ovanligt hög känslighet men erfarenheterna visar att utväxlingen vid snabba konjunkturutslag kan bli större än så.

Svagare konjunktur samt valtaktiska skäl talar för att vi gradvis får se en alltmer expansiv finanspolitik inför riksdagsvalet 2010. Vår prognos grundar sig på ofinansierade åtgärder på 20 mdr SEK (motsvarar 0,6 procent av BNP) i höstens budget för år 2009. Sanno-

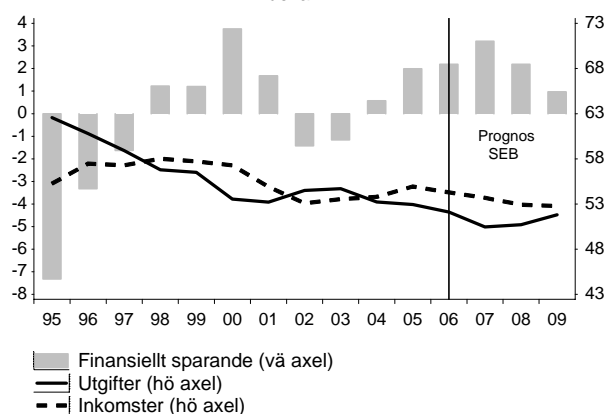
ligheten är stor att den finanspolitiska stimulansdosen blir större än så.

Vår prognos innebär att offentliga sektorns finansiella sparande faller från 3,2 procent av BNP i fjol till 2,2 procent i år och 0,5 procent 2009. Överskottet hamnar därmed 38 mdr SEK över målet på 1 procent av BNP i år, men understiger målet med 16 mdr 2009.

Svårigheter att fullfölja planerna på utförsäljningar av statliga bolag till ett värde av 150 mdr SEK under åren 2007-2009 påverkar därtill lånebehovet framöver. I fjol såldes aktier för endast 18 mdr SEK (Telia Sonera). Att i rådande miljö med finansiell oro sälja ut resterande 132 mdr SEK under 2008 och 2009 ter sig osannolikt. Speciellt ökar svårigheterna att till ett acceptabelt pris sälja ut bolag som Nordea, SBAB och Vasakronan. Däremot kommer försäljningen av OMX och Vin och Sprit förmodligen genomföras enligt plan. Vi räknar med att utförsäljningar motsvarande 40 mdr SEK per år genomförs 2008 och 2009.

### Sverige: Offentliga sektorns finanser

Andel av BNP



Källor: Riksgälden, SCB, SEB

Sammanlagt landar vår prognos i ett statligt budgetöverskott motsvarande 72 mdr i år och 37 nästa år (dvs. negativt lånebehov). Det betyder att **statsskulden faller från 38 procent av BNP i fjol till 32 procent 2009**. Den konsoliderade offentliga skulden (Maastricht-definitionen) faller från 40 procent till 34 procent.

Det kan inte uteslutas att omslaget i statsfinanserna blir ännu kraftigare. I samband med krisen vid millennieskiftet vändes t ex ett överskott på 3,7 procent av BNP år 2000 till ett underskott på 1,4 procent 2002 – ett omslag på 119 mdr SEK på endast två år. Lånebehovet föll från -102 mdr 2000 till 47 mdr 2003. Detta illustrerar hur snabbt statsfinanserna kan försämrars när konjunkturen blir svagare.

### Nya dilemman för finansministern

Finansminister Borg har sagt att han har **“torrt krut om det skulle behövas”**. Därmed bekräftar han att

regeringen är beredd att möta en konjunkturinbromsning med en kraftfullare finanspolitisk stimulans. Den senaste höstbudgeten präglades av betydande återhållsamhet. Rädslan för att elda på konjunkturen hade då en tydligt disciplinerande inverkan på regeringen. Försämrade tillväxtutsikter gör att den målkonflikt som tidigare rådde mellan det höga resursutnyttjande (som talade för en stramare finanspolitik) och ett översparande i statskassan (som talade för en lättare finanspolitik) håller på att blåsa bort.

Därmed slipper finansministern ett dilemma, men ställs istället inför andra val som kanske är minst lika kniviga ur ett politiskt perspektiv. Frågan är vilka satsningar som nu ska göras om konjunkturläget öppnar för en offensivare ekonomisk politik. Om tonvikten läggs på skattesänkningar och en offensivare företagspolitik minskar kritiken från företrädare från näringslivsorganisationer och den mer traditionellt inriktade delen av moderaterna. I nuläget talar dock det mesta för att tonvikten på politiken blir satsningar på förbättringar av infrastruktur och offentlig kärnverksamhet såsom vård, skola och omsorg. I så fall

skulle politiken inriktas på att kämpa om mittfältet i politiken, de väljare som enligt opinionsundersökningar i stora flockar vandrat tillbaka till socialdemokratin.

Storleken på de finanspolitiska satsningarna kan också bli en politiskt het potatis. Fördjupas konjunkturdgången finns skäl att öka dosen ganska rejält, vilket skulle kunna leda till nya underskott i det offentliga sparandet. Detta är snarast naturligt under en lågkonjunktur. Det kan ändå bli politisk besvärligt för en borgerlig finansminister att gå till val med underskott i statsfinanser, med tanke på att tidigare borgerliga regeringar på 1970- och 1990-talen lämnade efter sig rekordstora underskott. Speciellt kommer den debatt som nu är under uppsegling om att det offentliga saldomålet bör göras mindre ambitiöst att hamna i en ny dager. För att en sänkning av saldomålet ska vara politiskt gångbart krävs nog att det görs utifrån en styrkeposition. Att sänka saldomålet som en del av expansiv finanspolitik i en lågkonjunktur är nog ett för riskabelt företag.

## Ännu svagare

- **Konsumtionen dämpas ytterligare**
- **Exporten pressas från flera håll**
- **Expansiv finanspolitik trots inflationsuppgång**

Resursbrist, fortsatt sjunkande bostadspriser och svagare omvärld bäddar för en svag tillväxt i Danmark. **BNP** väntas öka med cirka **1 procent per år 2008-2009**, efter fjolårets ökning med 1,7 procent. Det innebär att tillväxten hamnar en bra bit under trenden 2 procent och inte långt ifrån nivåerna under lågkonjunkturen 2001-2003.

**Inbromsningen** sedan början av 2007 har varit **konsumtionsledd**. Men **även exporten** har successivt **tappat fart**. Exportökningen mätt i löpande priser inskränkte sig till 2½ procent förra året, jämfört med 9 procent 2006. Fortsatt svag export är att vänta. Nu försvagas efterfrågan i Tyskland och på andra viktiga marknader i Väst Europa. Samtidigt försämras konkurrenskraften av **löneökningar** som i fjol åter steg mer än i t ex **Euro-zonen**. Exporten utanför Euro-zonen hämmas därtill av en fortsatt apprecierande valuta; kronen har stärkts med 3 procent det gångna året och stärks ytterligare på kort sikt.

### Boprisfall dämpar inhemsk efterfrågan

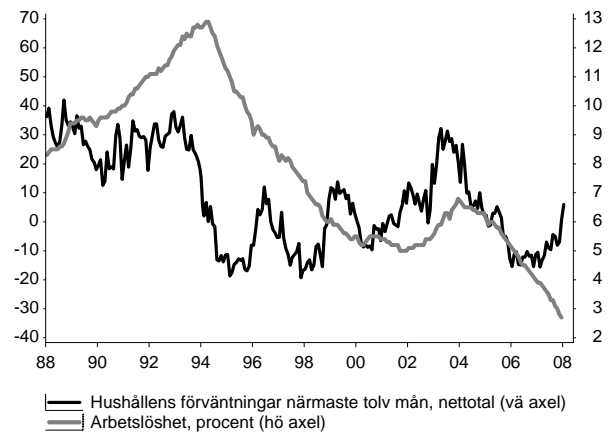
Företagens investeringar fortsätter att öka, om än i beskedlig takt. Bostadsinvesteringarna slår dock om till negativa tal som en följd av tidigare byggboom och avkylningen på fastighetsmarknaden.

Under fjärde kvartalet fortsatte fallet i lägenhetspriserna med drygt 8 procent i årstakt, och liksom tidigare med ännu större fall i Köpenhamsregionen, medan småhuspriserna visade svaga ökningstal. Försäljningen rasade i båda bestånden. Vi spår att **huspriserna sjunker med 5-10 procent i år**.

**Konsumtionstillväxten** uppgick till moderata 2 procent ifjol och **dämpas ytterligare** till ca 1,5 procent såväl 2008 som 2009. Höjda reallöner och sänkta inkomstskatter ger hyggliga ökning av de disponibla inkomsterna, men spenderviljan hålls tillbaka av sänkta förmögenhetsvärden på bostäder och aktier samt av att snabbt tilltagande oro för högre arbetslöshet.

Arbetslösheten har emellertid fortsatt att sjunka och nådde låga 2,7 procent i december. Vår bedömning är fortfarande att **arbetslösheten planar ut** under första halvåret i år, för att därefter vända uppåt; årets genomsnittsnivå hamnar runt 3 procent.

Danmark: Arbetslöshet

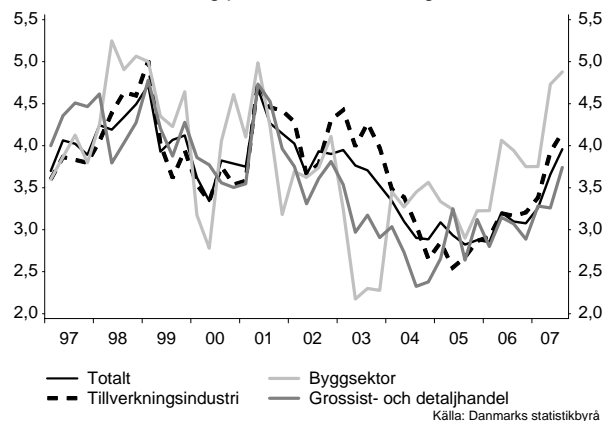


Källor: DG ECFIN, Danmarks statistikbyrå

Lönerna har växlat upp som en följd av en allt stramare arbetsmarknad. Uppgången har varit tydlig i de flesta sektorer. Den totala löneökningstakten blev ca 4 procent i fjol och når 4,5 procent i år.

Danmark: Löner

Årlig procentuell förändring



Källa: Danmarks statistikbyrå

Stigande energi- och livsmedelspriser har varit huvudorsaken till att inflationstakten stigit från 1 till 2,5 procent det senaste halvåret. Framöver kommer **höjda löner** och **svag produktivitetstillväxt** att bidra till ett **ökat underliggande pristryck**. Det innebär att det breda inflationsmättet ligger kvar vid 2,5 procent även 2009, då baseffekter från energi och livsmedel klingat av.

**Finanspolitiken** förblir **expansiv**. Det kan inte uteslutas att regeringen genomför ytterligare skattelättnader eller utgiftsökningar förutom de redan beslutade för 2008-2009. Utrymme finns. De offentliga finanserna är starka.

En folkomröstning om danskt EMU-medlemskap kan bli aktuell under vår prognosperiod. Opinionsmätningar visar i nuläget en liten differens mellan ja- och nejsidan.

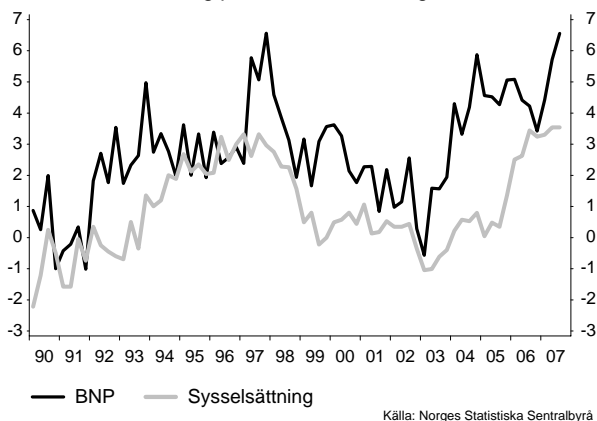
## Inbromsning från hög nivå

- Svagare omvärld dämpar exporten
- Hushållens köpfest klingar av
- Fortsatt stram arbetsmarknad
- Norges Bank har höjt klart, sänkningar 2009

Högkonjunkturen i Norge stärktes ytterligare i fjol. Fastlandsekonomin växte med över 5½ procent samtidigt som sysselsättningstillväxten var rekordhög. De senaste fyra åren har BNP i genomsnitt ökat med 4,7 procent. Kraften och varaktigheten i uppgången har möjliggjorts av ett flexibelt arbetskraftsutbud, bl a beroende på betydande inflöde av arbetskraft från utlandet, samt en oväntat stark produktivitetstillväxt. Globaliseringen har dessutom pressat upp priserna på norska exportprodukter samtidigt som importerade konsumtionsvaror blivit billigare. Detta har hållit tillbaka inflationen och stärkt köpkraften. Norges Bank har därmed kunnat normalisera räntan i långsam takt, vilket gett en extra stimulans till konsumtion och investeringar.

### Norge: Fastlands-BNP och sysselsättning

Årlig procentuell förändring



Indikatorbilden talar för fortsatt stark tillväxt på kort sikt. Därefter ser vi flera skäl till att tillväxten ska bromsa. Arbetslösheten kan knappast pressas ned ytterligare, vilket gör att sysselsättningstillväxten måste komma från stigande arbetsutbud. Produktiviteten kommer också att mattas i denna mogna fas av konjunkturcykeln. Tillväxtimpulserna från utlandet dämpas av svagare global tillväxt samt fallande råvarupriser. Slutligen börjar nu också räntehöjningarna att få effekt, bl a via svagare husmarknad. Sammantaget räknar vi med att **tillväxten i fastlands-BNP faller tillbaka till 2,9 procent 2008 och 2,1 procent 2009.**

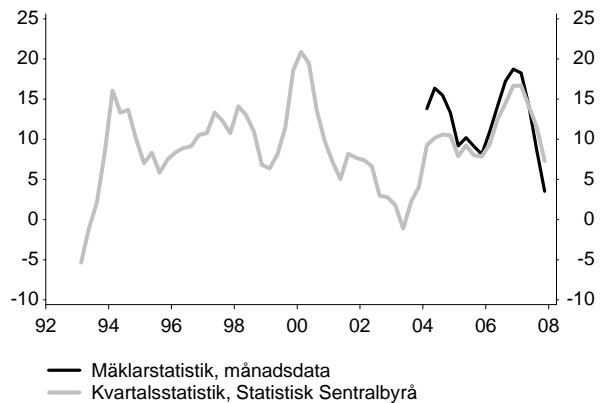
### Rekordstark konsumtion dämpas

Hushållens inkomstökningar under senare år har drivits av höga löneökningar, stark sysselsättning och låg inflation. Den extremt låga inflationen, bl a till följd

av fallande elpriser, gjorde att hushållens disponibla inkomster steg med över 5 procent förra året. Konsumtionen ökade med nästan 7 procent, vilket innebar ett ytterligare fall i sparkvoten.

### Norge: Huspriser

Årlig procentuell förändring



Samtidigt syns tydliga tecken på att bostadsmarknaden är på väg att bromsa in. Priserna har fallit sex månader i rad enligt mäklarstatistik. I årstakt har det skett en inbromsning från närmare 20 procent i början av 2007 till under 4 procent i december. Hushållens försvagade förmögenhetstillväxt skulle därför kunna tala för ett ökat sparande framöver. Dessutom dämpas inkomsterna när sysselsättningen går in i ett lugnare skede och reallönetillväxten naggas i kanten av högre inflation. Vi räknar därmed med en successiv avmattning i konsumtionen till 3 procent i år och 2½ procent 2009.

Även investeringarna dämpas framöver. Visserligen är företagens investeringsplaner relativt expansiva stimulerade av högt kapacitetsutnyttjande. Efterfrågan från utlandet dämpas dock relativt kraftigt i år, vilket påverkar både exportvolymerna och priser. Under senare tid har också exportföretagen blivit klart mer pessimistiska. Vi räknar med att tillväxten i den traditionella varuexporten bromsar in från 7 procent i fjol till 2 procent i år. Därtill kommer att lönsamheten framöver pressas av dämpad produktivitet, tidigare kronförstärkning och fortsatt höga löneökningar. Sammanfattningsvis räknar vi med att tillväxttakten för fastlandsinvesteringarna halveras mellan 2007 och 2008 och därefter dämpas ytterligare 2009. Till avmattningen bidrar också utvecklingen i bostadsbyggandet, där vi räknar med en utplaning i år.

### Arbetslösheten nära botten

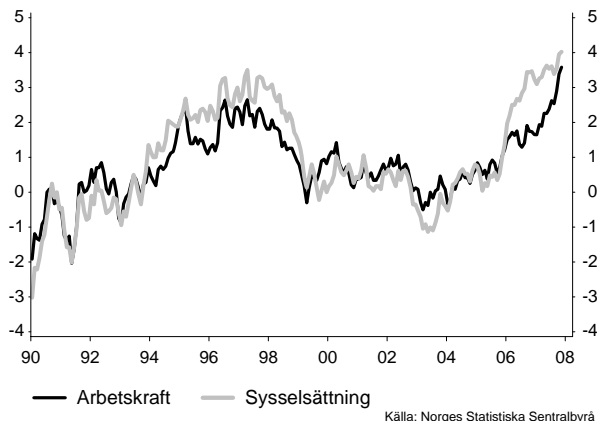
Sysselsättningen fortsatte att öka kraftigt under hösten. Stigande arbetsutbud har dock inneburit att arbetslösheten, enligt AKU, i stort sett legat still kring 2½ procent sedan våren 2007. Efterfrågan på arbetskraft är fortfarande mycket stark, men det är svårt att se att arbetslösheten ska sjunka så mycket mer från dagens nedpressade nivåer. Den underliggande till-



växten i arbetskraften uppgår till knappt en procent de kommande två åren. Till detta kan läggas att förvärvsfrekvensen kan väntas öka ytterligare något som en följd av det starka arbetsmarknadsläget. Sammantaget bedömer vi att såväl sysselsättning som utbud kan väntas öka med närmare 2 procent i år; dock i stor utsträckning hänförligt till den starka utvecklingen under loppet av 2007.

## Norge: Arbetskraftsutbud och sysselsättning

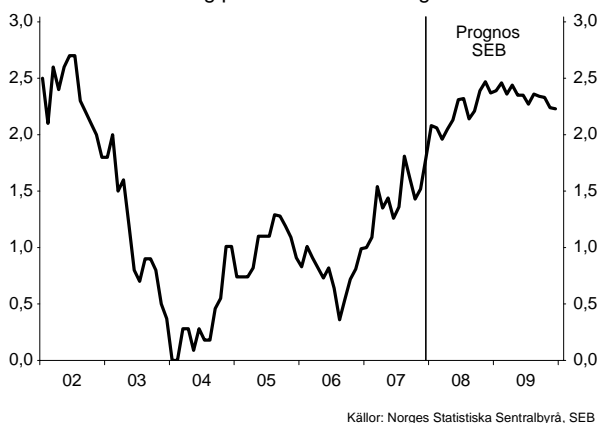
Årlig procentuell förändring



Under loppet av 2008 kommer effekterna av den internationella avmattningen att bli alltmer påtagliga för norsk ekonomi, vilket efterhand dämpar efterfrågan på arbetskraft. Mot slutet av året börjar arbetslösheten långsamt röra sig uppåt, men trots detta blir nivån även 2009 historiskt låg.

## Norge: KPI-JAE

Årlig procentuell förändring



## Tilltagande inhemskt inflationstryck

Den underliggande inflationen, KPI-JAE, har visat en stigande trend sedan sommaren 2006. I december uppgick den till 1,8 procent, dvs fortfarande klart under Norges Banks inflationsmål på 2½ procent. Det inhemska inflationstrycket tilltar dock i snabb takt. Prisökningarna på norskproducerade konsumtionsvaror har t ex stigit kraftigt det senaste året och uppgick i december till 4½ procent. Höga löneök-

ningar får således gradvis allt större genomslag på inflationen.

Inflationsuppgången hålls i viss mån tillbaka av fallet i importpriserna som ånyo accelererat, bl a som en följd av förstärkningen av kronen. Stigande enhetsarbetskostnader gör dock att vi räknar med att inflationen fortsätter upp under loppet av 2008. Därmed kommer inflationen att fortsätta att ligga över den inflationsbana som Norges Bank redovisade i sin senaste penningpolitiska rapport. **I snitt stiger KPI-JAE med 2,2 procent 2008 och 2,3 procent 2009.**

## Skärpt dilemma för Norges Bank

Norges Bank har länge slitits mellan å ena sidan en inflation under målet och å andra sidan allt tydligare tecken på överhettning. När inflationen nu äntligen börjar närma sig målet borde dilemmat mildras. Fördjupningen av den internationella kreditkrisen, de allt svagare globala tillväxtutsikterna och räntesänkningar i omvärlden har dock komplicerat bilden. Bankens egen räntebana implicerar att räntan hålls oförändrad under första kvartalet och att det finns en 50 procents sannolikhet för en sista höjning under andra kvartalet. Givet vår pessimistiska syn på den globala tillväxten och prognos om relativt aggressiva räntesänkningar från flera centralbanker i omvärlden är vår bedömning att sannolikheten för en ytterligare höjning är klart under 50 procent.

Även om inflationen mycket väl kan fortsätta att överraska uppåt, samtidigt som tillväxten på kort sikt fortsätter att vara stark, lär den internationella hotbilden dominera bankens överväganden. Inte minst utgör risken för en kraftig appreciering av kronen ett motiv för att inte avvika alltför mycket mot omvärlden. Samtidigt är det rimligt att räkna med att Norges Bank kommer att dröja längre än övriga centralbanker med att sänka räntan. Efter årsskiftet räknar vi ändå med att tillväxten dämpats så pass mycket att **Norges Bank inleder en sänkingscykel. I slutet av 2009 är folioräntan 4,50 procent.** Det är fullt möjligt att sänkningarna kan komma tidigare men så länge den inhemska tillväxten är stark och uppåtriskerna på inflationen håller i sig kommer en omsvängning i räntecykeln att ske långsamt.

Givet förväntningar om stigande räntedifferens mot omvärlden räknar vi med att kronen stärks till 7,85 mot euron och 5,10 mot dollarn på några månaders sikt. Samtidigt finns en viss nedåtpress på kronen från fallande oljepriser. När förväntningar om ytterligare räntehöjningar i Norge klingar av minskar stödet för kronen som därmed försvagas något.

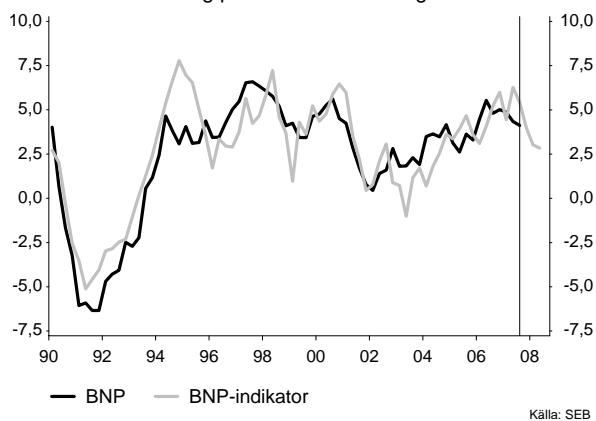
## Lugnare fas på väg

- **Exporten och investeringarna växlar ned**
- **Arbetslösheten fortsätter ned, lönerna tar fart**
- **Tillfälligt hög inflation i år**

Den finska ekonomin växte som väntat **strax över 4 procent i fjol**. Svagare export- och investeringsutveckling gör nu att **tillväxten dämpas till 2,8 procent i år och 2,6 procent 2009**, något under trend.

Tillväxten drevs förra året av både en stark inhemsk efterfrågan och en konkurrenskraftig exportsektor. Mot slutet av året kunde dock en nedväxling noteras genom snabba fall i barometerenkäter för bygg-, tillverknings- och tjänstesektorn. Investeringarna i maskiner föll då kraftigt och enligt det historiska mönstret brukar detta följas av en avmattning också i byggnadsinvesteringarna. Svagare omvärldseftefrågan och osäkerheten i spåren av den pågående kreditkrisen gör att många företag skjuter upp sina investeringar och ser över produktionsstrukturen. Vi räknar bl a med neddragningar i nyckelbranscher som telekom och skogsindustrin.

**Finland: BNP och indikator**  
Årlig procentuell förändring



Källa: SEB

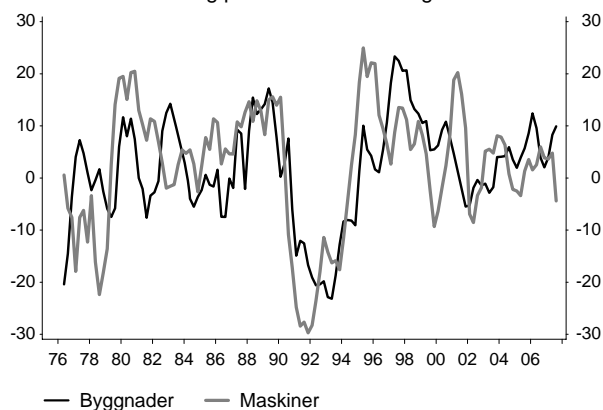
Den privata konsumtionen håller i viss mån uppe tillväxten när export och investeringar saktar in. I fjol drevs konsumtionen av ett minskat sparande, medan stora reallöneökningar bidrar till en snabb inkomsttillväxt i år. Bilkonsumtionen gynnas därtill av en sänkt fordonsskatt.

Konjunkturavmattningen har ännu inte satt något avtryck på arbetsmarknaden. **Arbetslösheten uppgick till årslägsta 6,7 procent i december** och fortsätter ned ett tag till. Den planar ut vid halvårs-

skiftet för att sedan sakta börja röra sig uppåt under sensommaren och hösten. Mätt som årsgenomsnitt går arbetslösheten ned från 6,9 procent i fjol till 6,6 procent i år, varefter den stiger till 6,7 procent 2009. Den privata konsumtionen, som därmed får stöd från arbetsmarknaden ett tag till, ökar med 2,7 procent i år och 2,3 procent 2009.

Den fallande arbetslösheten ger upphov till stigande löneökningar. Vi räknar med att **timlöneökningarna växlar upp från 3,2 procent i fjol till nästan 5 procent i år**. Företagens goda produktivitetsökningar mildrar dock genomslaget på inflationen. Gradvis svagare tillväxt bidrar till att löneökningarna växlar ned till 4,5 procent 2009.

**Finland: Investeringar**  
Årlig procentuell förändring



Källa: Finlands Statistik

Liksom i andra västländer bidrog stigande energi- och oljepriser till högre HIKP-inflation i höstas. Mätt som årsgenomsnitt uppgick inflationen ändå bara till 1,6 procent. Den stiger nu till 2,5 procent i genomsnitt i år, men faller sedan tillbaka till 2,0 procent 2009. Den underliggande inflationen har oväntat rört sig nedåt under hösten – från 1,8 procent i augusti till 1,1 procent i december. Vi räknar med att kärninflationen vänder uppåt i år.

Den starka tillväxten i fjol bidrog till att budgetöverskottet blev större än väntat. Det krymper dock något framöver – trots inställda inkomstskattelättnader – i takt med att ekonomin saktar in. Vi räknar med ett **överskott på strax under 4 procent av BNP 2009**.

## DANMARK

Årlig procentuell förändring

|                                       | Nivå 2006<br>mdr DKK | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------------------------------|----------------------|------|------|------|------|
| BNP                                   | 1.642                | 3,3  | 1,7  | 1,1  | 1,0  |
| Privat konsumtion                     | 794                  | 3,4  | 2,0  | 1,4  | 1,5  |
| Offentlig konsumtion                  | 420                  | 1,6  | 1,6  | 1,8  | 1,3  |
| Bruttoinvesteringar                   | 371                  | 13,0 | 6,1  | 2,0  | 2,2  |
| Lagerinvesteringar                    |                      | 0,4  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| (förändring i % av BNP föregående år) |                      |      |      |      |      |
| Export                                | 853                  | 10,1 | 2,0  | 2,2  | 3,5  |
| Import                                | 804                  | 14,5 | 4,2  | 3,3  | 4,7  |
| Arbetslöshet (%)                      |                      | 4,5  | 3,4  | 3,0  | 3,8  |
| KPI, harmoniserat                     |                      | 1,9  | 1,7  | 2,6  | 2,5  |
| Timplöneökningar                      |                      | 3,1  | 3,8  | 4,5  | 4,4  |
| Bytesbalans, % av BNP                 |                      | 2,7  | 1,5  | 1,0  | 1,3  |
| Saldo, offentlig sektor, % av BNP     |                      | 4,6  | 4,1  | 3,0  | 2,5  |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP     |                      | 30,3 | 25,0 | 21,0 | 18,0 |

### FINANSIELLA PROGNOSE

|                                    | 31-jan | mar-08 | jun-08 | dec-08 | jun-09 | dec-09 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Reporänta                          | 4,25   | 4,25   | 4,00   | 3,50   | 3,25   | 3,25   |
| 10-års ränta                       | 4,09   | 4,00   | 3,90   | 3,85   | 4,00   | 4,10   |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 16     | 15     | 10     | 10     | 10     | 10     |
| USD/DKK                            | 5,01   | 4,84   | 4,97   | 5,14   | 5,21   | 5,32   |
| EUR/DKK                            | 7,45   | 7,45   | 7,45   | 7,45   | 7,45   | 7,45   |

## NORGE

Årlig procentuell förändring

|                                       | Nivå 2006<br>mdr NOK | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------------------------------|----------------------|------|------|------|------|
| BNP                                   | 2.156                | 2,2  | 3,3  | 2,7  | 1,9  |
| BNP (Fastlandet)                      | 1.569                | 4,3  | 5,7  | 2,9  | 2,1  |
| Privat konsumtion                     | 879                  | 4,2  | 6,9  | 3,0  | 2,5  |
| Offentlig konsumtion                  | 415                  | 3,0  | 3,0  | 2,8  | 2,8  |
| Bruttoinvesteringar                   | 406                  | 6,5  | 7,5  | 4,9  | 1,3  |
| Lagerinvesteringar                    |                      | 0,5  | -0,2 | 0,3  | 0,1  |
| (förändring i % av BNP föregående år) |                      |      |      |      |      |
| Export                                | 1.005                | 0,5  | 2,6  | 1,7  | 1,4  |
| Import                                | 612                  | 8,2  | 7,4  | 4,0  | 2,5  |
| Arbetslöshet (%)                      |                      | 3,5  | 2,5  | 2,5  | 2,9  |
| KPI                                   |                      | 2,3  | 0,8  | 3,6  | 2,5  |
| KPI-JAE                               |                      | 0,8  | 1,4  | 2,2  | 2,3  |
| Årslöneökningar                       |                      | 4,1  | 5,5  | 5,8  | 4,8  |
| Bytesbalans, % av BNP                 |                      | 16,4 | 15,0 | 16,5 | 14,5 |
| Saldo, offentlig sektor, % av BNP     |                      | 19,3 | 19,5 | 19,0 | 18,0 |

### FINANSIELLA PROGNOSE

|                                    | 31-jan | mar-08 | jun-08 | dec-08 | jun-09 | dec-09 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Folioränta                         | 5,25   | 5,25   | 5,25   | 5,25   | 4,75   | 4,50   |
| 10-års ränta                       | 4,35   | 4,40   | 4,35   | 4,25   | 4,30   | 4,40   |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 41     | 55     | 55     | 50     | 40     | 40     |
| USD/NOK                            | 5,41   | 5,10   | 5,27   | 5,52   | 5,66   | 5,79   |
| EUR/NOK                            | 8,03   | 7,85   | 7,90   | 8,00   | 8,10   | 8,10   |

# Nordiska nyckeldata

Nordic Outlook - Februari 2008

## SVERIGE

Årlig procentuell förändring

|  | Nivå 2006 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--|-----------|------|------|------|------|
|  | Mdr SEK   |      |      |      |      |
| BNP  | 2.900     | 4,1  | 2,7  | 2,1  | 1,6  |
| BNP, dagkorrigerat                               |           | 4,4  | 2,8  | 1,8  | 1,7  |
| Privat konsumtion                                | 1.374     | 2,5  | 3,1  | 2,6  | 2,1  |
| Offentlig konsumtion                             | 762       | 1,5  | 0,4  | 1,2  | 1,4  |
| Bruttoinvesteringar                              | 525       | 7,7  | 8,7  | 2,9  | -1,2 |
| Lagerinvesteringar                               | 1         | 0,2  | 0,6  | -0,2 | 0,0  |
| (förändring i % av BNP föregående år)            |           |      |      |      |      |
| Export   | 1.491     | 8,9  | 4,8  | 3,5  | 3,6  |
| Import   | 1.253     | 8,2  | 8,1  | 3,5  | 3,1  |
| Arbetslöshet (%)                                 |           | 5,4  | 4,6  | 4,4  | 5,0  |
| Arbetslöshet (%) (EU-definition)                 |           | 7,0  | 6,1  | 6,0  | 6,6  |
| Sysselsättning                                   |           | 1,8  | 2,4  | 1,1  | -0,2 |
| Industriproduktion                               |           | 5,1  | 2,0  | 1,5  | 1,8  |
| KPI  |           | 1,4  | 2,2  | 3,4  | 2,0  |
| KPIX   |           | 1,2  | 1,2  | 2,6  | 1,9  |
| Timlöneökningar                                  |           | 3,1  | 3,6  | 4,4  | 4,1  |
| Hushållens sparkvot (%)                          |           | 7,7  | 9,2  | 9,3  | 9,7  |
| Real disponibel inkomst                          |           | 2,8  | 4,6  | 2,7  | 2,5  |
| Handelsbalans, % av BNP                          |           | 5,8  | 4,8  | 4,3  | 4,4  |
| Bytesbalans, % av BNP                            |           | 7,1  | 6,5  | 6,2  | 6,3  |
| Statligt lånebehov, mdr SEK                      |           | -18  | -103 | -72  | -37  |
| Finansiellt sparande, offentlig sektor, % av BNP |           | 2,2  | 3,2  | 2,2  | 0,5  |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP                |           | 47   | 40   | 36   | 34   |

### FINANSIELLA PROGNOSE

|                                    | 31-jan | mar-08 | jun-08 | dec-08 | jun-09 | dec-09 |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Reporänta                          | 4,00   | 4,00   | 4,00   | 3,25   | 3,00   | 3,00   |
| 3-månaders ränta, STIBOR           | 4,46   | 4,36   | 4,26   | 3,56   | 3,31   | 3,31   |
| 10-års ränta                       | 3,95   | 3,95   | 3,90   | 3,85   | 4,05   | 4,20   |
| 10-års räntedifferens mot Tyskland | 1      | 10     | 10     | 10     | 15     | 20     |
| USD/SEK                            | 6,36   | 6,14   | 6,23   | 6,41   | 6,43   | 6,50   |
| EUR/SEK                            | 9,46   | 9,45   | 9,35   | 9,30   | 9,20   | 9,10   |
| TCW                                | 125,9  | 124,8  | 123,5  | 123,0  | 122,0  | 121,3  |

## FINLAND

Årlig procentuell förändring

|                                       | Nivå 2006 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---------------------------------------|-----------|------|------|------|------|
|                                       | mdr EUR   |      |      |      |      |
| BNP                                   | 167       | 5,0  | 4,1  | 2,8  | 2,6  |
| Privat konsumtion                     | 86        | 4,3  | 3,3  | 2,7  | 2,3  |
| Offentlig konsumtion                  | 36        | 1,0  | 1,4  | 1,4  | 1,5  |
| Bruttoinvesteringar                   | 32        | 4,1  | 4,4  | 3,1  | 3,3  |
| Lagerinvesteringar                    |           | 0,2  | 0,1  | 0,0  | 0,0  |
| (förändring i % av BNP föregående år) |           |      |      |      |      |
| Export                                | 74        | 10,4 | 5,8  | 4,3  | 5,1  |
| Import                                | 66        | 8,3  | 4,0  | 3,9  | 5,0  |
| Arbetslöshet (%)                      |           | 7,7  | 6,9  | 6,6  | 6,7  |
| KPI, harmoniserat                     |           | 1,3  | 1,6  | 2,5  | 2,0  |
| Timlöneökningar                       |           | 3,0  | 3,2  | 4,9  | 4,5  |
| Bytesbalans, % av BNP                 |           | 5,2  | 6,0  | 5,5  | 5,1  |
| Saldo, offentlig sektor, % av BNP     |           | 3,8  | 4,5  | 4,1  | 3,9  |
| Skuld, offentlig sektor, % av BNP     |           | 39,2 | 36,7 | 35,3 | 34,8 |



## EURO-ZONEN

Årlig procentuell förändring

|   | Nivå 2006<br>mdr EUR | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|----------------------|------|------|------|------|
| BNP   | 8.438                | 2,9  | 2,6  | 1,3  | 1,5  |
| Privat konsumtion   | 4.800                | 1,9  | 1,5  | 1,4  | 1,6  |
| Offentlig konsumtion  | 1.720                | 1,9  | 2,0  | 1,8  | 1,7  |
| Bruttoinvesteringar   | 1.790                | 5,2  | 4,9  | 2,7  | 3,3  |
| Lagerinvesteringar<br>(förändring i % av BNP föregående år) |                      | -0,2 | -0,1 | 0,0  | 0,0  |
| Export  | 3.390                | 7,9  | 6,1  | 4,0  | 4,2  |
| Import  | 3.290                | 7,6  | 5,5  | 5,1  | 5,4  |
| Arbetslöshet (%)  |                      | 8,2  | 7,4  | 7,1  | 7,4  |
| KPI   |                      | 2,2  | 2,1  | 2,7  | 1,7  |
| Hushållens sparkvot (%)                                     |                      | 10,0 | 9,9  | 9,7  | 9,4  |

## USA

Årlig procentuell förändring

|   | Nivå 2007<br>mdr USD | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|---|----------------------|------|------|------|------|
| BNP   | 14.080               | 2,9  | 2,2  | 0,9  | 1,8  |
| Privat konsumtion   | 9.930                | 3,1  | 2,9  | 0,7  | 1,5  |
| Offentlig konsumtion  | 2.770                | 1,8  | 2,1  | 3,8  | 3,5  |
| Bruttoinvesteringar   | 2.110                | 2,9  | -1,8 | -5,3 | -3,3 |
| Lagerinvesteringar<br>(förändring i % av BNP föregående år) |                      | 0,1  | -0,3 | -0,2 | 0,0  |
| Export  | 1.730                | 8,4  | 7,9  | 5,5  | 5,0  |
| Import  | 2.460                | 5,9  | 2,0  | -0,4 | 0,6  |
| Arbetslöshet (%)  |                      | 4,6  | 4,6  | 5,6  | 6,4  |
| KPI   |                      | 3,2  | 2,9  | 2,8  | 1,9  |
| Hushållens sparkvot (%)                                     |                      | 0,4  | 0,5  | 1,4  | 2,4  |

## STORA INDUSTRILÄNDER

Årlig procentuell förändring

|                          | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--------------------------|------|------|------|------|
| <b>BNP</b>               |      |      |      |      |
| Storbritannien           | 2,9  | 3,0  | 1,4  | 1,8  |
| Japan                    | 2,4  | 1,9  | 1,2  | 1,5  |
| Tyskland                 | 2,9  | 2,5  | 1,4  | 1,6  |
| Frankrike                | 2,2  | 1,8  | 1,3  | 1,6  |
| Italien                  | 1,9  | 1,7  | 1,1  | 1,3  |
| <b>Inflation</b>         |      |      |      |      |
| Storbritannien           | 2,3  | 2,3  | 2,2  | 1,9  |
| Japan                    | 0,2  | 0,1  | 0,6  | 0,4  |
| Tyskland                 | 1,8  | 2,3  | 2,3  | 2,0  |
| Frankrike                | 1,9  | 1,6  | 2,2  | 1,9  |
| Italien                  | 2,2  | 2,0  | 2,2  | 1,9  |
| <b>Arbetslöshet, (%)</b> |      |      |      |      |
| Storbritannien           | 5,4  | 5,5  | 5,6  | 5,8  |
| Japan                    | 4,1  | 3,9  | 3,8  | 3,7  |
| Tyskland                 | 9,8  | 8,4  | 8,0  | 8,1  |
| Frankrike                | 9,2  | 8,3  | 8,0  | 8,1  |
| Italien                  | 6,8  | 6,0  | 5,8  | 6,0  |

# Internationella nyckeldata

Nordic Outlook - Februari 2008

## CENTRAL- OCH ÖSTEUROPA

|  | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|--|------|------|------|------|
| <b>BNP, årlig procentuell förändring</b>       |      |      |      |      |
| Estland  | 11,2 | 7,0  | 3,0  | 4,0  |
| Lettland                                       | 11,9 | 10,5 | 7,2  | 5,5  |
| Litauen  | 7,7  | 8,7  | 6,5  | 6,0  |
| Polen  | 6,1  | 6,5  | 5,0  | 5,0  |
| Ryssland                                       | 6,7  | 7,6  | 6,8  | 6,0  |
| Slovakien                                      | 8,5  | 9,0  | 7,0  | 6,5  |
| Tjeckien                                       | 6,4  | 6,3  | 4,5  | 4,8  |
| Ukraina  | 7,1  | 7,3  | 7,0  | 7,0  |
| Ungern   | 3,9  | 1,5  | 2,0  | 3,0  |
| <b>Inflation, årlig procentuell förändring</b> |      |      |      |      |
| Estland  | 4,4  | 6,7  | 7,0  | 3,0  |
| Lettland                                       | 6,6  | 10,1 | 12,8 | 7,7  |
| Litauen  | 3,8  | 5,8  | 6,5  | 5,0  |
| Polen  | 1,3  | 2,6  | 3,5  | 3,0  |
| Ryssland                                       | 9,7  | 9,0  | 10,7 | 8,9  |
| Slovakien                                      | 4,3  | 2,0  | 2,8  | 3,0  |
| Tjeckien                                       | 2,1  | 2,9  | 5,0  | 3,5  |
| Ukraina  | 9,1  | 12,8 | 12,0 | 10,0 |
| Ungern   | 4,0  | 7,9  | 5,5  | 4,0  |

## FINANSIELLA PROGNOSE

|                          |                 | 31-jan | mar-08 | jun-08 | dec-08 | jun-09 | dec-09 |
|--------------------------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Officiella räntor</b> |                 |        |        |        |        |        |        |
| USA                      | Fed funds       | 3,00   | 2,75   | 2,25   | 2,00   | 2,25   | 2,50   |
| Japan                    | Call money rate | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0,50   | 0,75   | 0,75   |
| Euro-zonen               | Refiränta       | 4,00   | 4,00   | 3,75   | 3,25   | 3,00   | 3,00   |
| Storbritannien           | Reporänta       | 5,50   | 5,00   | 4,50   | 4,00   | 3,50   | 3,75   |
| <b>Obligationsräntor</b> |                 |        |        |        |        |        |        |
| USA                      | 10 år           | 3,60   | 3,50   | 3,45   | 3,60   | 4,10   | 4,20   |
| Japan                    | 10 år           | 1,44   | 1,40   | 1,45   | 1,50   | 1,55   | 1,65   |
| Tyskland                 | 10 år           | 3,93   | 3,85   | 3,80   | 3,75   | 3,90   | 4,00   |
| Storbritannien           | 10 år           | 4,52   | 4,30   | 4,10   | 4,00   | 4,10   | 4,30   |
| <b>Växelkurser</b>       |                 |        |        |        |        |        |        |
| USD/JPY                  |                 | 106    | 105    | 110    | 112    | 118    | 118    |
| EUR/USD                  |                 | 1,49   | 1,54   | 1,50   | 1,45   | 1,43   | 1,40   |
| EUR/JPY                  |                 | 158    | 162    | 165    | 162    | 169    | 165    |
| GBP/USD                  |                 | 1,99   | 2,00   | 1,92   | 1,81   | 1,83   | 1,82   |
| EUR/GBP                  |                 | 0,75   | 0,77   | 0,78   | 0,80   | 0,78   | 0,77   |

## GLOBALA NYCKELTAL

| Årlig procentuell förändring | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|------------------------------|------|------|------|------|
| BNP OECD                     | 3,1  | 2,6  | 1,5  | 1,9  |
| BNP världen                  | 4,9  | 4,6  | 3,7  | 3,8  |
| KPI OECD                     | 2,4  | 2,3  | 2,5  | 1,9  |
| Exportmarknad OECD           | 8,9  | 6,5  | 4,4  | 5,5  |
| Oljepris Brent (USD/fat)     | 64,8 | 73,0 | 80,0 | 75,0 |

**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.

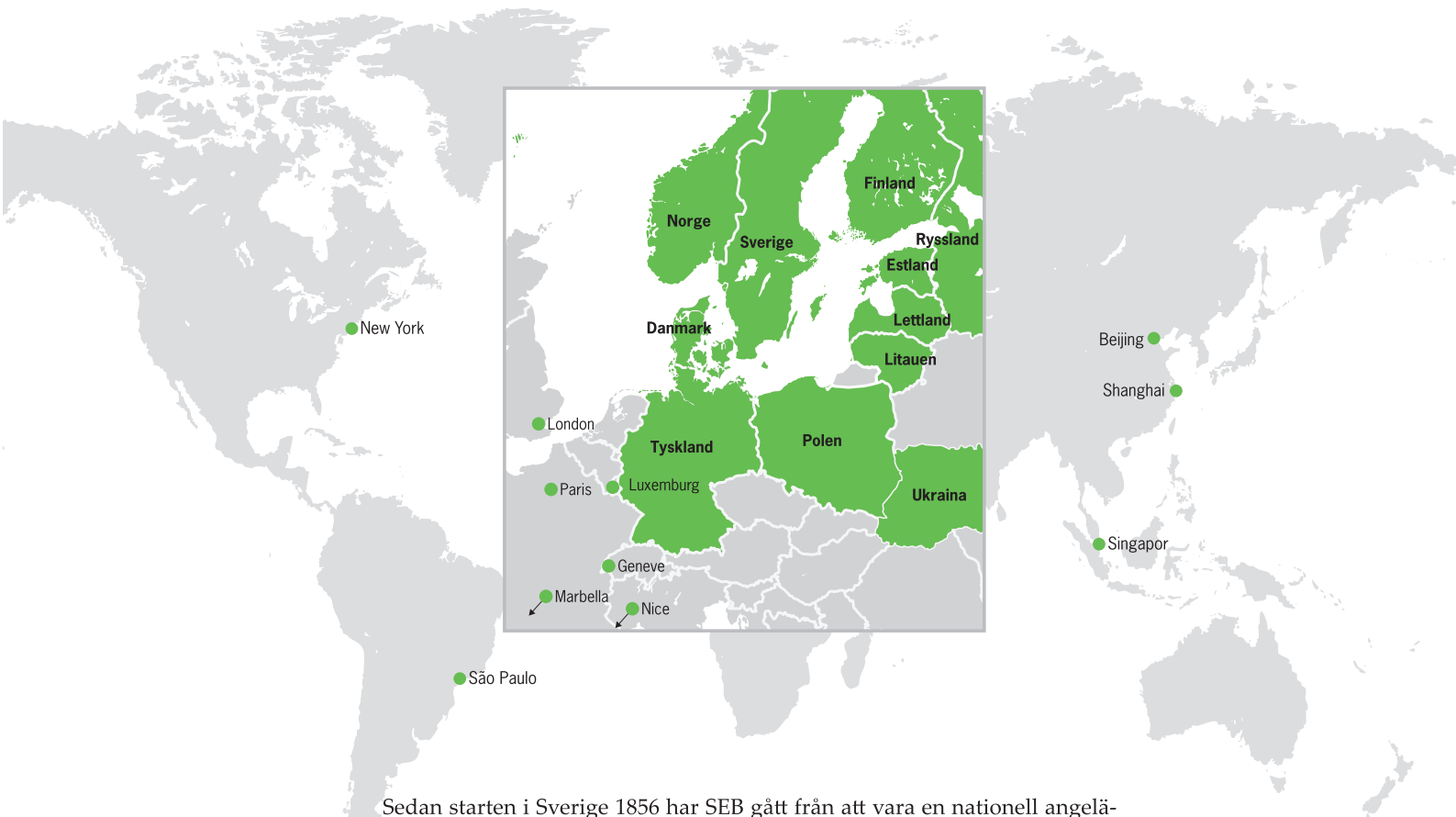
För att få tillgång även till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder, på <http://www.mb.seb.se>, krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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 för 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 våra kunder – ett arbete där vi har stor nytta av vår analysverksamhet.

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

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