

Global Konjunktur- och Strukturrapport

Författad av Cecilia Hermansson

24 april 2012

Världsekonomin är på rätt väg – men de långsiktiga utmaningarna är mycket stora

- Ifjol varvade den globala ekonomin ned. Euroområdet är inne i en recession och den amerikanska återhämtningen är alltjämt svag. Tillväxtländerna växer långsammare till följd av den mer restriktiva ekonomiska politiken och västvärldens inbromsning.
- En vändning är dock i sikte. Vårt "hanka-sig-fram-scenario" i euroområdet ser ut att realiseras och det värsta av den akuta krishanteringen är över. Framtids-tron blir något starkare, samtidigt som tillväxtländerna lättar penningpolitiken. Vi bibehåller den globala BNP-tillväxten på 3,1 % i år men bedömer att den stärks till 3,4 % nästa år (3,1 % i januari).
- Vårt huvudscenario ovan ger vi en sannolikhet på 60 %, men riskerna är stora och asymmetriska eftersom nedåtriskerna överväger uppåtriskerna. Sannolikheten för ett sämre scenario, där global BNP-tillväxt understiger 2 %, ger vi 30 %. Spaniens och även Italiens situation förvärras, vilket ställer nya krav på euroområdets krishantering med negativa effekter på förtroendet. Ett högre oljepris, hårdlandning i Kina och en svagare återhämtning i USA är andra riskfaktorer. Det går heller inte att utesluta en starkare tillväxt, upp mot den potentiella globala tillväxten kring 4 %. Sannolikheten är dock låg på 10 %, och förutsätter starkt politiskt förtroende, lägre oljepris och ökad aktivitet i tillväxtländerna.
- I denna rapport fokuserar vi på de långsiktiga utmaningarna: Hur bygga upp valutaunionens institutioner, samt hur minska divergensen i euroområdet, strukturarbetslösheten i västvärlden och skuldskrisens effekter. En återhämtning i det korta perspektivet är en sak – allt större utmaningar på lång sikt är en annan.

Cecilia Hermansson

Innehållsförteckning:

Sida:

1. Huvudscenario: En vändning har siktats	2
2. Alternativa scenarier: Nedåtriskerna överväger uppåtriskerna	5
3. De långsiktiga utmaningarna är stora	7
4. Våra antaganden om råvaru- och finansmarknader	12
5. Tillväxtekonomierna driver tillväxten	20
- USA	21
- Kina	23
- Japan	25
- Indien	26
- Brasilien	27
- Eurozonen	28
- Storbritannien	33
- De nordiska länderna	34
6. Slutsatser för våra hemmamarknader	36

1. Huvudscenario: En vändning har siktats

Under fjolårets andra halvår försvagades världskonjunkturen och den finansiella stressen steg, men mot slutet av året stärktes världshandeln samtidigt som den europeiska centralbankens fasträntelån till banker förbättrade framtidstron och riskaptiten.

Återhämtningen i världsekonomin fortsätter, men tillväxten i år förutses bli lägre än under fjolåret. Två drivkrafter bidrar till att vända utvecklingen och att tillväxten kan stärkas under andra halvåret i år och nästa år: En minskad pessimism om skuldskrisens utveckling samt en mer expansiv ekonomisk politik i tillväxtländerna. Vi bibehåller vår prognos för global BNP i år på 3,1 %, men reviderar upp tillväxten för 2013 från 3,1 % till 3,4 %.

Återhämtningen fortsätter ...

Global BNP-prognos

		Utfall			Aprilprognos			Januariprognos		
BNP-tillväxt (%)		2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013
USA		1,7	2,1	2,3	1,8	2,0	2,2			
EMU-länder		1,4	-0,5	0,4	1,6	-0,3	0,2			
varav	Tyskland	3,1	0,5	1,3	3,0	0,4	0,9			
	Frankrike	1,7	0,3	0,6	1,6	0,2	0,5			
	Italien	0,4	-1,8	-0,3	0,5	-1,3	-0,8			
	Spanien	0,7	-2,0	-0,8	0,6	-1,0	-0,5			
	Finland	2,9	0,8	1,7	2,9	0,4	1,5			
Storbritannien		0,7	0,5	1,0	0,9	0,5	0,5			
Danmark		1,0	0,5	1,0	1,0	0,7	1,3			
Norge		1,7	2,0	2,5	1,7	2,0	2,3			
Japan		-0,7	1,5	1,2	-0,5	1,7	0,9			
Kina		9,2	8,1	8,0	9,3	8,2	7,8			
Indien		7,2	6,7	7,3	7,3	6,7	7,0			
Brasilien		2,7	3,1	3,5	3,0	2,7	2,2			
Ryssland		4,3	4,1	3,9	4,2	3,9	3,7			
Global BNP räknat i PPP		3,5	3,1	3,4	3,6	3,1	3,1			
Global BNP räknat i dollar		2,5	2,2	2,6	2,7	2,3	2,3			

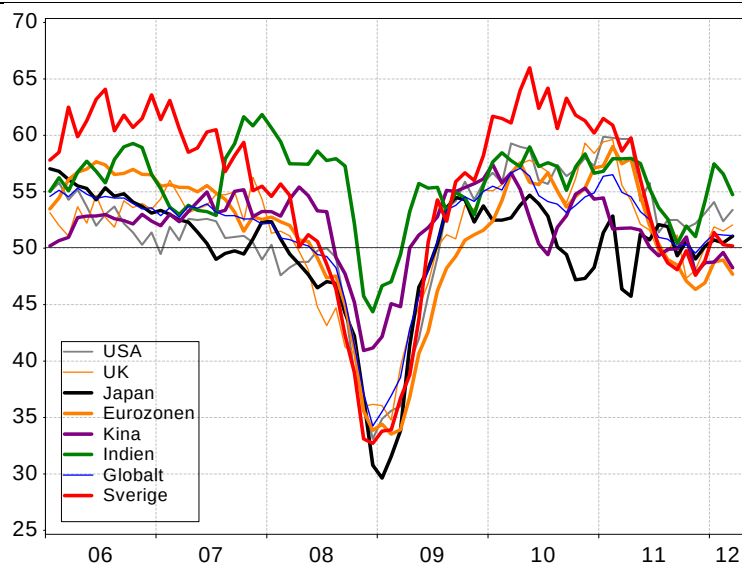
Källa: Nationell statistik samt Swedbanks prognoser.

Not. Länderna representerar ca 70 % av världsekonomin, för att få den totala BNP-tillväxten bör ca 0,3-0,4 procentenheter adderas.

Återhämtningen är dock både bräcklig och försiktig. Inköpschefsindex för världsekonomin som helhet har stigit från 49,6 i november till 51,1 i mars – en ganska måttlig förbättring. Ett högre oljepris till följd av oroligheter i Mellanöstern, samt en ny uppblossande kris i euroområdet med ökat fokus på större ekonomier (och därmed större problem) som Spanien och Italien, skulle kunna bryta den uppåtgående trenden. Andra risker inkluderar en hårdlandning i Kina och en mer åtstramande finanspolitik i USA med potentiellt stora negativa tillväxteffekter, inte enbart för USA utan för världen som helhet.

... men är både bräcklig och försiktig

Inköpschefsindex – globalt och för vissa länder/regioner



Source: Reuters EcoWin

I vårt huvudscenario, som vi ger 60 % sannolikhet, fortsätter återhämtningen, främst driven av utvecklingen i tillväxtländerna. BRIC-länderna i tabellen ovan svarar för ca 80 % av BNP-tillväxten 2012, men denna andel bedöms minska till 74 % 2013 när tillväxten i USA och Euroområdet stärks något. I en mer normal situation, där världsekonomin växer med drygt 4 %, skulle BRIC-ländernas andel av tillväxten knappast överstiga 60 %.

Vi har reviderat upp BNP-tillväxten marginellt i USA för 2012 och 2013, och även i euroområdet för 2013, samtidigt som vi – till följd av krisländernas större budget- och tillväxtproblem – förutser en något djupare recession i euroområdet 2012 än tidigare.

Det snabbare momentum som USA började uppvisa har nu försvagats något dels sedan arbetsmarknadens förbättring kom av sig i mars, dels med det högre oljepriset som gräver ett djupt hål i hushållens plånböcker. USA:s tillväxt blir närmare 2 % än 3 %. Europas oljeberoende är mindre än USA:s men trots det påverkas också europeiska hushåll och företag av det högre oljepriset. Än större inverkan har den åtstramande finanspolitiken och även åtstramningen på kreditmarknaden. BNP förutses krympa i hela euroområdet, men med ca 2 % i Italien och Spanien, samtidigt som Tysklands recession är mer av teknisk karaktär. Frankrike kan undvika recession, men tillväxten blir svagare än normalt.

En viktig ingrediens i den fortsatta återhämtningen är de små men viktiga steg som euroområdets beslutsfattare tagit för att mildra krisen. Den europeiska centralbankens (ECB:s) fasträntelån till 1 % ränta och med lägre krav på säkerheter har förbättrat framtidstron och stärkt riskapiten på finansmarknaden, och även om effekterna börjar ebba ut, kvarstår att det finns förväntningar om att ECB ingriper om krisen förvärras. Europolitikernas starkare finanspolitiska samarbete genom finanspakten och "six pack" reglerna har också stärkt sentimentet, även om sannolikheten är stor för att pakten ska urvattnas. Greklandsuppgörelsen har också lugnat marknadsaktörerna. Även om riskpremierna återigen

Tillväxtländerna svarar för 80 % av tillväxten

Huvudscenariot har en marginellt mer positiv bild av USA ...

Medan bilden är mer negativ i euroområdet, åtminstone i år

stiger för Grekland, Spanien och Italien – och den tid ECB köpt snart är slut – är läget idag bättre än under hösten, då oron för en kollaps i eurosamarbetet dominerade tidningsrubrikerna.

I vårt huvudscenario bedömer vi således att Spanien och Italien klarar sig utan nödlån, bland annat genom att reformarbetet fortsätter för att stärka banker och finanspolitik (också i regionerna) och genom att ECB står redo att underlätta för bankerna om så behövs. För att inte äventyra konjunkturåterhämtningen förutses USA förlänga de skattesänkningar som snart löper ut. Kina förväntas klara sig undan en hårdlandning. Fastighetsmarknaden har mattats betydligt, men en större krasch kan undvikas genom att stimulanserna åter trappas upp via bankerna, vilket håller tillbaka prisfallet. Huvudscenariot inkluderar också att oljepriset når en topp nu för att sedan gradvis falla tillbaka. Det genomsnittliga oljepriset blir 119 dollar i år och 113 dollar nästa år.

Vad är det som förklarar att världsekonomins BNP-tillväxt inte når upp till den potentiella kring drygt 4 %? Västvärlden (USA, Europa och Japan) är inne i en period av skuldsanering. Dels i den privata sektorn, inklusive bankerna, dels i den offentliga sektorn. Europa har tagit steget att sanera offentliga skulder, medan USA och Japan skjuter arbetet på framtiden. Vi förutser att skuldsaneringen tar flera år – eller decennier – att avsluta. Vidare inger EMU:s ramverk osäkerhet om framtiden för valutasamarbetet.

I denna rapport fokuserar vi därför i större utsträckning än vanligt på de långsiktiga frågeställningarna: Skuldsaneringen, de globala sparandeobalanserna, divergensen i euroområdet och valutasamarbetets institutioner, exitstrategier i penningpolitiken samt okonventionell finanspolitik och strukturpolitik som ett redskap att stärka tillväxten och minska arbetslösheten under tider av budgetkonsolidering. De ekonomisk-politiska utmaningarna i västvärlden är särskilt stora, men även i tillväxtländerna måste försiktighet iakttas så att inte finanskriser uppkommer. Inte minst är detta ett hot i Kina där en avreglering av finanssektorn förutses under decenniet som kommer.

Efter finanskrisens uppkomst i USA i den privata sektorn (hushåll och banker), har den skickats vidare till Europa där fokus ligger på den offentliga sektorn och privata banker. Frågan är om den därefter ska skickas tillbaka till USA (och Japan) för en ny omgång av skuldsanering i den offentliga sektorn, eller om västvärlden hittar andra sätt att skicka den vidare – kanske till tillväxtländerna. Utmaningarna är stora: Valutakrig, protektionism, inflation (eller deflation) och en period av starka regleringar kan uppstå.

På kort sikt är världsekonomin på rätt väg – om än med svagare BNP-tillväxt än normalt i kölvattnet av västvärldens skuldkriser. BNP-tillväxten stiger från drygt 3 % till nära 3,5 % de kommande två åren. På längre sikt är utmaningarna gigantiska, främst för västvärlden som står inför stora strukturella förändringar och svårigheter att upprätthålla välfärdssystem. I ett multilateralt perspektiv ingår också att komma överens om maktbalansen som påverkar utvecklingen för världshandel, finansiellt system samt åtgärder för att möta klimathotet.

I vårt huvudscenario undviker Spanien och Italien nödlån

Skuldkris och EMU förklarar varför tillväxten ligger under den potentiella

Viktigt att se bortom prognoshorisonten – många utmaningar återstår särskilt för västvärlden

Europa tar ansvar för skuldkrisen, gör USA och Japan det, eller skickar de den vidare?

2. Alternativa scenarier: Nedåtriskerna överväger uppåtriskerna

Osäkerheten i prognoserna är stor. De politiska riskerna är ovanligt stora, inte minst som det saknas erfarenheter om hur en valutaunion "räddas" och krishanteringen blev därför avvaktande. Psykologin blir allt viktigare när framtidsstron avgör styrkan i återhämtningen. Det handlar om minskad pessimism snarare än om ökad optimism, men sannolikt gör det skillnad för investeringsvilja och konsumtionsaptit om rubrikerna fokuserar på EMU:s undergång eller inte.

Stora politiska, psykologiska och ekonomiska risker

Det finns också stor ekonomisk osäkerhet. En faktor som försvårar är att kvartalsstatistiken i många länder har fått revideras kraftigt sedan finanskrisen. Den djupa nedgången har gjort det svårare att rensa för säsongeffekter. Skillnaderna mellan produktionssidan och användarsidan är också ovanligt stora. Att göra prognoser utifrån ett ständigt rörligt underlagsmaterial bakåt i tiden är en utmaning. I många länder är nationalräkenskaperna relativt säkerställda till och med 2009. Därefter är osäkerheten stor.

Riskbilden är enligt vår uppfattning asymmetrisk. De negativa riskerna är fler och större än de positiva. Visserligen borde prognosen vara medelvärdesriktig. Våra två alternativa scenarier borde tillmätas samma sannolikhet så att det är lika sannolikt att det blir bättre som att det blir sämre. Vi har dock konstaterat att det inte vore rimligt att förvänta sig att fler av de negativa riskerna realiserar i huvudscenariot. Det är heller inte rimligt att överdriva de positiva riskerna, när dessa inte är övertygande.

Vår riskbild är skev - lättare att finna risker på nedåtsidan som likväl inte platsar i huvudscenariot

Vårt huvudscenario har givits sannolikheten 60 %, medan sannolikheterna för ett sämre och bättre scenario har givits 30 % respektive 10 %.

1) Ny global recession – W blir ett faktum (30 %)

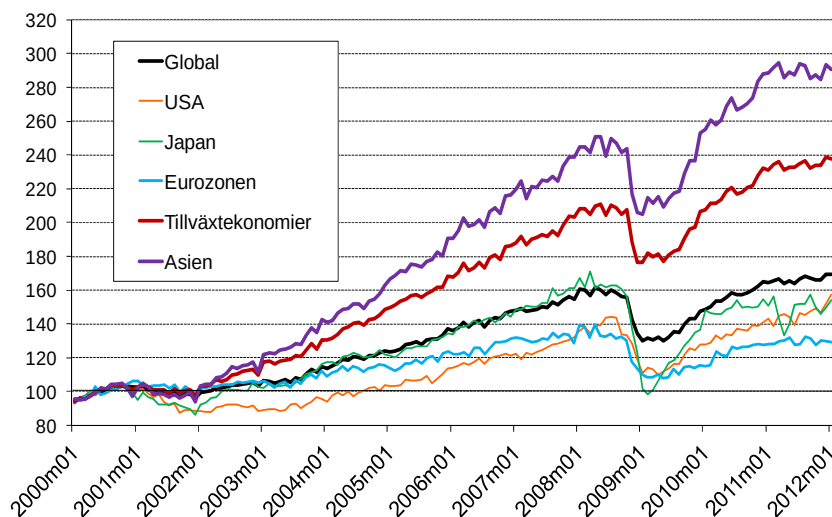
Hittills har återhämtningen visserligen försvagats under fjolåret, men den globala ekonomin har undvikit ny recession. Exportvolymen har stigit och är högre än före krisen (2008) i tillväxtländer och USA, men ännu inte i Japan och euroområdet.

I vårt mer negativa alternativa scenario blommar krisen i euroområdet upp igen. Spanien och Italien behöver nödlån, eurosamarbetet försvåras av behovet av nya krisåtgärder, den politiska och sociala oron stärks, finansmarknadens förtroende sjunker och en djupare recession, skuld- och bankkris sprids till andra delar av världen.

I Kina motverkar stimulanserna inte nedgången på fastighetsmarknaden som därmed fördjupas. Kommuner och regioner får stora ekonomiska problem, samtidigt som banksektorn försvagas. Den svagare tillväxten i ekonomin leder till politisk oro och instabilitet.

Krisen i Mellanöstern eskalerar också i detta scenario. Utbudsproblem trissat upp oljepriset till ca 150 dollar per fat, vilket sänker den globala tillväxten med någon drygt procentenhet under prognosperioden samtidigt som inflationen stiger. Den geopolitiska oron påverkar även andra råvarupriser, och investeringsviljan och finansmarknaderna rubbas.

Exportvolym från olika länder/regioner (Index 2000 =100)



2) Tillväxten stiger och närmar sig potentialen (10 %)

En BNP-tillväxt på strax över 4 % skulle kunna realiseras om exempelvis oljepriset sjunker ned under 100 dollar per fat, om krisen i euroområdet avtar och om optimismen om framtiden ökar investeringar och privat konsumtion i västvärlden. I tillväxtekonomierna satsas ännu mer på ekonomisk-politiska stimulanser, vilket därmed bidrar till att hjulen rullar snabbare också i västvärlden.

I det bättre scenariot är det politiska riskerna väl hanterade. Överenskommelser görs i USA om finanspolitiken som medför stimulanser i det korta tidsperspektivet, men med åtstramning och ansvarsfull budgetkonsolidering i det längre perspektivet. Arbetsmarknaden stärks återigen i snabb takt. I euroområdet fungerar övergången från teknokratiska regeringar till demokratiska regeringar relativt väl, och de nya ledarna agerar ansvarsfullt för att ingjuta starkare framtidstro.

Sannolikheten för ett sämre scenario är större än sannolikheten för ett bättre. Det som förenar de båda scenarierna är huruvida framtidstron försämras eller förstärks av de politiska beslut som fattas. Även oljeprisets utveckling är avgörande för om det blir ett negativt eller positivt scenario som tar över.

3. Våra långsiktiga utmaningar

Även om det finns fog för optimism på kort sikt, d v s att det mest sannolika är att världsekonomin utvecklas hyggligt de kommande två åren, finns fog för pessimism då utvecklingen på medellång och lång sikt riskerar kantas av svag tillväxt, nya kriser och stora nationella, regionala och globala spänningar. Utmaningarna är särskilt stora i västvärlden, men även tillväxtekonomierna påverkas och har dessutom egna utmaningar under det kommande decenniet. Nedan följer en kortfattad summering.

Västvärldens utmaningar:

1) Skuldsaneringen

I USA har skuldsaneringen i hushållssektorn pågått sedan 2008, men i Europa (förutom i Irland och Storbritannien) har den ännu inte inletts. Det omvända gäller för skuldsaneringen i den offentliga sektorn, som är pågående i Europa, men som kvarstår för både USA och Japan. Den offentliga bruttoskuldkvoten minskar från nuvarande 90 % i euroområdet, men kommer att öka ytterligare i USA och Japan där skuldkvoterna uppgår till 107 % respektive 236 %. I de två sistnämnda länderna är primärunderskotten mellan 6 och 9 %, medan det är 0,5 % i euroområdet. Japan och euroområdet har även mycket arbete kvar med att minska skuldsättningen i företagen och finanssektorn.

Studier av tidigare perioder visar att det tar lång tid att genomföra skuldsanering. Nu är dessutom läget besvärligare: Fler länder är samtidigt involverade och detta gäller även de stora länderna, skuldnivåerna är högre vilket innebär en större skuldsanering, skuldsättningen är hög i flera av eller alla sektorerna (offentlig sektor, hushåll, företag och finanssektor) vilket minskar möjligheterna att underlätta saneringen.

Skuldsanering underlättas av hög ekonomisk tillväxt vilken minskar skulden i förhållande till BNP, högre inflation än normalt som minskar skulden i reala termer samt omfattande budgetkonsolidering. Då det krävs en längre period av tvåsiffriga inflationstal för att märkbart minska skulden och en sådan omläggning både kan vara svår att förverkliga och vara förenad med risker (t.ex. högre nominella räntor, lägre tillväxt, sämre lönebildning och finansiell instabilitet) är det inte den viktigaste åtgärden. Snarare krävs en kombination av budgetkonsolidering och strukturreformer som stärker tillväxten för att underlätta saneringen. Politiska svårigheter att komma överens om mindre populära strukturreformer för att de kortsiktigt kan ge negativa effekter kan medföra att skuldsaneringen tar längre tid och blir mer smärtsam på längre sikt.

Hittills har finansmarknaden varit pådrivande för budgetkonsolideringen och skuldsaneringen i euroområdet genom att riskpremierna för statsobligationerna stigit. Frågan är hur länge finansmarknaden har förtroende för USA och Japan. Riskerna för USA är främst politiska eftersom det saknas konsensus om hur statsfinanserna ska skötas på medellång sikt. För Japan finns risken att när det inhemska sparandet minskar ökar beroende av utländskt

Västvärldens utmaningar är ovanligt stora det kommande decenniet

Europa har inletts sin skuldsanering i offentlig sektor – USA och Japan har allt kvar

Tillväxt, inflation och budgetkonsolidering minskar skuldkvoten i reala termer

Ny finansiell oro väntar om USA inte tar tag i sina skuldproblem på sikt

sparande vilket kan fördyra finansieringen av statsskulden till ohållbara nivåer. Den globala finansiella stabiliteten (räntor, valutor, börser) och i förlängningen den reala ekonomin hotas om inte USA och Japan överenskommer planer för skuldsaneringen med startdatum, utförande och storlek på budgetkonsolideringen.

2) En period med lägre tillväxt än normalt

Skuldsaneringen dämpar efterfrågan bland hushåll och företag. En hög offentlig skuldsättning riskerar även tränga undan privata investeringar. Ekonomier med krympande aktivitet eller svag tillväxt medför att tillgångar faller i värde, vilket försämrar läget i finanssektorn och ger upphov till kreditåtstramning. Fischers negativa spiral (debt-deflation) av lägre tillväxt, lägre inkomster, värdenedgång och deflation medför att skuldbördan växer i reala termer och ökar behovet av större budgetkonsolidering.

Det gäller att undvika Fischers negativa spiral av "skuld och deflation"

Det gäller att bryta en sådan negativ spiral genom att penningpolitiken tillåts vara så expansiv som möjligt, likviditetsstöd ges som undviker att likviditetsproblem övergår i solvensproblem, strukturreformer genomförs och att politiker skapar förtroende för att en vändning kommer.

3) Hög och stigande arbetslöshet, inklusive strukturarbetslöshet och försämrad inkomstfördelning

I euroområdet är arbetslösheten på väg mot 11 %, den högsta nivån på 15 år. I USA är arbetslösheten på väg ned mot 8 %, men en stor del av minskningen kan hänföras till att många lämnat arbetskraften. När USA ska inleda skuldsaneringen i offentlig sektor riskerar arbetslösheten vända upp igen, samtidigt som den riskerar bita sig fast på höga nivåer en längre tid i Europa.

I USA uppfattas arbetslösheten främst vara ett cykliskt problem, men i och med att antalet personer som är arbetslösa är fler, och den strukturella andelen ändå inte är försumbar, kommer minst ett par miljoner amerikaner ha svårt att hitta tillbaka till arbetsmarknaden bland de som söker jobb, och ytterligare många som lämnat får svårt att börja söka arbeten igen, såvida inte mer satsas på att stärka och förnya deras kompetens.

Det finns risk att problemet med strukturarbetslöshet underskattas

Inkomstfördelningen har försämrats under flera decennier genom att den procent av inkomsttagarna som tjänar mest fått kraftiga påslag, samtidigt som de som tjänar minst halkat efter. Denna trend riskerar stärkas i hela västvärlden när skuldkrisen leder till ökad eller fortsatt hög arbetslöshet och allt fler som inte ens syns i arbetsmarknadsstatistiken men som kan räknas till de fattiga.

4) Försämringar i välfärdssystemen

Samtidigt som tillväxten förblir svag, arbetslösheten stiger eller dröjer sig kvar, kommer välfärdssystemen att urholkas. Färre betalar skatt, behovet av transfereringar stiger och i och med budgetkonsolideringen finns färre resurser kvar för att upprätthålla vård, skola och omsorg. De politiska och sociala utmaningarna i Europa, USA och även Japan förutses öka under det kommande decenniet med allt större spänningar som resultat.

5) Euroområdet framtid – hur stärka och hålla ihop valutaunionen i demokratisk anda

Skuldkriser har uppstått i USA, Japan, Storbritannien och ett antal euroländer de senaste åren. I euroområdet bidrog de låga räntorna till att Grekland, Portugal, Spanien och Irland till att skapa bubblor, men det var inte endast där fenomenet uppstod. Skillnaden är att dessa länder inte själva kan trycka pengar för att betala sina räkningar. Risken för att de skulle ställa in betalningarna förvärrade skuldkrisen och fördyrade även finansieringen av deras skulder genom de högre riskpremierna.

För de krisdrabbade länderna gäller nu att genomföra den interndevalvering som de baltiska länderna genomfört. De måste också budgetkonsolidera och reformera sina arbets- och produktmarknader så att konkurrenskraften stärks, och divergensen mot Tyskland minskar. Samtidigt måste Tyskland göra vad som är möjligt för att underlätta för en starkare inhemsk efterfrågan, t ex genom att tidigare lägga investeringar som ökar importen.

Krisländerna genomför just nu en interndevalvering

Skuldkrisen har tydliggjort att valutaunionen inte är uppbyggd för att klara kriser. I framtiden behöver institutioner stärkas så att inte problemen upprepas. Det handlar om att samordna finanspolitiken (ex ante), att integrera den finansiella sektorn och att utveckla den europeiska centralbanken så att den kan agera långgivare vid sista instans både till banker och till nationer. Finns dessa tre pusselbitar, finns också möjligheter att utforma en eurobondmarknad och en bättre hantering av dåliga lån i banksystemet. Då minskar risken för att kriser uppstår och sprider sig, och i förlängningen ökar möjligheterna för valutaunionen att överleva. Då minskar också behovet av räddningsfonderna och brandväggarna, som idag får agera andrahandslösning. Då blir det inte för valutaunionens överlevnad avgörande om ett land har sämre konkurrenskraft, högre inflation eller sämre statsfinanser, även om det är intressant av andra skäl för hur euroområdet utvecklas. Inte minst ökar nationalismen om något eller några länder växer starkare än de övriga, endera av egen kraft eller på bekostnad av de andra länderna.

Nuvarande institutioner är inte tillräckliga för att klara en ny kris - räddningsfonderna är en andrahandslösning

Frågan är hur integrationen av euroområdet ska kunna stärkas och hur dessa institutioner ska kunna byggas i sann demokratisk anda. Befolkningarnas stöd för valutaunionen är måhända fortfarande starkt i euroländerna, men sannolikt inte för att flytta makt längre bort från den nationella nivån. Detsamma gäller politikerna samt de nationella centralbankerna och bankföreningarna som inte heller vill avhända sig makt. Frågan är därför hur den demokratiska processen ser ut som måste till för att långsiktigt bygga valutaunionen. Sker reformer bakom stängda dörrar med beslut tagna av ett fåtal premiärministrar riskerar utvecklingen att inte bli hållbar. Under tiden måste brandväggarna vara tillräckligt stora och flexibla så att nya kriser kan hanteras när de uppstår.

Svårt att se att euroområdets reformering kommer att ske i sann demokratisk anda

6) Utförandet av penningpolitiken

Centralbankerna i västvärlden har satt sina styrräntor nära noll och har genomfört kvantitativa lättnader som blåst upp deras ba-

lansräkningar. I första hand har målet varit att återställa stabiliteten på stressade finansmarknader, och att undvika den negativa spiralen beskriven ovan där svagare tillväxt, budgetkonsolidering minskar förmögenhetsvärden och skapar kreditåstramning och deflation. Om väl deflation har fått fäste är det svårt att bryta en sådan utveckling.

Det är därför rimligt att penningpolitiken är expansiv och att mindre konventionella metoder används för att lätta situationen när finanspolitiken är tydligt åststramande. Många oroas över inflation, men denna oro är sannolikt för tidigt väckt. Den monetära basen utökas, men inte penningutbudet så länge bankerna inte ökar utlåningen. Centralbankerna kommer att kunna strama åt när konjunkturen vänder. Det som oroar är om inflationsförväntningarna börjar stiga, om t ex centralbankerna uppfattas vara i politikernas händer vilket skulle innebära att förtroendet för inflationsmål reducerats.

Även andra negativa effekter kan uppstå av hur penningpolitiken nu förs. Stort likviditetsstöd till banker (och indirekt även stater) kan fördröja reformtakten, d v s det finns risk att banker som borde ha behövt avsluta sin verksamhet kan hållas under armarna. I Japan utvecklades s k zombiebanker. Från en tid till en annan kan även regeringar använda stödet felaktigt genom att inte genomföra de reformer som är nödvändiga.

Det är sannolikt så att kvantitativa lättnader och en expansiv penningpolitik endast kan underlätta, men inte vara det huvudsakliga verktyget för att få ned arbetslösheten och stärka tillväxten. I många fall har strukturell arbetslöshet uppstått som kräver finanspolitiska verktyg. Det finns därför en risk att politikerna fäster alltför stor tilltro till penningpolitiken när denna fungerar sämre än normalt under en period av skuldsanering, då lånebehovet oftast är nedsatt och transmissionsmekanismerna fungerar sämre. Risken är då att den ekonomiska politiken suboptimeras.

7) Regleringar av finanssektorn

Efter finanskrisen pågår ett stort reformarbete för att bättra reglerna finanssektorn med målet att undvika nya finanskriser. Det är rimligt att sektorn regleras hårdare och bättre, men det gäller att välja rätt tidpunkt för att inte äventyra tillväxt och arbetsmarknad. Det gäller också att harmonisera regelverket på regional och global nivå.

Tillväxtländernas utmaningar:

1) Kinas avreglering av finanssektorn

Få länder i historien har klarat att avreglera och öppna upp finanssektorn utan att en bubbla blåsts upp som senare spruckit med stora negativa tillväxteffekter som följd. Kina inser att det är en stor utmaning att liberalisera finanssektorn, t ex att göra valutakonvertibel, avreglera in- och utflöden av kapital och tillåta utländska aktörer fullt ut att operera på Kinas finansmarknad. Många steg har redan tagits, och pilotprojekt pågår som tillåter

Risken för inflation är inte överhängande ...

... däremot finns risk för zombiebanker och reformovilliga stater ...

... och en övertro på vad penningpolitiken kan åstadkomma

Om inte finanssektorn avregleras på rätt sätt finns risk för bubblor

användningen av den kinesiska valutan utomlands. Det är viktigt att kineser får tillåtelse att investera utomlands, så att inte kapitalinflöden ger förväntningar om stärkt valuta som i sin tur pressar upp tillgångspriser på aktier och bostäder. Om avregleringen inte sköts på ett bra sätt finns risk för att nästa finanskris av större sort kommer att inträffa i Kina.

2) Minska fattigdom och stärka kapaciteten

Många tillväxtländer, likt Indien och Brasilien, behöver bygga ut kapaciteten så att flaskhalsar undviks och överhetttningsproblem minskar. Vidare krävs större infrastruktursatsningar för att minska fattigdom och öka levnadsstandarden för fler grupper.

3) Minska byråkrati och korruption samt bygga starka institutioner

Många tillväxtländer har fortfarande alltför svaga institutioner som gör att de riskerar att halka efter. Nya sätt att "sourca" förädlingskedjan kan skapa utmaningar för lågkostnadsländer när produktion återigen förläggs till rikare länder där institutionerna är bättre utvecklade.

Globala utmaningar:

1) Hitta lösningar för komma överens om åtgärder för att möta miljö- och klimathotet, inklusive energilösningar

De multilaterala förhandlingarna inom handel, miljö och klimat har försvagats under senare tid i och med att några länder vill förhandla bilateralt. Finanskrisen har också bidragit till att klimathotet kommit i skymundan. Här finns en av de största globala utmaningarna, d v s att föra tillbaka de viktiga ödesfrågorna högst upp på agendan samt hitta varaktiga och acceptabla lösningar.

2) Undvika protektionism och valutakrig

Alternativet till multilaterala förhandlingar är att länder som upplever sin konkurrenskraft hotad tar till protektionistiska inslag, samt manipulerar sina valutor. Om den protektionistiska trenden stärks blir det svårare att förbättra levnadsstandarden.

3) Minska sparandeobalanser varaktigt

Kina har satt upp ett mål som skall stärka den inhemska efterfrågan, och som därmed hjälper till att minska sparandeobalanserna mellan Kina och USA om målet uppfylls. USA har också stärkt sin export- och tillverkningssektor sedan finanskrisen, vilket borgar för en bättre balans mellan export och import. En del av förbättringarna är sannolikt en följd av finanskrisens effekter, d v s att den amerikanska konsumtionen växer långsammare vilket minskat importbehovet och förbättrat handelsbalansen. För Kina innebär det högre oljepriset att importen fördyras och handelsbalansöverskottet minskar. Frågan är om det är varaktigt eller ej.

Sparandeobalanserna minskar men osäkert är om det är varaktigt

Risken för större ekonomisk-politiska misstag världen över är omfattande eftersom utmaningarna är så stora och krävande.

4. Våra antaganden på råvaru- och finansmarknader

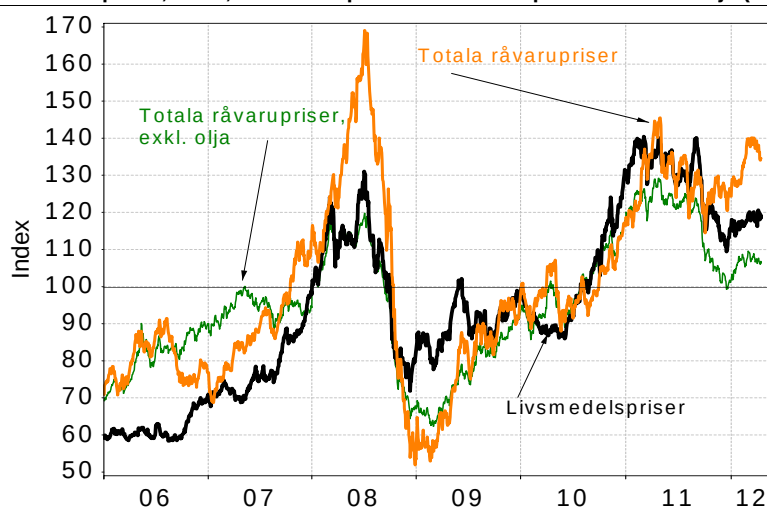
Sedan förra prognosen har råvarupriserna stigit, samtidigt som börs-, ränte- och valutautveckling varit mer blandad. Nedan redovisar vi våra antaganden om finans- och råvarumarknader som ligger till grund för prognosen.

Råvarumarknader

Vår tidigare bedömning var att en svagare omvärldskonjunktur skulle dämpa efterfrågan på råvaror så att råvarupriserna skulle sjunka. Detta antagande stämde väl under 2011, inte minst som tillväxtländerna med Kina i spetsen bromsade in, men under hösten steg oljepriset, och under inledningen av detta år har även metall- och livsmedelspriser haft en uppåtriktad trend. Förklaringar till utvecklingen inkluderar utbudsproblem på oljemarknaden efter EU:s importembargo av Iransk olja, samt oron för avstängning av Hormuzsundet och krig mellan Israel och Iran. Den europeiska centralbanken (ECB) bidrog även till att stärka sentimentet efter åtgärden att ge ut fasträntelån till eurozonens banker, vilket drivit upp riskaptiten och investeringsviljan.

Lägre global tillväxt antogs medföra lägre råvarupriser

Råvarupriser, totalt, livsmedelspriser samt råvarupriser exklusive olja (index)

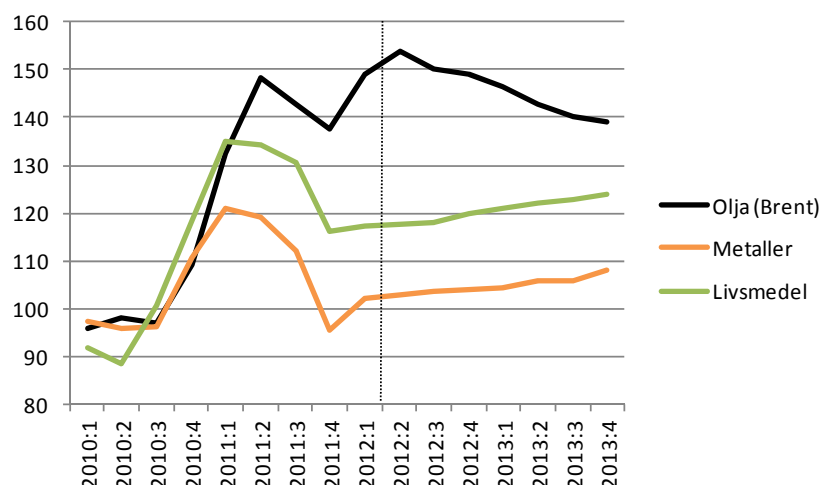


Source: Reuters EcoWin

I januari antog vi att oljepriset per fat i genomsnitt skulle uppgå till 102 US dollar 2012 och till 96 US dollar 2013. Efter det högre utfallet och den mer spända geopolitiska situationen bedömer vi att oljepriset landar på 119 US dollar i år och 113 US dollar nästa år. Vi antar dock att oroligheterna i Mellanöstern kommer att klinga av, vilket förklarar den nedåtgående trenden från tredje kvartalet i år. Såväl metaller som livsmedel förutses få lägre genomsnittspriser 2012 än under fjolåret, men inte en lika stor nedgång som vi antog i januari. Priserna fortsätter trendmässigt upp under hela prognosperioden, men når inte upp till de pristoppar som noterades i början av fjolåret.

Oljepriset har ändå reviderats upp

Utfall och prognos för råvarupriser 2010-2013
(brentolja, livsmedel och metaller i US dollar omvandlat till index 2010 = 100)



Riskerna för högre råvarupriser, främst på olja, är större än riskerna för lägre råvarupriser. Vädret (La Niña) och naturkatastrofer kan störa livsmedelsproduktionen. Om Irans oljeproduktion inte ersätts av annat utbud kan oljepriset stiga, både till följd av utbudsbristen och av den ökade osäkerheten. IMF:s känslighetsanalys visar att en 50-procentig uppgång i oljepriset under två år skulle minska den globala tillväxten med 1,25 %. Effekterna skulle bli störst i Japan, följt av övriga Asien, USA och eurozonen.

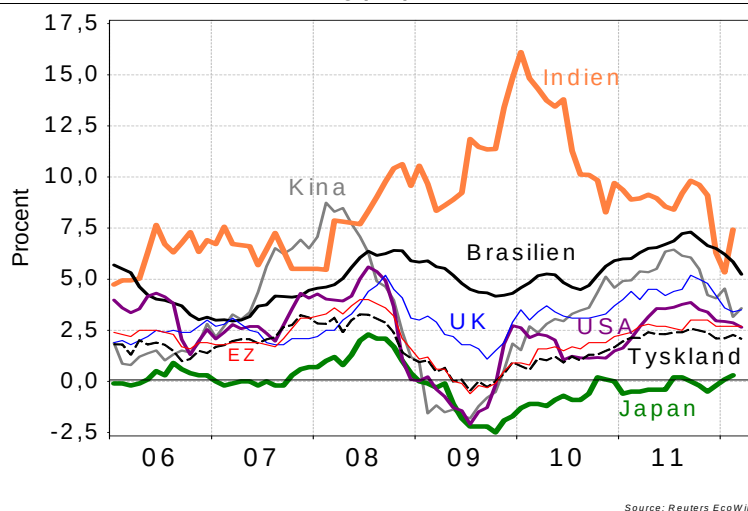
En större oljeprisuppgång kan få betydande tillväxteffekter

Inflations- och ränteutveckling

Lägre oljepris och en långsammare prisuppgång på övriga råvaror väntas bidra till att inflationen fortsätter att komma ned jämfört med 2011. En svagare efterfrågan i euroländerna och Storbritannien till följd av budgetkonsolideringen och den höga arbetslösheten dämpar pris- och löneökningstrycket, men i flera av krisländerna dröjer sig inflationen kvar till följd av engångseffekter i form av skatthöjningar eller höga energipriser. Även i USA är produktionsgapet stort om än långsamt krympande. Trots oljepriset dämpas inflationen. Japan, däremot, påverkas av oljeprisuppgången och deflation övergår i lätt inflation.

Svag arbetsmarknad, budgetkonsolidering håller tillbaka pris- och löneökningstryck

Inflationsutveckling (KPI) i ett antal länder 2006-2012



Även i tillväxtländerna har inflationen sjunkit i takt med lägre råvarupriser och en stramare ekonomisk politik. Nu sker en vändning i form av återigen ett högre oljepris och en mindre restriktiv penningpolitik när bland andra Kina, Indien och Brasilien sänker sina styrräntor. Kapacitetsbrist i Indien, hög kredittillväxt i Brasilien och förväntningar om mer aggressiva räntesänkningar gör att inflationen ligger kvar på relativt höga nivåer.

Det finns risk för att en mer expansiv penningpolitik återigen ökar inflationen

Inflationsutsikter mätt enligt den årliga ökningen av KPI (%)			
	Utfall	Aprilprognos	
KPI	2011	2012	2013
USA	3,1	2,5	2,2
EMU-länder	2,7	2,0	1,8
varav Tyskland	1,1	1,9	1,7
Frankrike	1,5	2,0	1,8
Italien	1,5	2,4	1,7
Spanien	1,8	2,0	1,6
Finland	3,4	2,6	2,0
Storbritannien	4,5	2,5	2,0
Dannmark	2,8	2,4	1,7
Norge	1,3	1,5	1,8
Japan	-0,3	0,0	0,1
Kina	5,4	3,5	3,0
Indien	8,6	7,5	6,0
Brasilien	6,6	5,3	5,2
Ryssland	8,4	4,9	7,2

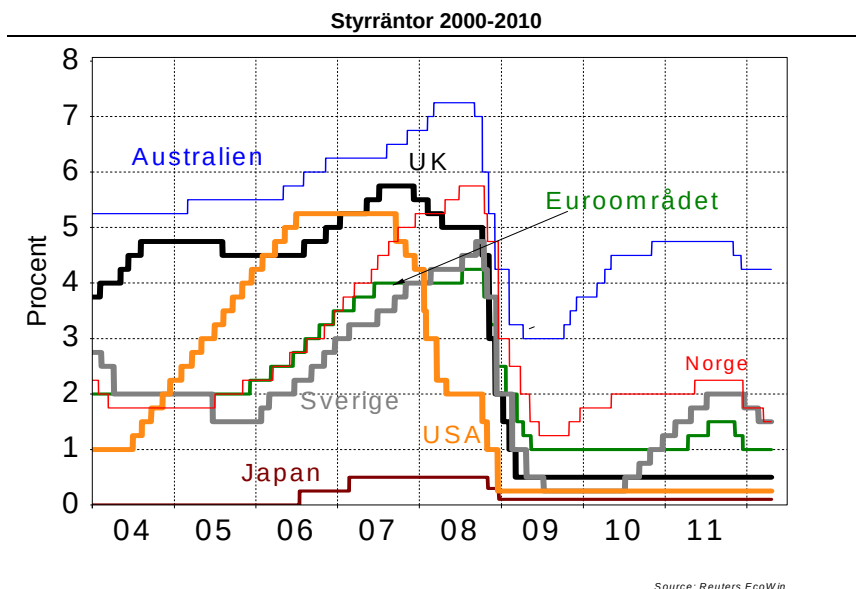
Källa: Nationell statistik samt Swedbanks prognoser.

Lägre inflation, restriktiv finanspolitik, recession i eurozonen och en fortsatt svag återhämtning i övriga västvärlden innebär att det finns både behov för och möjlighet att föra en expansiv penningpolitik. Efter att den europeiska centralbanken (ECB) höjt styrräntan i april och juli ifjol, sänktes den i november och december, och räntenivån var tillbaka på 1 %. Mot slutet av året sänkte centralbankerna i Australien, Norge och Sverige sina styrräntor med sammantaget ½ procentenhet, varpå Norges Bank fortsatte med ytterligare en sänkning på ¼ procentenhet i mars i år.

Räntehöjningarna ifjol har tagits tillbaka

USA:s penningpolitik har karaktäriserats av en låg styrränta nära noll sedan slutet av 2008, tre omgångar av kvantitativa lättnader (inklusive det mer modesta "Operation Twist"). I januari i år tydliggjorde Federal Reserve att inflationsmålet är en tvåprocentig ökning av privatkonsumtionsdeflatoren på medellång sikt. Därutöver började centralbanken kommunicera sin räntebana genom att redovisa de nitton (just nu sjutton) medlemmarnas ränteprognos i Federal Open Market Committee (FOMC) som beslutar om penningpolitiken. I januari förlängdes den period som styrräntan ska ligga nära noll till slutet av 2014. Även om detta inte är ett löfte, kan budskapet bli verklighet eftersom återhämtningen är långsam och finanspolitiken gradvis blir mer restriktiv när de au-

tomatiska nedskärningarna slår in nästa år (och om Bush skattesänkningar inte förlängs blir finanspolitiken än mer restriktiv). Republikanerna har meddelat att de skulle vilja byta ut centralbankschef Ben Bernanke efter valet, vilket skulle kunna påverka inriktningen på penningpolitiken 2013-2014.



En utmaning är att bedöma om Federal Reserve kommer att lägga ytterligare ett paket med kvantitativa lättnader, s k QE3, som också förstör centralbankens balansräkning. För närvarande är en majoritet i FOMC avvaktande till att göra så, men om det ekonomiska läget skulle ha blivit svagare än väntat till sommaren, är det inte orimligt att förvänta nya satsningar, t ex ett försök att underlätta på bolånemarknaden. USA:s centralbank har i sin kommunikation visat prov på pragmatism och att de verktyg som finns till hands också kommer att användas om så krävs. Sannolikt kommer dock effekterna på ränteläget vara små jämfört med den första omgången lättnader, QE1.

Endast om tillväxten viker beslutas om QE3 – och inte före sommaren

Eurozonens penningpolitik andades förhoppningar om att krishanteringen skulle klara en åtstramande penningpolitik under första hälften av fjolåret, men dessa kom på skam. Snarare har det funnits förväntningar om ytterligare sänkningar, men eftersom dagslåneräntan redan är låg, bedömer vi att ECB ser 1 % som ett golv och kommer att ligga kvar där under prognosperioden.

Istället har Centralbankschef Mario Draghi framhållit betydelsen av de treåriga fasträntelånen (1 %) till banker som givits i två omgångar till en volym överstigande 1 000 miljarder euro. Målet är att minska omfattningen av kreditåttstramningen i eurozonen som uppkommer när bankerna ska krympa sina balansräkningar för att få till en högre kapitaltäckning. Indirekt ger lånen stöd åt bankernas återhämtning eftersom lönsamheten kan stärkas när bankerna i sin tur köper statspapper från krisländerna till betydligt högre räntor. Indirekt ger lånen också stöd till krisländerna, och i början sjönk riskpremierna markant, men på senare tid har effekterna av fasträntelånen börjat ebba ut. Oron för Spanien och Ita-

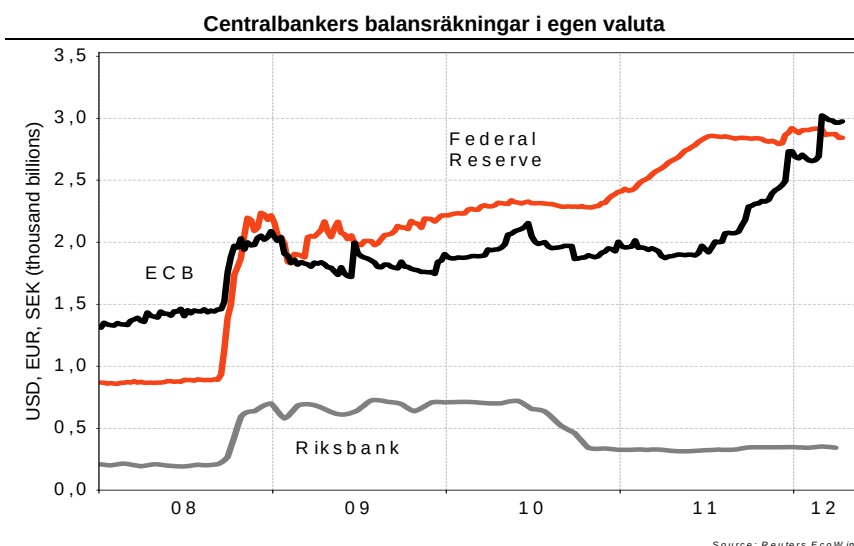
ECB har utvecklat sin variant av QE1 och QE2 - fasträntelån

liens reform- och tillväxtutsikter göra att riskpremierna återigen stiger.

Skulle Spanien och Italien få större problem har ECB deklarerat att de kommer att utöka stödet genom att köpa tillgångar eller på annat sätt underlätta på finansmarknaden. ECB:s köp av statsobligationer på andrahandsmarknaden inom Securities Markets Program (SMP) uppgår till 200 miljarder euro och skulle kunna utökas, samtidigt som nya fasträntelån skulle kunna erbjudas. Därmed minskar risken för att Spanien likt Grekland, Irland och Portugal behöver ett räddningspaket.

I annat fall kommer den nuvarande volymen på fasträntelånen vara oförändrad, inte minst som kritik från bl a Bundesbank vuxit i fråga om en allför stark likvidisering från ECB:s sida. Oron handlar om uppkomsten av inflation och s k "zombiebanker". Jämfört med andra centralbanker har ECB tillsammans med Bank of Japan den största balansomslutningen i förhållande till landets eller regionens BNP på ca 30 %, medan motsvarande andel för Storbritannien och USA uppgår till ca 20 %.

Bundesbank oroas över likvidiseringen



Japan har intresse av att göra penningpolitiken ännu mer expansiv för att försvaga yenen och skapa inflation. Styrräntan har sedan en längre tid varit nära noll. De kvantitativa lättnaderna har utökats löpande och balansräkningen har utökats med ungefär 10 % av BNP sedan slutet av 2008. Vi bedömer att sannolikheten är stor för ytterligare uppköp av tillgångar.

I Storbritannien minskar viljan att utöka de kvantitativa lättnaderna när en majoritet i Bank of England säger sig vilja avvakta. Dock är det sannolikt att ytterligare köp av statsobligationer kommer att göras under året. Vi bedömer också att styrräntan får vara kvar på 0,5 % under prognosperioden för att motverka de negativa effekterna av den restriktiva finanspolitiken, och för att inflationen inte längre utgör samma hinder för att förbli expansiv.

Intresset för kvantitativa lättnader börjar svalna i Bank of England

Kina har börjat lätta på reservkraven till bankerna och förutses också sänka sina styrräntor inom kort. När inflationen nu kommer närmare bekvämlighetsnivån kring 3 % finns möjligheter att sti-

mulera ekonomin genom banksystemet. Kredittillväxten kommer därmed åter att öka. Husprisernas nedgång kan bromsas upp.

Brasilien och Indien har redan sänkt sina styrräntor från 9,75 % till 9,0 % respektive från 8,5 % till 8 %. Uttalanden från centralbankerna tyder på att ytterligare räntesänkningar kan förväntas, men samtidigt är det en utmaning för dessa två länder att inte inflationen återigen tar fart.

Styrräntor 2011-2013

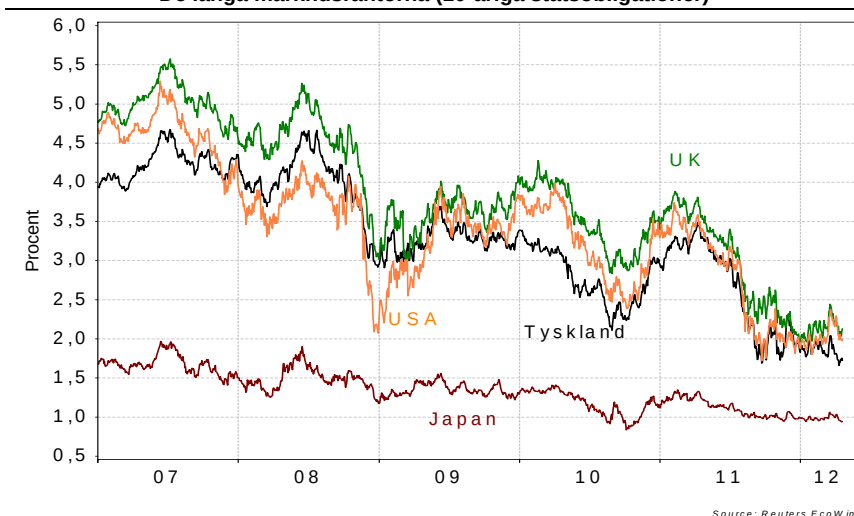
Styrräntor	20 April 2012	30-jun-12	31-dec-12	30-jun-13	31-dec-13
Federal Reserve	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
ECB	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Bank of England	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Bank of Japan	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10

De långa marknadsräntorna (10 åriga statsobligationer) i USA, Tyskland, Storbritannien och Japan har under det senaste halvåret varit de lägsta någonsin under efterkrigstiden. Låga styrräntor, tillväxt och inflation samt alltjämt hög finansiell stress som leder investerare till trygga hamnar kan förklara de nedtryckta nivåerna. Samtidigt är riskpremierna för krisländer höga och fortfarande stigande (Spanien, Grekland, Italien). Här saknas förtroende för att länderna ska kunna finansiera sina statsskulder, inte minst som de saknar egna sedelpressar. Emellertid bör länder som idag åtnjuter förtroende (t ex USA och Japan) skapa en framförhållning, d v s konsolidera budgetar på medellång sikt och därmed minska riskerna för framtida förtroendekollaps.

Låga styrräntor, finansoro och konjunkturpessimism pressar de långa marknadsräntorna

De långa marknadsräntorna förutses stiga någon procentenhet under prognosperioden, men så länge penningpolitiken innebär styrräntor nära noll och det finns kvardröjande förväntningar om nya kvantitativa lättnader i ljuset av en svag återhämtning, kommer de förbli låga. Riskerna inkluderar den politiska utvecklingen i främst USA, där oförmågan att komma överens om den medellånga budgeten kan påverka förtroendet, och pressa upp räntenivåerna. Även tilltagande inflationsförväntningar i spåren av kvantitativa lättnader skulle kunna bidra till högre marknadsräntor.

De långa marknadsräntorna (10-åriga statsobligationer)



Valutautveckling

Under hösten ifjol försvagades ett flertal valutor mot den amerikanska dollarn, förutom den japanska yenen vars depreciering inleddes under februari månad i år. Den japanska centralbanken har försökt pressa ned värdet på yenen, men kapitalinflödet efter tsunamin, "carry trade" och förväntningarna om handelsöverskott och deflation stärkte snarare värdet på yenen. När nu handelsbalansen försvagats till följd av högre oljeimport och det finns utsikter om inflation som en följd av de högre energipriserna har yenen försvagats något, men är fortfarande på sådana nivåer att exportföretagens situation hårdnat. Det oroliga läget i eurozonen och det starkare momentum i USA som tillväxt och arbetsmarknad uppvisade t o m februari – inklusive utsikterna om att USA kommer att växa betydligt snabbare än eurozonen – kan förklara den svagare euron. Den schweiziska centralbanken har i praktiken knutit sin valuta mot euron för att motverka fortsatt förstärkning, och hittills har finansmarknaden ett förtroende för att centralbanken försvarar den nivå man önskar med interventioner.

Flera valutor har försvagats mot dollarn – yenen också men det dröjde

Nominell valutautveckling, i förhållande till US dollarn, index 2008-08-15 = 100



Vi bedömer att skuldkrisen och recessionen i eurozonen bidrar till att försvaga euron under prognosperioden ned mot 1,20 i slutet av 2013, vilket skulle vara positivt för krisländerna. Skulle Spanien behöva ett räddningspaket kan eurodeprecieringen bli ännu större. Yenen fortsätter att försvagas i ljuset av lägre kapitalinflöden och handelsöverskott, och eftersom vi antar att QE3 i USA större format uteblir kan det också bidra till en svagare yen.

Euron försvagas mot dollarn – en välkommen hjälp för krisländerna

Valutakurser 2011-2013

FX	20-apr-12	30-jun-12	31-dec-12	30-jun-13	31-dec-13
EUR/USD	1,32	1,28	1,26	1,23	1,20
EUR/GBP	0,82	0,81	0,81	0,81	0,80
RMB/USD	6,30	6,18	6,05	5,94	5,82
USD/JPY	82	85	87	90	95

Kina har dragit ned ambitionen att appreciera sin valuta mot dollarn, och växelkursen har varit mer eller mindre oförändrad hittills i år. Sedan juni 2010 när kursen åter tilläts appreciera har för-

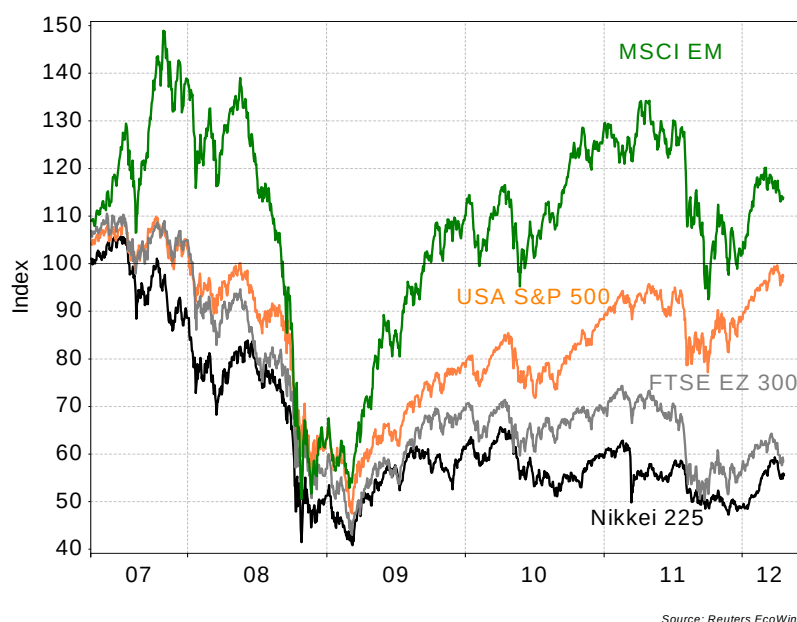
stärkningen uppgått till drygt 8 %. Det intervall som kursen dagligen tillåts fluktuera har nu höjts till 1 % (från 0,5 %), men huruvida Kina kan acceptera en snabbare appreciering hör snarare samman med hur stark oron är för en hårdlandning. Vi bedömer att apprecieringen blir knappt 4 % per år 2012 och 2013 i nominella termer, och något mer i reala termer. Arbetet med att internationalisera renminbin fortskrider. Avsaknaden av en väl fungerande finansmarknad och en konvertibel valuta gör att Kina fortfarande har ett stort beroende av andra stora valutor. Likaså ökar risken för bubblor om finanssektorn inte avregleras, inte minst som det enbart finns förväntningar om en starkare renminbi när kapital flödar in men inte ut ur landet. Därmed riskerar tillgångspriser att skjuta i höjden, med bubblor som så småningom brister.

Börsutveckling

I linje med det starkare sentimentet efter ECB:s fasträntelån steg under fjolårets senhöst inte bara råvarupriser, utan också börskurser. Efter att oron återigen ökat för att Spanien och även Italien ska behöva nödlån – och därmed sänka tillväxtförutsättningarna i eurozonen och världsekonomin som helhet – har främst Europas och tillväxtländernas börser vänt nedåt, medan USA:s aktiemarknad fortsatte att gynnas fram till den oväntat svaga arbetsmarknadsstatistiken för mars månad som förändrade riskbilden. President- och parlamentsval i USA, Frankrike och Grekland i år samt Tyskland, Italien och Japan nästa år kan påverka börsutvecklingen beroende på hur politiken förväntas inverka på skuldcrisen och ekonomin.

Efter uppgång: Ny oro för utvecklingen i eurozonen dämpar börshumöret

Börskurser i tillväxtländer (MSCI EM), USA (S&P 500), Euroområdet (FTSE EZ 300) och Japan (Nikkei 225) 2007-2011, Index Januari 2007 = 100

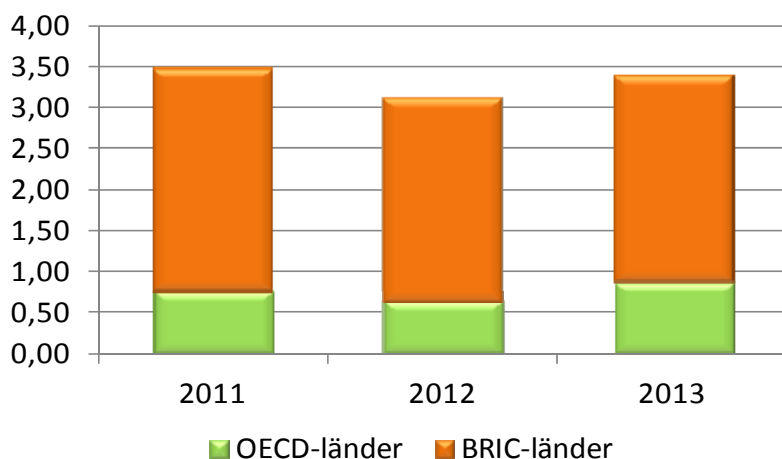


5. Tillväxtländerna drar världsekonomin

Världsekonomin lade ifjol i en lägre växel, men med hjälp av stimulanser i tillväxtekonomierna och en mindre negativ framtidstro förväntar vi oss att tempot ökar de kommande kvartalen. Tillväxtländernas bidrag till den globala tillväxten är ovanligt stor som en följd av finanskrisen och recessionen i västvärlden. Euroområdet har dessutom återigen fått recession, och även om vi förutser att den kommer att vara över i slutet av innevarande år, kommer som en följd av skuldsanering och kreditåstramning tillväxten vara svag under flera år, betydligt svagare än den potentiella.

Lågt tillväxtbidrag från de utvecklade länderna

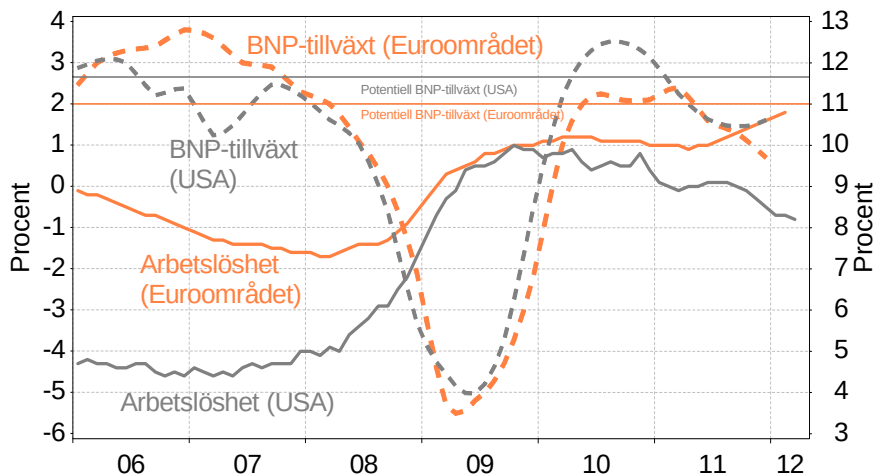
BNP-utveckling i årstakt (%) i några större länder/regioner



Något förenklat (i den s k Okuns lags anda) minskar vanligen arbetslösheten när BNP-tillväxten överstiger den potentiella. I diagrammet nedan har vi uppskattat den potentiella tillväxten till 2,5 % i USA och 2 % i Euroområdet. På senare tid har den understigits i euroområdet vilket innebär att arbetslösheten stigit och närmast sig 11 %. I USA har arbetslösheten sjunkit snabbare än skillnaden mellan BNP-tillväxt och den potentiella talar för. En orsak är att allt fler lämnat arbetskraften och sysselsättningsgraden har sedan 2008 sjunkit från 66 % till knappt 64 %.

Arbetslösheten i USA har minskat snabbare än ekonomisk teori talar för – orsaken är att allt fler lämnar arbetskraften

Samspelet mellan arbetslöshet och BNP-tillväxt i euroområdet och USA (%)



Source: Reuters EcoWin

USA – skjuter budgetproblemen framför sig

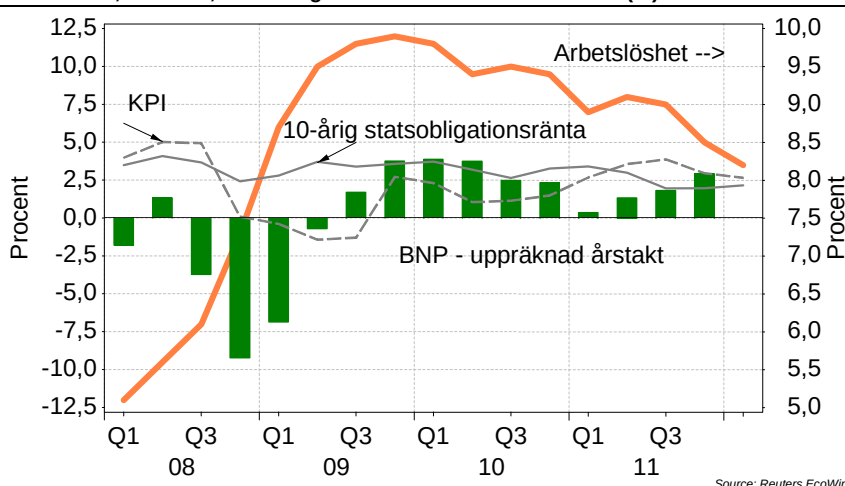
- Lätt upprevidering av BNP-tillväxten mot bakgrund av starkare utfallsdata och ett ljusare stämningsläge - negativa realräntor ger stöd åt bostadsmarknaden
- Arbetslösheten fortsätter nedåt, men inte lika snabbt som tidigare i år – strukturarbetslösheten negligeras
- Bush skattesänkningar förlängs och finanspolitikens utmaningar skjuts framåt i tiden, medan penningpolitiken förblir expansiv, utan nya kvantitativa lättnader

I stor utsträckning är vår bild av den amerikanska ekonomin likartad den vi hade i januari. Vi har reviderat upp BNP-tillväxten marginellt, från 2,0 % till 2,1 % 2012, och från 2,2 % till 2,3 % 2013, på basis av något starkare utfallsdata än förväntat, samtidigt som ett högre oljepris dämpar hushållens konsumtionsutrymme och håller tillbaka uppgången.

Starkare momentum – men oljepriset dämpar uppgången

BNP växte med 3 % i uppräknad årstakt fjärde kvartalet ifjol (vilket innebär en kvartalstillväxt på 0,7 %), samtidigt som arbetsmarknaden stärktes under december, januari och februari med ca 200 000 nya jobb netto per månad. Därefter har utvecklingen dämpats. I mars ökade antalet sysselsatta med endast 120 000 personer, och aktiviteten i ekonomin (orderingång och köp av kapitalvaror) avtog något. Sannolikt var den högre jobbtillväxten december – februari en effekt av varmare väder än normalt och en reaktion på tidigare svag sysselsättningsutveckling.

USA:s BNP, inflation, statsobligationsränta och arbetslöshet (%)



Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin och tjänstesektorn ligger dock på nivåer som signalerar fortsatt tillväxt, och den allmänna trenden i ekonomin är fortsatt uppåtriktad. Sannolikheten för en ny recession har minskat betydligt jämfört med förra hösten.

Recessionsrisken har minskat betydligt

Blickar vi framåt borde den långsamma återhämtningen fortsätta. Det höga oljepriset dämpar utvecklingen. Företagen och hushåll-

len gynnas samtidigt av negativa realräntor. Investeringarna växer hyggligt. En försiktig vändning på bostadsmarknaden ser ut att vara förestående, och antalet nya bolån ökar igen. Den genomsnittliga jobbtillväxten borde ligga över 120 000 personer, men är ännu inte uthålligt i nivå med 200 000, eftersom BNP-tillväxten fortsätter att understiga potentiell tillväxt. Det innebär att arbetslösheten på 12,7 miljoner människor endast sjunker långsamt, och att antalet långtidsarbetslösa förblir en utmaning för ekonomin och politiken. De uppgår nu till 5,3 miljoner, en nedgång från toppen på 6,7 miljoner fjärde kvartalet 2010, men fortfarande det högsta antalet i historien.

Amerikanska akademiker, samt även beslutsfattare i regering och centralbank, verkar alla överens om att långtidsarbetslösheten inte är strukturell. Fortsatt expansiv ekonomisk politik ska kunna stödja återhämtningen och så småningom ska arbetslösheten komma ned till mer normala nivåer kring 1-1,5 miljon. Endast en tredjedel eller mindre skulle kunna tillföras strukturella orsaker menar bedömnarna. Emellertid är antalet strukturarbetslösa med den andelen likväl ovanligt många, och med synsättet att det inte handlar om strukturella problem riskerar USA att suboptimera den ekonomiska politiken vilket ger fler arbetslösa än om åtgärder också inriktades på arbetsmarknadspolitiska åtgärder i form av omskolning och vidareutbildning.

De största riskerna för den amerikanska ekonomin är en global nedgång initierad av euroområdet och ett ännu högre oljepris, med konsekvenser för tillväxten och inflationen. Lägg därtill finanspolitiken som om de s k Bush-skattelättnaderna inte förlängs skulle kunna subtrahera någon procentenhet på tillväxten. Beslutet om budgetkonsolideringen på medellång sikt kommer att skjutas till efter valet, och effekter på tillväxten torde komma tidigast 2014.

Viktiga bevis på hur stark återhämtningen är kommer att utläsas av hushållens konsumtion som hittills byggt på ett minskat sparande, samtidigt som realinkomsterna minskat. Troligt är att en negativ rekyl kan komma, dvs att sparkvoten ökar och konsumtionen dämpas. Därutöver påverkas konsumtionen negativt av det höga oljepriset.

Om arbetsmarknaden återigen uppvisar svaghetstecken samtidigt som tillväxten dämpas kan Federal Reserve – till sommaren efter lite tid att analysera läget – vilja genomföra en tredje omgång av kvantitativa lättnader (QE3) i någon form. Just nu är majoriteten i centralbanken avvaktande eller tveksamma till nya lättnader och vi bedömer att de kan undvikas om ekonomin tar bättre fart. Att behålla styrräntan nära noll till 2014 är inte ett löfte, utan en prognos från centralbankens sida, men fortsätter återhämtningen att vara svag med en tillväxt kring 2 % (såsom vi bedömer rimligt) sjunker arbetslösheten alltför långsamt och då är det troligt att ränteprognosen infrias.

Oron för strukturarbetslöshet negligeras vilket kan leda till felaktig politik

Federal Reserve vilar på hanen – men står beredd om tillväxten dämpas

Kina – saktar in men undviker hårdlandning

- *BNP-tillväxten dämpas till 8,1 % i år i takt med svagare export och investeringar, och stabiliseras kring denna nivå trots målet om 7,5 %.*
- *Målet att "rebalansera" ekonomin kommer att ta tid att infria och kräver fler reformer, inte minst i finanssektorn och av trygghetssystem.*
- *Inflationen har trendmässigt fallit, och det innebär att penningpolitiken nu tillåts bli mindre restriktiv.*

BNP-tillväxten i den kinesiska ekonomin avtog under första kvartalet till 8,1 % i årstakt och 1,8 % i kvartalstakt, från årstakten 8,9 % fjärde kvartalet ifjol. Det var något svagare än vi förväntat och den lägsta tillväxttakten sedan finanskrisen. Vi reviderar ned prognosen för 2012 till 8,1 % (8,2 %), men reviderar upp prognosen något för 2013 till 8,0 %, från 7,8 % i januari.

Kina har inte vuxit så här långsamt sedan finanskrisen

Den huvudsakliga anledningen till att tillväxttakten avtagit var den lugnare investeringskonjunkturen i bostadssektorn. Antalet nyproducerade bostäder stiger inte längre, och priserna har avtagit och även fallit på sina håll. Tjänstesektorns aktivitet har dämpats, samtidigt som industrikonjunkturen fortfarande är relativt stark och utlåningen från banksektorn återigen börjar öka.

Vi bedömer att Kinas konjunkturavmattning kulminerade under första kvartalet och att en svag uppgång i tillväxttakten kommer att märkas under andra halvåret. Myndigheterna accepterar nu en högre tillväxt av penningutbudet, och kommer att fortsätta sänka reservkraven i bankerna och även börja sänka räntenivåerna. Detta är nu i ökande utsträckning möjligt med hänsyn till den trendmässigt lägre inflationen som i mars noterade 3,4 %, dvs en lätt uppgång från månaden innan men en klar nedgång jämfört med juli ifjol då inflationen hade nått upp till 6,5 %.

Sannolikt ligger bottenläget i konjunkturen bakom oss

Kinas mål om att nå en tillväxttakt på 7,5 % i år kommer sannolikt inte att uppnås, men partiets klargörande innebär likväl att det finns önskemål om att gradvis dämpa tillväxten och satsa på att utjämna interna obalanser (mot lägre investeringskvot och högre konsumtionskvot). Även om stimulanserna tillkommer under året, eller att den ekonomiska politiken görs mindre restriktiv, är det inte troligt att de kommer vara i sådan omfattning att BNP-tillväxten återigen når upp mot 9 % och över. Endast om krisen i Europa förvärras och den kinesiska ekonomin står på spel torde stimulanserna öka markant.

Utöver Kinas oro för omvärldskonjunkturen har ett högre oljepris en inverkan på Kinas ekonomi. I allt större utsträckning är Kina beroende av import av energi. Både exporten och importen har dämpats, men det är framför allt importvolymen som inte stiger lika snabbt som tidigare, eftersom högre råvarupriser pressar upp notan för importen. Även om överskottet i handelsbalansen sjönk ifjol jämfört med 2011 finns risk för att det återigen stiger (såsom

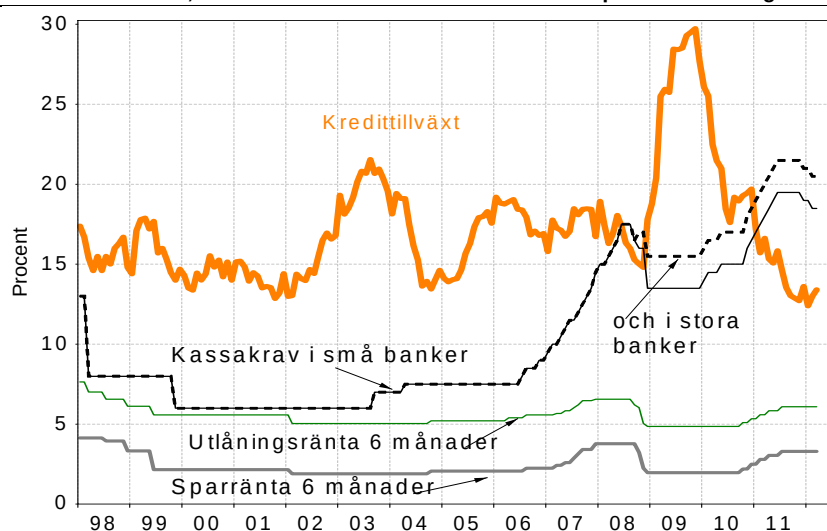
Kinas beroende av energiimport har ökat

var fallet i mars i år): det skulle inte hjälpa världsekonomin att minska sparandeobalanserna mellan Kina och USA. Ett skäl till att överskotten stiger är att investeringstakten kommer att sjunka mer än sparandet, vilket även bidrar till att minska importbehovet.

Kina öppnade upp för en appreciering av valutan, yuanen eller renminbin, i juni 2010 efter att återhämtningen ansetts vara på plats. Därefter har yuanen stärkts med drygt 8 % mot den amerikanska dollarn. På senare tid har takten i apprecieringen stannat av, sannolikt därför att försvagningen av ekonomin oroar myndigheterna som vill motverka en allt för snabbt fallande exportökningstakt. Nyligen meddelade centralbanken att bandet för hur yuanen får variera under en dag gentemot dollarn utökas från 0,5 % till 1 %. Därmed kan apprecieringstakten tillåtas snabbas upp.

Kina har ökat flexibiliteten i valutaanpassningen men visar alltjämt försiktighet

Kinas kredit tillväxt, kassakrav i små och stora banker och spar- och utlåningsränta



Source: Reuters EcoWin

Eftersom huspriserna faller i vissa delar av landet (inklusive Peking) finns en oro för att fastighetsmarknaden bidrar till en hårdlandning av ekonomin. Fastighetssektorns betydelse i regionerna ska inte underskattas, och det finns många indirekta effekter på aktiviteten av att huspriserna faller. För att förhindra en alltför snabb nedgång har kassakraven i bankerna börjat sänkas, och det finns förväntningar om att utlåningsräntan ska ned med ca 1 procentenhet sammantaget under året. Detta möjliggörs av att inflationen trendmässigt har närmat sig bekvämlighetsnivån kring 3 %, men i mars steg den till 3,6 %.

Lägre kassakrav och räntor ökar stimulanserna via banksektorn

De stora ödesfrågorna för Kina är alltjämt svårigheterna att skapa en mer uthållig tillväxt utifrån finansiella, ekonomiska, demografiska och miljömässiga aspekter, samt även en bättre inkomstfördelning. Att öppna upp den finansiella sektorn för omvärlden och för konkurrens är en nödvändighet för att minska risken för bubbler. Denna process har påbörjats men tar tid, och kommer att vara förenad med stor osäkerhet längs vägen.

Att liberalisera finanssektorn är en stor utmaning

Japan – växer när Tohoku återuppbyggs

- *BNP förutses öka i år när återuppbyggnadsarbetet intensifieras – under nästa år dämpas tillväxttakten något.*
- *Industrin har påverkats negativt av den starka yenen och inbromsningen i omvärlden, inklusive Kina – en viss vändning förväntas med utmaningarna med konkurrenskraften består.*
- *Bank of Japan genomför kvantitativa lättnader och finanspolitiken blir expansiv.*

Japans ekonomi krympte med 0,2 % i kvartalstakt och 0,7 % i uppräknad årstakt fjärde kvartalet. Jämfört med samma kvartal 2010 blev tillväxten -0,6 % och för helåret 2011 sjönk BNP med 0,7 %.

Med hänsyn till den stora katastrof som Japan genomlevde under våren i fjol, med tsunami, jordbävning och kärnkraftsolycka, har ekonomin hållit uppe bättre än de första bedömningarna gjorde gällande. Det är alltid svårt att försöka beräkna effekterna av naturkatastrofer, och de totala kostnaderna är ännu inte beräknade. Detta innebär också att det är svårt att beräkna hur snabbt återuppbyggnaden kommer och hur mycket den ökar BNP i år och nästa år.

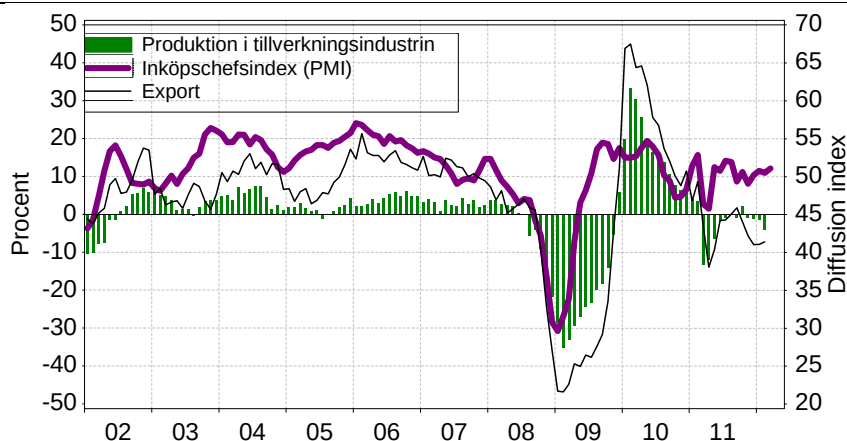
Tre månader efter katastrofen hade 93 % av tillverkande företag rapporterat att deras verksamhet hade återställts helt och hållet. Det kan tyckas snabbt, men det är ändå längre tid jämfört med tidigare jordbävningar. Det betyder att effekterna på den globala utbudskedjan blev mer negativa, inte minst som en del av produktionen var högt specialiserad och somliga leverantörer unika. Kvardröjande problem efter katastrofen är återuppbyggnaden, svårigheterna att locka företag till regionen, effekterna på energiproduktionen (i mars var endast 2 av 54 kärnkraftverk i gång).

Utöver dessa problem har Japan brottats med en stark yen, deflation, en allt svagare efterfrågan från omvärlden och även en inbromsning i Kina. Ökat beroende av fossila bränslen pressar upp importen, vilket bidrar till underskott i bytesbalansen.

Under 2012 bedömer vi att tillväxten får en skjuts av större investeringar i samband med återuppbyggnaden. Regeringen har avsatt ytterligare 12 biljoner yen i statsbudgeten (2,4 % av BNP utöver tidigare 1,2 % av BNP). Skuldsaneringen får stå tillbaka under de kommande åren, och premiärminister Nodas försök att höja konsumtionsskatten kommer inte resultera i några förändringar förrän efter valet senast i augusti nästa år.

Alltjämt svårt att beräkna kostnaderna av katastrofen

Japans industriproduktion och export (procentuell årlig förändring) och PMI



Source: Reuters EcoWin

Att läget i tillverkningsindustrin fortfarande är svagt är tydligt utifrån produktionsdata, även om inköpschefsindex visar på en modest uppgång. Även om yenen är något svagare ligger den historiskt på en stark nivå, och detta påverkar konkurrenskraften i industrin. Bank of Japan förutses hålla styrräntan nära noll och även fortsätta köpa tillgångar på finansmarknaden för att försvaga yenen och begränsa deflationsproblemen. Det högre oljepriset kommer att orsaka att Japan i år får en svag inflation, istället för deflation. BNP-tillväxten stiger till 1,5 % i år som en följd av återuppbyggnaden, för att sedan mattas nästa år till 1,2 % när investeringarna avtar.

En svagare yen och en starkare efterfrågan gynnar japanska företag, men energi-problemen kvarstår

Indien – sätter tilltron till räntesänkningar

- BNP-tillväxten förutses till 6,7 i år och till 7,3 % nästa år. Uppgången får stöd av expansiv ekonomisk politik och en starkare omvärldstillväxt.
- Trots att inflationen återigen är på väg upp till följd av högre energipriser lättas penningpolitiken. Fler räntesänkningar förväntas för att ge stöd åt konjunkturen.
- Budgetunderskottet väntas till 5-5,5 % av BNP i år, men ännu allvarligare är de låga reformambitionerna.

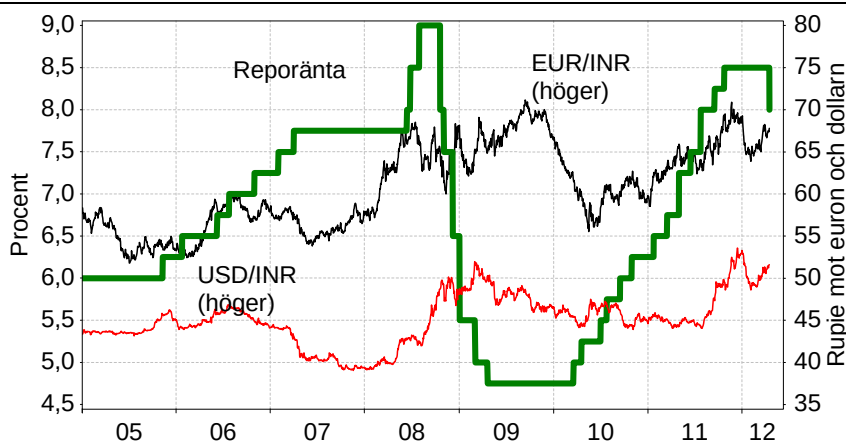
Tillväxten i den indiska ekonomin har fallit från 8,3 % fjärde kvartalet 2010 till 6,1 % samma kvartal ifjol. En viktig orsak är den stramare penningpolitiken som blev nödvändig för att dämpa den höga inflationen. En annan orsak är den globala avmattningen som håller tillbaka export- och investeringsutveckling.

En stramare penningpolitik har dämpat inflationen och även tillväxten

Ökningstakten i konsumentprisindex har fallit från 16 % i början av 2010 till 5,3 % i februari, men de allt högre energipriserna fick den att stiga till 7,4 % i mars. Det finns risk för att inflationen nu återigen tar fart. Reserve Bank of India har trots detta börjat sän-

ka sin viktigaste styrränta, från 8,5 % till 8 % och ytterligare sänkningar kan komma för att hjälpa upp tillväxten i ekonomin.

Indiens ränte- och valutaentwicklung



Source: Reuters EcoWin

Vi förutser att BNP ökar med 6,7 % i år, för att öka till 7,3 % nästa år i takt med den något starkare omvärldsefterfrågan, den mindre strama penningpolitiken och det lägre oljepriset. Det finns en risk att Indien får svårt att hitta tillbaka till sin tidigare höga tillväxttakt kring 9 %. Skälen till detta är flera: Minskad reformtakt, budgetproblem, alltför svaga investeringar och en svårmanövrerad politisk miljö som bidrar till en passivitet.

Minskad reformtakt, budgetproblem, lägre investeringskvot och svår politisk miljö är några av problemen

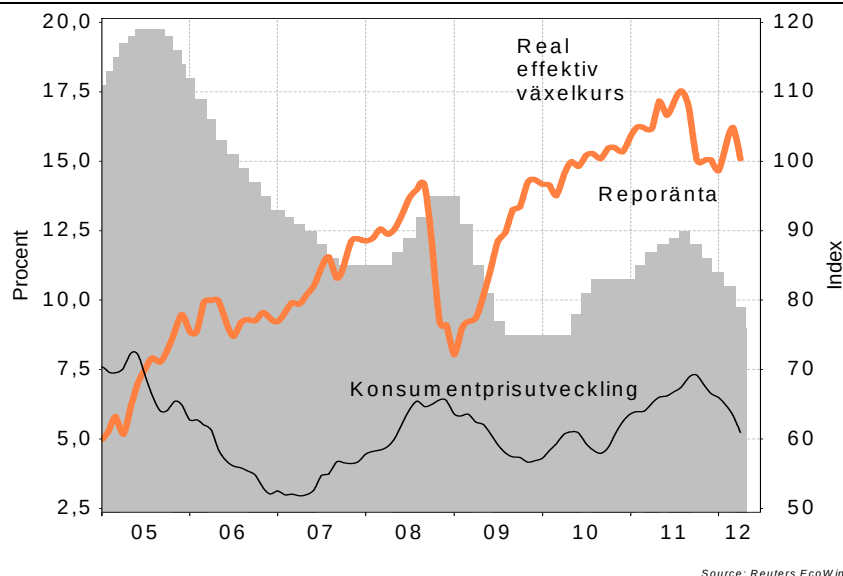
Ett exempel är hur detaljhandeln var på väg att liberaliseras med möjligheter för utländska företag att etablera sig i Indien, men hur reformen togs tillbaka i sista stund. Subventioner och välfärdsprogram i jordbruksområdena hjälper politikerna att vinna röster, men är kostsamt från ett budgetperspektiv. Järnvägsministern fick avgå efter att försökt höja biljettpriset för första gången på tio år. Underskottet i budgeten förväntas komma ned till drygt 5 % nästa år. Fortsatta oljesubventioner och en allt för expansiv finanspolitik (och möjligen även penningpolitik) kan driva upp inflationstakten igen, vilket riskerar att skapa överhettning och hålla tillbaka tillväxten. Indien har inte löst sina underliggande problem, och försök att hålla tillbaka nedgången i ekonomin kan skapa problem längre fram.

Brasilien – bottenläget har passerats

- *Räntehöjningar, högre inflation och svag exporttillväxt har pressat BNP-tillväxten som nådde botten i slutet av 2011.*
- *Lägre inflation och svagare aktivitet har fått centralbanken att sänka styrräntan, vilket gynnar inte minst hushållen.*
- *BNP ökar 3,1 % i år och 3,5 % nästa år – tillväxten gynnas av de högre råvarupriserna men en stark real håller tillbaka konkurrenskraften.*

Brasiliens ekonomi har markant varvat ned under de senaste två åren. I början av 2010 var tillväxten i årstakt drygt 9 % och i slutet av förra året endast 1,4 %. När rekylen efter den globala recessionen ebbade ut, omvärldskonjunkturen mattades och penningpolitiken blev alltmer restriktiv försvagades BNP-tillväxten.

Brasiliens inflation, reala effektiva växelkurs och reporänta



Det är framför allt hushållen som via en långsammare kreditillväxt har märkt av åtstramningen vilket, tillsammans med den höga inflationen och svaga realinkomstutveckling, ger en åtföljande mer dämpad privat konsumtion. I takt med att centralbanken nu sänker styrräntan och inflationen sjunker lättar hushållens situation.

Centralbankens räntesänkningar gynnar alltmer skuldyngda hushåll

Exporten väntas också kunna gynnas av de högre råvarupriserna, och tillsammans med investeringar inför OS 2016 och även fotbolls-VM 2014 kommer tillväxttakten att stiga, först försiktigt och sedan mer tydligt efter prognosperioden.

Ledande indikatorer signalerar att en vändning i konjunkturen redan inletts. Vi förutser att BNP växer med 3,1 % i år, och med 3,5 % nästa år. Vår återhållsamma bedömning för nästa år beror på att vi bedömer att konkurrenskraften hålls tillbaka när inflationen återigen stiger, samtidigt som växelkursen förblir relativt stark.

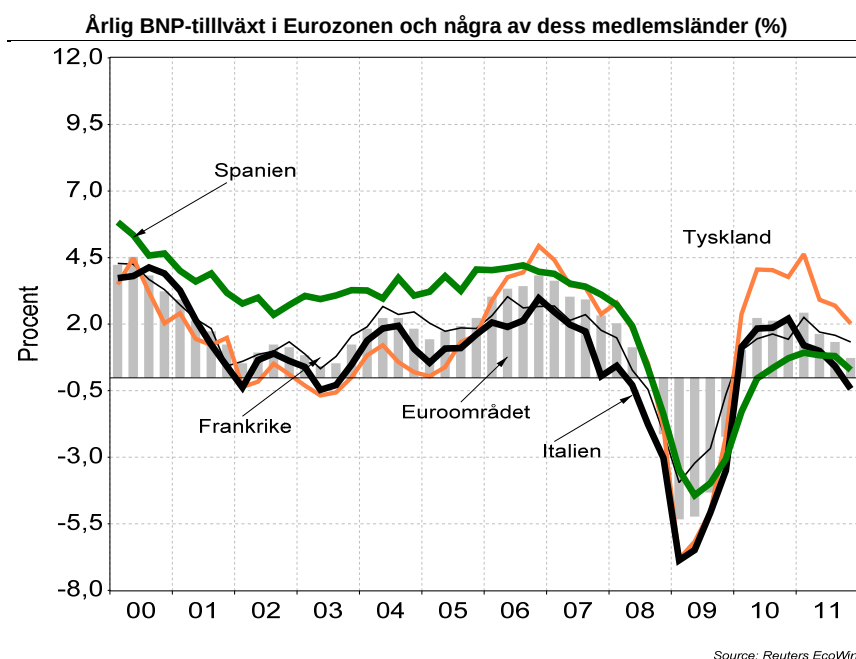
Eurozonen – recession, sedan svag tillväxt

- Eurozonen är i recession till följd av krympande ekonomier i södra Europa, och rent tekniskt gäller det även Tyskland som dock väntas stärkas mer och snabbare senare i år
- ECB:s likviditetsstöd har givit stöd till krishanteringen, och minskar omfattningen av kreditåtstramningen som likväl inte kan undvikas – styrräntan blir kvar på 1 %

- *Ökat fokus på Italien och Spanien där utmaningarna är stora – vi bedömer att länderna klarar sig utan räddningspaket*

BNP i euroområdet sjönk med 1,2 % i uppräknad årstakt fjärde kvartalet i fjol, vilket innebär en negativ kvartalstillväxt på 0,3 %. I årstakt blev utfallet 0,7 %, och det stämde överens med våra förväntningar i januariprognosen. Vi har reviderat ned BNP-prognosen för euroområdet något i år (från -0,3 % till -0,5 %), men ser utrymme för något högre tillväxt nästa år (från 0,2 % till 0,4 %), främst på grund av en starkare utveckling i Tyskland och i viss mån även Frankrike.

BNP krymper i eurozonen



Skillnaderna i tillväxt var stora mellan euroländerna fjärde kvartalet ifjol. Övåntat stark tillväxt (0,2 %) nåddes i Frankrike, och även Finland noterade en svagt positiv tillväxt (0,1 %) medan Tyskland, Österrike, Tjeckien, Belgien och övåntat även Spanien klarade sig undan med en svagt negativ tillväxt (med 0,1-0,3 %). De större BNP-fallen uppkom inte övåntat i Portugal och Italien, men även i exportberoende länder som Nederländerna och Slovenien sjönk BNP påtagligt med 0,7 %.

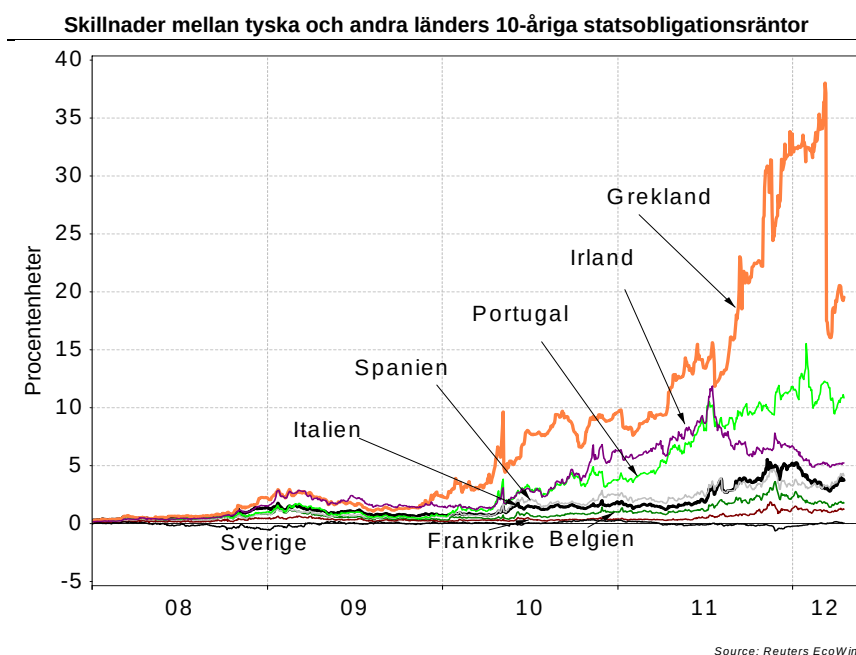
Skillnaderna är stora mellan euroländerna

Orsaker till varför BNP faller är för krisländerna skuldkrisen, budgetnedskärningar, kreditåttstramning och ett högre oljepris som även dämpar framtidstron, och för de exportberoende länderna en inbromsning i exportorderingen, ett högre oljepris och ett fortsatt svagt förtroende bland hushåll och företag.

Sedan januariprognosen har euroområdet klarat att ta viktiga men små steg till att förbättra krishanteringen. Finanspakten möjliggjorde ECBs långa fastråntelån till banker, nu drygt en biljon euro, vilka har dämpat kreditåttstramningen, sänkt statsobligationsråntorna i krisländerna och underlättat banksektorns tillfriskning. Emellertid har effekten av lånen börjat ebba ut. Fokus har åter förts tillbaka till krisländernas sätt att uppfylla kraven på re-

Små men viktiga steg har dämpat oron – men fokus riktas nu mot Spanien

former. Ränteläget för länder som Spanien, Italien och även Grekland på nya lån efter uppgörelsen med kreditorer och trojkan har återigen börjat stiga.



Vi bedömer att ECB kommer att hålla styrräntan på 1 %. Att sänka den ytterligare uppfattas inte nödvändigt när dagslåneräntan redan är låg. Ytterligare kvantitativa lättnader kan komma om oron för krisländernas stigande riskpremier tilltar. Att räddningsfonderna, EFSF och ESM är tillräckligt stora och flexibla är viktigt för att upprätthålla förtroendet för euron och eurosamarbetet. De åtgärder för att förstora dem och låta dem verka parallellt är ett steg i rätt riktning, men om det är tillräckligt testas först när något av de större länderna, t ex Spanien, får ett akut läge.

Oron för *Spanien* handlar om den höga arbetslösheten, de svaga bankerna, regionernas övertrasseringar, och svårigheten att banta budgetunderskottet från 8,5 % 2011 (målet var 6 %!) till 5,3 % 2012 samtidigt som recessionen fördjupas. Inte minst märks oron på att den tioåriga statsobligationsräntan återigen nosat på 6-procentsnivån – senast detta hände var i krisens akuta läge i november. Riskpremien mot Tyskland är drygt 4 procentenheter. Att den nya spanska regeringen med premiärminister Rajoy i spetsen väntade länge med att bemöta osäkerheten kring finanspolitiken, till efter de lokala valen i mars, och ville förhandla ned underskottet från EU-kommissionens 4,4 % till 5,8 % ingav knappast erforderlig respekt, inte minst som kompromissen landade på 5,3 % och få bedömare till och med tror att Spanien kommer att klara detta. Arbetslösheten på 23 %, och för unga vuxna närmare 50 %, försvårar budgetkonsolideringen, och även reformeringen av arbetsmarknaden. Emellertid har regeringen hittat besparingar på 27 miljarder euro, samt ytterligare 10 miljarder euro på hälsa och utbildning.

Regioners finanser, hög arbetslöshet och banksystemet utmanar Spanien

Huspriserna har endast fallit 23 % hittills (att jämföras med nedgångarna i Irland (50 %) och USA (34 %)). Banksystemet är hotat,

och större husprisedgångar kan medföra att Spanien kommer att behöva externt stöd.

De ökade kraven på spanska banker att sätta av 50 miljarder euro för att bättre klara recessionen i ekonomin och på husmarknaden underlättar. Av 325 miljarder euro i lån relaterade till hussektorn uppskattas 175 miljarder vara "dåliga lån". En större nedgång i ekonomin kan innebära att berget av dåliga lån växer, vilket även försvårar konsolideringen och reformeringen av banksektorn. Vår uppfattning är därför att Spaniens (och ECB:s) hantering av banksystemet blir avgörande för hur sannolikt det är för ett räddningspaket – och denna gång till en betydligt större ekonomi än Grekland, Portugal och Irland. Även situationen i regionerna kan vara avgörande. Omfinansiering av 140 miljarder euro ligger i planen, och om räntenivån stiger väsentligt över nuvarande dryga 6 % riskerar Spanien få problem. I nuläget förväntar vi dock att Spanien klarar sig utan externt stöd.

Vi har räknat med att Spaniens ekonomi inte växer alls de närmaste två åren (-2,2 % i år och -0,8 % nästa år), men skulle recessionen och nedgången på husmarknaden fördjupas mer än väntat, kan stödpaket behövas. Det är därför viktigt att kombinera budgetåttstramningen med tillväxtorienterade reformer som också kan ge positiva effekter på kort sikt, och inte bara vad som brukligt är, på medellång och lång sikt.

Trots att Italiens teknokratiska regering ledd av Premiärminister Monti genomför strukturella reformer och stärkt förtroendet i omvärlden och på hemmaplan för möjligheterna att lindra krisen, kvartstår vår bedömning från i januari att Italiens recession är oundviklig. På senare tid har finansmarknadens oro för Spanien vältrats över på Italien med stigande riskpremier som följd, en oro som även avspeglas att 450 miljarder euro av statsskulden ska omfinansieras i år. Ökad politisk osäkerhet inför 2013 års val kommer också att gradvis påverka sentimentet.

I år förutser vi att BNP sjunker med 1,8 %, och med 0,3 % nästa år. Arbetslösheten har ökat till den högsta nivån sedan 1991 till 9,3 %. Möjligen än värre är sysselsättningsgraden som fallit till 56,9 %, vilket innebär en stor grupp inaktiva italienare på den formella arbetsmarknaden. Den inhemska efterfrågan hålls tillbaka på grund av detta, och naturligtvis även av den finanspolitiska åttstramningen och den återhållsamma kreditmarknaden. Det höga oljepriset pressar upp inflationen trots den allt svagare efterfrågan.

Reformerna på arbets- och produktmarknaderna handlar om att göra det enklare att avskeda och nyanställa, att underlätta för tjänstesektorn och att öppna upp "skyddade professioner" för ökad konkurrens. Fackföreningar och andra intressegrupper motarbetar förändringarna. Att få ned den höga offentliga skuldkvoten är också ett mål, vilket innebär budgetbalans redan 2013. Om recessionen inte förvärras är detta uppnåeligt, samtidigt som Italien inte delar Spaniens problem med banksektorn och husmarknaden. Det privata sparandet i hushåll och företag är relativt stort, vilket väger upp något för den stora offentliga skulden. Be-

Vi bedömer att Spanien inte behöver ett räddningspaket

Krisen i Spanien kan även smitta Italien

En recession har inletts och tillväxten blir svagt positiv för 2014

svärigare är att konkurrensen från lågkostnadsländer inom delar av Italiens produktion, ofta i små och medelstora företag, har tilltagit, och särskilt Italien och dess exporttillväxt skulle gynnas av en svagare euro.

Grekland går till val den 6 maj, och stor osäkerhet råder hur den politiska makten ska fördelas. Däremot är de partier som tar över från premiärminister Papademos teknokratiska regering bundna till den reformagenda som överenskommits, och om landet ska vara kvar i eurozonen är antalet frihetsgrader få för att föra en mer expansiv politik. Avgörande är att städa upp i statsfinanserna, minska korruptionen, avreglera marknader och privatisera. Det är också viktigt för landets sammanhållning att tillväxtorienterade reformer som kan ge positiva effekter också den närmaste tiden får gehör. Det kan handla om att tidigarelägga investeringar och samarbeta med privata aktörer inom infrastruktur. Vi räknar med att BNP-tillväxten blir svagt positiv nästa år givet att inte den politiska och sociala oron ökar, och att reformprogrammet följs. Anledningen är att Greklands ekonomi då skulle ha krympt fem år i rad och att en svag vändning till slut inte är orimlig att förvänta när kostnadsläget kommit ned.

Såväl ekonomiska som politiska och sociala risker kvarstår i Grekland

Portugal riskerar negativ BNP-tillväxt både i år och nästa år. Oron för att Portugal måste förlänga och utöka sitt räddningsprogram ökar därmed. Meningen var att komma tillbaka till den ordinarie kapitalmarknaden 2013, men detta kan vara svårt när tillväxten försvagas och riskpremien återigen stiger (även som en följd av ökad oro för Spanien och Italien). Budgetunderskottet väntas minska från 5,8 % ifjol till 4,4 % i år. Om det ekonomiska läget inte förvärras och åtstramningspolitiken genomförs kan underskottet närma sig 3 % nästa år. Reformagenda liknar den för de övriga krisländerna, men med större fokus på att omstrukturera statliga företag.

Portugal kan komma att behöva förlänga och utöka sitt stödpaket

I *Frankrike* stundar presidentval med omröstning den 22 april och 6 maj. Trots att Frankrike är på väg att förlora finansmarknadens förtroende genom att ambitionen att få ned budgetunderskottet är låg, saknas en ansvarsfull problemdiskussion i valkampanjen. Prognosen är att skuldkvoten kommer att överstiga 90 % samtidigt som budgetunderskottet knappt kommer att överstiga 5 % även 2013, vilket innebär en marginell förbättring jämfört med ifjol och i år, och en överträdelse mot euroländernas överenskomelse om 3 % 2013. Endast Grekland och Spanien av euroländerna kommer att ha större underskott nästa år, men av de större länderna förutses USA, Storbritannien och Japan klara sig ännu sämre än Frankrike.

Frankrike har ännu inte insett att en värre kris kan uppstå om inte budgetambitioner höjs

Frankrikes BNP-tillväxt hölls uppe relativt väl fjärde kvartalet ifjol, och det finns därmed möjlighet att landet kan undvika recession i teknisk bemärkelse. Investeringstillväxten har varit överraskande stark. Framöver kommer dock den höga arbetslösheten – som närmar sig 10 % – att bli en hämsko för den privata konsumtionen. Oavsett om Socialdemokraternas Hollande – som nu leder opinionsundersökningarna – eller president Sarkozy vinner, kommer åtstramningar behövas efter valet om målet att nå 3 % ska kunna infrias. Det höga oljepriset innebär också en relativt

hög inflation. Vi förutser att BNP växer med 0,3 % i år för att sedan nå högst beskedliga 0,6 % nästa år trots en något starkare omvärldskonjunktur.

Tysklands BNP sjönk med 0,2 % fjärde kvartalet ifjol. Vi bedömer det troligt att även första kvartalet i år får se en krympande BNP, men med 0,1 %. Tekniskt sett förutser vi en recession i Tyskland, men förutsättningarna för en vändning är bättre och årstillväxten förutses till 0,5 % i år och 1,3 % nästa år, totalt sett en upprevidering med 0,5 procentenheter över två år jämfört med i januari.

Även om Tyskland tekniskt sett kan vara i recession är läget betydligt bättre

Visserligen påverkas Tyskland negativt av ett högre oljepris, en tilltagande recession i euroområdet och en något svagare global utveckling i år jämfört med bedömningen januari, men för nästa år är den globala tillväxten något uppreviderad vilket gynnar ett exportberoende land som Tyskland. Den kreditåtstramning som syns i krisländerna i södra Europa är inte lika påtaglig i Tyskland, vilket underlättar investeringskonjunkturen. Den finanspolitiska åtstramningen är över och en period av lätt expansiv finanspolitik kan inledas.

Inga stora politiska förändringar förutses nästa år trots eventuellt maktskifte efter höstens val, och det mesta talar för att förbundskansler Merkel sitter kvar om än med andra samarbetspartier. Arbetsmarknaden har fortsatt att förbättras. Arbetslösheten är nu nere på 6,7 %, en nivå som inte skådats tidigare under perioden sedan sammanslagningen av östra och västra Tyskland 1990. Detta ger möjligheter för Tyskland att öka den inhemska efterfrågan, importen, vilket kan minska bytesbalansöverskottet, och därmed även divergensen gentemot södra Europa.

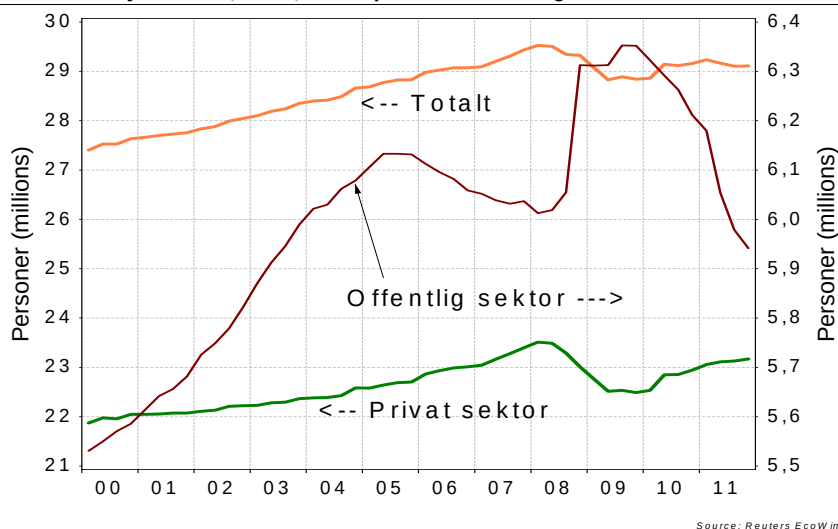
Storbritannien – stålbadet fortsätter

- *Vi reviderar upp BNP-tillväxten till 1,0 % nästa år, men bibehåller synen på innevarande år (0,5 %). Krisen i euroområdet, samt statens, finanssektorns och hushållens skuldsanering håller tillbaka tillväxten.*
- *Inflationen har fallit, vilket underlättar för centralbanken att fortsätta sin expansiva penningpolitik. Industrin gynnas inte längre av ett svagare pund, utan måste höja produktiviteten.*

En svagare investeringskonjunktur dämpade Storbritanniens BNP med 0,2 % fjärde kvartalet ifjol, medan export och konsumtion utvecklades bättre. Arbetslösheten har stigit till nivåer senast skådade 1995 kring 8,5 %. Sysselsättningen har stagnerat, framför allt för att personer i offentlig sektor sägs upp. Hushållen påverkas av den svaga inkomstutvecklingen samtidigt som skuldsaneringen fortsätter.

BNP har utvecklats svagare än förväntat ...

UK: Antalet sysselsatta, totalt, samt i privat och offentlig sektor 2005-2011



I september ifjol uppgick inflationen (årstakten i KPI) till 5,2 %, och därefter har nedgången varit markant, till 3,4 % i februari – en följd av att engångseffekter såsom momshöjning och pundförsvagning har fallit ur årstalen. Bank of England fortsätter att hålla penningpolitiken expansiv, har lyckats ruska av sig inflationsoron de senaste åren, och förutses komma att använda sig av ytterligare kvantitativa lättnader efter att ha annonserat detta i februari.

Vi bedömer att styrräntan får ligga kvar på 0,5 % både i år och nästa år, för att på så sätt underlätta ekonomin när finanspolitiken fortsätter att vara restriktiv. Budgetunderskottet förutses till ca 8 % i år, och kan komma ned mot 6,5 % 2013. I konjunkturrensade termer förbättras underskottet från drygt 6 % till 5 %, vilket innebär att det är en bit kvar, sannolikt till 2015-16 innan den strukturella balansen visar överskott. Därmed fortsätter skuldkvoten (statsskuld i relation till BNP) att stiga, och ligger sannolikt över 90 % nästa år.

Fortsatt stora budgetunderskott och en växande statsskuld gör att Storbritannien fortsätter sitt stålbad

Det brittiska pundet försvagades kraftigt under 2008 och har sedan dess stärkts något trendmässigt, och särskilt mot euron sedan ett år tillbaka. Vi förutser att pundet stabiliseras mot euron, vilket gör att exportindustrin inte får någon draghjälp utan måste stärka sin produktivitet och dämpa kostnadsläget på egen hand. Inköpschefsindex för tillverkningsindustrin har stigit sedan november ifjol och pekar mot en starkare industriproduktion den närmaste tiden. Även tjänstesektorn signalerar en ökande aktivitet, vilket kan hjälpa till att höja tillväxttakten från 0,5 % i år till 1 % nästa år.

Norden – ger blandade signaler

- Danmark fortsätter att växa under sig potential i kölvattnet av den egna finans- och fastighetskrisen. Finland har påverkats negativt av svagare omvärldsefterfrågan och en mindre fördelaktigt konkurrenssituation. Norge gynnas av den starka inhemska efterfrågan.

- *Jämfört med 2012 kommer dock samtliga tre länder växla upp, och trycket ökar på politikerna att genomföra reformer som ökar konkurrenskraften och tillgången till kompetent arbetskraft.*

Danmarks ekonomi hade inte återhämtat sig från kollapsen på fastighetsmarknaden 2007-2008 när skuldkrisen på nytt försvagade aktiviteten under 2011. Under andra halvåret medförde en allt svagare inhemsk efterfrågan, från främst hushållen, en recession, medan utrikeshandeln bidrog positivt till tillväxten som landade på 1 %. Under prognosperioden bedömer vi att Danmarks tillväxt kommer att understiga den potentiella på grund av hushållens skuldsanering och omvärldens kräftgång. Under 2013 kan en starkare global tillväxt och litet större offentliga investeringar ge draghjälp, men budgetkonsolideringen som fortsätter medför att återhämtningen blir modest. BNP växer med 0,5 % i år och 1 % nästa år.

Danmark's tillväxt kommer att ligga under den potentiella

Ifjol växte Finlands BNP med 2,7 % till följd av stark konsumtions- och investeringsefterfrågan. Däremot bidrog den allt svagare konkurrenskraften på grund av låg produktivitetstillväxt och högre arbetskraftskostnader till lägre exporttillväxt. Under 2011 sjönk exportvolymen med 0,3 % och bytesbalansen var negativ för första gången sedan 1993. I år bedömer vi att BNP-tillväxten dämpas till 0,8 % eftersom hushållens balansräkningar försvagas av lägre börskurser och en svag fastighetsmarknad. Utsikterna för realinkomstförbättringar försvåras av en minskad aktivitet på arbetsmarknaden. När den globala efterfrågan stiger under 2013 och osäkerheten dämpas kommer inkomstläget förbättras och BNP förutses växa med 1,7 %.

Finland brottas med konkurrensproblem men växlar ändå upp nästa år

Norges ekonomi var motståndskraftig mot den globala nedgången i slutet av fjolåret. BNP ökade då med 0,5 % jämfört med kvartalet innan. I genomsnitt för 2011 steg BNP med 1,5 % (med 2,6 % för fastlandsekonomin). Tillväxtmotorerna var en stark inhemsk efterfrågan som gynnades av hög aktivitet i näringslivet och i fastighetssektorn, en starkare arbetsmarknad och god tillväxt i den privata konsumtionen. Exportindustrin missgynnas framöver av den svaga omvärldsutvecklingen. Låga räntor och en fortsatt stark arbetsmarknad bidrar dock till en fortsatt robust uppgång i den inhemska efterfrågan, men med fortsatt höga risker för hushållens skuldsättning. BNP växer med 2 % i år och med 2,5 % nästa år, och i fastlandsekonomin blir tillväxten ännu något snabbare.

Norges hushåll gynnas av starkare arbetsmarknad och låga räntor

6. Slutsatser för våra hemmamarknader

Sverige och de baltiska länderna, som är små och öppna ekonomier med Europa som den viktigaste exportmarknaden, drabbas särskilt hårt av en längre period av skuldsanering och svag tillväxt i euroländerna. Visserligen sker en diversifiering av exporten till andra regioner, men de europeiska volymmarknaderna är fortfarande viktigast och krympande efterfrågan kommer att påverka export- och investeringsutvecklingen negativt de kommande åren.

Svag tillväxt i vårt närområde påverkar oss starkt

Krisen i vårt närområde ger även andra effekter. Inte bara EMU – utan också EU – påverkas av krisen. Integrationen av den gemensamma marknaden kan stanna upp om nationalism och främlingsfientlighet får ta över. Å andra sidan kan krisen påskynda integrationen om reformer genomförs som leder till ökat handelsutbyte av även tjänster. Integrationen av tjänstesektorn har länge varit nedprioriterad, men kraven på Tyskland att snabba på reformer på detta område kan gynna även våra hemmamarknader.

De baltiska länderna, där Estland är EMU-medlem och har euron, och där Lettland och Litauen har sina valutor kopplade till euron, kan eventuellt få draghjälp av en svagare euro. Det skulle vara positivt, inte minst som enhetsarbetskostnaderna redan stiger, trots att det finns kvardröjande behov att stärka konkurrenskraften främst genom stärkt produktivitet. För Sverige finns en oro för att kronan blir alltför stark de kommande åren. Det skulle innebära att svenska företag måste göra betydligt mera själva för att bibehålla eller stärka konkurrenskraften än under de senaste åren. Detta görs bäst genom att företagen investerar i ny teknik som ökar produktiviteten, effektiviserar och håller tillbaka kostnadsökningar.

Svagare euro gynnar de baltiska länderna men kan öka kraven på effektivitetshöjningar i svenska företag

I Sverige har intresset för EMU-medlemskap svalnat från redan låga nivåer, medan det fortfarande är relativt stort i Lettland och Litauen. Även om det skulle dröja något eller några år ytterligare innan dessa två länder blir medlemmar är vägen utstakad. Att under tiden försöka öka den inhemska konkurrensen så att inflationen växer mer i linje med övriga euroländer borde ligga i den ekonomiska politikens intresse. Det gäller också att utvärdera den s k Balassa-Samuelson effekten med naturligt högre inflation i en period av "catching-up". Alltför stora skillnader i prisnivå kan medföra att det behövs en längre period av anpassning innan länderna är redo för medlemskap. Dessutom gäller det att undersöka om tidigare stora bytesbalansunderskott varaktigt arbetats bort, eller om de snabbt kan återkomma vid en starkare konjunktur, vilket i så fall kan avspegla en strukturellt svag konkurrenskraft. För Lettland och Litauen där rörlig växelkurs i framtiden knappast är ett alternativ är det mer naturligt att fortsätta vägen mot medlemskap än för t ex Sverige och Polen där valutorna flyter mot euron.

EMU-medlemskap en naturlig väg för Lettland och Litauen – men något års fördröjning är knappast ett problem

Svag tillväxt och stigande arbetslöshet i euroområdet kan medföra ökad rörlighet på arbetsmarknaden, genom att arbetskraft från krisländer flyttar till delar av regionen som växer snabbare, främst i norra Europa. Det är viktigt – inte minst med ökande demografiska utmaningar – att det finns en positiv inställning till immigration. För de baltiska länderna där arbetsmarknaden redan blivit stram inom vissa sektorer, och lönetrycket riskerar stiga, finns all anledning mer aktivt välkomna arbetskraft från övriga regionen.

Sverige och de baltiska länderna kan gynnas av emigration av arbetskraft från krisländer i Europa

Kriser leder ofta till att reformansträngningarna ökar. Frågan är om Sverige och de baltiska länderna kommer att kunna hänga med. Idag är läget ljusare än för krisländerna i södra Europa, och reformarbetet riskerar därmed slå av på takten. Det är viktigt att fortsätta reformera marknadens funktionssätt, inte minst arbetsmarknaden, att bidra till mer innovation, bygga ut infrastruktur och bidra till en bättre regional samordning. Att skapa den bästa jordmånen för näringslivet gynnar i förlängningen vår välfärd. Potentialen är stor: Många affärsmöjligheter är fortfarande outhämtade i vårt närområde.

Krisländerna reformerar – kommer vi hänga med?

Cecilia Hermansson

Economic Research Department

Sweden

Cecilia Hermansson Group Chief Economist Chief Economist, Sweden	+46 8 5859 7720	cecilia.hermansson@swedbank.se
Magnus Alvesson Head of Economic Forecasting	+46 8 5859 3341	magnus.alvesson@swedbank.se
Jörgen Kennemar Senior Economist	+46 8 5859 7730	jorgen.kennemar@swedbank.se
Anna Ibegbulem Assistant	+46 8 5859 7740	anna.ibegbulem@swedbank.se

Estonia

Annika Paabut Acting Chief Economist	+372 888 5440	annika.paabut@swedbank.ee
Elina Allikalt Senior Economist	+372 888 1989	elina.allikalt@swedbank.ee

Latvia

Mārtiņš Kazāks Deputy Group Chief Economist Chief Economist, Latvia	+371 67 445 859	martins.kazaks@swedbank.lv
Dainis Stikuts Senior Economist	+371 67 445 844	dainis.stikuts@swedbank.lv
Lija Strašuna Senior Economist	+371 67 445 875	lija.strasuna@swedbank.lv

Lithuania

Nerijus Mačiulis Chief Economist, Lithuania	+370 5 258 2237	nerijus.maciulis@swedbank.lt
Lina Vrubliauskienė Senior Economist	+370 5 258 2275	lina.vrubliauskiene@swedbank.lt
Vaiva Šečkutė Senior Economist	+370 5 258 2156	vaiva.seckute@swedbank.lt

Ekonomiska sekretariatet

105 34 Stockholm, tel 08-5859 7740
ek.sekr@swedbank.se
www.swedbank.se

Ansvarig utgivare

Cecilia Hermansson, 08-5859 7720
Magnus Alvesson, 08-5859 3341
Jörgen Kennemar, 08-5859 7730
ISSN 1103-4897

Swedbanks Konjunktur- och strukturen rapport ges ut som en service till våra kunder. Vi tror oss ha använt tillförlitliga källor och bearbetningsrutiner vid utarbetandet av analyser, som redovisas i publikationen. Vi kan dock inte garantera rapportens riktighet eller fullständighet och kan inte ansvara för eventuell felaktighet eller brist i grundmaterialet eller bearbetningen därav. Läsarna uppmanas att basera eventuella (investerings-) beslut även på annat underlag. Varken Swedbank eller dess anställda eller andra medarbetare skall kunna göras ansvariga för förlust eller skada, direkt eller indirekt, på grund av eventuella fel eller brister som redovisas i Swedbanks Konjunktur- och strukturen rapport.