

Sweden Update

Stagnation

Economic Research, 1 december 2011

Vi räknar med att svensk ekonomi stagnerar 2012. Arbetslösheten stiger till över 8 procent medan inflationstrycket är måttligt. Den svaga konjunkturen motiverar en lättare penningpolitik. Riksbanken sänker reporäntan till 0,75 procent nästa år. Under 2013 sker en viss återhämtning såväl globalt som i Sverige. Riksbanken återgår då till att höja räntan. Kronan fortsätter att försvagas under 2012.

Minskade stimulanser och stor osäkerhet

Den svenska ekonomin har haft en enastående utveckling de senaste åren. På drygt två år har BNP ökat med 12 procent och antalet sysselsatta med närmare 200 000 personer, motsvarande 4 procent. Ekonomin har därigenom återhämtat sig efter den kraftiga nedgången 2008 och 2009. Resursutnyttjande bedöms nu vara något högre än normalt. De offentliga finanserna är i balans igen.

Drivkrafterna bakom uppgången var flera. En mycket låg räntenivå, expansiv finanspolitik, en historiskt svag krona och stigande börskurser bidrog till en mycket expansiv miljö på hemmaplan. Uppstudset i världshandeln efter kollapsen hösten 2008 är också en viktig förklaring.

De inhemska stimulanserna har avtagit markant under det senaste året. Till det ska läggas den osäkerhet som skuldskrisen i euroområdet för med sig. Det osäkra läget understryks av fallande börskurser som urholkar hushållens förmögenhet och påverkar företagens finansieringsmöjligheter. Som en följd därav har den inhemska efterfrågan tappat fart under hösten. Exporten har dock utvecklats överraskande

starkt, bland annat till följd av en gynnsam produkt-sammansättning och ökad export till tillväxtländerna.

Mycket tyder dock på att även exporten kommer att dämpas framöver. BNP-tillväxten mattas därmed på bred front och vi räknar med stagnation nästa år. Under 2013 förbättras den globala efterfrågan något, vilket bidrar till att svensk ekonomi kan börja växa igen. Även förutsättningarna för den inhemska ekonomin förbättras något som en följd av lägre räntor och en svagt expansiv finanspolitik. Återhämtningen blir dock långsam då den globala finanspolitiska konsolideringen fortgår och utrymmet för såväl finans- som penningpolitiska stimulanser är begränsad även på hemmaplan. De offentliga finanserna visar underskott redan nästa år. Även 2013 visar sparandet röda siffror. Orsaken är bland annat att vi räknar med finanspolitiska åtgärder på sammanlagt 15 miljarder kronor, vilka i huvudsak riktas till kommunerna.

Nedjustering sedan föregående rapport

Vi förutspår en svagare utveckling för kommande år jämfört med bedömningen i vår rapport *Ekono-*

Sverige: Makroekonomiska nyckeltal (årlig tillväxt i procent om inget annat anges)

	2008 (SEKbn)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
Privat konsumtion	1,505	-0.3	3.7	1.4	0.0	1.7
Offentlig konsumtion	835	1.2	2.1	1.9	0.7	0.3
Fasta bruttoinvesteringar	642	-15.9	6.6	5.8	-0.9	2.0
Lagerinvesteringar*	6	-1.6	2.0	0.6	-0.8	-0.2
Export	1,715	-13.2	11.1	8.3	0.3	3.8
Import	1,499	-13.8	12.7	5.7	-1.4	3.4
BNP	3,204	-5.2	5.6	4.5	0.0	1.5
BNP, kalenderkorrigerad		-5.0	5.3	4.5	0.4	1.5
Arbetslöshet (% av arbetskraften)		8.3	8.4	7.5	8.0	8.3
Sysselsättning		-2.1	1.0	2.1	-0.5	-0.2
Konsumentpriser (årsgenomsnitt KPI)		-0.5	1.2	3.0	1.3	1.5
Underliggande inflation (årsgenomsnitt KPIF)		1.7	2.0	1.4	1.3	1.8
Timlöner (nationalräkenskaper)		3.0	1.0	4.0	3.5	3.5
Offentligt finansiellt sparande (mdr SEK)		-20	8	-1	-18	-37
- % av BNP		-0.7	0.2	0.0	-0.5	-1.0
Offentlig bruttoskuld, % av BNP		42.7	39.7	36.8	36.1	35.6

* Bidrag till BNP-utvecklingen, procentenheter.

miska utsikter från den 31 augusti. Orsakerna till revideringen står framför allt att finna i vår omvärld. Skuldcrisen i euroområdet har fördjupats och utsikterna för den globala ekonomin försämrats. De främsta riskerna med prognosen finns också i den globala ekonomin. Även hushållens konsumtion har överraskat negativt under hösten. Den ökade osäkerheten om den ekonomiska utvecklingen och omslaget i stimulanserna förefaller ha större effekt på hushållens efterfrågan än vi tidigare förutsatt.

Svag export och tveksamma hushåll

Tillväxten på viktiga avsättningsmarknader är svag och indikatorer för exporten pekar på en dystert utveckling. Vi räknar därför med att exporten växlar ned markant redan i slutet av innevarande år. Det dröjer en bra bit in på nästa år innan den börjar återhämta sig igen. Den ökade diversifieringen till förmån för tillväxtländer mildrar men förmår inte att kompensera för den svaga utvecklingen på de mer traditionella avsättningsmarknaderna.

Det blåser motvind för hushållen. Som ofta förr så kom vändningen i konsumtionen tidigare och blev kraftigare än väntat. Mönstret är ofta detsamma med oro och negativa förmögenhetseffekter. Denna gång finns en osäkerhet om såväl arbets- som bostadsmarknaden, vilket bidragit till att hushållen har börjat hålla hårdare i plånboken. Hushållens ekonomiska ställning har också urholkats av nedgången på Stockholmsbörsen. Hushållens finansiella förmögenhet har uppskattningsvis minskat med ca 350 miljarder kronor hittills i år, motsvarande närmare 20 procent av hushållens disponibla inkomster. Hushållen får inte heller draghjälp av finanspolitiken. En minskad sysselsättning medför att ökningen i de reala disponibla inkomsterna stannar på låga 1 procent per år 2012 och 2013. Hushållens konsumtion stannar därför av nästa år.

En risk är att även den reala förmögenheten, dvs. bostadspriserna, minskar. Huspriserna har sjunkit under hösten och det finns en risk att flera negativa omständigheter samverkar till en mer markerad försvagning av hushållens ekonomiska ställning. Det skulle i så fall få konsekvenser för konsumtions- och sparbetendet.

Fallhöjden i hushållens konsumtion bedöms dock vara begränsad. En viktig orsak är att hushållens egna finansiella sparande är förhållandevis högt. Det är betydligt högre än till exempel år 1999 och år 2007 då det var kraftigt negativt och följdes av

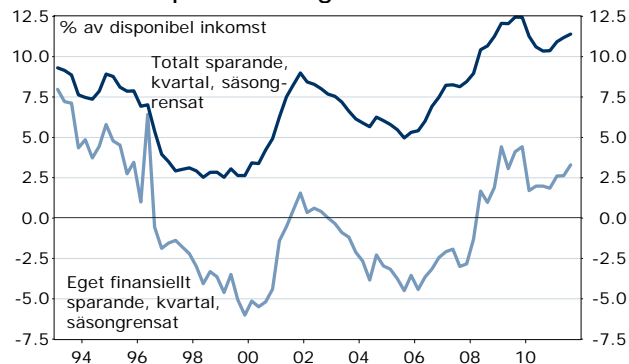
Indikatorer pekar mot svagare export...



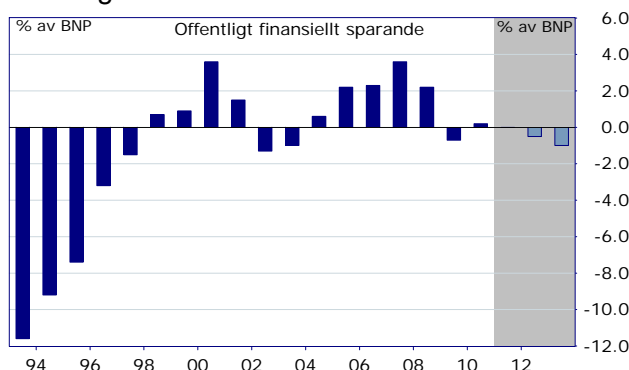
...och marknadstillväxten dämpas



Hushållens sparande stiger



Offentliga finanser – från balans till underskott



en svag konsumtionsutveckling. Vi räknar med att sparandet stiger framöver, men förhållandevis måttligt. Något lägre ränteutgifter och stabilare tillväxtutsikter bidrar till att konsumtionsviljan återvänder. Detta bidrar även till en relativt stabil bostadsmarknad.

Investeringarna har ökat de senaste åren men har fortfarande en bit kvar till nivåerna innan krisen 2008. Återhämtningen tappade fart redan tredje kvartalet i år och mycket talar för en svag utveckling framöver. Till exempel har nybyggandet av bostäder redan börjat falla. Industrin men även flera tjänstebranscher bedöms avvakta med investeringsbesluten, vilket bidrar till att investeringarna minskar något 2012.

Stigande arbetslöshet och låg inflation

Antalet sysselsatta har fortsatt att öka hittills i år. Vi räknar dock med att sysselsättningen vänder ner under vintern i takt med att produktionen tappar fart. Sysselsättningen faller med 0,5 procent som årsgenomsnitt 2012. Arbetslösheten stiger till över 8 procent mot slutet av nästa år. Därefter stabiliseras läget men arbetslösheten hinner inte sjunka i någon större omfattning under 2013.

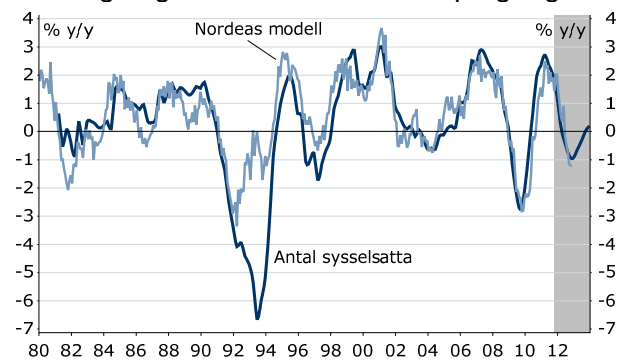
Resursutnyttjandet sjunker således under prognosperioden, vilket är en viktig orsak till att Riksbanken väntas lätta på penningpolitiken. Med en försvagning av arbetsmarknaden minskar risken för inflationsdrivande löneökningar, även om de rådande avtalsförhandlingarna sannolikt leder till högre löneavtal än vad som har varit fallet de senaste åren.

Förra året föll enhetsarbetskostnaderna kraftigt och i år har en hög produktivitetstillväxt medfört att de i stort sett är oförändrade. Produktivitetstillväxten sjunker dock framöver. Dessutom väntas kronan försvagas under det närmaste året, vilket bidrar till att importpriserna stabiliseras efter det senaste årets fall. Den underliggande inflationen (KPIF) stiger därför något nästa år. KPI-inflationen väntas däremot sjunka till omkring 1 procent i mitten av 2012 då bolåneräntorna antas sjunka något i spåren av Riksbankens räntesänkningar.

Riksbanken lägger om penningpolitiken

Kostnadstrycket i ekonomin bedöms alltså vara måttligt de kommande åren, vilket tillsammans med ett minskat resursutnyttjande öppnar för en lättare penningpolitik. Att mildra de negativa effekterna av

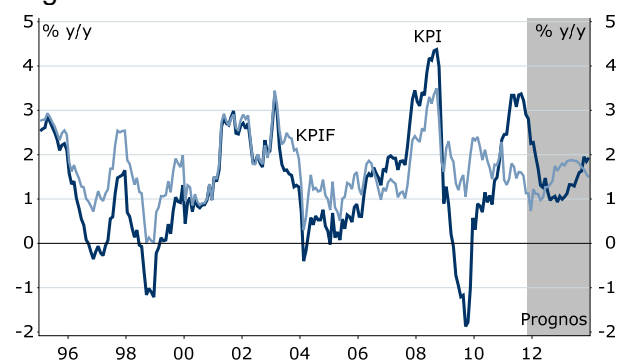
Försvagning av arbetsmarknaden på gång



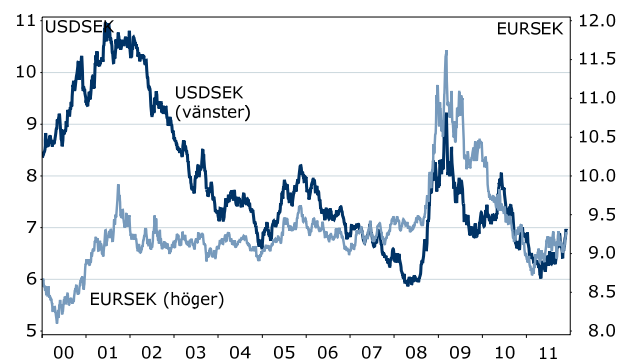
Arbetslösheten central för penningpolitiken



Låg KPI-inflation nästa år



Kronan har klarat marknadsoron väl



den osäkerhet som följer av krisen i euroområdet ligger också i vågskålen för lägre räntor. Riksbanken sänker räntan så att den under andra halvåret 2012 ligger på 0,75 procent.

Kredittillväxten och osäkerhet om transmissionsmekanismerna utgör en osäkerhet i bedömningen av penningpolitiken. Via lägre räntor stimuleras ekonomin, vilket kan bidra till att kredittillväxten ökar igen. Den ligger dock redan över vad som anses vara långsiktigt hållbart. Osäkerheten om skuldutvecklingen kan medföra att Riksbanken går långsammare fram med räntesänkningarna än prognoserat.

Å andra sidan medför det rådande marknadsläget och förändrat regelverk för finanssektorn att det inte är självklart hur mycket av Riksbankens räntesänkningar som slår igenom i lägre bolåneräntor. Om bolåneräntorna inte sjunker i någon större utsträckning försämras utsikterna för hushållens konsumtion och därmed även för tillväxten i övriga ekonomin. Det skulle kunna tala för kraftigare räntesänkningar än vad som antas i föreliggande prognos.

Nygamla kronan försvagas

Kronan har klarat höstens turbulens förhållandevis väl, vilket speglar den svenska ekonomins relativa styrka. Kronan har sedan i somras handlats i intervallet 9,00-9,30 mot euron.

I vår prognos försvagas kronan till omkring 9,50 på ett års sikt. Bedömningen bygger på dämpade tillväxttall i omvärlden och i Sverige, men att skuldkrisen i euroområdet kan hanteras och att oron på marknaderna avtar. Kronan behåller således sin konjunkturkänslighet. Om krisen istället förvärras skulle kronan sannolikt försvagas mer markerat enligt tidigare historiska mönster. Under de senaste 10 åren har kronan rört sig i spannet 9,00-9,50 och endast vid två tillfällen signifikant avvikit från det intervallet; under IT-kraschen vid millennieskiftet samt efter Lehmans Brothers konkurs hösten 2008.

Internationella utsikter

Dramatiken på finansmarknaderna i Europa har eskalerat och skuldkrisen får allt större ekonomiska konsekvenser. Politiker och andra beslutsfattare i Europa måste inom kort fatta trovärdiga beslut. Skuldkrisen riskerar annars att utlösa en ny finansiell kris där även banksystemet är hotat. En möjlig lösning kan vara att den europeiska stabilitetsfonden (EFSF) görs om till bank, där ECB står bakom och tillhandahåller likviditet. En ny finansiell kris kan därmed förhoppningsvis undvikas.

Prognosen utgår ifrån ett "muddling through"-scenario i Europa. Men riskerna är påtagliga och lyckas inte en trovärdig lösning uppnås kan utvecklingen bli avsevärt värre än vad vi förutser.

Hittills har ECB varit mycket tydlig med att de inte ämnar sätta igång sedelpressarna och agera i likhet med Fed. Hotas den finansiella stabiliteten väntas ECB ompröva det ställningstagandet. Om valet står mellan ett sprucket eurosamarbete eller att uppfylla inflationsmålet väntas även tyska politiker ställa sig bakom en mer aktiv roll från ECB.

Recession i euroområdet

ECB kan lösa den akuta krisen, men inte de grundläggande problemen. I ett antal europeiska länder är stora strukturella reformer nödvändiga. Det innebär utmaningar för det politiska etablissemangen. Men framför allt antas en stram finanspolitik bromsa tillväxten med en procentenhet både 2012 och 2013. Högre kapitalkrav för banksektorn slår samtidigt på tillväxten genom en mer återhållsam kreditgivning.

Italien är i skrivande stund den mest kritiska punkten. Hög skuldsättning och låg trovärdighet tvingar fram kraftfulla åtgärder. Det betyder att Italien väntas gå in i en djup recession, med en nedgång av BNP på 2,1 procent nästa år. Samtidigt riskerar lågt förtroende för italienska obligationer att sprida sig till banksystemet och därmed till andra delar av Europa.

För Frankrike är prognosen nolltillväxt nästa år. Drygt hälften av de offentliga besparingarna som är planerade ligger efter presidentvalet nästa vår. Den politiska risken är därmed hög. Marknadens fokus ligger i första hand på de finansiella riskerna då franska banker har stor exponering mot skuldlanderna, inte minst mot Italien.

Tysk ekonomi bedöms växa med 0,6 procent under nästa år. Det räcker dock inte för att undvika recession i euroområdet som helhet.

USA okej - men nedåtrisker överväger

Tillväxten i den amerikanska ekonomin har överraskat positivt och väntas öka med 1,7 procent i år. En viktig förklaring är att hushållen har hållit uppe konsumtionen genom att dra ned på sparandet. Det mönstret bryts nästa år då finanspolitiken blir tydligt åtstramande. Ny recession undviks, men riskerna är betydande. De största riskerna finns dock utanför USA, framför allt om Europa går in i en djupare recession än vad som ligger i prognosen eller om vi får en ny bankkris. USA:s exponering mot de europeiska finansmarknaderna är klart stör-

re relaterat till BNP än exporten och utgör därmed en allvarligare risk.

Både Fed och ECB för en fortsatt mycket expansiv politik. Ytterligare stimulanspaket i form av kvantitativa lättnader från USA ligger inte i huvudprognosen. Det blir aktuellt först om USA är på väg in i recession, alternativt att Europa går in i en allvarligare kris. ECB sänker reporäntan till 1 procent i december och håller EONIA-räntan ännu lägre.

Långräntorna ligger kvar på historiskt låga nivåer ytterligare en tid. Dollarn stärks mot euron till 1,20 i slutet av nästa år.

BRIC-länderna växer i fortsatt god takt under prognosperioden, men kan inte fullt ut väga upp svagare tillväxt i framför allt Europa. Global tillväxt har därmed reviderats ned någon tiondel till 3,2 procent 2012 och till 3,7 procent 2013.

Economic Reserach, Sverige

Mikael Sarwe, Head of Strategy & Research Sweden, mikael.sarwe@nordea.com, tel. +46 8 614 9909

Annika Winsth, chefekonom, annika.winsth@nordea.com, tel. +46 8 614 8608

Torbjörn Isaksson, chefanalytiker, torbjorn.isaksson@nordea.com, tel. +46 8 614 8859

Andreas Jonsson, senioranalytiker, andreas.w.jonsson@nordea.com, tel. +46 8 534 91088

Bengt Roström, senioranalytiker, bengt.rostrom@nordea.com, tel. +46 8 614 8378

Carolinne Bjerking, junioranalytiker, carolinne.bjerking@nordea.com, tel. +46 8 614 8003

Nordea Markets är namnet på Markets-avdelningarna i Nordea Bank Norge ASA, Nordea Bank AB (publ), Nordea Bank Finland Abp och Nordea Bank Danmark A/S. Detta dokument innehåller generell bakgrundsinformation som bara får användas av den avsedda mottagaren. Nordea Markets syn och den information som presenteras i dokumentet var aktuella då dokumentet skrevs, och kan ändras utan föregående underrättelse. Dokumentet innehåller ingen utförlig beskrivning av den produkten eller av riskerna förknippade med den. Informationen ska alltså inte betraktas som uttömmande och mottagaren måste göra sin egen bedömning härav. Denna information är inte avsedd som placeringsråd eller ett erbjudande att köpa och sälja finansiella instrument. Informationen är inte anpassad till den enskilda mottagarens specifika placeringsmål, ekonomiska situation eller personliga behov. Lämplig professionell rådgivning ska alltid inhämtas innan placerings- eller kreditbeslut fattas. Det är viktigt att notera att historisk utveckling inte är någon garanti för framtida avkastning. Nordea Markets är inte och söker inte uppträda som rådgivare i juridiska frågor eller i skatte- eller bokföringsfrågor. Detta dokument får inte i något syfte kopieras, distribueras eller publiceras utan skriftligt medgivande i förhand från Nordea Markets.