



Konjunktur och räntor

Nummer 3 ▪ 23 augusti 2011

SBAB BANK



Sidan 3

Svagare konjunktur men inget ras

Sidan 4

Fördröjd ränteuppgång

Sidan 7

Osäkert och oroligt i omvärlden

Sidan 11

Sverige: förändrad politikmix

Sidan 15

Stabilisering på bostadsmarknaden

Från vänster: Tomas Pousette och Tor Borg, Ekonomiska Sekretariatet, SBAB.

E-mail: ekonomiskasekretariatet@sbab.se

SBAB:s konjunkturbrev är ett nyhetsbrev från SBAB Bank.

Konjunktur & räntor har sammanställts av SBAB Bank:s Ekonomiska Sekretariat.

Ansvariga för brevet: Tomas Pousette, tfn 08-614 43 88 • Tor Borg, tfn 08-614 38 84

Det har baserats på källor som Sekretariatet bedömer som tillförlitliga.

Dokumentet är inte gjort för att utgöra det enda redskapet vid enskilda beslut om lån och investeringar. SBAB Bank påtar sig inte något ansvar för direkt eller indirekt förlust till följd av beslut grundade på detta dokument. Citera gärna Konjunktur & räntor men uppge alltid källa.

Svagare konjunktur men inget ras

Konjunktoren försvagas de närmaste kvartalen men nedgången blir mild jämfört med finanskrisen. Räntemarknadens förväntningar är alltför pessimistiska och både korta och långa räntor kommer därför att stiga. Det är vårt huvudscenario men riskerna är helt klart på nedsidan.

Budskapet i den förra konjunkturprognosen i juni var att riskerna var stora men att vi inte stod inför en ny finanskris. Vi håller fast vid den bedömningen även i den här prognosen trots att riskerna ökat ytterligare. Konjunktoren blir dock svagare än vi tidigare räknat med. Andra kvartalet blev sämre än väntat i flera länder och tillväxten under de närmaste kvartalen kommer att dämpas av den finansiella turbulensen.

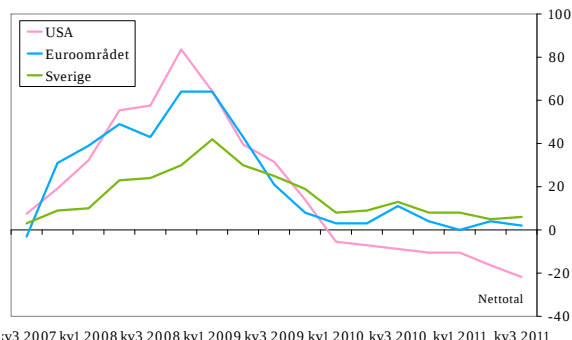
BNP-tillväxten i USA har reviderats ner med nästan en procentenhet i år och nästa år medan tillväxten i euroområdet dragits ner med ungefär en halv procentenhet. Den svenska BNP-prognosen har justerats ner med 0,4 procentenheter i år och med 1,0 procentenheter nästa år. Även 2013 blir ett mediokert år internationellt med en ökning av BNP i OECD-länderna med bara 2,3 procent.

Försörjningsbalans, procentuell volymförändring

	2010	2011	2012	2013
USA	3,0	1,8	2,8	2,3
Japan	4,0	-0,7	2,2	1,9
Tyskland	3,7	2,9	1,5	2,2
Frankrike	1,4	1,6	1,2	1,9
Euroområdet	1,7	1,7	1,2	1,8
Storbritannien	1,3	1,3	2,0	2,2
Sverige	5,7	3,8	2,2	2,9
OECD, totalt	2,9	1,8	2,3	2,3
Kina	10,3	9,2	8,6	8,8

Vad är det som talar för att konjunktoren inte blir ännu svagare än vi räknar med? Det är inte en lika komplex situation nu med finansiella derivat som under finanskrisen. Centralbanker, finansdepartement och myndigheter har erfarenheter från finanskrisen och vet vilka åtgärder som kan behövas i en krissituation. Erfarenheten från finanskrisen talar också för att den åtstramning av kreditgivningen till företag som bidrog till raset i konjunktoren under finanskrisen inte bör bli lika kraftig den här gången. I de senaste enkäterna uppger banker i USA, Euroområdet och Sverige att lånevillkoren är i stort sett oförändrade.

Bankernas lånevillkor till företag



Anm: Nettototalen är skillnaden mellan andelen som uppger att lånevillkoren skärpts respektive lättats.

Ränteuppgången kommer senare

Vår bedömning är att räntemarknadens förväntningar är alltför pessimistiska. Både korta och långa räntor väntas därför stiga men uppgången kommer senare och från lägre nivåer än vi tidigare räknat med. Det dröjer till början av 2013 innan den amerikanska centralbanken börjar höja styrräntan. Den europeiska centralbanken håller styrräntan oförändrad till nästa sommar men till slutet av 2013 har styrräntan höjts till 3 procent. Riksbanken tar en paus under andra halvåret i år men höjer styrräntan till 2,75 procent till slutet av 2012 och till 3,50 procent till slutet av 2013.

De nedpressade obligationsräntorna i länder med låg kreditrisk, som Sverige, stiger när konjunkturutsikterna förbättras och osäkerheten på finansmarknaden minskar. Vi räknar med att den svenska femåriga statsobligationsräntan stiger till 3,7 procent till slutet av 2012 och 4,3 procent till slutet av 2013.

Prognosen avslutades den 22 augusti 2011

Internationella förutsättningar

Oljepriset, Brent, antas vara 110 dollar per fat i slutet av året, 105 dollar per fat i slutet av 2012 och 100 dollar per fat i slutet av 2013.

Växelkursen för dollarn antas under prognosperioden stärkas till cirka 1,30 mot euron. Kronans växelkurs mot euron antas vara 9,20 i slutet av 2011, 8,90 i slutet av 2012 och 9,00 i slutet av 2013. Detta ger en växelkurs mot dollarn på 6,60 kronor i slutet av 2011 och 2012 samt 6,90 i slutet av 2013.

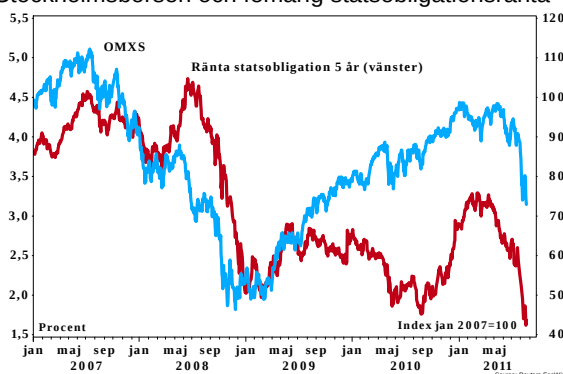
Kronans nominella effektiva växelkurs, mätt med TCW-index, ligger i intervallet 121-125 under prognosperioden.

Fördröjd ränteuppgång

Riksbanken tar en paus i räntehöjningarna vid de tre närmaste räntemötena. Därefter höjs styrräntan till 2,75 procent till slutet av 2012 och till 3,50 procent till slutet av 2013. Farhågorna om en ny allvarig kris är överdrivna och de långa räntorna stiger därför kraftigt. De nedpressade långräntorna för närvarande ger en fördel för boräntor med bindningstider på 2-5 år.

Förväntningarna om en starkare konjunktur och högre inflationstakt stannade av under våren och förbyttes till pessimism under sommaren. Den internationella oron färgade också av sig på den svenska finansmarknaden. Nedgången började på räntemarknaden där den femåriga statsobligationsräntan började falla i maj medan nedgången på Stockholmsbörsen dröjde till juni. I början av augusti accelererade fallet; den femåriga statsobligationsräntan sjönk med en halv procentenhet på några dagar och börsen backade med 15 procent. Oron har sedan fortsatt att prägla finansmarknaden.

Stockholmsbörsen och femårig statsobligationsränta



Det finns flera förklaringar till den finansiella turbulensen. Svagare konjunkturstatistik än väntat med låg tillväxt i USA under andra kvartalet och dystra inköpschefer i juli skapade oro. Trasslet kring budgetförhandlingarna i USA och nedratingen av amerikanska långa statspapper från Standard & Poor's var ytterligare sänken. Det fortsatt prekära statsfinansiella läget i Grekland smittade av sig på andra euroländer, som Italien och Spanien, och utformningen av stöd till krisande euroländer gick trögt.

Den amerikanska och europeiska centralbanken har på olika sätt försökt att stabilisera finansmarknaden. Fed har utlovat att styrräntan ska hållas nära noll

till mitten av 2013 och ECB har återupptagit köpen av statsobligationer och utvidgat dem till att även omfatta italienska och spanska statsobligationer. Stramare finanspolitik planeras också i flera länder, som Italien och Frankrike.

Vi räknar med att det kommer att behövas ytterligare förtroendeskapande åtgärder men att finansmarknaden ändå kommer att präglas av stor osäkerhet under de kommande månaderna. Vårt huvudsce-
nario är emellertid att vi inte står inför samma finansiella kaos som under finanskrisen, utan att läget gradvis stabiliseras.

Försiktighet ledord för Riksbanken

Hur reagerar Riksbanken i denna osäkra situation? Det rimliga är att försiktighet blir ledordet. Argumenten för att avvakta med räntehöjningar är många.

- Lägare tillväxt internationellt och i svensk ekonomi dämpar inflationstrycket
- Förväntningarna på räntehöjningar från Fed och ECB har senarelagts. Räntehöjningar från Riksbanken kan därför kraftigt förstärka kronan.
- Den svenska finanspolitiken blir mindre expansiv än väntat.
- Den kommande avtalsrörelsen framstår inte längre som något stort inflationshot.

Vi tror därför att Riksbanken avvaktar och håller styrräntan oförändrad på 2 procent vid årets tre återstående räntemöten. När den finansiella och konjunkturella osäkerheten gradvis skingras, och eftersom vi räknar med en kortvarig dämpning av konjunkturen, så är prognosen att Riksbanken återupptar räntehöjningarna med början i februari nästa år.

Riksbankens närmaste räntemöten och prognos för styrräntan

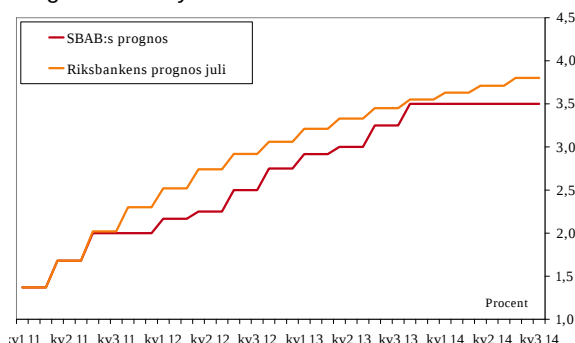
Datum	Typ av räntemöte	Förändring	Nivå
6 september	Penningpolitisk uppföljning	0,00	2,00
26 oktober	Penningpolitisk rapport	0,00	2,00
19 december	Penningpolitisk uppföljning	0,00	2,00
15 februari	Penningpolitisk rapport	0,25	2,25
18 april	Penningpolitisk uppföljning	0,00	2,25
3 juli	Penningpolitisk rapport	0,25	2,50

Vi håller fast vid den tidigare prognosen om tre höjningar av styrräntan under 2012 och tre under 2013 men pausen under andra halvåret i år medför att räntenivån under de kommande åren blir lägre. Pro-

gnosen för styrräntan till slutet av 2012 justeras ner från 3,00 till 2,75 procent och nivån på 3,50 procent, som är vår bedömning av den normala styrräntan, nås först i slutet av 2013.

Vår bedömning är att Riksbanken vid räntemötet i september justerar ner sin prognos för styrräntan från juli, så att den ligger nära vår prognos under 2012 och 2013. I slutet av Riksbankens treåriga prognoshorisont brukar styrräntan närma sig bankens bedömning av den normala styrräntan, som är 4 procent. Eftersom vår uppskattning av den normala styrräntan är en halv procentenhet lägre än Riksbankens, så kommer Riksbankens räntebanan under 2014 troligen att vara högre än vår styrränteprognos.

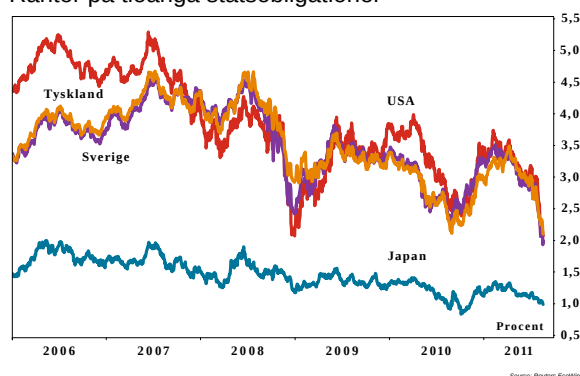
Prognoser av styrräntan



Räntemarknaden allt mer japansk

De långa obligationsräntorna i USA, Tyskland och Sverige är nu så nedpressade att de börjar närma sig japanska nivåer. Eftersom vi inte tror att vare sig USA eller Europa står inför en japansk utveckling med svag tillväxt och obefintlig inflation under mycket lång tid, så bör långräntorna stiga till mer normala nivåer.

Räntor på tioåriga statsobligationer

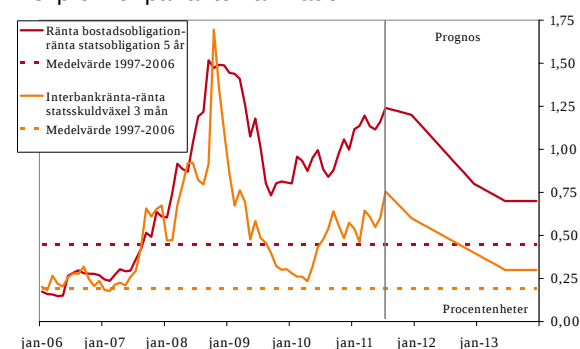


När uppgången i långräntorna börjar är svårbedömt men vi räknar med att svenska femåriga statsobligationsräntor redan till slutet av året har stigit med drygt en halv procentenhet till 2,3 procent. Prognosen är att ränteuppgången sedan fortsätter så att femårsräntan är 3,7 procent i slutet av 2012 och 4,3 procent i slutet av 2013.

Fördröjd uppgång i boräntorna

Prognosen av boräntorna påverkas av bedömningen av styrräntan och statsobligationsräntorna men också av utvecklingen av riskpremierna på räntemarknaden, som är en del av upplåningskostnaden för bostadsfinansiering. Skillnaden mellan tremånaders interbankränta och statsskuldväxelränta antas minska med cirka en halv procentenhet och skillnaden mellan räntan på femåriga bostadsobligationer och statsobligationer antas krympa ungefär lika mycket. Nettoeffekten av stigande marknadsräntor och minskade riskpremier blir ändå att boräntorna stiger under prognosperioden.

Riskpremier på räntemarknaden



Uppgången i boräntorna kommer emellertid senare än vi tidigare räknade med. Pausen i höjningarna av styrräntan under andra halvåret i år bidrar till att prognosen för den kortaste boräntan, som är bunden på tre månader, justeras ner i år och nästa år. Obligationsräntorna antas stiga men uppgången kommer från extremt nedpressade nivåer som är betydligt lägre än vi tidigare räknat med. Prognosen för tvååriga och femåriga boräntor till slutet av 2011 men också under 2012 justeras därför ner kraftigt.

Prognos för SBAB:s boräntor, olika bindningstider

	22 aug 2011	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013
3 mån	4,12	4,15 (-0,20)	4,65 (-0,15)	5,20
2 år	3,75	4,10 (-0,90)	5,20 (-0,20)	5,30
5 år	4,31	4,70 (-1,10)	5,70 (-0,40)	6,00

Anm: Förändringen i prognosen från Boräntenytt 8 juli anges inom parentes.

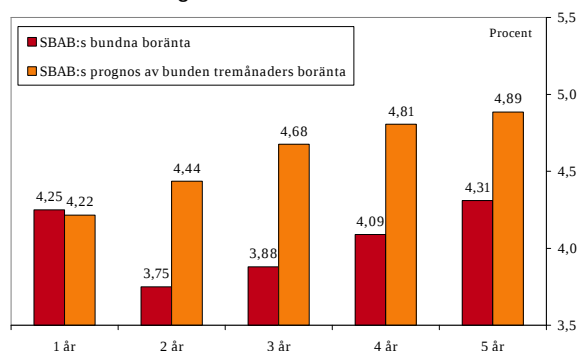
Prognosen innebär att boräntorna för samtliga bindningstider stiger med 1-1,5 procentenheter från nuvarande nivåer till slutet av 2013. Uppgången blir mindre för tremånadersräntan än för de längre bundna boräntorna.

Ovanlig fördel för bundna boräntor

För att kunna jämföra nuvarande bundna boräntor på 1-5 år med den kortaste boräntan har prognosen för tremånadersräntan förlängts till 2016. Styrräntan antas stiga till en normal nivå, som vi bedömer är 3,5 procent, till slutet av 2013 där den sedan ligger kvar. Detta ger en långsiktig tremånaders boränta på cirka 5,2 procent.

Vår bedömning är att det för närvarande är fördelaktigt att välja boräntor med bindningstider på 2-5 år. De beräknade skillnaderna mellan nuvarande bundna boräntor med bindningstider på 2-5 år och genomsnittet för tremånadersräntan under motsvarande tid på 0,6-0,8 procentenheter är ovanligt stor. Den stora skillnaden avspeglar att vi inte bedömer att konjunkturen blir lika svag som förväntningarna på räntemarknaden.

Bundna boräntor och beräknad bunden tremånadersränta under bindningstiden



Det är inte unikt att tvåårsräntan är lägre än genomsnittet av tremånadersräntan under bindningstiden. Sedan 1997 har det hänt ungefär 20 procent av tiden. Däremot är det ytterst ovanligt att femårsräntan är lägre än tremånadersräntan under bindningstiden. Sedan 1997 har det bara hänt en gång, i juli 2005, och då var fördelen mycket liten.

Den beräknade fördelen för boräntor med bindningstider på 2-5 år kan tyckas vara så stor att rådet entydigt bör bli att välja dessa. Det är emellertid viktigt att också beakta andra aspekter.

- Även om vi har rätt i prognosen om stigande boräntor framöver är det möjligt att de längre bundna boräntorna kan sjunka ytterligare den närmaste tiden. Det kan därför vara bra att avvakta ett tag innan man binder boräntorna.
- Det är frestande att välja medellånga bindningstider på 2-3 år där räntan för närvarande är klart lägre än tremånadersräntan. På 2-3 års sikt kommer dock boräntorna, enligt vår prognos, att vara betydligt högre än i dagsläget. Det kan således vara läge att överväga längre bindningstider på 5 år.
- Efterfrågan på bindningstider på 7 och 10 år brukar vara låg. Nu är dessa boräntor ungefär en halv procentenhet lägre än vår bedömning av det långsiktiga genomsnittet för tremånadersräntan på drygt 5 procent. Det kan därför vara värt att fundera även på riktigt långa bindningstider.

Ränteprognoser är osäkra och läget på räntemarknaden kan förändras snabbt. Det ekonomiska läget för närvarande är också mer osäkert än vanligt. För att gardera sig mot osäkerheten i ränteutvecklingen är det klokt att anamma rådet om att dela upp bolånet och välja olika bindningstider på de olika delarna.

Tomas Pousette

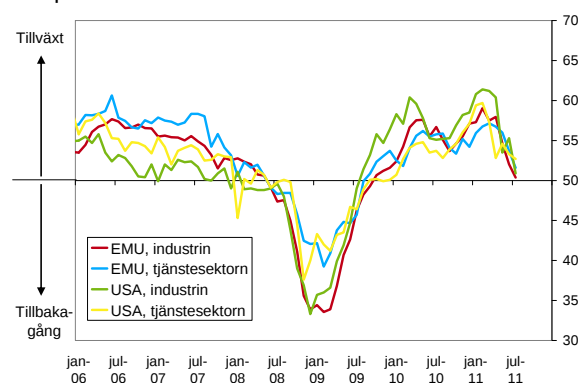
Osäkert och oroligt i omvärlden

Vi räknar med att världsekonomin fortsätter återhämta sig framöver och att vi inte får en ny recession. Tillväxten hålls dock tillbaka av höga statsskulder i västvärlden. Ovissheten kring den politiska utvecklingen och oron på finansmarknaderna gör bedömningen extra osäker.

Det senaste halvåret har tillväxten bromsat in mer än väntat i flera länder. Ledande indikatorer tyder på att tillväxten kan ha stannat av helt i de värst drabbade länderna. Till en del är inbromsningen en naturlig följd av att nedgången under recessionen 2008/09 nästan är helt återhämtad och att tillväxten då saktar in något. En del av inbromsningen kan också skyllas på faktorer av tillfällig eller övergående karaktär som sällsynt dåligt väder i USA, den japanska jordbävningen och påföljande kärnkraftshaverier, oroligheter i Mellanöstern, höga livsmedels- och energipriser samt den väntade kreditåstramningen i Kina.

Det går dock inte att komma ifrån att det politiska spelet kring de usla statsfinanserna i USA och vissa europeiska länder och oförmågan att komma fram till långsiktigt hållbara lösningar har skadat tillväxtförutsättningarna på både kort och lång sikt.

Inköpschefsindex i EMU och USA



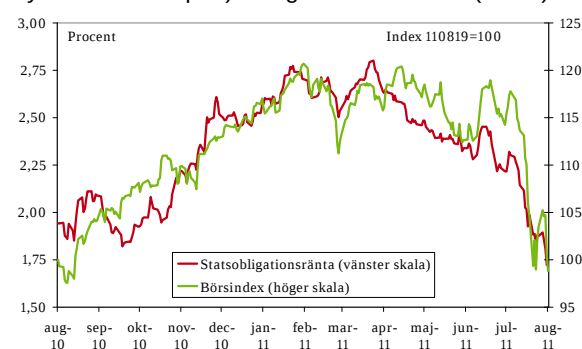
Risk för ond spiral

Den lägre tillväxten i kombination med oro för den ohållbara utvecklingen av statsfinanserna och svårigheterna att komma överens om politiska lösningar i både Europa och USA har fått aktörerna på finansmarknaderna att söka sig till säkra investeringar. Denna s.k. "flykt till kvalitet" har accelererat under de senaste veckorna och framkallat stora börs- och räntefall. Osäkerheten avspeglas i att prisrörelserna på marknaderna varit mycket stora. Tyska och ameri-

kanska tioåriga statsobligationsräntor har fallit med mer än 1,5 procentenheter sedan i våras, till och med de redan superlåga japanska räntorna har fallit med nästan 0,5 procentenhet. I både USA och Europa är realräntan (räntan efter avdrag för inflation) nu nere under noll procent för löptider upp till minst fem år.

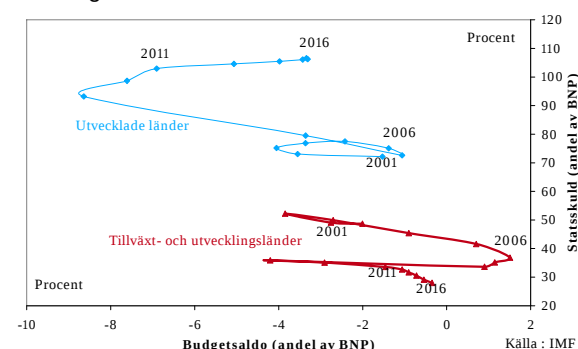
Aktiebörserna har på drygt en månad tappat i genomsnitt omkring 15 procent av sitt värde. På valutamarknaderna har det varit rusning till japanska yen och schweiziska franc, som betraktas som säkra valutor, och på råvarumarknaden till silver och guld, som också betraktas som säkra investeringar i tider av oro.

Tioårig statsobligationsränta (genomsnitt för USA, Tyskland och Japan) och globalt börsindex (MSCI)



Det finns en uppenbar risk att utvecklingen på finansmarknaderna kan utlösa en ond spiral. Finans- oron kan smitta av sig på hushåll och företag och få dessa att skjuta upp större investerings- och konsumtionsbeslut, vilket leder till minskad tillväxt som i sin tur leder till ytterligare börsfall och räntenedgång. Denna spiral kan spås på av att många västländer är mer eller mindre tvingade att göra tillväxthämmande åstramningar i de offentliga finanserna för att förhindra att skulderna galopperar iväg ännu mer än de redan gjort.

Offentliga finanser



Osäkerheten kring statsfinanserna i euroländerna och möjligheten att ytterligare skulder måste skrivas av kan också leda till oro över den finansiella situationen i en del europeiska banker, som sitter på stora innehav av europeiska statsobligationer, och i förlängningen till kredit- och likviditetsproblem liknande de som uppstod vid Lehman-kraschen hösten 2008.

Än finns det hopp

Det finns dock ett par faktorer som inger ett visst hopp om att finansorn inte ska få lika allvarliga konsekvenser som 2008. På ett par punkter är förutsättningarna idag bättre än vad de var då :

- 2008 förlorade bankerna pengar på komplexa derivat kopplade till amerikanska bolån, nu är det vanliga statsobligationer. Det gör det lättare att veta både förlusternas storlek och var de i slutändan hamnar.
- Företag och banker är mindre skuldsatta och bättre förberedda i dagsläget. Likviditets- och kapitalförsörjning är mer robust.
- Offentliga myndigheter är också bättre förberedda på att hantera problembankerna. Mycket av regelverket har setts över och förbättrats, exempelvis görs det numera regelbundna stresstester.
- Centralbankerna kan lättare förebygga likviditetsproblem den här gången. Dels har de byggt upp erfarenhet från förra gången, dels har de system och rutiner som fortfarande används (eller snabbt kan sätts igen).

Sammantaget tror vi därför inte att vi står inför en ny global finanskris. Även om ytterligare nödlån, räddningsaktioner och skuldnedskrivningar skulle bli aktuella och någon bank kollapsa, vilket förefaller troligt, så tror vi att den politiska viljan och förmågan att undvika ytterligare en global finanskris överväger.

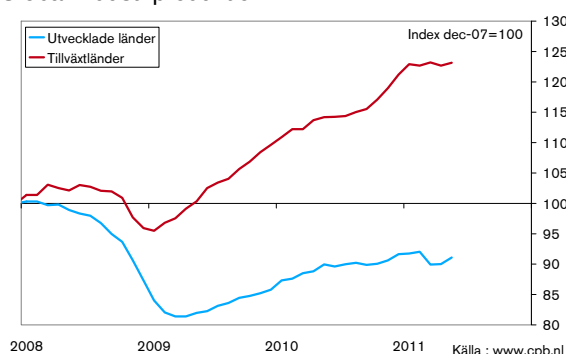
En global ekonomi på två växlar

Om vi är försiktigt optimistiska om hanteringen av den internationella finansorn och banksystemets överlevnad så är vi relativt pessimistiska om förutsättningarna för den globala tillväxten, framför allt för den utvecklade delen av världen.

Västvärlden lider ännu av sviterna från finanskrisen. Återhämtningen har varit trög, fortfarande nästan tre år efter krisens epicentrum så är det bara i ett fåtal länder som den ekonomiska aktiviteten är uppe på samma nivå som innan. Exempelvis är industriproduktionen i de utvecklade länderna fortfarande 10 procent lägre än vad den var i början av 2008. Hushåll och företag drar sig fortfarande för att göra större investeringar vilket håller tillbaka tillväxten.

Skuldsituationen, med antingen stora statsskulder eller stora skulder i den privata sektorn eller i värsta fall både och, är besvärlig i många länder. Det finns inga tecken på några snabba förbättringar, snarare verkar skuldsanerarna i flera länder bli utdragna processer. Svårigheterna att komma fram till hållbara lösningar på de mest akuta skuldproblemen skadar konsumtions- och investeringsbenägenheten ytterligare. Sammantaget räknar vi därför med en långsam tillväxt i stora delar av västvärlden under överskådlig framtid medan både stater, banker, företag och hushåll justerar sina balansräkningar.

Global industriproduktion



Tillväxtländerna klarade sig betydligt bättre ur finanskrisen och länder som Kina och Indien har på många sätt agerat draglok åt hela den globala ekonomin de senaste åren. Lägre skuldsättning och större sparande, både offentlig och privat, har varit gynnsamt. Mindre utvecklade finansmarknader har också inneburit att ekonomierna inte påverkats så mycket av problemen i banksektorn. Naturligtvis påverkas exportsektorerna av den svaga tillväxten i västvärlden men allt mer av utrikeshandeln sker mellan länderna själva. Råvaruprisuppgången har lett till inflationsproblem i vissa länder, exempelvis Kina, men de senaste månadernas prisnedgång bör mildra dessa problem. Förutsättningarna för en fortsatt stark tillväxt i dessa delar av världen är därför sammantaget goda.

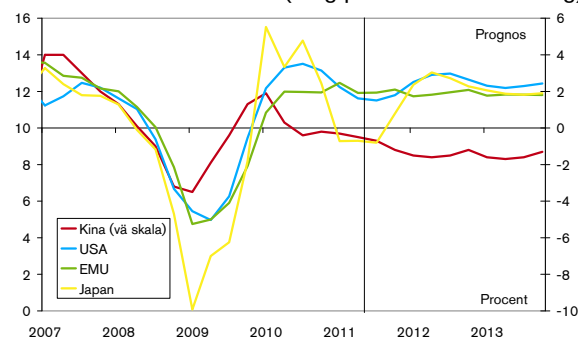
Osäker tillväxtprognos

Vår grundsyn är att den globala tillväxten bör accelerera något under det andra halvåret. Råvarupriserna har sjunkit vilket väntas ge en skjuts till tillväxten. Inte minst ger lägre energi- och livsmedelspriser större konsumtionsutrymme för många hushåll. De störningar i en del globala produktions- och distributionskedjor som den japanska jordbävningen i mars orsakade verkar ha kunnat åtgärdas snabbare än beräknat, vilket också bör stimulera den globala ekonomin. Det finns troligtvis också i många länder ett stort uppbyggt underliggande behov av större inköp av varaktiga

konsumtionsvaror och investeringsvaror som bilar, vitvaror, möbler, datorer m.m. Många hushåll och företag har skjutit större investeringar på framtiden de senaste åren. Räntenedgången bör också stimulera tillväxten en del.

Mot detta ska dock ställas möjligheten att den finansiella oron förvärras och risken att detta lamslår konsumtions- och investeringsviljan. Mycket av utvecklingen beror på resultatet av svåröversägliga politiska förhandlingsprocesser i både Europa och USA, vilket skapar en stor osäkerhet i bedömningen.

Internationell BNP-tillväxt (årlig procentuell förändring)



Genomsnittstillväxt under 2012 och 2013

Sammantaget bedömer vi att det andra halvåret i år blir lite starkare tillväxtnässigt än det första i den globala ekonomin. För 2011 som helhet väntas USA växa med 1,8 procent, EMU med 1,8 procent och Kina med 9,3 procent medan den japanska ekonomin väntas backa med 0,7 procent. För USA, EMU och Japan innebär detta att vi reviderat ned tillväxtprognosen medan prognosen Kina är oförändrad.

Under 2012 och 2013 väntas sedan tillväxten ligga kring den genomsnittliga (eller potentiella) nivån i USA och EMU. Detta innebär en tillväxt kring 2,5 procent i USA och kring 1,5 procent i EMU. Även dessa prognoser är nedreviderade sedan juniprognosen. Skillnaderna mellan länderna i euroområdet väntas bli stora med en svag utveckling i bland annat Grekland, Portugal och Italien och relativt hög tillväxt i exempelvis Estland och Slovakien.

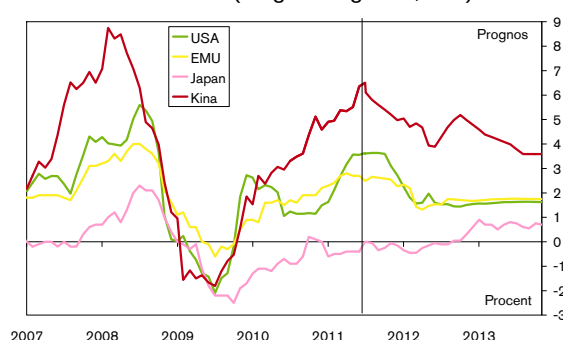
I Japan väntas tillväxten accelerera mellan 2011 och 2012 till följd av återhämtningen och återuppbyggnaden efter jordbävningsskatastrofen. I genomsnitt väntas den japanska tillväxten ligga kring 2 procent under 2012 och 2013, en ganska hög nivå jämfört med det senaste decenniets tillväxt.

Den kinesiska ekonomin väntas överträffa de flesta andra ekonomier och växa med omkring 8,5 procent per år under 2012 och 2013. Även om det är en imponerande tillväxt så är det en inbromsning jämfört med tidigare år.

Avtagande inflation

Med en BNP-tillväxt som ligger kring, eller lite under, den potentiella tillväxten samtidigt som det fortfarande finns mycket ledig produktionskapacitet runt om i världen så är det svårt att se något större inflationstryck. Den uppgång i inflationstalen som vi kunnat registrera under 2010 och 2011 har till stor del berott på att råvaruprisuppgången slagit igenom i högre livsmedels- och energipriser. Rensat för dessa två sektorer så ligger inflationstakten i de flesta länder kring, eller under, 2 procent.

Internationell inflation (årlig ökningstakt, KPI)



Vi räknar med att oljepriset ligger kvar kring dagens nivåer på 110 US-dollar per fat under resten av året och sedan fortsätter försiktigt nedåt för att nå 100 US-dollar per under slutet av 2013. Övriga råvarupriser väntas också få en dämpad utveckling. I takt med att råvaruprisuppgången avstannar så kommer inflationstalen att gå ned. I USA väntas inflationen ganska snabbt avta från dagens nivåer kring 3,5 procent ner till årstakter kring drygt 1,5 procent under 2012 och 2013. Samma sak väntas ske i EMU.

Japan har under flera år plågats av en prisutveckling som balanserat kring deflation. Denna utveckling väntas fortsätta även om inflationstalen väntas krypa över nollstrecket under 2013. I Kina står livsmedelskonsumtionen för en betydligt större andel av den totala konsumtionen än i de mer utvecklade länderna. Därför har inflationen stigit snabbare där än i andra länder när livsmedelspriserna stigit. I dagsläget är inflationstakten uppe i över 6 procent. Vi räknar dock med en snabb nedgång till följd av den dämpade råvaruprisutvecklingen. Inflationstakten väntas ligga kring 4 procent från mitten av 2012 och framåt.

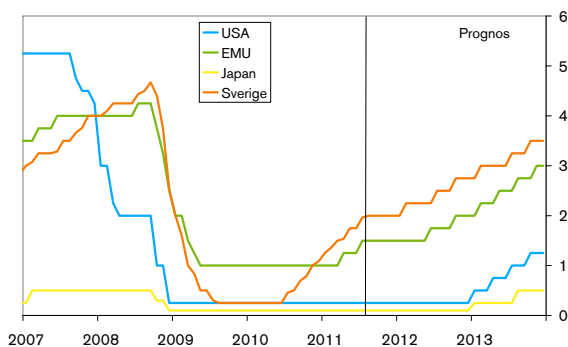
Centralbankerna öppnar pengakranarna igen

Fram till för bara några veckor sedan handlade mycket av diskussionerna kring centralbankerna om och när olika stimulanser skulle dras tillbaka. Vissa likviditetsstödande åtgärder hade redan dragits tillbaka, vissa andra åtgärder, som obligationsköp, var på väg att fasas ut. Flera centralbanker hade redan börjat

höja styrräntorna. Med undantag för den europeiska (ECB) och den kinesiska centralbanken så hade dock de större centralbankerna ännu inte tryckt på räntehöjarknappen. I ljuset av jordbävningen hade den japanska centralbanken faktiskt till och med ökat på stimulanserna något.

Under juli och augusti har de svaga konjunktursignalerna och finansornen inneburit att centralbankerna tagit flera steg för att återigen öka på stimulanserna. Både den japanska och den schweiziska centralbanken har intervenerat på valutamarknaderna för att stoppa den snabba yen- och francförstärkning som blivit följden av finansornen. I USA deklarerade centralbanken (FED) vid senaste räntemötet att man avsåg att hålla styrräntan på lägsta möjliga nivå till minst slutet av 2013. Det förekommer också diskussioner inom centralbanken om att starta upp nya obligationsköp. ECB har (om)startat en del likviditetsstöd och gjort stora stödköp statsobligationer.

Centralbankernas styrräntor



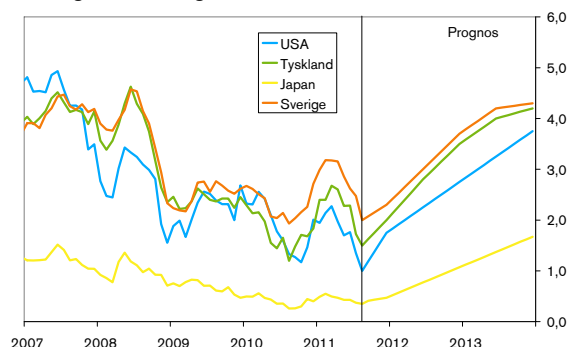
Vår syn på centralbankerna är att en svagare konjunkturutveckling, ett lägre inflationstryck och en ökad risk för finansiell instabilitet gör att de kommer att avvakta med räntehöjningar ännu ett tag. Vi räknar med en längre period med oförändrade styrräntor. Fram mot slutet av 2012 bör det bli dags för räntehöjningar. Vi räknar med att ECB blir först ut av de tre stora centralbankerna. Därefter följer FED kring årsskiftet. Under 2013 räknar vi med att en normalisering av styrräntorna, upp från krisnivåerna, påbörjas.

Det svänger för långräntorna

Långa räntor är nere på rekordlåga nivåer för tillfället i de länder som bedöms som säkra. Hittills i år har vi sett stora svängningar i långräntenivåerna. Fram till april steg räntorna snabbt, i ljuset av goda konjunktursignaler och en (tillfälligt) minskad oro kring statsskulderna. Under april stegrades oron kring utvecklingen i Grekland och de andra krisdrabbade länderna och räntorna började falla. Efterhand har fler euroländer

dragits in i oron. Under juli ökade osäkerheten på finansmarknaderna ytterligare till följd av problemen för republikaner och demokrater att komma överens om en uppgörelse kring en höjning av amerikanska statens lånetak. Detta följdes sedan upp av att Standard & Poors sänkte den amerikanska statens kreditrating för första gången någonsin i början av augusti. Kraftiga nedgångar på aktiebörserna de senaste veckorna har också bidragit till räntenedgången.

Femåriga statsobligationsräntor



Vi räknar med att oron på finansmarknaderna kommer att bestå under hösten och att vi kan få se stora ränterörelser, både uppåt och nedåt. Det finns dock mycket som talar för att räntemarknaderna överreagerat och att dagens räntenivåer avspeglar en (för) stor sannolikhet för mycket negativa scenarion. Vi bedömer därför att långa räntor bör röra sig uppåt ganska snabbt när oron väl blåser över. Exakt när detta kommer att ske är dock väldigt svårt att förutsäga, särskilt som ränteutvecklingen kortsiktigt kommer att styras mer av vad som sker på den politiska arenan i USA och Europa än av konjunktur- och inflationsutsikter. Vi bedömer dock att de internationella långräntorna kommer att ligga på betydligt högre nivåer om ett år än vad de gör i dagsläget.

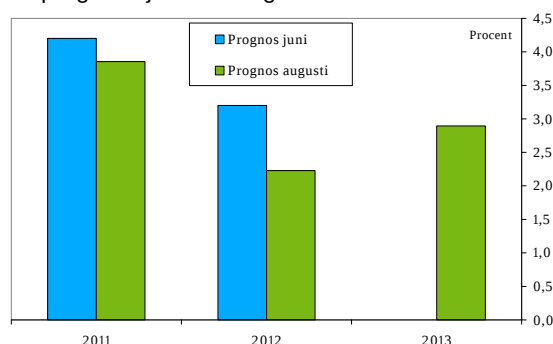
Tor Borg

Sverige: förändrad politikmix

Avmattningen i den svenska ekonomin blir kortvarig. BNP-tillväxten dämpas till 2,2 procent 2012 men stiger till 2,9 procent 2013. Arbetslösheten sjunker till 7 procent och löneökningarna stiger till cirka 3 procent under prognosperioden. Politikmixen ändras genom att finanspolitiken blir mindre expansiv medan penningpolitiken blir mindre åtstramande än tidigare beräknat.

Tillväxten i den svenska ekonomin under andra kvartalet på 5,3 procent, jämfört med andra kvartalet förra året, var något högre än vi räknat med. För första halvåret blev BNP-tillväxten därmed 5,8 procent. I juniprognosen räknade vi med att tillväxttakten skulle dämpas under andra halvåret och prognosen för helåret var 4,2 procent. Svagare konjunkturdata än väntat de senaste månaderna och den finansiella turbulensen i augusti bidrar till att vi nu justerar ner BNP-prognosen för 2011 till 3,8 procent.

BNP-prognos i juni och augusti



Vi räknar med att den finansiella osäkerheten kommer att finnas kvar under lång tid, vilket dämpar tillväxten. Finansornas bidrar också till att finanspolitiken stramas åt mer än beräknat i flera länder. Sammantaget har vi därför dragit ner BNP-prognosen för 2012 från 3,2 till 2,2 procent. Vi räknar emellertid inte med någon ny finanskris och när vi i den här rapporten förlänger prognosen till 2013, så bedömer vi att konjunkturen repar sig och att BNP-tillväxten då stiger till 2,9 procent. Avmattningen 2012 och återhämtningen 2013 överdrivs av kalendereffekten, vilket avspeglas i att den kalenderkorrigerade BNP-tillväxten 2012 och 2013 på 2,5 respektive 2,8 procent ger ett jämnare konjunkturförlopp.

Den svagare tillväxten i den svenska ekonomin ändrar förutsättningarna för den ekonomiska politiken.

Vi antar inte längre att Riksbanken höjer styrräntan till 2,25 procent i år, utan bedömer att den hålls oförändrad på 2 procent. Vi håller dock fast vid de räntehöjningar vi tidigare räknat med under 2012 och 2013 men räntenivån blir således lägre. Prognosen för styrräntan i slutet av 2012 har justerats ner från 3,00 till 2,75 procent och den nivå på 3,50 procent, som vi bedömer som normal, nås först i slutet av 2013.

Försörjningsbalans, procentuell volymförändring

	2010	2011	2012	2013
Hushållens konsumtion	3,4	1,9	2,0	2,5
Offentlig konsumtion	2,5	1,1	1,4	1,4
Fasta investeringar	7,1	7,2	3,1	3,6
Lagerinvesteringar 1)	2,1	0,8	-0,4	0,1
Export	11,0	6,8	5,0	6,3
Import	12,8	6,6	4,2	6,0
BNP	5,7	3,8	2,2	2,9
BNP, kalenderkorrigerad	5,4	3,8	2,5	2,8

1) Bidrag till BNP-förändringen, procentenheter.

Avmattningen i ekonomin medför att överskotten i de offentliga finanserna blir mindre. Det finns också starka skäl att bedriva en försiktig finanspolitik för att inte riskera något misstroende från finansmarknaden. Å andra sidan ökar behovet av stimulanser när den ekonomiska aktiviteten dämpas. I denna balansakt räknar vi med att finanspolitiken präglas av försiktighet och antar att stimulanserna till hushållen begränsas till 10 miljarder under de två kommande åren, där huvuddelen kommer under 2013.

Antaganden om den ekonomiska politiken

Penningpolitiken. Styrräntan ligger på 2,00 procent i slutet av 2011 och höjs till 2,75 procent till slutet av 2012 och till 3,50 procent till slutet av 2013.

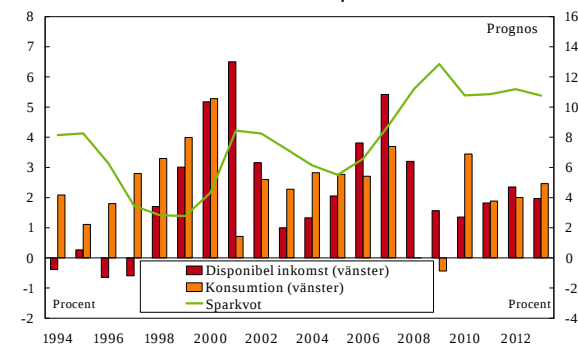
Finanspolitiken. Vi räknar med skattesänkningar för hushållen på cirka 1 miljard 2012. Nästa år antas punktskatten på alkohol och tobak höjas med 2,2 miljarder och restaurang- och cateringmomsen sänkas från 25 till 12 procent, vilket motsvarar 5,4 miljarder. Under 2013 räknar vi med ofinansierade åtgärder riktade till hushållen på 9 miljarder.

Arbetsmarknadspolitiken. Antalet personer i arbetsmarknadspolitiska åtgärder antas minska från cirka 175 000 i år till cirka 140 000 2012 och 115 000 2013. Till det kommer nystartsjobb som beräknas minska från cirka 45 000 personer i år till cirka 25 000 personer 2013.

Hushållen blir försiktigare

Hushållens konsumtion ökade bara med drygt 2 procent under första och andra kvartalet, jämfört med motsvarande kvartal förra året. Inledningen av tredje kvartalet har varit svag med en minskning av försäljningen av bilar samt av kläder och skor i juli. Hushållens förtroendeindikator fortsatte också att falla i juli, enligt Konjunkturinstitutets barometer.

Hushållens konsumtion och disponibel inkomst



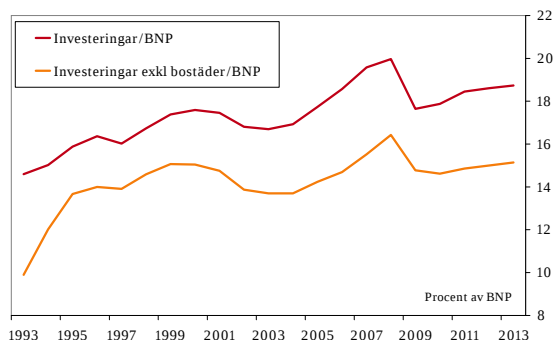
Vår bedömning är att turbulensen på finansmarknaden bidrar till en ökad försiktighet i hushållens konsumtion under de närmaste kvartalen. För 2011 stannar därmed ökningen i hushållens konsumtion på 1,9 procent. Även under nästa år utgår vi från en fortsatt försiktighet i hushållens efterfrågan. Den reala disponibla inkomsten ökar med 2,4 procent men hushållens konsumtion stiger bara med 2 procent. I takt med att läget på finansmarknaden normaliseras och konjunkturen förbättras, så ökar också hushållens förtroende. Uppgången i sparkvoten under 2012 vänds därför till en nedgång under 2013 då konsumtionen ökar snabbare än den disponibla inkomsten.

Investeringarna dämpas

Prognosen för investeringarna har dragits ner i år och nedjusteringen är ännu större för nästa år. I ett läge med ökad finansiell och konjunkturrell osäkerhet är det framför allt industrins investeringar men också bostadsinvesteringarna som vi bedömer kommer att försvagas jämfört med tidigare prognoser. De totala investeringarna beräknas öka med 7,2 procent i år och med 3,1 procent nästa år, vilket kan jämföras med prognosen på 8,9 respektive 6,9 procent i konjunkturbedömningen i juni.

Under 2013 ökar industrins och det övriga näringslivets investeringar i snabbare takt när konjunkturutvecklingarna blir ljusare. Samtidigt hålls bostadsinvesteringarna tillbaka av det stigande ränteläget. Vi räknar att det påbörjas 26 000 lägenheter i år och att antalet ökar marginellt under 2012 och 2013. Sammantaget stiger de totala investeringarna 2013 bara med 3,6 procent.

Investeringar i procent av BNP, fasta priser



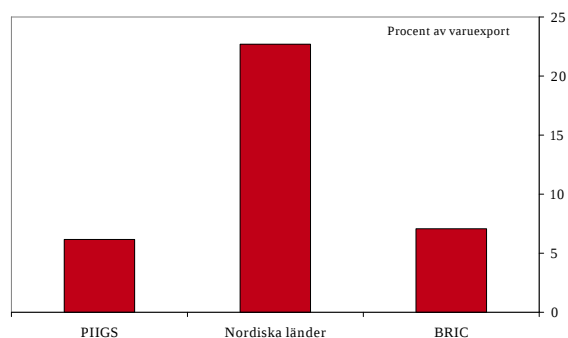
Prognosen för de totala investeringarna innebär att investeringskvoten, investeringarna i förhållande till BNP i fasta priser, stiger från 17,9 procent 2010 till 18,7 procent 2013, vilket är högre än det långsiktiga genomsnittet på 17,2 procent. En stor del av uppgången i investeringskvoten under prognosperioden beror på den kraftiga ökningen av bostadsinvesteringarna i år. Räknar man bort bostadsinvesteringarna är investeringskvoten i stort sett oförändrad.

Liten export till PIIGS-länderna

Exporten ökade betydligt långsammare under andra kvartalet än under första kvartalet. Trots att vi räknar med en fortsatt dämpad export under andra halvåret, så bidrar den starka starten på året till att exporten ändå ökar med cirka 7 procent i år. Det är mer än marknadstillväxten för svensk export, som vi uppskattar till cirka 6 procent.

Under 2012 räknar vi med att marknadstillväxten för svensk export dämpas till cirka 5 procent men att ökningen accelererar till 6 procent under 2013. Den svenska exporten antas hålla sina marknadsandelar och öka i takt med den internationella efterfrågan. Prognosen bygger på en förstärkning av kronan med ungefär 2 procent från nuvarande nivå på TCW-index på cirka 125.

Varuexport till olika områden 2010



Exporten hålls tillbaka av en svag efterfrågan i PIIGS-länderna (Portugal, Irland, Italien, Grekland och Spanien) där finanspolitiken stramas åt och till-

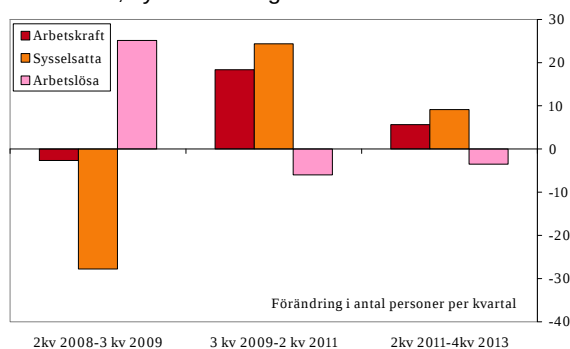
växten är låg. PIIGS-länderna svarade emellertid bara för 6 procent av svensk export förra året medan andelen till de snabbväxande BRIC-länderna (Brasilien, Ryssland, Indien och Kina) var 7 procent. Till den nordiska marknaden, där efterfrågan är hyfsad, gick 23 procent av varuexporten i föl. Den regionala fördelningen av svensk export bidrar till att tillväxten hålls uppe ganska väl.

Arbetslösheten sjunker långsamt

Arbetsmarknaden under och efter finanskrisen kan delas in i tre olika faser. Under finanskrisen, från andra kvartalet 2008 till tredje kvartalet 2009, minskade sysselsättningen kraftigt med 28 000 personer per kvartal. Arbetskraften minskade marginellt och den öppna arbetslösheten sköt därför i höjden. Från botten på arbetsmarknaden, tredje kvartalet 2009 till andra kvartalet 2011, återhämtade sig sysselsättningen snabbt och ökade med 24 000 personer per kvartal. Eftersom arbetskraften också ökade kraftigt, så minskade inte arbetslösheten så mycket.

Redan under andra kvartalet i år verkar arbetsmarknaden ha gått in i ett lugnare tempo och vi bedömer att den trenden fortsätter under prognosperioden. Vi räknar med att BNP ökar snabbare än arbetsproduktiviteten men att nedväxlingen av BNP-tillväxten medför att sysselsättningen bara ökar med cirka 10 000 personer per kvartal. Arbetskraften väntas också växa långsammare när befolkningstillväxten dämpas, vilket bidrar till att arbetslösheten fortsätter att sjunka.

Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet



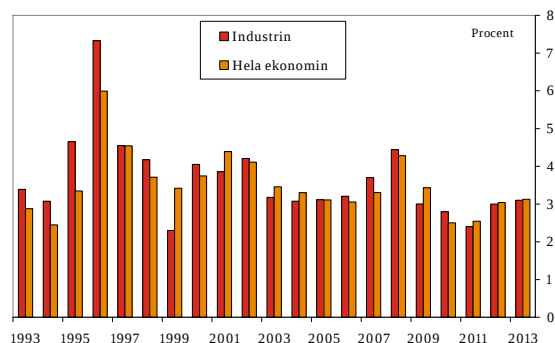
Den öppna arbetslösheten fortsätter således att sjunka men nedgången blir långsam. Arbetslösheten minskar från nuvarande cirka 7,5 procent till knappt 7 procent i slutet av prognosperioden.

Löneökningar på 3 procent

Prognosen i våra tidigare konjunkturbedömningar har varit att avtalsrörelsen 2011/2012 skulle leda till att löneökningstakten steg till 3,5 procent 2012 och att löneökningarna kunde närma sig 4 procent 2013.

Oron på finansmarknaden och en svagare konjunktur med en långsammare förstärkning av arbetsmarknaden bidrar emellertid till att vi justerar ner löneprognosen. För 2012 räknar vi nu med att lönerna i hela ekonomin ökar med 3,0 procent och för 2013 är prognosen 3,1 procent.

Löner i industrin och hela ekonomin

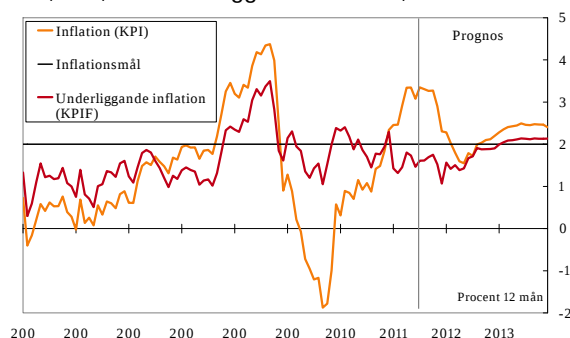


Prognosen för löneökningarna har således reviderats ner men eftersom prognosen av arbetsproduktiviteten också justerats ner, så är vår bedömning av inflationstrycket från lönesidan i stort sett oförändrad. Vi räknar med att enhetsarbetskostnaden, arbetskostnaden per producerad enhet, ökar med i genomsnitt 1,6 procent under 2012 och 2013. Löneökningarna kommer därmed inte att vara något stort hot mot Riksbankens inflationsmål på 2 procent.

Svagt stigande underliggande inflation

Inflationen dras i år upp av högre räntor och oljepriser, jämfört med förra året. För 2011 räknar vi med en inflationstakt på 3 procent. Bidraget från räntorna till KPI blir betydligt mindre nästa år och oljepriset förutsätts sjunka till 105 dollar per fat till slutet av 2012 och till 100 dollar per fat till slutet av 2013. Detta bidrar till att inflationstakten dämpas till 1,9 procent nästa år. Under 2013 stiger inflationstakten till 2,4 procent när konjunkturer förbättras.

Inflation, KPI, och underliggande inflation, KPIF



Vi utgår från att sänkningen av restaurang- och cateringmomsen från 25 till 12 procent genomförs den 1 januari nästa år, vilket sänker inflationstakten under 2012 med cirka 0,4 procentenheter. Samtidigt antar vi att punktskatterna på tobak och alkohol höjs som aviserats i vårbudgeten, vilket drar upp inflationstakten med cirka 0,4 procentenheter. Det är osäkert om skatteförändringarna genomförs men från inflations-synpunkt spelar det mindre roll eftersom nettoeffekten på inflationen är neutral.

Den underliggande inflationen, KPIF, där ränteef-fekten räknas bort, är betydligt mer stabil än KPI-takten. Vi räknar med att den underliggande infla-tionstakten stiger från 1,6 procent i år till 1,7 procent 2012 och 2,1 procent 2013. Den underliggande infla-tionstakten ligger således nära inflationsmålet på 2 procent i slutet av prognosperioden. För att hålla inflationen i schack utgår vi från att Riksbanken grad-vis höjer styrräntan till 3,50 procent i slutet av 2013.

Nyckeltal, procentuell förändring om inte annat anges

	2010	2011	2012	2013
Timlön	2,5	2,5	3,0	3,1
Produktivitet	3,5	2,1	1,5	2,1
Enhetsarbetskostnad	-2,6	1,2	2,0	1,3
KPI, årsgenomsnitt	1,2	3,0	1,9	2,4
KPIF, årsgenomsnitt	2,0	1,6	1,7	2,1
Real disponibel inkomst	1,4	1,8	2,4	2,0
Sparkvot, nivå 1)	10,8	10,9	11,2	10,8
Sysselsättning	1,0	2,2	1,0	0,7
Arbetslöshet, procent	8,4	7,4	7,0	6,7
Industriproduktion	8,8	8,5	3,0	4,5

1) Inklusive sparande i avtalspension och i premiepensionssystemet

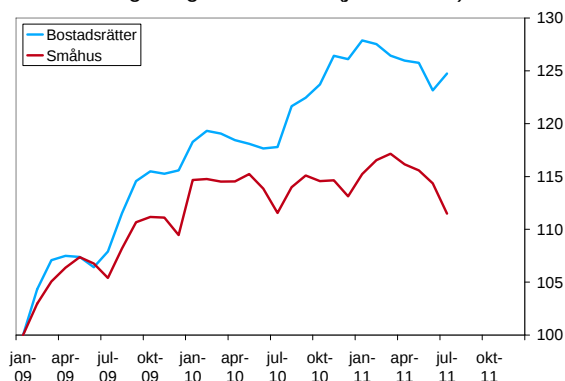
Tomas Pousette

Stabilisering på bostadsmarknaden

Bostadsmarknaden har saktat in hittills under 2011, priserna har sjunkit och utbudet ökat. Vi räknar med oförändrade till svagt sjunkande huspriser på kort sikt och med svagt stigande priser på lite längre sikt.

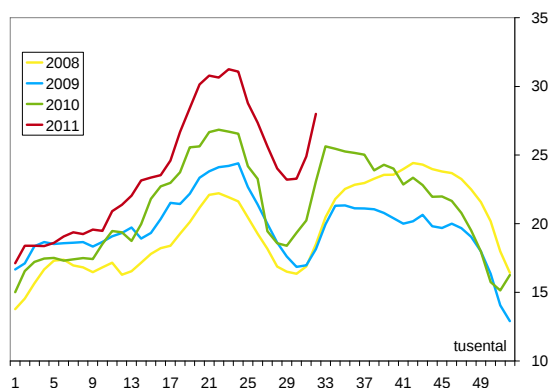
Efter en kraftig prisuppgång under slutet av 2010 har bostadspriserna gått ned med omkring 5 procent hittills under 2011. Stigande bolåneräntor i kombination med stramare lånevillkor (bolånetak, amorteringskrav osv) tillsammans med en tilltagande oro på finansmarknaderna har påverkat bostadsefterfrågan.

Prisutveckling enligt HOX-index (jan09=100)



Den minskade bostadsefterfrågan visar sig inte bara i den dämpade prisutvecklingen utan även i att utbudet av bostäder varit betydligt högre under 2011 än under tidigare år. Framför allt är det småhusmarknaden som drabbats medan bostadsrättsmarknaden uppvisat en stabilare utveckling av både utbud och priser.

Antalet bostäder till salu, veckovis

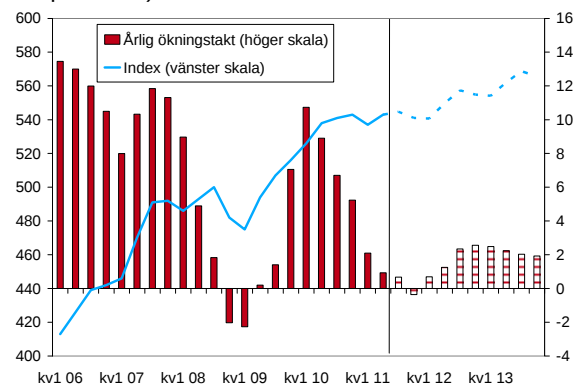


Svag utveckling även framöver

I våra prognosmodeller styrs husprisutvecklingen främst av ett antal fundamentala faktorer, bostadsbeståndet, befolkningen storlek och ålderssammansättning, hushållens disponibla inkomster samt av räntenivåerna. I modellerna tas också bland annat hänsyn till kortsiktiga effekter av förändringar i arbetslöshet och börskurser samt säsongsmonster och priströgheter.

Husprisprognosen är betingad på våra prognoser för konjunktur- och ränteutvecklingen. Ett lågt bostadsbyggande i förhållande till den demografiska utvecklingen bör fortsätta driva huspriserna uppåt. Hushållens disponibla inkomster väntas öka med 3,5 procent i snitt under 2011-13, vilket ökar bostadsefterfrågan men inte lika mycket som tidigare (de senaste tio åren har inkomsterna ökat med i snitt 4,5 procent om året). Bolåneräntorna har stigit ordentligt sedan bottenivåerna under 2009/10. De väntas också fortsätta stiga, när väl den finansiella oron blåser över. Uppgången blir dock sannolikt inte bli så brant som den varit under 2010/11, vilket bör innebära att effekten på bostadsmarknaden inte heller blir lika kraftig.

Prognos för småhusprisutvecklingen (SCB:s Fasthetsprisindex)



På kort sikt väntas huspriserna fortsätta marginellt ned under resten av 2011, till följd av den finansiella oron, innan prisnivån stabiliseras. Under 2012 och 2013 väntas sedan priserna öka med omkring 2 procent per år, under förutsättning att vårt huvudscenario för konjunktur- och ränteutveckling infrias.

Tor Borg



SBAB Bank AB (publ)

Besöksadress: Löjtnantsgatan 21 • Postadress: Box 27308 • 102 54 Stockholm

Tel 08-614 43 00 • Fax 08-611 46 00

Internet: www.sbab.se • E-post: headoffice@sbab.se • (Org.nr. 556253-7513)