



# Konjunktur och räntor

Nummer 2 ▪ 21 juni 2011

**SBAB BANK**



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

E-mail: [ekonomiskasekretariatet@sbab.se](mailto:ekonomiskasekretariatet@sbab.se)

### Sidan 3

Stora risker men ingen ny finanskris

### Sidan 4

Greklandskris ger osäker ränteprognos

### Sidan 6

Oro i den globala ekonomin

### Sidan 11

Sverige: lägre skatter och högre räntor

*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.*

# Stora risker men ingen ny finanskris

Greklandskrisen får en lösning som minskar oron på finansmarknaden, oljepriset sjunker och de senaste månadernas konjunkturförsvagning är tillfällig. Starkare tillväxt och minskad osäkerhet bidrar till höjda styrräntor och högre långa räntor. Det är huvuddragen i konjunkturprognosen men riskerna för en sämre utveckling är stora.

Krisen i Grekland skapar osäkerhet om utvecklingen av konjunktur och räntor. Vårt huvudscenario är att Grekland får ytterligare lån och att det nås en överenskommelse om ändrade villkor på statskulden, som kan genomföras i ordnade former. De negativa effekterna på den internationella tillväxten och på finansmarknaden blir då ganska små.

Vi räknar med att den försvagning i den globala konjunkturen som märkts under andra kvartalet är tillfällig. Naturkatastrofen i Japan i mars har satt sina spår inte bara på den japanska ekonomin, utan också på delar av industrin, som bilindustrin, i andra länder.

## Försörjningsbalans, procentuell volymförändring

	2009	2010	2011	2012
USA	-2,6	2,9	2,7	3,5
Japan	-6,3	4,0	-0,4	2,6
Tyskland	-4,7	3,6	3,3	1,9
Frankrike	-2,6	1,4	2,2	1,9
Euroområdet	-4,1	1,7	2,1	1,9
Storbritannien	-4,9	1,3	1,6	2,2
Sverige	-5,3	5,7	4,2	3,2
OECD, totalt	-3,5	2,9	2,3	2,9
Kina	9,1	10,3	9,2	8,6

Vår bedömning är också att oljepriset kommer att sjunka när osäkerheten om den politiska stabiliteten i de stora oljeproducerande länderna avtar. Den internationella konjunkturen bör därför bli starkare under andra halvåret. USA-ekonomin växlar upp till en tillväxt på 3,5 procent nästa år och i Japan bidrar återuppbyggnaden efter naturkatastrofen till att BNP ökar med 2,6 procent. BNP-tillväxten i euroområdet dämpas av en svag utveckling i Italien och Spanien men även för den tyska ekonomin räknar vi med att återhämtningen efter finanskrisen klingar av.

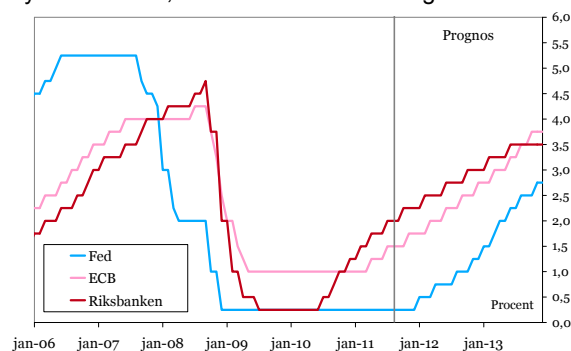
Den svenska tillväxten står sig väl jämfört med andra mogna industriländers. BNP-prognosen har bara ändrats marginellt från konjunkturbedömningen i

mars och vi räknar fortfarande med en tillväxt i år och nästa år på drygt 4 respektive drygt 3 procent.

## Högre korta och långa räntor

Vår bedömning att Greklandskrisen får ett lugnt förlopp avspeglas också i att centralbankerna antas strama åt penningpolitiken. Den amerikanska centralbanken, Fed, börjar höja styrräntan i början av nästa år och den europeiska centralbanken, ECB, fortsätter de räntehöjningar som inleddes i april. Riksbanken ligger tidigare än de två stora centralbankerna och styrräntan når en normal nivå på 3,5 procent 2013.

## Styrränta i USA, euroområdet och Sverige



De nedpressade obligationsräntorna i länder med låg kreditrisk, som Sverige, stiger när konjunktutsikterna förbättras och osäkerheten kring Greklandskrisen minskar. Vi räknar med femåriga statsobligationsräntor på cirka 4 procent i slutet av nästa år.

Greklandskrisen gör att osäkerheten i konjunkturbedömningen är större än normalt. Vår bedömning är dock att beredskapen finns och att allt kommer att prövas för att undvika en ny allvarig finansiell kris.

*Prognosen avslutades den 20 juni 2011*

## Internationella förutsättningar

Oljepriset, Brent, antas sjunka till 110 dollar per fat till slutet av året och till 105 dollar per fat till slutet av nästa år.

Växelkursen för dollarn antas under prognosperioden stärkas till cirka 1,30 mot euron. Kronans växelkurs mot euron antas vara 8,90 i slutet av 2011 och 8,85 i slutet av 2012. Detta ger en växelkurs mot dollarn på 6,45 kronor i slutet av 2011 och 6,70 i slutet av 2012. Kronans nominella effektiva växelkurs, mätt med TCW-index, ligger kring 120 under prognosperioden.

# Greklandskris ger osäker ränteprognos

Riksbanken höjer styrräntan till 2,25 procent till slutet av året och till 3,00 procent till slutet av nästa år. Trots uppgången i den kortaste boräntan väger det jämnt mellan boräntor med olika bindningstider. Ränteprognosen är mer osäker än vanligt på grund av krisen i Grekland.

Krisen i Grekland har ökat risken för ny turbulens på finansmarknaden och för ett nytt bakslag i konjunkturen. Världsekonomin har klarat av påfrestningen från kraftiga prisökningar på olja och andra råvaror men motståndskraften mot en kraftig störning på finansmarknaden är mer osäker.

## Greklandskrisen går som tåget

Det är lätt att se likheter mellan en eventuell statsbankrutt för Grekland och konkursen för den amerikanska investmentbanken Lehman Brothers i september 2008, som utlöste finanskrisen. Skillnaden är dock att krisen i Grekland inte kommer som en överraskning, utan har pågått i mer än ett år. Buffertar och beredskap hos finansiella aktörer, centralbanker och myndigheter har således kunnat byggas upp.

Processen att dra Grekland ur krisen har hittills gått som tåget – vintertid – med ideliga förseningar. Ändå finns insikten hos alla parter att mycket står på spel och att det gäller att få till en nedskrivning av statskulden i ordnade former. Vårt huvudscenario är att EU, ECB och IMF lyckas med detta och att spridningseffekten till andra statsfinansiellt bräckliga länder som Portugal, Irland och Spanien blir liten.

## Lägre nivå på normal styrränta

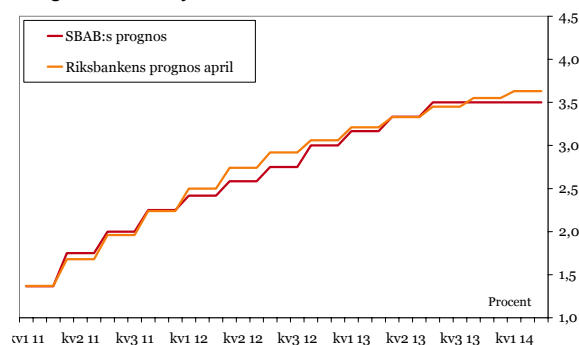
Vi tror att Riksbanken resonerar på ett liknande sätt som beskrivits ovan inför nästa räntemöte i början av juli. Riksbankens huvudscenario liknar då vårt, med en hyfsad internationell konjunktur och en god svensk tillväxt. Vi räknar därför med att Riksbanken höjer styrräntan med 0,25 procentenheter till 2 procent vid räntemötet i juli.

### Riksbankens räntemöten och prognos för styrräntan

Datum	Typ av räntemöte	Förändring	Nivå
4 juli	Penningpolitisk rapport	0,25	2,00
6 september	Penningpolitisk uppföljning	0,00	2,00
26 oktober	Penningpolitisk rapport	0,25	2,25
19 december	Penningpolitisk uppföljning	0,00	2,25

Under andra halvåret räknar vi med att räntehöjningarna går in ett lugnare tempo. Argumentet är inte främst krisen i Grekland, utan att effekterna av Riksbankens tidigare räntehöjningar börjar bli märkbara. Hushållens låneefterfrågan har dämpats och bostadspriserna stiger inte längre. Riksbanken måste också ta hänsyn till den stora skillnaden mellan de räntor som låntagarna möter och riskfria räntor. Styrräntan väntas därför bara höjas till 2,25 procent till årets slut. Det mest sannolika är att höjningen levereras vid räntemötet i oktober, när en penningpolitisk rapport presenteras.

### Prognoser av styrräntan



Under nästa år har vi justerat ner prognosen för höjningarna av styrräntan från fyra till tre gånger, så att räntan vid årets slut ligger på 3,00 procent istället för 3,25 procent i den tidigare prognosen. Även under 2013 har vi reviderat ner prognosen för styrräntan från 4,0 till 3,5 procent till slutet av året.

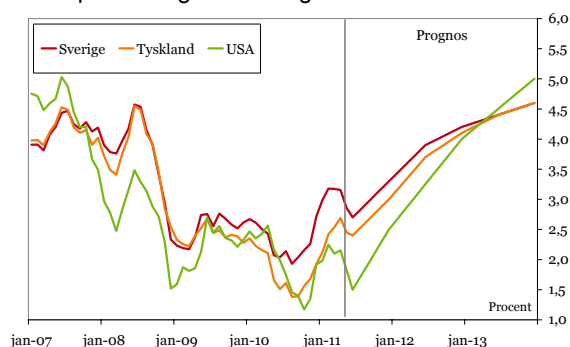
Huvudförklaringen till att vi drar ner prognosen för styrräntan är att vi inte längre räknar med att skillnaden mellan de räntor som låntagarna möter och riskfria räntor krymper lika mycket som vi tidigare bedömt. Effekten av en given nivå på styrräntan blir därför större än tidigare, vilket Riksbanken måste ta hänsyn till. Vår bedömning av nivån på en normal styrränta har därmed också ändrats. Tidigare räknade vi med en normal styrränta på 4,0 procent men nu bedömer vi att normalnivån ligger på 3,5 procent.

### Räntemarknaden mer pessimistisk

Räntemarknaden har blivit mer pessimistisk om konjunkturutvecklingen under de senaste månaderna. Obligationsräntorna i länder med god kreditvärdighet, som Sverige, har fallit kraftigt. Räntan på femåriga svenska statsobligationer har sedan början av april

fallit med 0,7 procentenheter. Amerikanska och tyska statsobligationsräntor har också backat rejält.

#### Räntor på femåriga statsobligationer



Vårt huvudscenari är, som nämnts, att vi inte står inför en ny finanskris och långräntorna bör därför stiga från nuvarande nedpressade nivåer. Prognosen är att räntan på femåriga svenska statsobligationer stiger från nuvarande 2,6 procent till 3,3 procent till slutet av 2011, till 4,2 procent till slutet av 2012 och till 4,6 procent till slutet av 2013. Tyska statsobligationsräntor följer en liknande bana medan uppgången för amerikanska långräntor blir kraftigare men starten sker också från en betydligt lägre nivå.

#### Boräntorna fortsätter upp

Prognosen av boräntorna påverkas både av att vi justerat ner bedömningen av höjningarna av styrräntan och av att skillnaden mellan de räntor som låntagarna möter och underliggande riskfria räntor antas krympa mindre än vi tidigare räknat med. Nettoeffekten blir att prognosen för boräntan med den kortaste bindningstiden på tre månader revideras upp under andra halvåret i år men justeras ner 2012 och 2013.

Prognosen för den tvååriga boräntan justeras också ner 2012 och 2013 medan bedömningen av den femåriga boräntan, som påverkas mindre av styrräntan och mer av den internationella ränteutvecklingen, dras upp något under de två kommande åren.

#### Prognos för SBAB:s boräntor, olika bindningstider

	20 jun 2011	Dec 2011	Dec 2012	Dec 2013
3 mån	3,93	4,35 (+0,20)	4,80 (-0,15)	5,20 (-0,40)
2 år	4,51	5,00 (+0,00)	5,40 (-0,15)	5,30 (-0,45)
5 år	5,32	5,80 (-0,05)	6,10 (+0,15)	6,30 (+0,05)

Anm: Förändringen i prognosen från Konjunkturbedömningen 16 mars anges inom parentes.

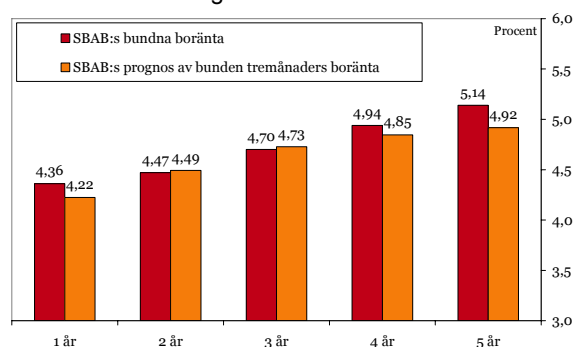
Sammantaget innebär prognosen att boräntorna för samtliga bindningstider kommer att stiga med ungefär en procentenhet från nuvarande nivåer till slutet av 2013. Nivåerna på boräntorna 2013 är be-

tydligt högre än under de senaste två åren men ungefär desamma som under perioden 1998-2002.

#### Det väger jämnt mellan boräntorna

För att kunna jämföra nuvarande bundna boräntor på 1-5 år med den kortaste boräntan har prognosen för tre månadersräntan förlängts till 2016. Styrräntan antas höjas till en normal nivå, som vi nu bedömer är 3,5 procent, under 2013 där den sedan ligger kvar. Detta ger en normal tre månaders boränta på cirka 5,2 procent.

#### Bundna boräntor och beräknad bunden tre månadersränta under bindningstiden



Vår bedömning är att det för närvarande väger jämnt mellan den kortaste boräntan med en bindningstid på tre månader och boräntor med längre bindningstider. De beräknade skillnaderna mellan nuvarande bundna boräntor med bindningstider på 1-5 år och genomsnittet för tre månadersräntan under motsvarande tid är marginella i förhållande till ett normalt osäkerhetsintervall.

Det kan inte uteslutas att krisen i Grekland kan orsaka kraftiga uppgångar i framför allt den korta boräntan<sup>1</sup>. För att gardera sig mot en räntetopp kan man redan nu överväga längre bindningstider. Blir det en allvarlig kris öppnar det emellertid för sänkningar av styrräntan och räntetoppen bör därför bli kortvarig.

Hittills har Greklands krisens effekt på boräntorna varit att de långa boräntorna har kunnat sänkas när oro för svagare konjunktur och ökad efterfrågan på säkra placeringar dragit ner långa marknadsräntor. Ränteprognosen är mer osäker än vanligt och man bör vara beredd på att det kan bli stora rörelser i boräntorna framöver.

Tomas Pousette

<sup>1</sup> En utförlig analys Greklands krisens möjliga effekter på boräntorna finns i Boräntenytt 17 maj 2011.



# Oro i den globala ekonomin

Vi räknar med att den globala tillväxten fortsätter, men att takten dämpas framöver. Det finns dock flera risk- och osäkerhetsfaktorer samtidigt som världsekonomin står på bräcklig grund och är sårbar för ytterligare störningar. Riskerna för bakslag är därför stora.

Under vintern och våren accelererade tillväxten i de flesta länder efter en svag sommar och höst. På finansmarknaderna steg både aktiekurser, råvarupriser och räntenivåer. De senaste månaderna har dock tillväxtutsikterna återigen blivit mer osäkra, vilket också resulterat i sjunkande räntor. Det är flera omständigheter som ligger bakom den ökade osäkerheten.

Tioårig statsobligationsränta (genomsnitt för USA, Tyskland och Japan)



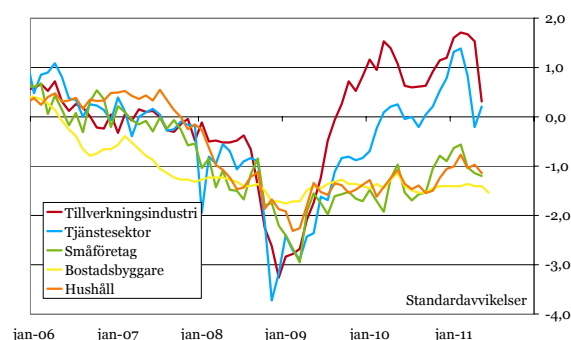
## (Tillfällig) inbromsning i USA

Efter en genomsnittlig BNP-tillväxt på knappt 3 procent under 2010 så sjönk tillväxten under det första kvartalet i år till 1,8 procent (kvartalsförändring omräknad till årstakt). Flera indikatorer visar också att ekonomin bromsat in under de senaste månaderna. Efter tre starka månader med uppgångar på över 200 000 så ökade sysselsättningen med bara 54 000 under maj. Inköpschefsindexen för både industri- och tjänstesektorn, som är bra värdemätare på stämmningsläget i företagen, har gått ned en hel del den senaste tiden, samtidigt som andra indikatorer som mäter stämmningsläget (småföretag, bostadsbyggare och hushåll) fortfarande ligger långt under historiskt normala nivåer.

Vår syn är att åtminstone en del av inbromsningen är av tillfällig karaktär och att tillväxten i USA kommer att få mer fart under det andra halvåret. Det har varit sällsynt mycket väderrelaterade störningar under det

första halvåret i form av snöstormar, översvämningar och tornados vilket drabbat produktion och efterfrågan. Höga mat- och bensinpriser har hållit tillbaka hushållens efterfrågan samtidigt som jordbävningen i Japan medfört störningar i både produktions- och distributionsled inom en del sektorer.

Amerikanska tillväxtindikatorer (normaliserade)



Den information som finns i dagsläget tyder dock på att dessa effekter redan börjat avta. Livsmedels- och oljepriser har gått ned en del de senaste veckorna samtidigt som de signaler som kommer från Japan tyder på att produktions- och distributionskapaciteten snabbt är på väg tillbaka till full nivå. Sammantaget finns det därför anledning att tro att det blir bättre fart på den amerikanska tillväxten under resten av 2011.

## Greklandskrisen går in i avgörande skede

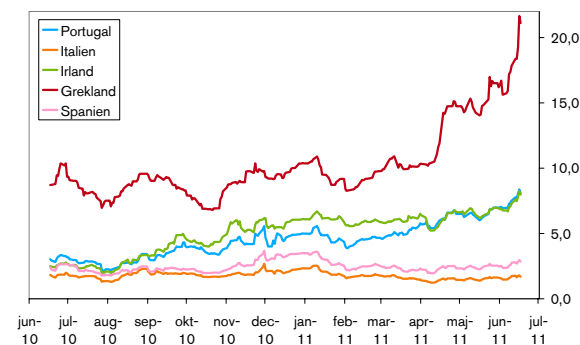
Skuldskrisen i PIIGS-länderna har accelererat ytterligare under våren.<sup>2</sup> I slutet av mars stod det klart att irländska staten var tvungen att skjuta till ytterligare 24 miljarder euro till banksektorn (som redan kostat 46 miljarder), under maj beviljades Portugal nödlån från EU och IMF på 78 miljarder euro. I skrivande stund ligger fokus nästan helt på den akuta situationen i Grekland.

Det nödlån på 110 miljarder euro som Grekland fick i fjol räcker inte till och det står allt mer klart för alla inblandade att Grekland inte kommer att kunna betala sina skulder. Förr eller senare kommer någon form av skuldnedskrivning att behöva göras. Risken för smittspridning till andra länder och för kollaps i banksystemet gör dock att vissa parter, exempelvis Europeiska centralbanken är ovilliga att gå med på detta i dagsläget. Några olika alternativ diskuteras, till dessa hör ytterligare nödlån och olika former av frivil-

<sup>2</sup> PIIGS står för Portugal, Italien, Irland, Grekland och Spanien som är de länder i Euroområdet som drabbats hårdast av skuldskrisen.

liga skuldnedskrivningar eller förlängning av skulden. Vårt huvudscenari är att Greklandsproblemet kan hanteras utan att andra länder drabbas särskilt hårt och utan bankkollaps. Osäkerheten är dock stor och det finns en överhängande risk att krisen eskalerar ytterligare.

#### Femåriga kreditriskpremier, PIIGS-länderna

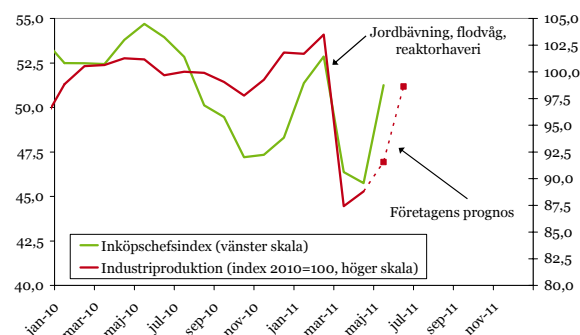


\* Kostnaden för att, genom köp av en kreditdefaultswap, försäkra sig mot betalningsinställelse omräknat till procentenheter per år.

#### Japan snabbt på benen igen

Jordbävningen utanför Tohoku den 11 mars, den efterföljande flodvågen och kärnkraftsolyckorna fick stora effekter på japanska hushåll och företag. Både produktion och efterfrågan föll brant. Bland annat drabbades bil- och elektronikindustri, som har globala produktions- och distributionsled. Trots att reaktorhaverierna fortfarande, drygt tre månader efter olyckan, inte är helt under kontroll så har det mesta av industri- och tjänsteproduktionen kunnat återupptas snabbare än väntat. Därigenom verkar vår preliminära bedömning, att effekterna skulle bli hanterbara och övergående, fortfarande hålla.

#### Inköpschefsindex och produktionsnivå i japansk tillverkningsindustri



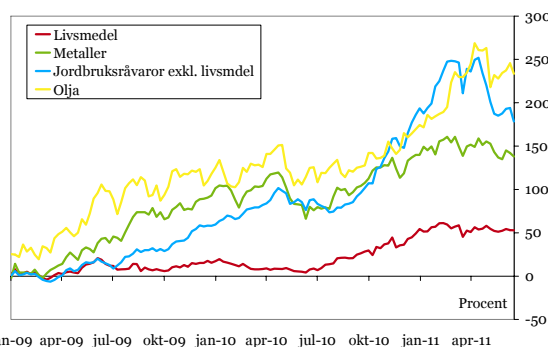
#### Upp och ned för råvarupriserna

Sedan slutet av 2008, när finanskrisen härjade som värst, har råvarupriserna stigit brant. På två och ett halvt år har priserna på livsmedelsråvaror ökat med drygt 50 procent, metallpriserna har stigit med nästan 150 procent, priserna på jordbruksråvaror exklusive livsmedel (främst bomull och gummi) har ökat med

180 procent och oljepriserna är drygt 230 procent högre. Därmed är de flesta råvarupriser tillbaka på – och i många fall förbi – tidigare toppnoteringar. Drivande faktorer, förutom återhämtningen från finanskrisen, har varit ökande efterfrågan från tillväxtländer som Kina och Indien.

När konjunkturoron och osäkerheten tilltagit under våren har prisuppgångarna kommit av sig och vissa råvarupriser har även fallit en del. Oron och den politiska osäkerheten i Mellanöstern gör emellertid att oljepriset ligger högt. Vårt huvudscenari är att oljepriset sakta faller från nuvarande nivåer kring 115 US-dollar per fat till 110 i slutet av året och sedan vidare till 105 i slutet av 2012. Skulle oron i Mellanöstern tillta och exempelvis sprida sig till Saudiarabien så kan vi dock få se en kraftig prisuppgång i stället. Vi räknar med att övriga råvarupriser fortsätter stiga, men i betydligt lugnare takt än 2009 och 2010.

#### Akkumulerad råvaruprisutveckling



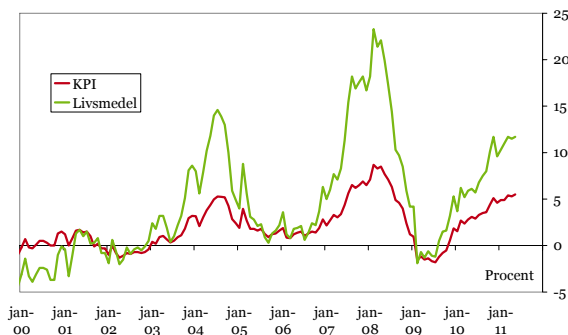
#### Inflationsproblem i Kina

Med en befolkning på 1 357 miljoner människor och en årlig BNP-tillväxt på i genomsnitt 10 procent det senaste decenniet så har Kina stått för en stor del av den globala ekonomins expansion. I början av 2000-talet var den kinesiska varuhandeln (import+export) med utlandet en femtedel av den amerikanska, idag är den nästan lika stor. Importen har gått från motsvarande 15 procent av den amerikanska till 75 procent. Kinas påverkan på andra länder är således stor och växande.

Den kinesiska tillväxten föll något under finanskrisen men den senaste tiden har problemet snarare varit de tecken på överhettning som finns i olika sektorer och regioner. Ett sådant tecken är den stigande inflationen, i maj var den årliga konsumentprisökningstakten uppe i 5,5 procent. Livsmedelspriserna, som är viktiga då livsmedel fortfarande står för en stor del av den kinesiska hushållsbudgeten, har ökat ännu snabbare, 11,7 procent. Så snabba prisökningar tenderar att skapa social oro i de fattigare regionerna. För att stävja överhettningen och få ned inflationen har myndigheterna stramat åt kreditmarknaderna

rejält. Vi räknar med att både tillväxt och inflation bromsar in framöver, men tror att det blir en mjuklandning.

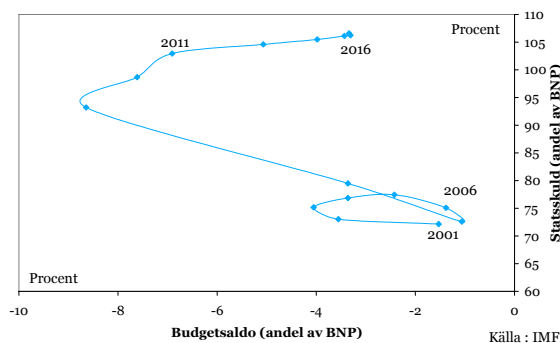
### Inflation i Kina



### Statsskulderna ett stort långsiktigt problem

Finanskrisen och recessionen medförde att de offentliga finanserna försämrades ordentligt i de flesta länder. I den utvecklade delen av världen gick underskottet från 1 procent av BNP under 2007 till nästan 9 procent av BNP som värst 2009. Statsskuldernas andel av BNP har på bara något år stigit från knappt 75 till över 105 procent.<sup>3</sup> I år väntas 19 av 34 utvecklade länder ha en skuld som ligger över 60 procent av BNP (som en gång var kravet för att få vara med i EMU).

### Offentliga finanser i den utvecklade världen



Skillnaderna mellan länderna är stora. En del länder, som Island, Grekland, Portugal och Irland, har tvingats söka hjälp från andra länder och organisationer. Spanien och Storbritannien har satsat kraftiga åtstramningsprogram. I nominella termer har USA och Japan de största skulderna men storleken på deras ekonomier gör att de har lättare än de mindre länderna att finansiera sina underskott. Men även dessa länder kommer att, förr eller senare, behöva strama åt.

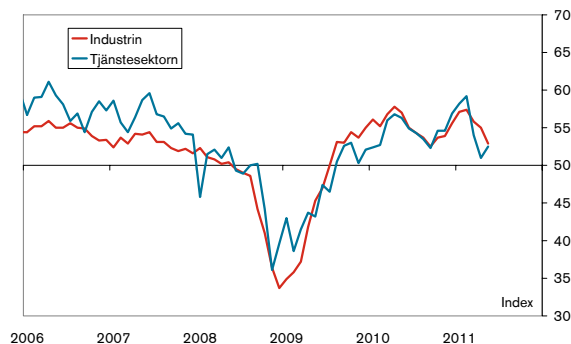
De höga statsskulderna ställer till problem för den globala ekonomin på flera sätt. För det första så inne-

bär höga statsskulder och höga underskott att risken för störningar på finansmarknaderna, som kan sprida sig mellan länderna, ökar. För det andra måste staterna låna upp stora mängder kapital som kunde ha använts till mer produktiva investeringar i stället. För det tredje så kommer flera länder att behöva strama åt sina offentliga finanser framöver, vilket kommer att hålla tillbaka tillväxten. Viktigast av allt är kanske att, med dagens skuldnivåer, så finns det nästan inget utrymme att parera med stimulanser om den globala ekonomin skulle drabbas av nya störningar.

### Bräcklig internationell tillväxt

Ledande indikatorer tyder på att den globala tillväxten mattats av hittills under 2011. Inbromsningen är förhållandevis lik den som skedde under sommaren 2010 och följdes av en acceleration under hösten och vintern. Det finns signaler på att inbromsningen varit tillfällig och att tillväxten kan komma att ta fart igen under det andra halvåret. Framför allt är det effekterna av de höga råvarupriserna och jordbävningen i Japan som bör blåsa över.

### Globala inköpschefsindex



Den stora osäkerheten och de många riskerna gör dock att vi tycker den internationella tillväxten vilar på väldigt bräcklig grund. Vi väljer därför att göra några mindre nedrevideringar av tillväxtutsikterna. För USA räknar vi med att BNP växer med en årstakt på 2,7 procent i år och 3,5 procent nästa år. Tillväxten är förhållandevis jämnt fördelad med bidrag från både privat konsumtion, företagsinvesteringar och nettoexport. De delar som inte bidrar är den offentliga konsumtionen, som hålls tillbaka av de dåliga offentliga finanserna och byggandet, som fortfarande inte repat sig efter finanskrisen.

I Euroområdet är tillväxtutsikterna väldigt olika från land till land. Tillväxten väntas bli ganska hyfsad i de norra delarna medan medelhavsländerna och Irland väntas få låg tillväxt. I vissa länder lär tillväxten till och med bli negativ. Sammantaget väntas tillväxten ligga kring 2 procent både i år och nästa år. Privat konsumtion och investeringar bidrar ungefär lika mycket till

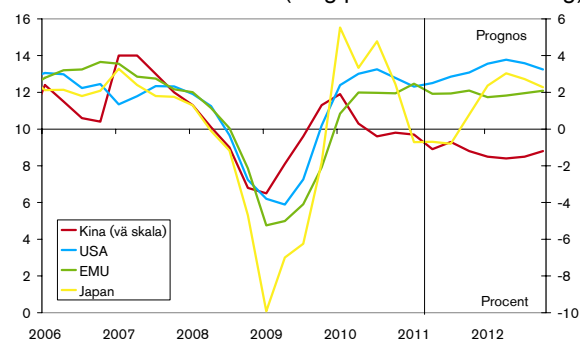
<sup>3</sup> Den utvecklade delen av världen består av 34 länder enligt IMF:s definition.



tillväxten medan offentlig konsumtion och nettoexport bidrar lite mindre.

I Japan väntas jordskalvseffekterna bli kortsiktiga men ändå innebära att BNP-tillväxten ligger under noll i år. Sedan stiger dock tillväxten till drygt 2,5 procent nästa år. För den kinesiska ekonomin räknar vi med en liten inbromsning i både exportsektorn och i inhemsk efterfrågan som medför en BNP-tillväxt på drygt 9 procent i år och lite lägre nästa år.

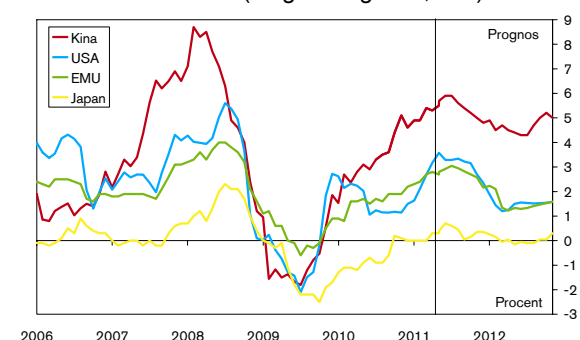
Internationell BNP-tillväxt (årlig procentuell förändring)



### Dämpad inflation

Råvaruprisuppgången under 2009 och 2010 har in-  
neburit att livsmedels- och energipriser stigit kraftigt  
och att inflationen ligger på förhållandevis höga nivåer  
i en del länder. Den underliggande inflationen ligger  
emellertid fortfarande under eller kring 2 procent i de  
flesta länder. Inflationförväntningarna bland finans-  
marknadsaktörer, hushåll och företag ligger också  
fortfarande väl i linje med en kontrollerad prisutveck-  
ling framöver.

Internationell inflation (årlig ökningstakt, KPI)



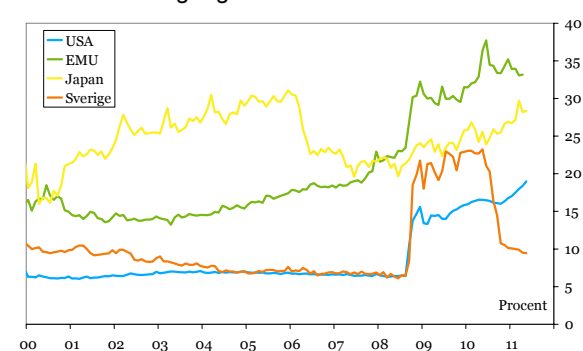
Med något fallande oljepriser, försiktiga prisupp-  
gångar för övriga råvaror, stabila inflationsförvänt-  
ningar och en ganska dämpad tillväxt så lär inflations-  
trycket inte tillta särskilt mycket framöver. En liten  
förstärkning av US-dollar och den kinesiska Ren-  
minbin dämpar inflationen något i USA och Kina me-  
dan en mindre försvagning av Euron och Yenen driver  
på inflationen i Euroländerna och Japan.

I både USA och Euroområdet väntas den under-  
liggande inflationen ligga kring 1,5 procent under  
2011 och 2012. KPI-inflationen väntas närma sig  
dessa nivåer i takt med att råvarupriseffekterna faller  
ur tolv månaderstalen. I Japan väntas inflationen fort-  
sätta pendla kring nollstrecket både i år och nästa år  
medan vi räknar med att den kinesiska inflationen  
biter sig fast på nivåer över 4 procent.

### Centralbankerna fortsätter gå olika vägar

De senaste tre åren har vi sett centralbanker (och  
andra myndigheter) ta till mängder med extraordinära  
åtgärder för att stimulera ekonomin och bevara den  
finansiella stabiliteten. Styrräntorna har sänkts till  
nollnivåer, banker och andra marknadsaktörer har  
kunnat låna pengar både kortsiktigt, via dagslån, och  
långsiktigt, via längre löpande lån. Obligationsköp,  
valutainterventioner och till och med stödköp av aktier  
har förekommit. Vissa av åtgärderna har skalats till-  
baka, exempelvis har svenska Riksbanken plockat  
bort alla extraordinära åtgärder, men många rullar  
fortfarande på. Exempelvis har både amerikanska  
centralbanken, Fed, europeiska centralbanken, ECB  
och japanska centralbanken, Bank of Japan fortfan-  
de kvar stora mängder obligationer. Troligtvis lär vi  
inte få se några fler större obligationsköp från central-  
bankerna, men det lär dröja innan innehaven avveck-  
las.

Centralbankstillgångar som andel av BNP

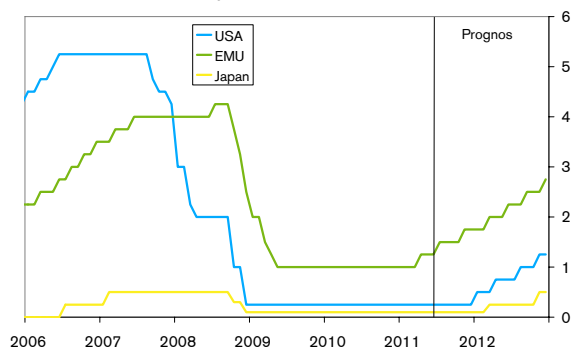


På många sätt skiljer sig ränteutsikterna åt mellan  
de tre stora centralbankerna. ECB lägger stor vikt vid  
inflation och inflationsförväntningar. Den råvaruledda  
inflationsuppgången fick därför ECB att höja styrrän-  
tan redan i april. Signalerna om en ytterligare höjning i  
början av juli har varit mycket tydliga och vi räknar  
med att ännu en höjning hinns med innan årsskiftet. I  
slutet av 2012 räknar vi med att ECB höjt styrräntan  
till 2,75 procent.

Fed verkar inte vara så inflationsinriktade som  
ECB. Styrräntan ligger på en lägre nivå i dagsläget, vi  
räknar med att det dröjer till efter årsskiftet innan en  
första räntehöjning blir aktuell och att styrräntan ligger

på 1,25 procent i slutet av 2012. I Japan är inflation inte ett problem överhuvudtaget, landet har brottats med deflationstendenser i snart 20 år. Dessutom innebär jordbävningen, flodvågen och kärnkraftshaverierna att det kortsiktigt behövs så mycket räntestimulans som det bara går att skapa. Möjligtvis kan det bli aktuellt att lyfta styrräntan från nollnivåerna någon gång under 2012.

#### Centralbankernas styrräntor



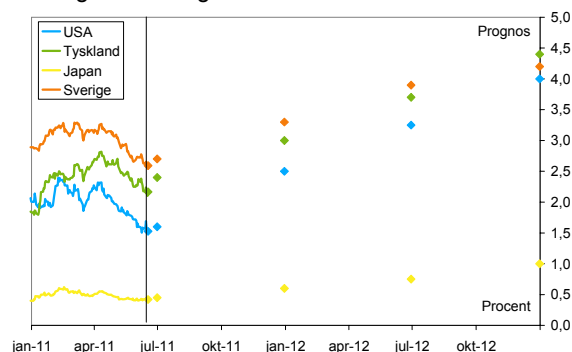
#### Nedtryckta långräntor på väg upp

Internationella långräntor har gått åt olika håll de senaste månaderna. Oro över konjunkturutvecklingen har fått både börser, räntor och råvarupriser att gå ned. Den ökade oron över utvecklingen i Grekland och andra krisdrabbade länder har fått räntorna i dessa länder att skjuta i höjden ytterligare medan räntorna i mer kreditvärdiga länder sjunkit. Vår bedömning är att räntemarknaden överreagerat och att

långa räntor tryckts ned för mycket. Om vårt huvudscenario slår in med lite bättre tillväxt under det andra kvartalet och en minskad Greklandsoro så bör långa räntor rekylera uppåt under hösten.

Snabbare styrräntehöjningar i Europa väntas innebära att långa räntor fortsätter ligga lite högre där än i USA. I slutet av 2011 räknar vi med att den tyska femåriga statsobligationsräntan ligger kring 3 procent och den amerikanska kring 2,5 procent. Mot slutet av 2012 beräknas de ligga kring 4 respektive 4,5 procent. De japanska långräntorna väntas stiga långsamt.

#### Femåriga statsobligationsräntor



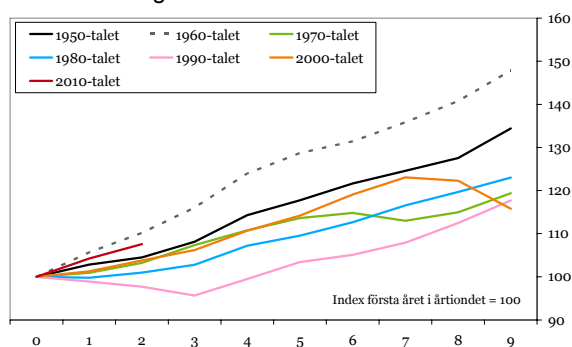
Tor Borg  
 ekonomiskasekretariatet@sbab.se

# Sverige: lägre skatter och högre räntor

Huvudscenariot är att BNP-tillväxten i den svenska ekonomin blir 4,2 procent i år och 3,2 procent nästa år. Löneökningarna stiger till 3,5 procent nästa år men högre produktivitet bidrar till att den underliggande inflationen ligger nära inflationsmålet på 2 procent. Riskerna i prognosen är på nedsidan. De statsfinansiella problemen i Grekland kan utlösa en ny kris på finansmarknaden som försämrar utsikterna för svensk ekonomi.

Tillväxten i den svenska ekonomin under första kvartalet på 6,4 procent, jämfört med första kvartalet förra året, var något högre än vi räknat med. Den säsongsrensade BNP-ökningen från fjärde kvartalet på 0,8 procent var emellertid betydligt lägre än under de föregående fyra kvartalen, vilket är i linje med vår bedömning att tillväxttakten successivt bromsar in. För i år räknar vi med en BNP-tillväxt på 4,2 procent och för nästa år 3,2 procent. Tillväxten under de tre första åren på 2010-talet liknar den höga aktiviteten på 1960-talet med den stora skillnaden att det nu är fråga om en återhämtning efter finanskrisen.

## BNP-förändring under olika årtionden



Det är framför allt lagren som bidrar till nedväxlingen i BNP-tillväxten under 2011 och 2012. Bidraget till BNP-tillväxten från fasta investeringar blir något mindre nästa år än i år men det uppvägs av att bidraget från konsumtionen blir något större. Exportökningen dämpas men det gör också importökningen och bidraget från utrikeshandeln ligger därför kvar nära noll.

Förändringarna i prognosen från den senaste konjunkturbedömningen i mars är små. BNP-prognosen för i år och nästa år har justerats ner marginellt med 0,1 procentenhet vardera året.

Riskerna mot den svenska konjunkturutvecklingen ligger främst på det internationella planet. Utvecklingen i Nordafrika och Mellanöstern är svårbedömd och det kan inte uteslutas att oljepriset kan stiga ytterligare. De statsfinansiella problemen i framför allt Grekland är en annan risk, som kan utlösa förnyad finansiell oro. Effekterna på den japanska ekonomin efter naturkatastrofen är mycket stora men störningarna i industriproduktionen internationellt är ändå begränsade. Huvudscenariot är att bakslag i den internationella konjunkturen kan undvikas men riskerna är helt klart på nedsidan.

## Försörjningsbalans, procentuell volymförändring

	2009	2010	2011	2012
Hushållens konsumtion	-0,4	3,4	2,8	3,2
Offentlig konsumtion	1,7	2,5	1,5	1,4
Fasta investeringar	-16,3	7,1	8,9	6,9
Lagerinvesteringar 1)	-1,6	2,1	0,8	-0,2
Export	-13,4	11,0	7,2	6,4
Import	-13,7	12,8	8,0	6,8
BNP	-5,3	5,7	4,2	3,2
BNP, kalenderkorrigerad	-5,2	5,4	4,3	3,5

1) Bidrag till BNP-förändringen, procentenheter.

Den snabba återhämtningen i den svenska ekonomin efter finanskrisen medför att inflationen åter hamnar i fokus. Arbetslösheten närmar sig 6 procent i slutet av prognosperioden och löneökningarna nästa år blir betydligt högre än under de senaste två åren. Med en expansiv finanspolitik blir det Riksbankens uppgift att dämpa tillväxten och hålla inflationen i schack genom ytterligare räntehöjningar.

## Antaganden om den ekonomiska politiken

**Penningpolitiken.** Styrräntan höjs till 2,25 procent till slutet av 2011 och till 3,00 procent till slutet av 2012.

**Finanspolitiken.** Vi har räknat med de åtgärder som aviserats i vårpropositionen genomförs. Inkomstskatten sänks således med cirka 18 miljarder nästa år, punktskatten på alkohol och tobak höjs med 2,2 miljarder och restaurang- och cateringmomsen sänks från 25 till 12 procent.

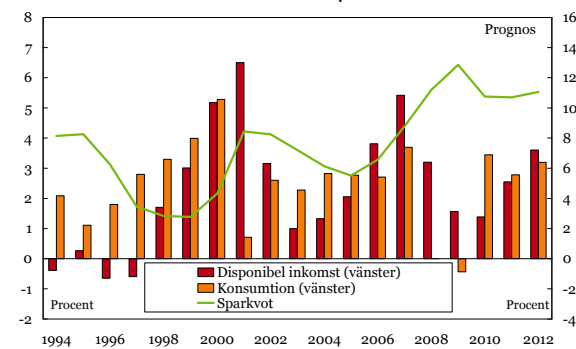
**Arbetsmarknadspolitiken.** Antalet personer i arbetsmarknadspolitiska åtgärder antas minska från 185 000 förra året till cirka 170 000 i år och 135 000 nästa år. Till det kommer nystartsjobb som beräknas minska från drygt 30 000 personer förra året till drygt 20 000 personer 2012.

## Skattesänkningar lyfter konsumtionen

Hushållens konsumtion ökade bara med 2,1 procent under första kvartalet, jämfört med motsvarande kvartal förra året. Inledningen av andra kvartalet har varit blandad med en stark detaljhandel i april men svag försäljning av kläder och skor i maj. Hushållens bilköp har fortsatt att öka starkt både i april och i maj.

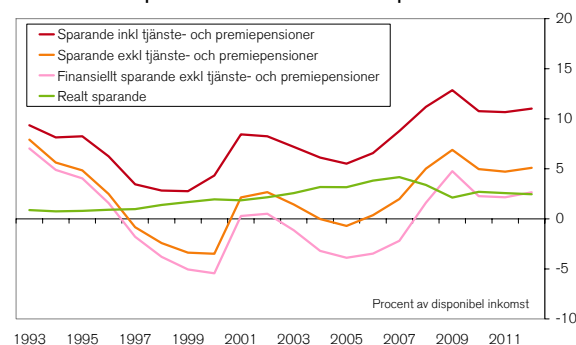
Vår bedömning är att svagheten i konsumtionen under första kvartalet var tillfällig och vi räknar med en ökning för 2011 på 2,8 procent. Även om hushållens förtroendeindikator, enligt konjunkturinstitutets barometer, har fallit tillbaka så ligger den fortfarande på en hög nivå. En allt bättre arbetsmarknad talar för att hushållen förblir optimistiska. Vi bedömer att den reala disponibla inkomsten i år stiger med 2,5 procent, det vill säga i ungefär samma takt som konsumtionen. Till skillnad mot förra året kan således hushållen finansiera konsumtionen utan att dra ner sparkvoten.

Hushållens konsumtion och disponibel inkomst



Under nästa år lyfts hushållens reala disponibla inkomst av sänkta skatter och ökar med 3,6 procent. Vi tror att hushållen använder en betydande del av inkomstökning till konsumtion, som ökar med 3,2 procent. Däremot räknar vi inte med att hushållen drar ner på sparandet.

Hushållens sparande i relation till disponibel inkomst



Sparkvoten, hushållens sparande inklusive tjänste- och premiepensioner i förhållande till disponibla inkomsten, väntas således ligga kvar på cirka 11 procent i år och nästa år. Räknar man bort det kollektiva pensionssparandet och den del av sparandet som

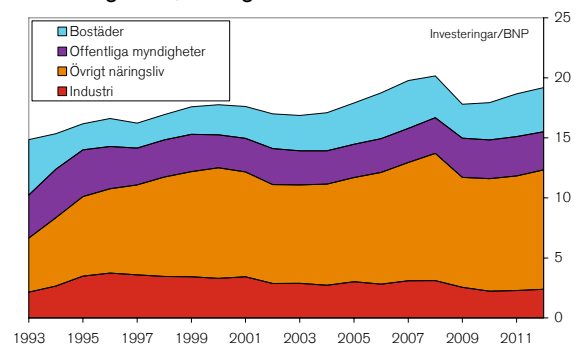
är kopplat till investeringar i egna bostäder, så får man hushållens egna finansiella sparande. Det egna finansiella sparandet i förhållande till disponibla inkomsten beräknas uppgå till cirka 2,5 procent. Högre räntor samt ökade krav dels på eget kapital vid bostadsköp, dels på amorteringar av bostadslån talar för att hushållens egna finansiella sparkvot fortsätter att ligga på en högre nivå än före finanskrisen.

## Bostadsinvesteringarna ökar kraftigt

Investeringarna dras i år, precis som förra året, framför allt upp av nybyggnad och ombyggnad av bostäder. Bostadsinvesteringarna ökade förra året med 20 procent och vi räknar med en ytterligare uppgång i år med 18 procent. Nästa år bedömer vi att bostadsbygandet fortsätter att expandera men i en lugnare takt av cirka 8 procent. Antalet påbörjade lägenheter, som minskade kraftigt under finanskrisen till en bottennivå på 17 000 år 2009, ökar till cirka 31 000 nästa år.

Investeringsplanerna för industrin i den senaste investeringsenkäten tyder på en ökning i år med cirka 10 procent. Vi räknar med att industrin fortsätter att öka investeringarna nästa år med 8 procent. Även i det övriga privata näringslivet räknar vi med att investeringarna kommer att öka med cirka 7 procent både i år och nästa år. Offentliga myndigheter höll uppe investeringarna under finanskrisen och prognosen är att de offentliga investeringarna fortsätter att öka i år och nästa år.

Investeringskvot, bidrag från olika delar av ekonomin



Sammantaget är prognosen att de fasta investeringarna ökar med cirka 9 procent i år men att takten avtar till cirka 7 procent nästa år. Investeringskvoten, investeringarna i förhållande till BNP i fasta priser, stiger från 17,6 procent 2009 till 19,3 procent 2012 och är därmed högre än det långsiktiga genomsnittet på 17 procent.

## Exportökningen dämpas

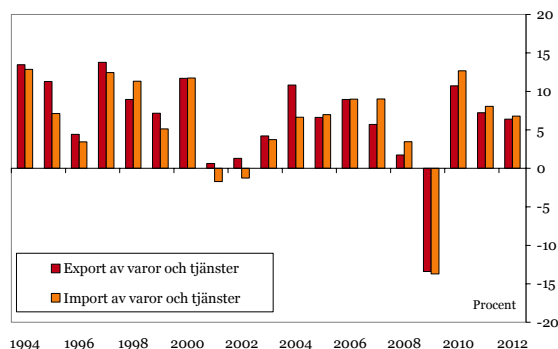
Exporten av varor och tjänster ökade med 11 procent förra året, vilket var något mer än den uppskattade marknadstillväxten. I år och nästa år bedömer vi att

svensk export kommer att öka långsammare, med 7,2 respektive 6,4 procent, främst beroende på att tillväxten på marknaden för svensk export dämpas.

De kortsiktiga indikatorerna på exporten är blandade. Å ena sidan visade varuexporten i april en svag volymökning men å andra sidan tyder industrins ordergång från exportmarknaden på en stark exportökning under andra kvartalet. Prognosen baseras på en försvagning av exportordergången framöver.

Trots förstärkningen av kronan sedan våren förra året har exporten hittills utvecklats starkt. Exportprognosen bygger på en viss försvagning av kronan under prognosperioden men fördröjda effekter av den tidigare kronapprecieringen utgör en risk för att exporten kan utvecklas svagare än vi räknar med.

Export och import av varor och tjänster

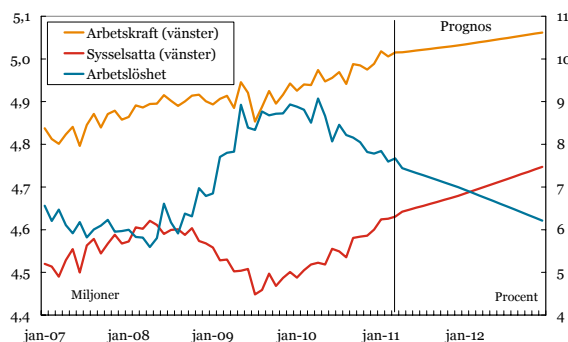


Importen ökar snabbare än exporten i volym under prognosperioden. Överskottet i utrikeshandeln i utgångsläget medför dock att nettoexportens bidrag till BNP-tillväxten ändå är svagt positivt.

### Arbetsmarknaden allt starkare

Sysselsättningen har ökat överraskande snabbt efter finanskrisen. Från botten, tredje kvartalet 2009, till första kvartalet i år har antalet sysselsatta ökat med 160 000 personer. Vi räknar med att BNP fortsätter att öka snabbare än produktiviteten, vilket bidrar till att sysselsättningen ökar med 115 000 personer från första kvartalet 2011 till fjärde kvartalet 2012.

Arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet



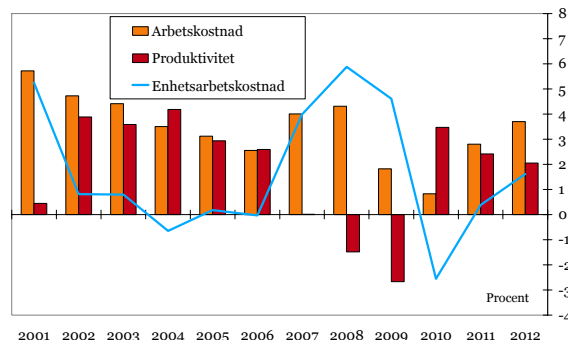
Utbudet av arbetskraft antas följa befolkningsutvecklingen, som ökar långsammare än sysselsättningen. Den öppna arbetslösheten sjunker därför ytterligare från nuvarande cirka 7,5 procent till cirka 6 procent i slutet av prognosperioden.

### Nästa avtalsrörelse kan kärva

Lönerna i hela ekonomin ökade förra året med 2,5 procent. De centrala löneavtalen i 2010 års avtalsrörelse beräknas genomsnittligt ge 1,7 procent per år under perioden 2010-2011. Förbättringen på arbetsmarknaden och svårigheter att rekrytera personal i en del yrken talar för att de totala löneökningarna i år blir något högre än förra året; vår prognos är 2,7 procent.

Avtalsrörelsen 2011/2012 kommer att föras i ett betydligt bättre arbetsmarknadsläge än den senaste lönerörelsen. Lönsamheten i näringslivet är god och det finns en stigande produktivitet att ta fasta på. Det finns ett nytt Industriavtal men Pappers har ställt sig utanför, vilket riskerar att försvaga samordningen. Från fackligt håll finns krav på högre löneökningar efter återhållsamheten under finanskrisen. Under 2011 kommer också inflationen att vara så hög att lönerna minskar reallt, vilket kan utlösa kompensationskrav.

Arbetskostnad, produktivitet och enhetsarbetskostnad



Det finns således flera faktorer som talar för att löneökningarna under nästa år blir betydligt högre än under de senaste två åren. Vår prognos är att lönerna i hela ekonomin kommer att öka med 3,5 procent nästa år.

Inflationstrycket från lönesidan blir emellertid ganska begränsat i år och nästa år på grund av ökad produktivitet. Vi räknar med att arbetsproduktiviteten i hela ekonomin ökar med 2,4 procent i år och med 2,1 procent nästa år. Enhetsarbetskostnaden, arbetskostnaden per producerad enhet, ökar därmed bara med 0,4 procent i år och med måttliga 1,6 procent nästa år. Inflationstrycket från lönesidan kan emellertid bli ett större problem under de följande åren.

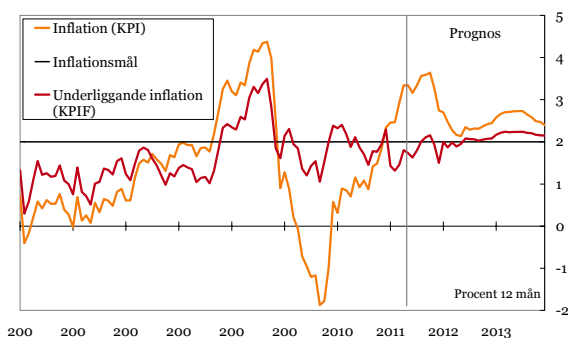


## Stabil underliggande inflation

Inflationen kommer att nå en topp på cirka 3,5 procent under hösten men dämpas sedan till en takt på cirka 2,5 procent. Prognosen baseras på att osäkerheten avtar i Nordafrika och Mellanöstern och att oljepriset sjunker till 110 dollar per fat till slutet av året, till 105 dollar per fat till slutet av 2012 och till 100 dollar per fat till slutet av 2013.

Vi beräknar att sänkningen av restaurang- och cateringmomsen från 25 till 12 procent den 1 januari nästa år sänker inflationstakten under 2012 med cirka 0,4 procentenheter. Samtidigt höjs punktskatterna kraftigt på tobak och alkohol, vilket vi uppskattar höjer inflationstakten med cirka 0,4 procentenheter. Nettoeffekten av skatteförändringarna på inflationen blir därför neutral.

### Inflation, KPI, och underliggande inflation, KPIF



Den underliggande inflationen, KPIF, där effekten av ränteförändringar rensas bort, har varit betydligt stabilare än KPI. Vi räknar med att den underliggande inflationen fortsätter att ligga nära Riksbankens mål på 2 procent under prognosperioden. För att hålla inflationen i schack utgår vi från att Riksbanken gradvis höjer styrräntan så att den kommer upp till 3,50 procent under 2013.

### Nyckeltal, procentuell förändring om inte annat anges

	2009	2010	2011	2012
Timlön	3,4	2,5	2,7	3,5
Produktivitet	-2,7	3,5	2,4	2,1
Enhetsarbetskostnad	4,6	-2,6	0,4	1,6
KPI, årsgenomsnitt	-0,5	1,2	3,2	2,4
KPIF, årsgenomsnitt	1,7	2,0	1,8	2,0
Real disponibel inkomst	1,6	1,4	2,5	3,6
Sparkvot, nivå 1)	12,9	10,8	10,7	11,0
Sysselsättning	-2,1	1,0	2,2	1,4
Arbetslöshet, procent	8,3	8,4	7,4	6,6
Industriproduktion	-19,2	8,8	8,5	4,5

1) Inklusive sparande i avtalspension och i premiepensionssystemet

Tomas Pousette

# SBAB BANK

**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](http://www.sbab.se) • E-post: [headoffice@sbab.se](mailto:headoffice@sbab.se) • (Org.nr. 556253-7513)