

Varmare konjunkturväder, men isbergen finns kvar



Heidi Elmér
Chefekonom
heidi.elmer@skandia.se



Johan Lundqvist
Ekonom
johan.lundqvist@skandia.se

- Utsikterna visar relativt **vackert konjunkturväder** det närmaste året. Fortsatt mycket expansiv global penningpolitik som helhet, pragmatiska politiker samt ett uppdämt investeringsbehov gör att de mogna ekonomierna återhämtar sig och agerar draghjälp för tillväxtländerna.
- **Jordmånen för starkare tillväxt har inte samma bördighet i alla regioner.** I USA varvar motorerna upp på allt bredare front. I euroområdet sker förbättring från låg nivå. Sveriges tillväxt är tudelad mellan välmående hushåll och en industri som kämpar i motvind. Tillväxtländerna lider av växtvärk.
- **Vägskalet för penningpolitiken:** Fed börjar trappa ned på stimulanserna mot slutet av året. ECB och japanska centralbanken fortsätter med ytterligare lättnader. Riksbankens nästa steg är en höjning, men den kommer först nästa sommar.
- **Långräntor fortsätter att stiga** i takt med att konjunkturen stärks. **Det ger en fördel för aktier, som dessutom gynnas av en miljö med fortsatt kvantitativa åtgärder från centralbankerna och god riskaptit.** Men resan framåt kommer att kantas av stora slag.
- **Under ytan lurar dock fortfarande faror.** De välkända problemen med för stora skulder i euroområdet, risk för hårdlandning i Kina och budgetbråk i USA är några saker som kan sätta krokben för återhämtningen. **En växande fara** efter många år av mycket låga räntor är också att **risktagandet på finansiella marknader ökar på ett ohälsosamt sätt.**

BNP-prognoser Årlig procentuell förändring	Skandia*			Consensus Economics**	
	2012	2013	2014	2013	2014
USA	2,8	1,8 (2,4)	3,0 (3,0)	1,6 (2,0)	2,7 (2,8)
Japan	2,0	2,0 (1,3)	2,1 (2,2)	1,9 (0,7)	1,7 (1,0)
Euroområdet	-0,6	-0,3 (-0,2)	1,1 (1,5)	-0,4 (-0,1)	0,9 (0,9)
Sverige	1,1	1,0 (1,2)	2,8 (3,0)	1,2 (1,2)	2,6 (2,6)
Världen	3,0	2,8 (3,3)	3,6 (4,1)	-	-

* Siffror inom parentes anger Skandias prognoser från i januari

** Avser konsensusprognoser sammanställda av Consensus Economics i september 2013. Siffror inom parentes anger konsensusprognoser från januari.

SAMMANFATTNING – HUVUDSCENARIO (60 PROCENT SANNOLIKHET)

Varmare konjunkturväder, men isbergen finns kvar

Den globala konjunkturen håller på att återhämta sig efter de senaste årens finans- och skuldkriser. De gröna skott som kunde anas i våras har under sommaren vuxit sig starkare – mycket tack vare fortsatt kraftigt expansiv penningpolitik.

För ett år sedan fanns gott om reella risker som kunde sätta krokben för den globala konjunkturen: debaclet kring det amerikanska budgetstupet, risk för hårdlandning i Kina och akuta problem med skuldhanteringen i flera sydeuropeiska länder. De här problemen är fortfarande inte lösta, vilket inte minst märks på att det amerikanska budgetbråket än en gång riskerar att lamslå ekonomin. Men **den globala konjunkturen har trots dessa risker stabiliserats och fått fastare mark under fötterna**. De värsta fallgroparna har kunnat undvikas och nya krishärddar har begränsats. Oron för okontrollerade dominoeffekter har därmed lagt sig.

Bilden av en begynnande cyklisk återhämtning, som vi målade upp i januari, står sig därför fortfarande.

Prognoserna för 2013 har dock dragits ned något främst pga. sämre utfall för BNP under slutet av 2012 och början av 2013 samt i vissa fall även pga. revideringar av BNP-historiken. Under hösten och vintern räknar vi dock med att tillväxten fortsätter att återhämta sig i linje med starkare ledande indikatorer i de flesta regioner.

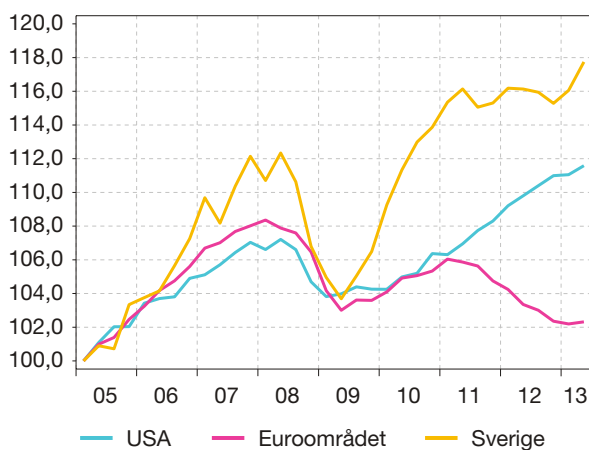
Den globala återhämtningen är dock inte homogen utan drivs av olika starka motorer. Det är framför allt de utvecklade länderna i Europa och USA som bätrat på sig. Den amerikanska ekonomin förbättras i stadig takt och återhämtningen sker på relativt bred front

– dvs. både i den inhemska efterfrågan och i industriproduktionen. I euroområdet har den segdragna recessionen brutits. BNP för andra kvartalet visade tillväxt igen för första gången sedan 2011, även om det sker från en mycket låg nivå. Japan har fått en skjuts av kraftiga finans- och penningpolitiska stimulanser. Effekterna av dessa beräknas hålla i sig det kommande året.

I Sverige är ekonomin tudelad. Den inhemska efterfrågan är god och drivs av starka och välmående hushåll. Här sticker Sverige ut jämfört med utvecklingen i exempelvis USA och euroområdet. Det som håller tillbaka tillväxten på aggregerad nivå är svag industriproduktion till följd av knackig omvärldsefterfrågan. Den relativt starka kronan har dessutom gjort det extra motigt, vilket syns i att svensk tillverkningsindustri utvecklats sämre än för flera andra ekonomier. Jordmånen för svensk tillväxt ser dock god ut det kommande året. Den globala återhämtningen kommer gynna exporten. Dessutom kommer en expansiv valbudget med ytterligare skattesänkningar ge mer bränsle till hushållen.

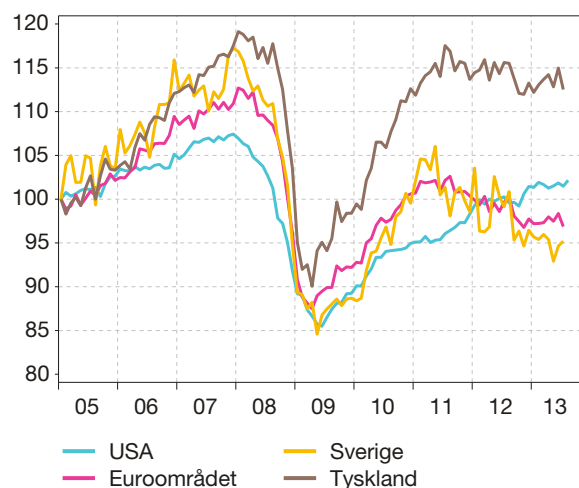
Smolket i bågaren står dock tillväxtländerna för. **En kombination av cykliska och strukturella faktorer har gjort att konjunkturen i de flesta tillväxtmarknadsländer bromsat in det senaste året.** Länderna har drabbats av växtvärk och tillväxten har hämmats av flaskhalsar och kapacitetsbegränsningar. Dessutom har förväntningar på mindre stimulanser från den amerikanska centralbanken Fed skapat turbulens på valutamarknaderna för flera tillväxtländer – speciellt de som har stora och växande bytesbalansunderskott

Inhemska efterfrågan
Index 2005 = 100



Source: Reuters EcoWin

Industriproduktion
Index 2005 = 100



Source: Reuters EcoWin

och därmed är beroende av utländsk finansiering. Receptet för att frigöra den långsiktiga tillväxtpotentialen i dessa regioner är att genomföra strukturella reformer. Det kommer dock att ta tid. I ett kortare perspektiv räknar vi ändå med att konjunkturen når botten i år, för att sedan vända uppåt med draghjälp från de utvecklade länderna.

Den globala inflationen har varit fortsatt dämpad de senaste åren till följd av mycket ledig kapacitet och låg efterfrågan. När konjunkturläget nu förbättras och det leder till gradvis bättre arbetsmarknader kommer det underliggande inflationstrycket att stiga något. Men det blir ingen stor omsvängning, då det kommer ta tid att stänga de stora negativa utbudsgapen.

En cyklisk återhämtning i den globala konjunkturen innebär dock att penningpolitiken står inför ett vägska. Hittills har centralbankernas gödsel i form av både låga styrräntor och kvantitativa åtgärder agerat smörjmedel för de finansiella marknaderna och stöttat konjunkturen. Nu börjar det bli dags att fundera på hur olika exit-strategier kan se ut – dvs. hur centralbankerna i framtiden ska skala ned de gigantiska stödåtgärderna för att så småningom återgå till ett mer normalt läge.

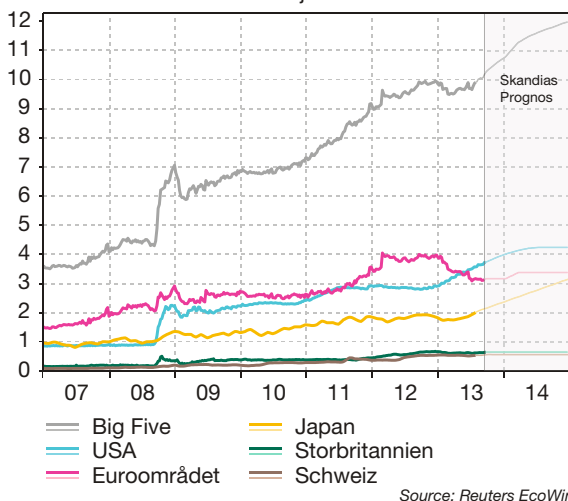
Behovet av fortsatta stimulanser ser dock olika ut för olika regioner. **I USA närmar sig tidpunkten då den penningpolitiska gasen ska lättas.** Det är också något som Fed tydligt signalerat sedan i våras. Förväntningar om att Fed ska trappa ned på sina obligationsköp har fått amerikanska obligationsräntor att stiga relativt kraftigt. Det har även dragit med sig omvärldens marknadsräntor uppåt och skapat nervositet och mer

volatila börser. Det är tydligt att reträttvägen inte kommer att bli helt enkel. För Fed blir det en utmaning att lätta på stimulanserna utan att strypa den pågående återhämtningen. **Samtidigt innebär en fördröjning av exit att risktagandet på de finansiella marknaderna kan fortsätta öka med risk för att finansiella bubblor byggs upp.** Vi räknar med att Fed börjar minska sina obligationsköp mot slutet av året för att helt sluta köpa obligationer nästa sommar. Först mot slutet av 2014 kan styrräntan höjas försiktigt.

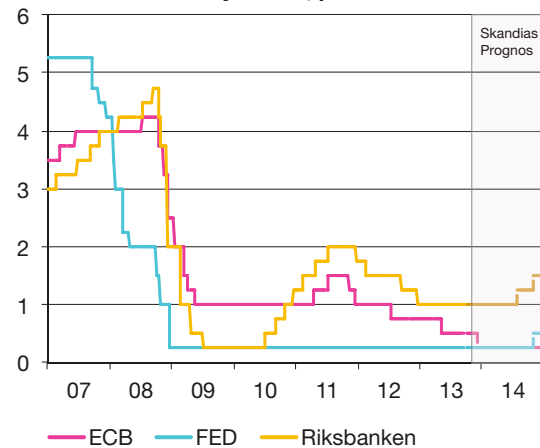
I euroområdet finns däremot inga signaler på att den europeiska centralbanken ECB är på väg att dra ned på stimulanserna. Tvärtom. För att motverka uppgången i marknadsräntor sänker ECB troligen styrräntan till 0,25 procent mot slutet av året. Det är också sannolikt att ECB vidtar ytterligare stimulanser och åter expanderar sin balansräkning, som faktiskt krympt det senaste året. På så sätt kan ECB försöka mildra den fragmentering som fortfarande råder inom euroområdet. Det är fortfarande stora skillnader i räntenivåer mellan nord- och sydeuropa samt mellan stora och små företag. **Även Japan fortsätter den inslagna vägen med mycket expansiv penningpolitik,** där målet är att dubbla den monetära basen inom två år.

Riksbanken befinner sig i ett annat läge. Tadelningen mellan starka hushåll och svag industri har förstärkts de senaste åren. Flera internationella organ som IMF, OECD och EU-kommissionen har påpekat att hushållens skuldsättning är hög och att det finns risker för att huspriserna är något övervärderade. Denna kombination utgör en sårbarhet och risk för tillväxten framöver. I det avseendet har Sverige mer gemensamt med

Big Five: Centralbankers balansräkningar
Tusen miljarder USD

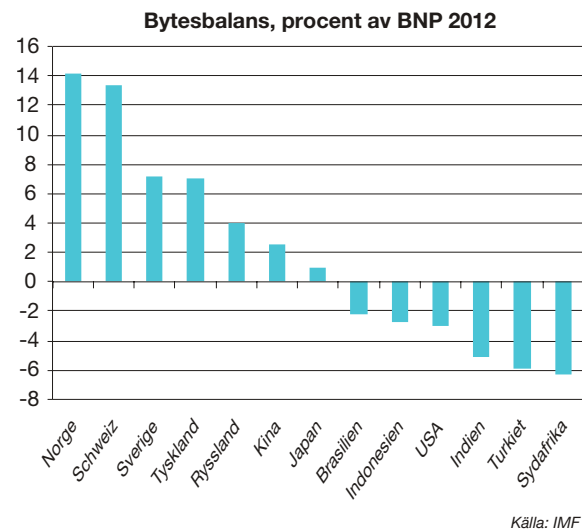
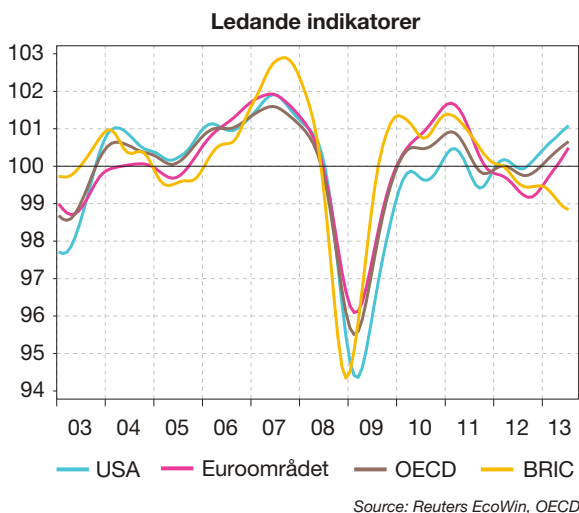


Styrräntor, procent



andra små ekonomier som exempelvis Norge och Nya Zeeland – som också har liknande tendenser – än med USA och flera länder i Europa, som redan gått igenom krascher på fastighetsmarknaderna. **För Riksbanken handlar det om att stimulera ekonomin utan att de finansiella obalanserna förstärks.** Det betyder att reporäntan nått botten och ligger kvar på 1 procent fram till nästa sommar, för att därefter höjas i gradvis takt.

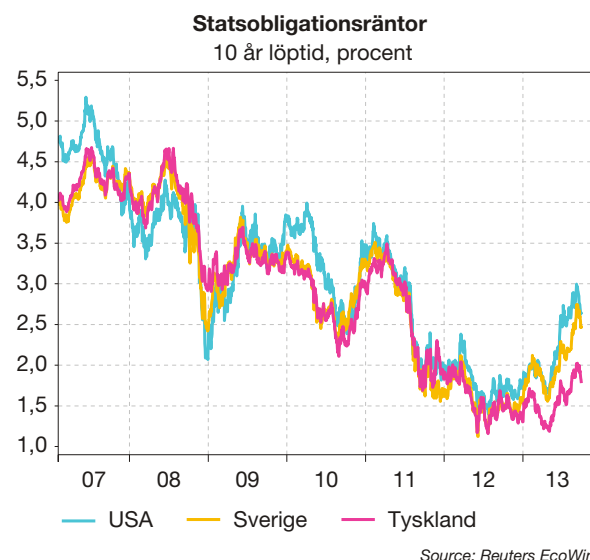
Sammantaget kommer centralbankernas överskottslikviditet att fortsätta öka. Sedan finanskrisens utbrott 2008 har den totala balansomslutningen för de fem stora centralbankerna från USA, euroområdet, Japan, Storbritannien och Schweiz mer än fördubblats till nästan 10 000 miljarder dollar. I slutet av 2014 kommer den siffran att ha vuxit ytterligare till ca 12 000 miljarder dollar.



Finansiella marknader – fördel för aktier men risk för ökad volatilitet

De senaste årens ultralätta penningpolitik har bidragit till att hålla obligationsräntorna nere. Samtidigt har centralbankernas kvantitativa åtgärder i kombination med bättre konjunkturutsikter varit nyckelingredienser för bättre riskaptit och stark börsavkastning det senaste året.

Under sommaren har vi dock fått ett trendbrott på räntemarknaderna och långräntorna har stigit relativt kraftigt på kort tid. **I vändpunkter, som den vi just nu är inne i, är det vanligt att marknaderna överreagerar.** Det är därför troligt att marknaden sprungit i förväg lite väl snabbt. Men långräntor på 2–3 procent är fortfarande låga nivåer i ett historiskt perspektiv. **Trenden med stigande obligationsräntor kommer att fortsätta i takt med att konjunkturen stärks.** Det är dock troligt att vi kommer att se mer inslag av volatilitet, när rän-



tenivåer ska normaliseras efter flera år av konstgjord andning. **På räntemarknaderna föredrar vi därför kortare löptider och företagsobligationer med god kreditvärdighet.** Företagsobligationer har avkastat mycket bra de senaste åren och den största vinsten har vi troligen bakom oss. För ränteplacering är det dock fortsatt mer attraktivt att placera i kreditobligationer med högre ränta än i statsobligationer. **Det finns dock en risk att jakten på avkastning gör att räntan på vissa företagsobligationer blir för låg i förhållande till investeringens risk.** Därför utfärdas en liten varning för att vissa krediter kommer att bli för dyra och inte återspegla den fulla risken i ett längre perspektiv. Det gäller särskilt så kallade "high-yield"-obligationer och obligationer utgivna av tillväxtmarknadsländer.

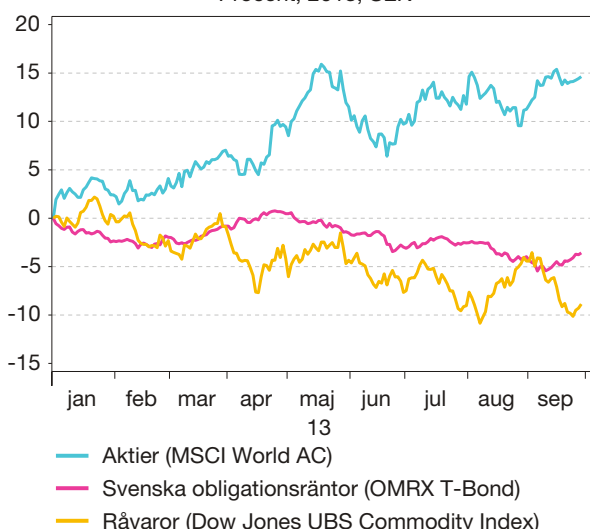
För börserna kvarstår gynnsamma förutsättningar. Aktier brukar ha ett uppsving under en period av cyklisk återhämtning, som den vi nu ser framför oss. Lägg dessutom till att centralbankernas överskottslikviditet består och att räntor ännu inte normaliserats. I ett scenario med fortsatt stigande marknadsräntor framstår aktier fortfarande som attraktivt. Företagen har dessutom fortfarande hög lönsamhet och starka balansräkningar generellt sett. Sammantaget är det flera faktorer som talar för att riskaptiten ökar och därmed gynnar aktier. **Marknader som förväntas gå bättre i denna fas med cykliskt uppsving är de marknader som hittills i år inte gått lika starkt och därmed fortfarande ser relativt attraktiva ut värderingsmässigt.**

Det gäller exempelvis Europa samt tillväxtmarknadsländer med bytesbalansöverskott som exempelvis Kina och Ryssland.

Samtidigt finns det flera faktorer som pekar på att resan framöver inte blir lika spikrak för börsutvecklingen som hittills. Aktier har redan gått mycket starkt i år – framför allt i Japan, USA och Sverige. Då finns alltid risk för besvikelser och bakslag. Många investerare är dessutom redan överviktade i aktier och aktievärderingarna kan inte längre anses vara billiga. Dessutom ska marknaderna vänja sig vid tanken på att Fed närmar sig exit. Trots att vi fortfarande förespråkar en övervikt i aktier i förhållande till räntetillgångar är de lågt hängande frukterna plockade, och **man bör vara beredd på att volatiliteten kommer att öka.**

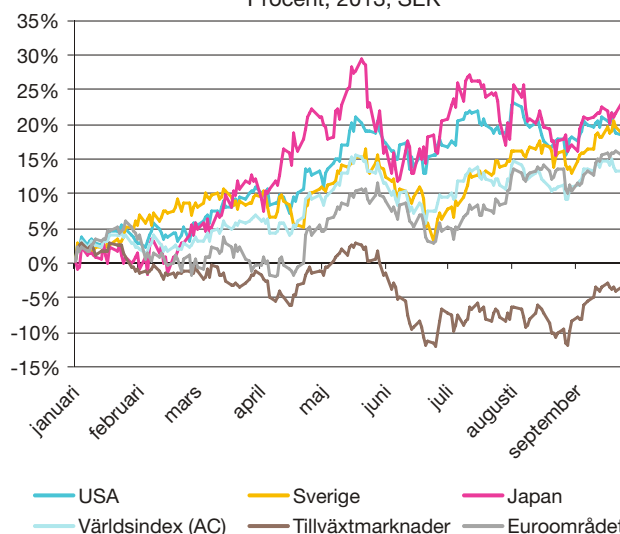
Råvaror har de senaste åren underpresterat i förhållande till andra tillgångsslag. Normalt sett brukar råvaror gå bra i en cyklisk uppgång. Ökad geopolitisk oro och risk för militära konflikter i mellanöstern är något som kan driva upp råvarupriser i det korta perspektivet. På lång sikt innebär dock omställningen i Kina från investeringsdriven till konsumtionsinriktad ekonomi en nedåtrisk för råvaror på lång sikt. Det gör att vi sammanlagt har en neutral syn på råvaror som tillgångsslag.

Total avkastning olika tillgångsslag
Procent, 2013, SEK



Source: Reuters EcoWin

Total avkastning
Procent, 2013, SEK



Källa: Bloomberg

RISKSCENARIER

Hur ser riskbilden ut?

I vårt huvudscenario har vi en optimistisk grundsyn. Men låt oss vara tydliga med att en hel del utmaningar och risker kvarstår för världsekonomin. Tidigare har vi liknat konjunkturen vid ett fartyg som seglar på ett hav där risken att stöta ihop med ett isberg är stor.

I vårt huvudscenario råder relativt vackert konjunkturväder, men det betyder inte att isbergen har smält bort. De finns kvar och lurar under ytan. Centralbankernas massiva stimulans har mest handlat om att lindra symptomen på finans- och skuldkrisen. De underliggande problemen med för höga skulder hos såväl stater som banker i exempelvis euroområdet kvarstår dock fortfarande. Det finns därmed en relativt stor risk att vi för närvarande befinner oss i stormens öga och att stormvindarna återvänder.

Samtidigt finns också möjligheten till betydligt ljusare utsikter än i vårt huvudscenario. Det finns ofta en tendens att underskatta styrkan i en återhämtning – särskilt som det nu sker tillsammans med en mycket lätt penningpolitik.

Nedan har vi sammanställt hur vi ser på riskbilden genom att teckna upp två olika riskscenarier. I de olika scenarierna finns exempel på händelser som kan ändra på utsikterna i vårt huvudscenario. **Vår sammanvägda bedömning är att nedåtriskerna fortfarande dominerar.**

Nedåtrisker: I stormens öga (30 procent sannolikhet)

- **Den snabba och relativt kraftiga uppgången av långräntor kyler av återhämtningen i både USA och Europa.** Budgetbråket i USA eskalerar och får större konsekvenser. Den amerikanska ekonomin är inte tillräckligt motståndskraftig för att tåla det stramare finansiella läget och den globala återhämtningen kommer av sig.
- De underliggande problemen med för höga skulder hos såväl stater som banker i euroområdet kommer upp på bordet igen och skapar osäkerhet. **Nya stresstester visar att banker fortfarande är i behov av nytt kapital,** men den politiska förmågan att lösa problemen är fortfarande låst. Det riskerar att utlösa en ny runda av bristande marknadsförtroende i euroområdet.
- **År av låga räntor riskerar att öka risktagandet på finansiella marknader på ett sätt som inte är hälsosamt.** När räntorna stiger och läget blir mindre

gynnsamt är risken stor att ökad volatilitet och lättflyktiga kapitalflöden orsakar turbulens på de finansiella marknaderna. Särskilt tillväxtmarknader med stora bytesbalansunderskott är sårbara. **Marknadsturbulensen utlöser en kedja av konsekvenser, som är svåra att överblicka och som bidrar till finansiell instabilitet.**

- I Kina lyckas den politiska ledningen inte att parera nedgången i investeringar och produktion med bättre inhemsk efterfrågan. Samtidigt växer problemen med för stor och icke-hållbar kreditgivning, vilket riskerar att leda till en tvärnit i den kinesiska ekonomin.
- I Sverige fortsätter huspriserna att stiga och skuldsättningen ökar mer än vad som är hållbart. Åtgärder för att dämpa utvecklingen knäcker hushållens förtroende och riskerar att strypa den privata konsumtionen, som utgör motorn för den svenska ekonomin.
- Geopolitisk oro och eskalerande militär konflikt i mellanöstern.

Uppåtrisker: Solid återhämtning (10 procent sannolikhet)

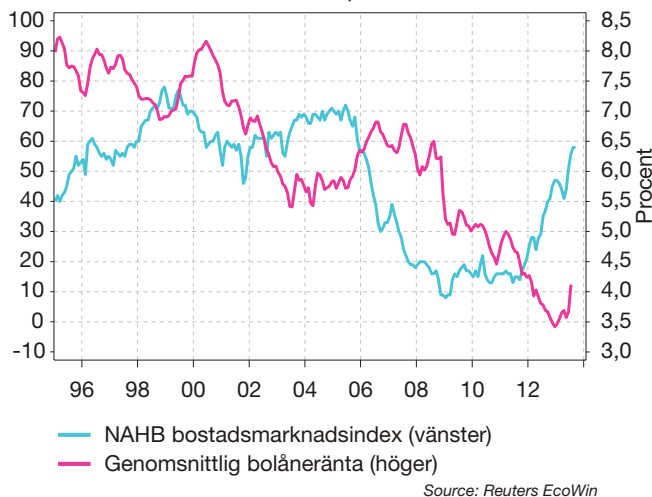
- **Fortsatt expansiv penningpolitik köper tid åt politiker i euroområdet att fördjupa den politiska och ekonomiska integrationen och få lösningar på plats för att minska de underliggande skuldproblemen.** Det skapar bättre grund för mer hållbar och långsiktig återhämtning i euroområdet.
- Den amerikanska återhämtningen blir starkare än väntat. Pragmatiska politiska kompromisser minskar den politiska osäkerheten och amerikansk ekonomi blir allt mer självbärande och utgör en viktig drivmotor för global återhämtning.
- Tillväxtmarknader gynnas av den exportdrivna återhämtningen och växer snabbare än väntat. Strukturella reformer för att komma till rätta med underliggande flaskhalsar börjar dessutom ta form. Kina adresserar de växande lokala skulderna genom kapitalinjektioner och minskar därmed risken för en hårdlandning.
- I Sverige dämpar de nya makrotillsynsåtgärderna skuldsättningen hos hushållen och huspriserna kyls av utan dramatik.

Översikt av enskilda ekonomier

USA – motorn varvar upp

Den amerikanska ekonomin har förbättrats gradvis men i stadig takt det senaste året. Och det är flera parallella faktorer som bidrar till återhämtningen. **Temperaturen på fastighetsmarknaden har fortsatt att stiga med ökad byggaktivitet och stigande priser.** Högre bostadspriser och börsuppgång har stärkt hushållens balansräkningar. Detta har i kombination med förbättrad arbetsmarknad lyft hushållens stämningsläge. Framtidstron har ökat och konsumentförtroendeindikatorer är nära de högsta nivåerna sedan 2007.

USA: Bostadsmarknadsindex och bolåneränta
Indexnivå och procent



Även industrin är inne i en expansionsfas och gynnas bland annat av energiboomen och den nya tekniken att utvinna olja och gas ur skiffersten. Det har stärkt konkurrenskraften för framför allt företag med stor andel energiförbrukning. Det finns också en tendens att amerikanska företag börjar flytta hem produktion från exempelvis Kina där lönekostnaderna ökar. På sikt är det något som kan gynna sysselsättningen inom verkstadssektorn, som drabbats av hårda nedskärningar sedan finanskrisen.

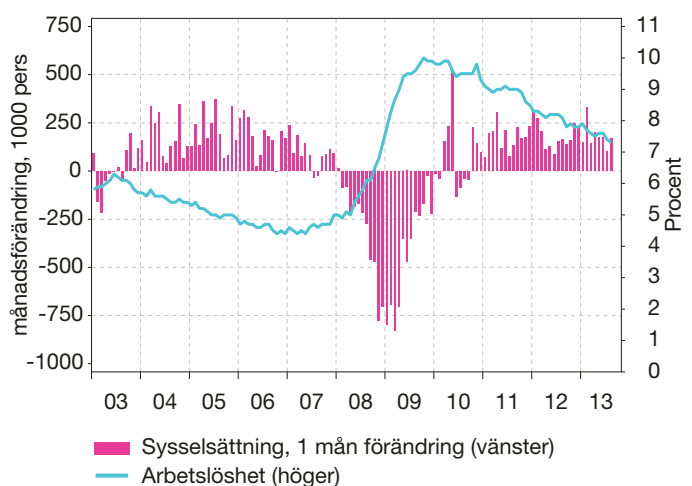
Rädslan för att finanspolitiken skulle strypa återhämtningen har kommit på skam. Budgetunderskottet har blivit betydligt mindre än väntat tack vare en kombination av bättre konjunktur och fler jobb samt politiska kompromisser som gett högre skatteintäkter och lägre utgifter. Den finanspolitiska motvinden blev därmed inte så stark som befarad. De politiska låsningarna finns fortfarande kvar och har redan resulterat i att delar av statsförvaltningen stängts ned temporärt. Ny budgettram samt höjt skuldtak ska röstas igenom och

det kommer att bli en politiskt skakig höst, men vi räknar med att det i slutändan blir en kompromiss mellan demokrater och republikaner. Tyvärr verkar det som att Obama är allt för bakbunden för att kunna lägga fram nödvändiga skattereformer, som skulle kunna rätta till USAs långsiktiga obalanser mellan växande utgifter och mycket lågt skattetryck.

Det som hittills släpat efter i konjunkturcykeln är företagens investeringar. Lågt resursutnyttjande och den stora politiska osäkerhet som präglat debatten har lagt en hämsko på investeringsklimatet. Det har fått företag att vara återhållsamma med sina investeringsplaner. **Det finns dock ett uppdämt investeringsbehov efter flera år där återinvesteringar skjutits på framtiden.** Sammantaget börjar allt fler hjul i den amerikanska ekonomin att snurra och vi räknar med att återhämtningen tilltar och tillväxten accelererar till 3 procent nästa år.

I takt med att återhämtningen blir allt mer självbärande blir det dags för Fed att minska på den penningpolitiska stimulansen. Tågorningen är att först trappa ned de månatliga obligationsköpen tills Feds balansräkning inte längre ökar och sedan försiktigt höja räntan. Vägledande för tidpunkten blir styrkan i arbetsmarknadsutvecklingen i kombination med hur ekonomin svarar på att de finansiella förhållandena stramas åt redan nu. I vanlig ordning har marknaderna sprungit i förväg på rena förväntningar om kommande exit och det har resulterat i att marknadsräntorna redan stigit relativt markant. Fed verkar bekymrad över att den snabba uppgång av bolåneräntor ska äventyra

USA: Arbetsmarknad



återhämtningen. Utmaningen för Fed blir att balansera mellan penningpolitisk kommunikation, avläsa marknadsreaktioner och att faktiskt börja nedtrappningen av stimulanserna.

Vi räknar med att Fed börjar en försiktig nedtrappning av obligationsköpen under vintern och sedan gradvis minskar köpen för att upphöra helt till sommaren 2014. Fed siktar på att få ned arbetslösheten från dagens 7,5 procent till 6,5 procent innan man funderar på räntehöjningar. Styrräntan kommer därför att ligga kvar runt noll tills arbetslösheten sjunkit ytterligare. **Om dagens förbättringstakt på arbetsmarknaden håller i sig betyder det att arbetslösheten är nere på 6,5 procent nästa sommar och att Fed kan börja med en försiktig höjning av styrräntan mot slutet av 2014.**

Euroområdet – försiktig förbättring

Under sommaren har tecknen på att euroområdet är på väg att resa sig blivit allt fler. Konjunkturbarometrarna har förbättrats stadigt, den mycket höga arbetslösheten har slutat att öka, och efter sex kvartal i rad med sjunkande tillväxt uppvisade euroområdets samlade BNP en överraskande stark ökning under andra kvartalet. **Det är en välkommen förbättring även om det sker från en mycket låg nivå.**

Det finns dock fortfarande skäl att betrakta återhämtningen i euroområdet med försiktighet. **Utmaningarna är fortsatt mycket stora och de underliggande problemen med för stora skulder bland såväl stater som banker kvarstår.** Grekland är fortfarande i behov av en skuldnedskrivning och banksektorn behöver både bantas och tillföras nytt kapital. Här har fortfarande mycket lite gjorts. Inte förrän dessa problem adresserats ordentligt kommer euroområdet att kunna få en hållbar återhämtning. Budgetunderskotten är fortfarande stora i många länder. Och i ett längre perspektiv kommer man att tvingas återkomma med nedskärningar för att konsolidera statsskulden till långsiktigt hållbara nivåer.

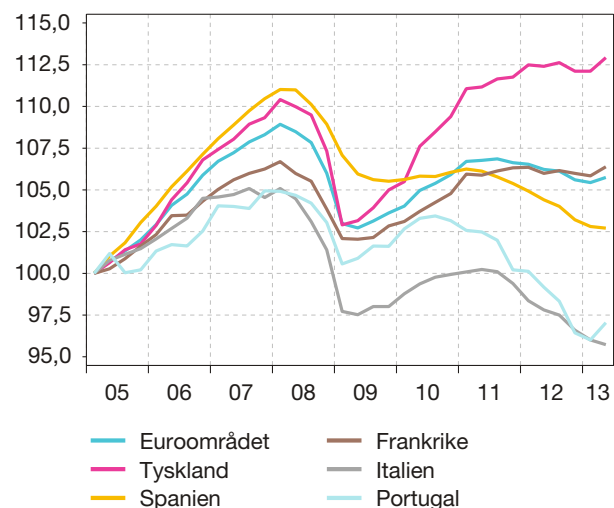
Det råder också fortsatt stora ekonomiska spänningar inom euroområdet. Av de stora euroländerna är det endast Tyskland och Frankrike som bidrar positivt till regionens samlade tillväxt i år. I Tyskland finns förutsättningar för god tillväxt: rekordlåg arbetslöshet, konkurrenskraftiga företag och draghjälp av en relativt svag euro. **Tyskland kommer därmed fortsätta vara motorn i euroområdet.** I de krisdrabbade sydeuropeiska länderna hålls återhämtningen tillbaka av svag

inhemsk efterfrågan. Skyhögt arbetslöshet, strama finansieringsförhållanden och finanspolitiska åtstramningar håller nere både konsumtion och investeringar. I det korta perspektivet underlättas konjunkturåterhämtningen av att svångremspolitiken lättas något under nästa år, men den inhemska efterfrågan i sydländerna kommer vara dämpad genom hela prognosperioden.

Även om det negativa bidraget från de krisdrabbade sydeuropeiska länderna blir allt mindre, så räcker det inte för att få till positiv tillväxt för euroområdets samlade BNP, som krymper med 0,3 procent i år. Under nästa år räknar vi med att de flesta länderna bidrar positivt till regionens tillväxt igen, vilket gör att den samlade BNP växer med 1,1 procent 2014.

Trots att utsikterna för euroområdet ser lite ljusare ut är tillväxten fortfarande bräcklig. Utrymmet för finanspolitiska lättnader är ytterst begränsade och därför står hoppet till fortsatt stöd från penningpolitiken. ECB signalerar fortsatt låg styrränta under lång tid. **Det är troligt att ECB sänker räntan ytterligare från 0,50 procent till 0,25.** Den effektiva dagslåneräntan är dock redan nära noll, så en sänkning har troligen begränsad effekt. Därför är det troligt att vi får se ytterligare kvantitativa åtgärder för att åter öka ECBs balansräkning. Penningpolitiken kan dock inte lösa de underliggande problemen som euroområdet dras med. Det är av största vikt att åtgärder för att rätta till sjukdomsorsakerna kommer på plats och här kommer det att behövas en kombination av skuldnedskrivningar, strukturreformer och fortsatt integration av eurosamarbetet.

Euroområdet: Real BNP
Index 2005 = 100

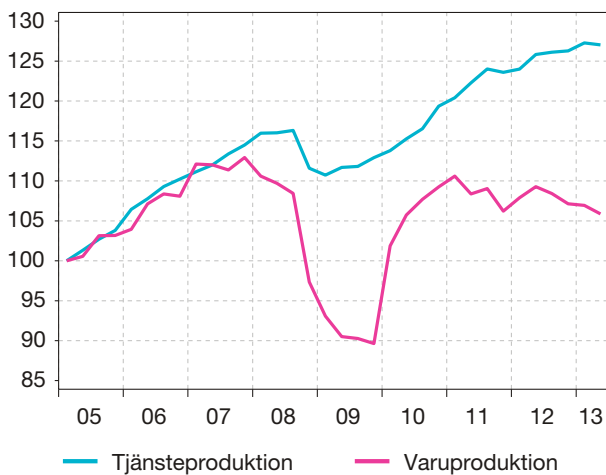


Source: Reuters EcoWin

Sverige – tudelad ekonomi

Svensk BNP-tillväxt har stått och stampat sedan 2011. Men bakom det ljumma läget som helhet döljer sig en tudelad ekonomi. **Medan inhemsk efterfrågan från framför allt hushållen varit god, har industrin haft det kämpigt.** Som liten öppen ekonomi drabbades svensk tillväxt hårt under finanskrisen 2008 och 2009. Efter den initiala chocken återhämtade sig dock tillväxten snabbt igen under 2010 och 2011, och därmed kunde Sverige ta igen hela BNP-tappet. Men de senaste åren har alltså svensk tillväxt haltat sig fram med ett starkt hushållsben och ett svagt industriben.

Sverige: Produktion
Index 2005=100

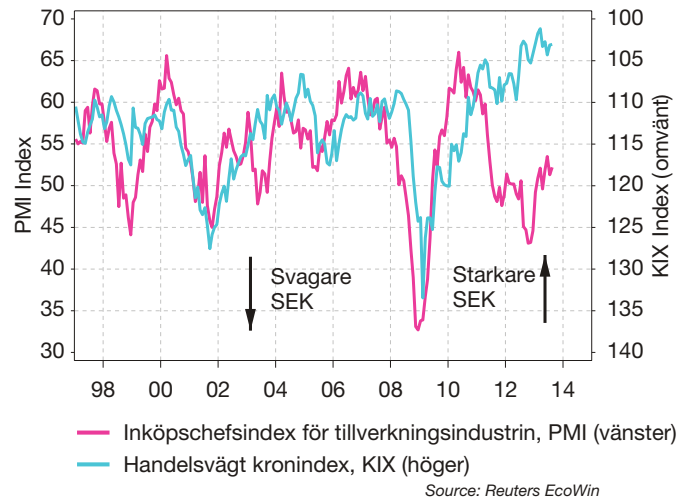


Source: Reuters EcoWin

Industrin har tyngts av svag omvärldsefterfrågan i kombination med en stark krona. I en turbulent omvärld har svensk ekonomi med sunda statsfinanser och bytesbalansöverskott gett kronan en guldkant. Skattningar av den reala växelkursen visar dock inte på extrem stryka. **Kronan är troligen rimligt värderad i dagsläget.** På sikt behöver exportindustrin anpassa sig, vilket medför ett högre omvandlingstryck för att bibehålla konkurrenskraften. **Men även om industrin inte kan räkna med draghjälp av kronan borde exporten gynnas av att Europa och USA nu börjar återhämta sig.** Därmed räknar vi med att se bättre snurr på hjulen redan under hösten.

Samtidigt som industrin kämpat i motvind har hushållen haft det väl förspant med god reallöneutveckling, låga räntor, skattesänkningar och bra utveckling av förmögenheter och bostadsvärden. Hushållen

Sverige: Stark krona tynger industrin



Source: Reuters EcoWin

känner sig rika – åtminstone de som har jobb. Och de som har jobb blir fler. Arbetsmarknaden har fortsatt att gradvis förbättras under sommaren. Arbetslösheten ser ut att ha toppat och är på väg ned.

Vi står dessutom inför ett valår och regeringen har lagt fram en lätt expansiv budget och det är inte omöjligt att det kommer mer löften när valstriden hettar till oroligt. Jordmånen för att svensk ekonomi ska ta fart ser därför god ut och vi räknar med att tillväxten växlar upp nästa år till knappa 3 procent.

Trots att en bättre konjunktur är i antågande är det troligt att inflationen fortsätter att utvecklas relativt dämpat. Inflationstrycket har varit lågt de senaste åren till följd av den starka kronan i kombination med låga prispåslag från företagen. **Än så länge är de långsiktiga inflationsförväntningarna förankrade runt 2 procent, men de har visat en tendens att tippa nedåt – något som varje centralbank tar på stort allvar.** Allt annat lika borde så låg inflation innebära räntesänkningar.

Men allt annat är inte lika. **Riksbanken väger också in risker kring finansiella obalanser.** Riksbankens direktion har varit splittrad i den här frågan. Majoriteten är dock tydligt bekymrad över hushållens höga skulder, som gör dem sårbara för fallande huspriser. Att Finansinspektionen fått ansvar och verktyg att hantera makrotillsynen ändrar sannolikt inte Riksbankens hållning i den här frågan i närtid.¹ **Nya verktyg att**

¹ Makrotillsyn är ett nytt policyområde som innebär att förebygga och minska risker i det finansiella systemet. Exempel på nya verktyg är höjda riskvikter på bolån och kontracykliska kapitalbuffertar. Dessa åtgärder innebär att bankerna tvingas hålla mer kapital per utlånad krona. Det innebär i sin tur att det blir dyrare för hushållen att låna pengar. En annan åtgärd som diskuterats är amorteringskrav.

dämpa skuldsättningen diskuteras, men än så länge finns inga konkreta åtgärder på bordet och det ser ut att dröja innan det kommer på plats. Regeringen har exempelvis antytt att amorteringskrav inte blir aktuellt innan valet.

Samtidigt fortsätter bostadspriserna att stiga och utlåning till hushållen har börjat vända uppåt igen. För att bromsa en ohållbar utveckling av bostadsmarknaden och skuldsättningen skulle mer övergripande reformer behöva göras. Exempel på åtgärder är ökat byggande särskilt i storstäderna; slopa hyresregleringen; samt minska skatteincitamenten att skuldsätta sig (dvs. minskade ränteavdrag och höjd fastighetsskatt). Dessa åtgärder är dock politiskt kniviga – inte minst under ett valår – och därför inte troligt att de genomförs i närtid. **Det gäller också att gå varsamt fram, så att inte de åtgärder som ska bromsa utvecklingen istället blir så kraftfulla att de utlöser ett stort prisfall på bostäder.** Vid halt underlag gäller det att bromsa försiktigt och i god tid så att bilen inte får sladd.

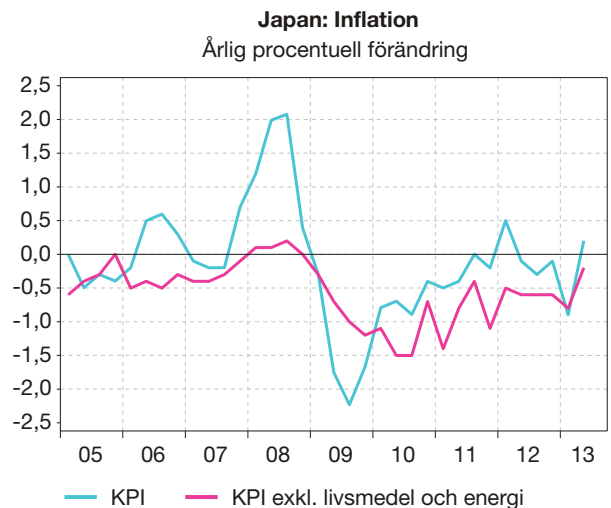
Riksbanken kommer därför även fortsättningsvis att vara klämd mellan att ta hänsyn till att inflationen ligger under målet, men samtidigt undvika att spä på skuldsättningen. Det är ingen lätt pedagogisk uppgift och Riksbankens oberoende och trovärdighet riskerar att ifrågasättas av dessa spänningar. Sammantaget räknar vi med att reporäntan nu är på botten för den här konjunkturcykeln. Men en höjning dröjer sannolikt till tredje kvartalet och därefter sker försiktiga höjningar.

Japan – Stimulansinjektioner hjälper tillväxten

Den nye japanska premiärministern Shinzo Abe har varit fast besluten att kicka igång den stagnerade japanska ekonomin efter år av kräftgång. Åtgärdsprogrammet går under benämningen Abenomics och bygger på tre pelare: finanspolitiska stimulanser motsvarande 2 procent av BNP, expansiv penningpolitik med fördubblad monetär bas och höjt inflationsmål, samt strukturreformer med målsättningen att förbättra Japans tillväxtpotential och konkurrenskraft.

De två första pelarna – expansiv finans- och penningpolitik – har gett ekonomin en välbehövlig energiinjektion. Tillväxttakten ökar, stämningläget i industrin har höjts och på senare månader har även inflationen börjat stiga och letat sig över nollstrecket. Inflationen beror till stor del på att ynförsvagningen har drivit upp kostnaderna för importerade varor – inte minst energi.

Nu har Abe plockat de lågt hängande frukterna och för att det ska bli en varaktig förbättring i ekonomin behövs att den tredje pelaren – reformpolitiken – implementeras. **Hittills har de konkreta reformförslag som lanserats varit småskaliga och inte tillräckliga för att uppfylla de högt ställda förväntningarna.**



Högst upp på önskelistan står arbetsmarknadsreformer. Trots att den japanska arbetslösheten på 3,8 procent är långt under nivån i andra utvecklade länder lider arbetsmarknaden av stelheter och inflexibel lagstiftning. För att parera landets demografiska utmaningar med en både krympande och snabbt åldrande befolkning behövs en ökning av arbetskraftsutbudet. Det skulle exempelvis kunna ske genom ökad sysselsättningsgrad bland kvinnor, som ligger omkring 60 procent jämfört med 80 procent för män.

Med stöd av fortsatt mycket expansiv ekonomisk politik räknar vi med att japansk BNP växer med runt 2 procent både i år och nästa år.

Tillväxtmarknader med växtvärk

Det senaste decenniet har vi varit bortskämda med att tillväxtländer varit en viktig tillväxtmotor för världsekonomin, men det senaste året har tillväxten i många av dessa länder varit en besvikelse. BRIC-ländernas tillväxt har sjunkit från tillväxttal runt 8–12 procent till betydligt lägre nivåer.² Kina bromsar in mot 7–7,5 procent, Indien mot 5 procent, medan Ryssland och

² BRIC-länderna utgörs av Brasilien, Ryssland, Indien och Kina.

Brasilien saktat in rejält och växer nu runt låga 2–3 procent i årstakt.

Avmattningen i tillväxtländerna har berott på en kombination av cykliska och strukturella faktorer.

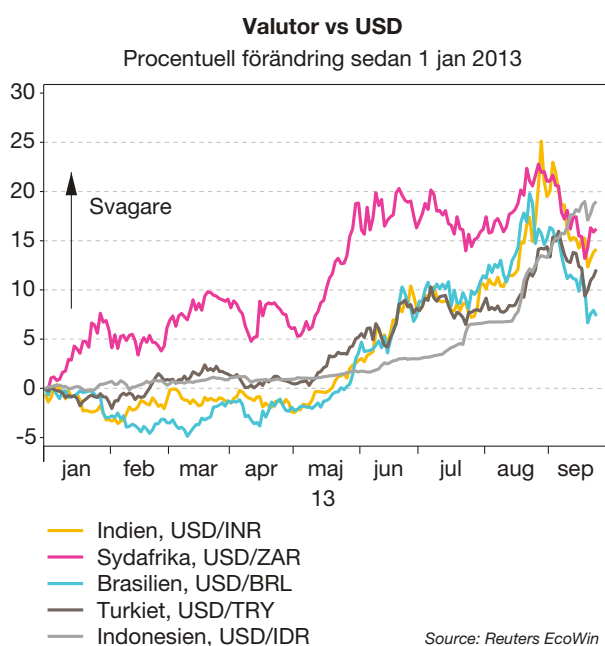
Tillväxtländerna har inte undgått att bli påverkade av den globala konjunkturavmattningen. När amerikanska, europeiska och japanska konsumenter har deppat har det även påverkat efterfrågan på tillväxtekonomiernas varor. Det har särskilt drabbat tillväxtekonomier med stor exportsektor samt stora råvaruproducenter, som är väldigt beroende av den globala konjunkturutvecklingen.

Dessutom är behovet av nödvändiga reformer och strukturella förändringar stort i många tillväxtländer som lider av växtvärk och hämmas av kapacitetsbegränsningar. Det syns exempelvis tydligt i både Ryssland och Brasilien. Tyvärr är reformarbetet som ska förbättra utbudssidan av ekonomierna eftersatt på många håll, och det har visat sig i form av för hög inflation i vissa länder och för dålig konkurrenskraft i

andra länder. I Kina, som är den i särklass största och viktigaste tillväxtmarknaden, har avmattningen stabiliserats under året. Politikernas strategi är att övergå från stimulans av varuproduktion och investeringar till en mer konsumtionsbaserad tillväxt, driven av bättre levnadsstandard hos hushållen. Det är en omställning som kommer att ta tid, och i den processen har tillväxten bromsat. Framöver kommer tillväxten att ligga omkring 7–7,5 procent snarare än tvåsiffriga tillväxttal.

Under sommaren har flera tillväxtländer drabbats av utflöden av kapital som orsakat kraftigt fallande valutor. Marknadsturbulensen har skett i spåren av en förväntad nedtrappning av Feds kvantitativa åtgärder och visar hur sårbara tillväxtländerna är för lättflyktiga kapitalflöden. De länder som har drabbats värst är de som har stora eller växande bytesbalansunderskott som exempelvis Indien, Indonesien, Brasilien och Turkiet. Däremot har länder med bytesbalansöverskott, som exempelvis Kina och Ryssland, inte påverkats i samma utsträckning, eftersom de inte är beroende av utländsk finansiering på samma sätt.

Flera tillväxtmarknadsekonomier är sårbara, men det finns förmildrande omständigheter som gör att en regelrätt valutakris kan undvikas. I dag har dessa länder rörliga växelkurser, vilket kraftigt reducerar risken för förödande valutaspekulationer. Centralbankerna har också lyckats motverka en allt för stor försvagning med hjälp av valutainterventioner och höjda styrräntor. Högre styrräntor är dock inte optimalt i ett läge när tillväxten redan är bräcklig, men däremot kan valuta-försvagningen gynna exporten i dessa länder. **Den pågående återhämtningen hos de utvecklade länderna kommer också hjälpa till att stabilisera tillväxtekonomierna framöver.** Den avmattning som tillväxtekonomierna gått igenom borde därmed nå en botten i år för att försiktigt vändas uppåt nästa år.



Begränsning av ansvar: Informationen i denna publikation baseras på Skandias egna bedömningar vid tidpunkten för publicerandet samt på andra källor. Bedömningarna utgår från faktorer och uppgifter som kan visa sig vara oriktiga. Bedömningar och slutsatser som presenteras kan komma att ändras och det kan ske utan att Skandia distribuerar information om förändringen. Skandia ställer därför inga garantier och gör inga uttåg eller uttåg om köp eller försäljning av finansiella instrument, någon uppmaning till sådana transaktioner eller något råd. Det ankommer på användaren av informationen att själv värdera riktigheten, tillförlitligheten och fullständigheten av informationen.

Historisk avkastning är ingen garanti för framtiden. Pengar som placeras i fonder kan både öka som minska i värde och det finns ingen garanti att få tillbaka hela det insatta kapitalet. Att fatta investeringsbeslut innebär alltid ett risktagande och varje sådant beslut fattas självständigt av kunden och på dennes eget ansvar.

Denna information är avsedd enbart för personer och företag med hemvist inom den europeiska unionen och det ekonomiska samarbetsområdet samt i Schweiz och således inte riktat till person hemmahörande i USA eller något annat land där tillgängliggörande på något sätt är begränsad.