

## 2005: Ingen lösning på de globala obalanserna

### God svensk tillväxt – fortsatt låg inflation

- Den globala konjunkturen bromsar in något när den ekonomiska politiken stramas åt. BNP-tillväxten fortsätter dock att ligga över den trendmässiga.
- Ökande inflationsfaror i USA medan disinflationskrafterna förstärks i Europa
- Växande räntegap mellan USA och Europa räcker ej för att vända de underliggande obalanserna.
- Sverige klarar sig bra. Inflationen ligger kvar på mycket låg nivå och räntehöjning blir aktuell först mot slutet av året.

2004 blev ett år med stark global tillväxt men samtidigt förvärrades de underliggande globala obalanserna. Underskottet i den amerikanska bytesbalansen satte rekord, med dollarfall som följd. Låga realräntor gav stöd till börser och fastigheter; uppbyggnaden av skulder och tillgångar fortsatte i hela världsekonomin. Detta utgör viktiga förutsättningar för nedanstående kvalitativa uppdatering av de viktiga trenderna och riskerna i den globala och svenska ekonomin för 2005. Nästa fullständiga prognos presenteras i februariutgåvan av *Nordic Outlook*.

Obalanserna i handeln mellan USA och Asien samt uppblåsta balansräkningar utgör latent hot på medellång sikt. Förr eller senare måste amerikanerna höja sitt sparande. Gradvisa anpassningar tvingas fram efter hand, men under 2005 blir dessa förhållandevis små. Federal Reserve höjer räntan i fast takt, men inte så mycket att den amerikanska tillväxten hämmas allvarligt.

Med en viss inbromsning i USA och Kina, en kraftigare sådan i Japan och med en europeisk konjunktur som står och stampar kommer den globala ekonomin att bromsa in en del i år. Icke desto mindre kommer den globala tillväxten att ligga runt 4 procent, vilket är något över den trendmässiga nivån.

I huvudsak består därmed de globala obalanserna även 2005. Dollarn slits mellan stigande amerikanska räntor och bestående bytesbalansproblem. Resultatet kan bli tillfälliga styrkeryck men den underliggande dollarförsvagningen fortsätter dock.



Dollarfallet kommer att sätta avtryck på ett flertal områden även 2005. Skillnader avseende tillväxt, inflation och räntenivåer mellan USA och Europa drivs till viss del av dollarns svaghet. Denna bidrar till att centralbankerna på ömse sidor av Atlanten ställs inför vitt skilda förutsättningar. Dollarfallet medförde bara under andra halvåret 2004 en monetär stimulans i USA, som nästan helt kompenserade Feds höjningar. I Europa, däremot, medförde starkare valutor en tydlig åtstramning, utan motsvarande penningpolitiska lättad.

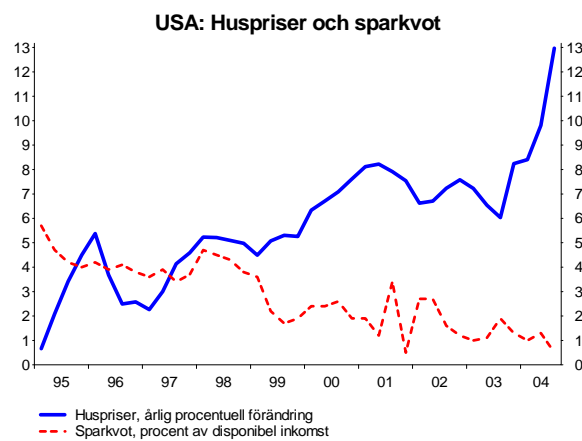
#### Ränteförändring som neutraliserar växelkursrörelsen under andra halvåret 2004

	Växelkurs, %-förändring	Trade off mellan ränta och växelkursl	Motsvarande ränteförändring p.e.
USA	-8.0	1:10	0.8
Euro-zonen	3.4	1:7.5	-0.5
Sverige	2.7	1:4	-0.7

#### Tilltagande inflationstryck i USA

Stigande korträntor och mindre expansiv finanspolitik bromsar den amerikanska ekonomin, samtidigt som en svagare dollar och ett uppdämt investeringsbehov utgör de viktigaste expansiva krafterna. Nettoeffekten av dessa faktorer blir att BNP-tillväxten saktar in till ca 3½ procent; något högre än den trendmässiga nivån.

Mycket talar för att riskerna i år snarast ligger på uppsidan. Den starkare konkurrenssitsen har redan bidragit till att förbättra stämningläget i industrin de senaste månaderna. Med starka balansräkningar har företagssektorn goda möjligheter att internfinansiera investeringar och är därför tämligen okänslig för räntehöjningar. Hushållssektorn är mer utsatt med rekordlåg sparande och hög skuldsättning. Men så länge huspriserna fortsätter uppåt och jobbtillväxten tuffar på finns också i hushållssektorn motståndskraft mot en stramare ekonomisk politik – i alla fall i ett kortare perspektiv.



Inflationshotet har blivit mer påtagligt den senaste tiden. Med en svag dollar, effekter från tidigare höjningar av insatsvarupriser och en avmattning i produktivitetstillväxten smyger sig inflationen långsamt uppåt, med risk för obehagliga överraskningar.

Det finns således skäl att påskynda den ekonomisk-politiska åtstramningen i USA. I viss mån kommer det säkert också att ske genom fortsatta Fedhöjningar under första halvåret; det är troligt att man agerar vid varje FOMC-möte. Samtidigt finns omsorgen om den kortsiktiga konjunkturutvecklingen i bakgrunden;

Greenspan vill inte att hans sista år ska kännetecknas av att en för snabb ränteuppgång bryter konjunkturen.

Finanspolitikens ändras i åtstramande riktning. Men vårt huvudtips är att Bush-administrationen är för upplåst vid sin politik på skatte-, socialförsäkrings- och försvarsområdena för att någon resolut omläggning av finanspolitiken ska ske i år.

### SEB:s prognos för USA

#### Årlig procentuell förändring

	2004	2005	Riskbias
BNP	4,4	3,6	Uppåt
Kärninflation	1,5	2,6	Uppåt
Fed funds ränta	2,25	3,75	Uppåt

Slutsatsen blir då att åtstramningsdosen totalt inte blir större än att **obalanserna i allt väsentligt består**. De amerikanska huspriserna fortsätter upp, bytesbalansen förbättras inte och de amerikanska hushållens sparande fortsätter att ligga extremt lågt. Det innebär att bytesbalansen fortsätter att sätta tryck på dollarn, även om allt vidare räntegap mellan USA och Europa bromsar fallet och sannolikt ger rekyler i det korta perspektivet.

Att den reala effektiva justeringen av växelkursen hittills utgjort mindre än hälften av den förra dollarnedgången (under slutet av 1980-talet), trots att de externa obalanserna är långt större nu, kan ses som en indikation på att den långsiktiga trenden nedåt för dollarn fortsätter.

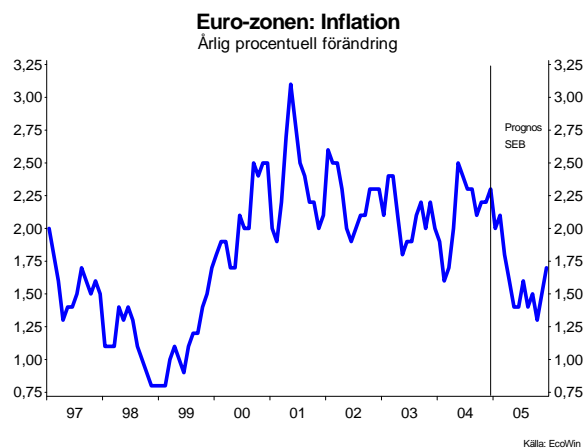
### Snaran dras åt kring ECB

Fallande förtroendeindikatorer och en allt starkare euro har lett till dystrare prognoser för Euro-zonen i allmänhet och för Tyskland och Frankrike i synnerhet. Konsensusprognosen för BNP-tillväxten 2005 börjar nu närma sig 1½ procent. **Möjligen har pessimismen gått väl långt.** Den senaste informationen tyder på en viss

återhämtning under fjärde kvartalet. Likväl är det – i ett läge med långsiktig press uppåt på euron – svårt att se en så pass stark tillväxt att resursgapet börjar minska

**Däremot ser vi möjligheter till att inflationen vänder ned snabbare än vad som ligger i konsensusbilden.** Hittills har prisresponsen på oljeprisnedgång och valutarörelser varit trög. Men det närmaste halvåret kommer effekter från dessa samverka med inflationseffekter från skatteförändringar och andra administrativt satta priser på ett sätt som ger en rejäl nedgång i inflationstakten.

Med en tillväxt under potentiell, fortsatt hög arbetslöshet och en inflation som kryper ned mot 1½ procent framåt värkanten **förändras riskbilden för ECB**. När det inte längre blir trovärdigt med varningar för "second-roundeffekter" eller andra lömska inflationsfaror kommer pressen på räntesänkningar att tillta. Denna spänning blir ett dominerande inslag i 2005 års ekonomisk-politiska miljö.



ECB kommer att spjärna emot i det längsta. Oron över inflationsförväntningar, kreditillväxt och huspriser kommer att lyftas fram ännu hårdare och avsaknaden av genomgripande strukturförändringar och bristande budgetdisciplin kommer att

anföras som hinder för räntesänkningar. Regionala obalanser och omsorg om länder med högt inflationstryck och överhettade husmarknader kan också ges större utrymme. Interventioner på valutamarknaden i linje med agerandet hösten 2000 (med omvända tecken) lär också användas innan räntesänkning tillgrips.

### SEB:s prognos för Euro-zonen

#### Årlig procentuell förändring

	2004	2005	riskbias
BNP	2,0	1,8	Neutral
Inflation (HIKP)	2,1	1,6	Nedåt
Styrränta (Refi)	2,0	2,25	Nedåt

Att 2005 skulle bli det stora genombrottet för strukturreformer är tyvärr inte troligt. På EU-nivå går det trögt. Fiaskot med Lissabon-strategin liksom turerna runt Stabilitetspakten talar sitt tydliga språk. Implementeringen av EU:s tjänstedirektiv påbörjas visserligen i år, men lär inte få några snabba effekter. På sikt är detta en viktig del av reformarbetet eftersom det är här som eftersläpningen mot USA är som tydligast.

Däremot kan de arbetsmarknadspolitiska reformer som genomfördes i Tyskland förra året visa sig få mer genomgripande betydelse än väntat och i efterhand ses som det första stora steget mot en förnyelse av tysk ekonomi.

### Japans deflation biter sig fast men ingen kinesisk hårdlandning

Efter att den japanska ekonomin bromsat in under senare delen av 2004 tyder inget på att deflationen ska släppa sitt grepp under 2005. Tillväxten växlar ner, hushållen är försiktiga med sina konsumtionsplaner och Bank of Japan kommer inte att kunna börja normalisera penningpolitiken under året.

I Kina har kreditåtstramning och inbromsning av offentliga investeringar medfört en försiktig dämpning av tillväxten. Viktigare är att inflationen markant fallit tillbaka under hösten. Det minskar behovet av hårdare åtstramning och därmed torde en **hårdlandning kunna undvikas**. 2005 kommer därför att medföra en förhållandevis god tillväxt, bara något lägre än 2004.

Kinas valuta har nu i 10 år varit fast knuten till dollarn. Eftersom flera andra asiatiska länder följer den kinesiska yuansen har ett asiatiskt dollarblock *de facto* uppstått. Fördelen för de asiatiska länderna valutastabilitet och snabb exporttillväxt, men systemet som helhet bidrar till att de underliggande obalanserna i världsekonomin befästs.

Under 2005 kommer Kina sannolikt att söka mildra dessa negativa effekter genom att genomföra en **mindre revalvering av yuansen mot dollarn**. Vi räknar med en uppskrivning på 5 procent, och att flera andra asiatiska valutor, däribland den koreanska wonen, följer med. Därmed lättar trycket något på euron. Revalveringen är dock inte tillräcklig för att på något grundläggande sätt ändra konkurrensförhållandena eller de globala obalanserna.

### Styrräntor

#### Procent vid årets slut

	2004	2005	2006
USA	2.25	3.75	4.50
Euro-zonen	2.0	2.25	2.50
Japan	0.0	0.00	0.50
UK	4.75	4.50	4.00
Sverige	2.0	2.25	3.00
Norge	1.75	2.25	3.50

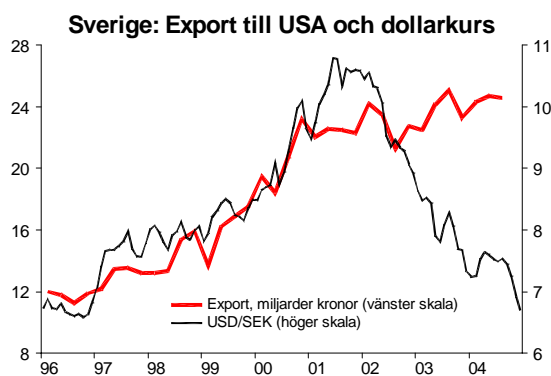
### Svensk ekonomi kvar i gyllene farvatten

Med hög tillväxt och låg inflation befann sig svensk ekonomi i den bästa av världar år

2004. Utvecklingen överraskade positivt på tre, sammanflätade områden: export, produktivitet och inflation. Inför 2005 kretsar de viktiga frågorna kring vad som händer på just dessa områden. Ska vi vänta oss rekyl, normalisering eller ytterligare förstärkning av 2004 års trend?

Stark omvärldstillväxt parad med gynnsam efterfrågeutveckling på såväl teknik- som råvarusidan bidrog till att **exporten** 2004 uppvisade tvåsiffriga tillväxttal. I år kommer global avmattning, effekter av kronförstärkning och mindre gynnsama branschtrender att medföra en viss dämpning av tillväxten.

Efterfrågedämpningen är dock främst hänförlig till lägre tillväxt i USA och Asien medan svenska nyckelmarknader i norra Europa snarast stärks. Samtidigt bör en kronkurs runt 8,80 mot euron inte vara alltför tung att bära. Huvudtipset måste därför bli att exporttillväxten ligger i paritet med marknadstillväxten, dvs 7-8 procent. Risken ligger möjligen i att vi underskattar den ackumulerade effekten av de senaste årens dollarfall och att exporten till dollarländer får sig en större törn.



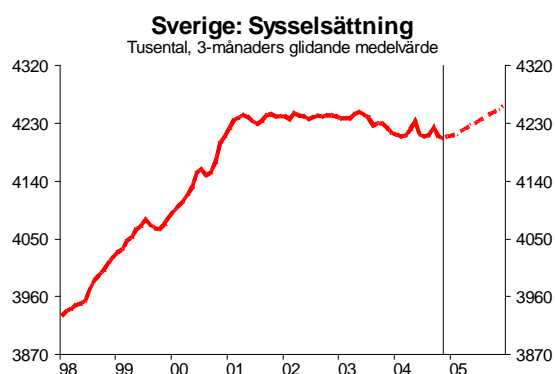
Med en måttlig dämpning av exporten kommer BNP-tillväxten att hållas uppe runt 3 procent. Det råder ingen större tvekan om att den inhemska efterfrågan får en expansiv trend i år. Investeringsaktiviteten

är tydligt på väg upp, mest påtagligt i byggsektor, samtidigt som hushållens konsumtion gynnas av starka balansräkningar och låga räntor.

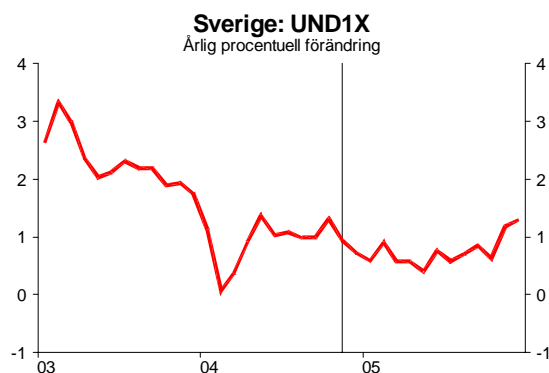
Fjolårets rekordhög **produktivitetstillväxt** reser många frågor. Både internationellt och historiskt var siffrorna exceptionella. Ökningstalen från den nya ekonomins era på slutet av 90-talet överträffades med bred marginal.

Det förefaller inte rimligt att fjolårets ökningstakt kan fortsätta ograverad. Det skulle betyda att Sverige genomgått ett strukturellt skift som inget annat moget industriland är i närheten av. Att den inhemska efterfrågan får större vikt talar också för att jobben ska komma igång. Vår prognos är därför att en försiktig sysselsättninguppgång på en dryg ½ procent kommer i år.

Än så länge ser vi emellertid inga tydliga tecken på någon islossning på arbetsmarknaden, trots att vi letat med ljus och lykta efter en sådan bland de ledande indikatorer som normalt brukar ha hyfsad spårformåga på ett halvårs sikt. Detta gör prognosen osäker; konsekvenserna av såväl en ketchupeffekt som en helt utebliven förbättring skulle bli stora.



Om utvecklingen när det gäller export och produktivitet går mot normalisering kommer **trenden med låg inflation snarast att förstärkas i år**. Förutom makrofaktorer som starkare krona och låga enhetskostnader pressas också inflationen nedåt av hårdare priskonkurrens för livsmedel och klädesr. Fallande elpriser spelar också in under en stor del av året. Vår huvudprognos innebär att den underliggande inflationen ligger lite över ½ procent större delen av året. Riskerna ligger dock på nedsidan, och det är inte omöjligt att vi får se månadssiffror som slickar nollstrecket.



### Riksbanken i skottlinjen

Debatten om penningpolitiken kommer säkert att bli ett genomgående tema under 2005. Med god tillväxt, kreditexpansion och bostadspriser som fortsätter uppåt – samt en finanspolitik som troligen blir än mer expansiv inför valet 2006 – ter sig räntehöjningar motiverade. Men med en inflationstakt som ligger under nedre gränsen för Riksbankens toleransintervall är det svårt för Riksbanken att agera.

Först under årets sista kvartal kryper inflationen över 1-procentsstrecket, vilket

möjliggör öppnar för en **första höjning** i ett sent skede av året.

**Riksbankens situation liknar ECB:s – fast dilemmat är än mer accentuerat.** Att räntepolitiken helt och fullt styrs av inflationsprognosen på två års sikt kan komma att utgöra en oväntad baksida av en i övrigt lyckad inflationsmålsstrategi. Vi räknar med att fler i Riksbankens direktion efter hand blir beredda att tänja på den hittills strikta handlingsregeln, och således vill ta ökad hänsyn till risken för fastighetsbubbla och finansiell instabilitet. Åtminstone kommer detta att bidra till en motvilja mot ytterligare räntesänkningar.

### SEB:s prognos för Sverige

#### Årlig procentuell förändring

	2004	2005	Riskbias
BNP	3,8	2,9	Neutral
Inflation (UND1X)	1,0	0,8	Nedåt
Styrränta (repo)	2,0	2,25	Nedåt

Ränteläget blir i vilket fall som helst fortsatt lågt även under 2005. **Kronan fortsätter att förstärkas** mot såväl dollarn som euron. I dessa avseenden ter sig den svenska ekonomin stark också i år.

Samtidigt växer ett antal problem. Frågetecknen kring det finansiella ramverket blir allt större genom att budgetsaldot allt mer avlägsnar sig från målet samtidigt som viktiga reformer av socialförsäkringssystemet skjuts på framtiden.

**Ekonomisk Analys:**

Klas Eklund, chefekonom	+46 8 763 80 88	klas eklund@seb.se
Håkan Frisén, chef för Ekonomisk Analys	80 67	hakan.frisen@seb.se
Bo Enegren, ekonom	85 94	bo.enegren@seb.se
Ann Enshagen Lavebrink, ekonomassistent	80 77	ann.lavebrink@seb.se
Olle Holmgren, ekonom	80 79	olle.holmgren@seb.se
Mikael Johansson, ekonom	80 93	mikael.johansson@seb.se

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.