

Länsförsäkringars Konjunkturprognos 2004:4

Laddat för överraskande inflationsuppgång

Efter drygt ett år av kraftfull återhämtning i världsekonomin så väntar återigen lugnare tillväxt. En stor del av denna nedväxling sker till följd av att finans- och penningpolitik stramas åt från sitt expansiva läge. Om så inte sker väntar med stor sannolikhet en överraskande inflationsuppgång under 2006.

Konjunkturutvecklingen under hösten har i stort följt våra prognoser. Vi gör därför inga stora förändringar i våra antaganden. Denna rapport tittar istället på riskerna – både för en starkare och för en svagare utveckling.

Här är några av de huvudsakliga riskerna:

- **Oväntat slut för låginflationsekonomin.** Våra beräkningar visar att världens ledande ekonomier kommer vara nära fullt kapacitetsutnyttjande i slutet på prognosperioden, vilket medför ett stigande inflationstryck. Många aktörer tycks dock ta utvecklingen med ro och spår fortsatt press på inflationen från ökad global konkurrens. Men är det verkligen säkert att så blir fallet?
- **Arbetsmarknaden vaknar till liv som vanligt.** Normalt har stark konjunkturutveckling förr eller senare alltid renderat i ökad sysselsättning. Vi tror inte att mönstret kommer att brytas, utan ser en betydande förbättring framöver. Men vad händer om sysselsättningen inte tar fart?
- **Ny uppgång i oljepriset.** Oljepriset har den senaste tiden fallit tillbaka till mer motiverade nivåer. Vi tror att priset fortsätter nedåt under nästa år, vilket bör gynna tillväxten. Men risken för att priset stiger igen och etablerar sig på en högre nivå är överhängande. Vad skulle det innebära för världsekonomin?
- **Oförutsedd ränteuppgång.** Vi ser en normalisering av räntenivåerna i vårt huvudscenario, mycket till följd av fortsatt ökande upplåning och stigande inflation. Men många finansiella aktörer tror på fortsatt låga räntor, och har positionerat sig därefter. Vad händer om de har fel?

Sammantaget ser vi en fortsatt återhämtning i världsekonomin och uppgång på börserna under prognosperioden. Tillväxttakten dämpas dock mot tidigare år, vilket till stor del beror på att den ekonomiska politiken ställs om i mindre expansiv riktning och att vinstutvecklingen bromsar in. Vi bedömer att räntorna kommer att stiga under de närmaste 12 månaderna, främst i USA. För Europas del väntar dock en lugnare räntestegring än vi tidigare räknat med. Tillväxten i världsekonomin kommer att dämpas från omkring 4,5 procent i år till runt 4 procent under 2005 och 2006.

Länsförsäkringars BNP-prognos (föregående inom parentes)

Procentuell årsförändring	2002	2003	2004	sep	2005	sep	2006	sep
USA	1,8	3,0	4,4	(4,4)	3,7	(3,6)	3,5	(3,5)
Europa	1,0	0,8	2,0	(2,2)	2,0	(2,4)	2,3	(2,4)
Euroområdet	0,9	0,5	1,7	(1,9)	1,9	(2,3)	2,3	(2,5)
Sverige	1,8	1,5	3,3	(3,6)	3,4	(3,3)	3,0	(3,0)
Storbritannien	1,8	2,2	3,2	(3,3)	2,5	(2,5)	2,1	(2,0)
Japan	-0,3	2,5	4,0	(4,0)	2,0	(2,3)	1,6	(1,5)
Asien	5,5	5,4	7,5	(7,5)	6,5	(6,5)	6,2	(6,2)
Latinamerika	-1,2	1,5	5,0	(4,9)	4,7	(4,4)	4,5	(4,5)
Östeuropa	4,6	5,0	5,5	(5,2)	4,8	(4,8)	4,5	(4,5)
OECD, totalt	1,7	1,9	3,6	(3,7)	3,0	(3,1)	3,0	(3,0)
GLOBAL BNP	2,5	3,3	4,5	(4,5)	4,0	(4,0)	3,9	(3,9)

Konjunktur

Konjunkturer i kritiskt vägsål

Under hösten 2004 har konjunkturutvecklingen i världsekonomin fortsatt ungefär som vi har förutsett. Samtidigt är utvecklingen i många avseenden motsägelserfull. Medan finansmarknader allt mer söker skydd för olika tänkbara kriser, så talar de flesta underliggande faktorerna om en utveckling som i allt väsentligt liknar den förväntade.

Utgångsläget är fortfarande det att världsekonomin efter lågkonjunkturer har god tillgång på outnyttjade resurser. Särskilt i arbetskrafthänseende finns det lediga resurser att tillgå i de största ekonomierna. Men även när det gäller medel till investeringar så har företagen god tillgång till billigt kapital – både i form av egengenererade starka kassaflöden liksom en finansmarknad som översållas med billiga krediter.

Men resursläget går samtidigt tydligt mot en strämare situation. Tillväxten under 2004 har varit betydligt starkare än vad som är långsiktigt hållbart i många länder. Arbetsmarknaden har tagit fart i den amerikanska ekonomin – låt vara i en takt som fortfarande är långsammare än historiska samband gör gällande. Och där företagen inte använder kapitalmarknadens överskott så kliver allt fler regeringar fram med kraftigt underbalanserade statsbudgetar.

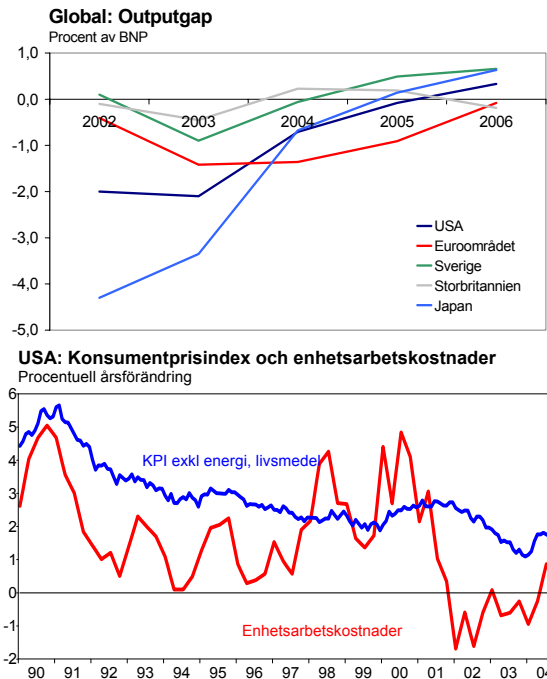
Gör man beräkningar av produktionsgap, det vill säga avståndet mellan faktisk och potentiell tillväxt, så kommer man också till slutsatsen att resursläget kommer att bli allt mer ansträngt de kommande åren. Visserligen uppstår ingen extrem överhettningssituation i någon ekonomi. Likväl kommer varje positiv överraskning i tillväxten som inte härstammar från antingen ökad produktivitet eller arbetskrafttillväxt också ge ett genomslag på inflationen framöver.

Det är därför vi gör bedömningen att vi nu står inför ett ekonomisk-politiskt vägsål. Med en fortsatt expansiv politik ökar riskerna för ett överhettningsscenario. Det kommer troligtvis inte märkas redan under 2005. Men skulle penning- och finanspolitik fortsätta på den inslagna vägen även under nästa år så kan 2006 mycket väl innebära att konjunkturer överhettas.

Låginflationsekonomin mot vägs ånde

Detta leder oss in på den första risken, nämligen att låginflationsekonomin kan komma till ett abrupt slut. I dagsläget tycks nämligen knappt någon seriös aktör räkna med att inflationen tar fart.

Samtidigt föreligger flera samverkande förutsättningar för ett stigande inflationstryck. Det gäller först och främst den expansiva finans- och penningpolitiken.



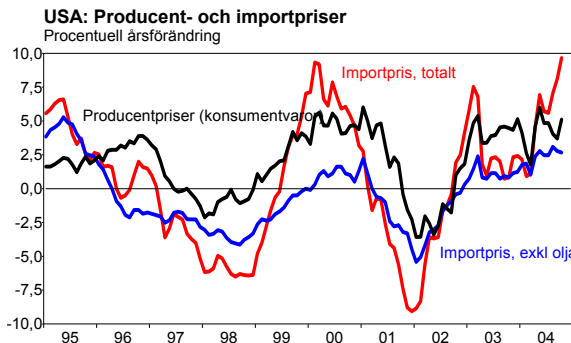
Enligt både historiska snitt och i absoluta tal är penningpolitiken i de flesta stora länder idag extremt expansiv. Den tumregeln ekonomer använder är att de nominella räntorna ska motsvara den nominella tillväxten för att vara neutrala. Det skulle innebära en styrränta på mellan 4 och 6 procent i de flesta OECD-ekonomierna vid dagens tillväxt. I själva verket ligger räntan fortfarande på knappt hälften av detta. Höjs inte styrräntan så kan alltså situationen lätt urarta.

Vad gäller statsfinanserna så räcker det med att titta på budgetsaldona i några utvalda länder för att konstatera att en extremt expansiv situation föreligger. I USA visar den federala budgeten ett underskott på omkring 4 procent av BNP, vilket innebär att staten måste låna cirka 500 miljarder dollar för att täcka sina utgifter. Samma situation gäller även i de största EMU-länderna, liksom de sedan länge underfinansierade statsfinanserna i Japan.

Den andra inflationsimpulsen kommer från arbetsmarknaden. Visserligen växer sysselsättningen fortfarande svagt. Men det som styr inflationstrycket är i större grad företagens kostnader för arbetskraften. Denna beror i hög grad på produktivitetens utvecklingen. De senaste tre-fyra åren har produktiviteten varit extremt hög – över 4 procent i många ekonomier. Men i takt med att arbetsmarknaden tar fart så minskar företagens möjlighet att hålla tillbaka kostnaderna. Det syns redan i att enhetsarbetskostnaderna i vissa ekonomier nu tydligt vänt uppåt.



Konjunktur



En tredje inflationsimpuls kommer i vissa ekonomier från de kraftiga valutasvängningarna. För den amerikanska ekonomin har beslutsfattare länge hävdad att en stark dollar varit en del av politiken för att hålla nere prisökningarna i USA. Nu försvagas dock dollarn, och knappt någon vågar idag säga hur mycket svagare dollarn kan komma att bli. Detta har i sin tur börjat ge avtryck på amerikanska importpriser. Även producentpriser stiger snabbt, vilket också är en följd av allt högre råvarupriser.

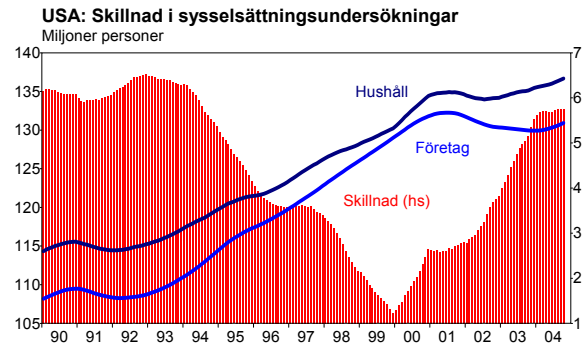
Förr eller senare bör dessa faktorer slå igenom på konsumentpriserna. I värsta fall kommer det som en chock för finansmarknaderna när så också sker, vilket kan leda till att inflationsförväntningarna tar fart. Men vår gissning är att inflationstrycket kommer att stiga gradvis, med en begränsad effekt på räntorna.

Bättre sysselsättning kan bli ett hot

En viktig anledning till att många bedömare inte ser något inflationshot de närmaste åren är den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden i många länder. Sysselsättningsutvecklingen i USA har exempelvis under många månader understigit vad som bedöms vara den takt som krävs för att långsiktigt kunna förse befolkningen med arbetstillfällen.

Men statistiken är osäker. Stora revideringar har förekommit förut, vilket har ställt tidigare bilder av utvecklingen på ända. En indikation på att sysselsättningen i USA underskattas är de stora skillnaderna mellan hushållens och företagens rapporter om hur många som har jobb respektive hur många som är avlönade. Ekonomer brukar i första hand förlita sig på företagsundersökningen, främst för att den har en bredare undersökningsbas än hushållsmätningen.

Skillnaden mellan dessa två mätningar har samtidigt vuxit på senare tid. Omkring 6 miljoner fler hushåll anser sig sysselsatta jämfört med hur många som företagen rapporterar sig sysselsätta. Denna stora skillnad kan inte bara förklaras av undersökningsmetodiken. Istället är det troligt att företagsundersökningen



underskattar sysselsättningen. Samma utveckling syns under tidiga 90-talet, men ju längre högkonjunkturen fortskred desto mindre blev skillnaden. Troligtvis får vi se samma utveckling de kommande åren.

Ser man till den normala effekten av stigande tillväxt så finner man också att det gradvis ger tydliga effekter på arbetsmarknadsutvecklingen. För svensk del så är utbytesförhållandet mellan tillväxt och sysselsättning närapå 1:1 på 12-månaders sikt för varje procentenhet tillväxt över 2 procent. Motsvarande effekter i den amerikanska ekonomin är att varje procentenhet tillväxt över tiden ger 0,7 procents ökning i sysselsättningen. Det innebär att både i Sverige och USA bör sysselsättningsstillväxten för de kommande åren vara positiv med cirka 1-1,5 procent per år i Sverige och 2,5 procent per år i USA.

Vår slutsats är således att arbetsmarknaden kommer att uppvisa en tydligt bättre utveckling de kommande åren. Detta bör i sin tur hämma företagens möjlighet att effektivisera produktionen och öka produktiviteten. Nyanställda har normalt lägre produktion per arbetad timme än de som redan jobbar. Som tidigare nämnts riskerar detta att addera till ett redan påtagligt stigande kostnadstryck.

Om så inte blir fallet är risken för en svagare utveckling betydande. Någon risk för att svag sysselsättningsutveckling ska leda till en ny lågkonjunktur tror vi dock inte finns. Troligtvis skulle en svag arbetsmarknadsutveckling rendera i att perioden av en extremt lätt penningpolitik förlängs genom att förväntade räntehöjningar skjuts på framtiden. Produktiviteten bör samtidigt kunna bibehållas på en högre nivå, vilket fortsätter att generera god vinsttillväxt i företagen. Såväl hushåll som företag skulle således kunna bibehålla sin finansiella ställning även i ett sådant scenario.

Oljeprisets bromsverkan avtar

Ett högre oljepris än många väntat sig tillhör de största minusposterna i världsekonomin under det gångna året. Samtidigt har den reala effekten på världsekonomin av

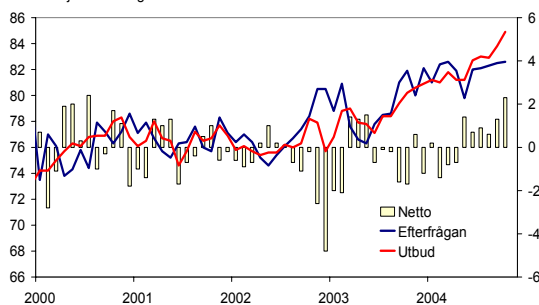


Konjunktur

oljeprisets stegring varit mindre än många fruktat. Ser vi tillbaka på våra prognoser för ett år sedan så har utfallen under 2004 ändå överträffat våra förväntningar. Det troliga är istället att tillväxten varit ännu högre under innevarande år om inte oljepriset rusat i höjden.

Vi bedömer att priset på olja kommer att falla tillbaka under nästa år till cirka 35 dollar per fat. Detta bygger vi på att tillväxten i oljeförbrukning dämpas påtagligt efter den senaste tidens prisuppgång. Medan årets förbrukning legat omkring 2,5 miljoner fat per dag högre än fjolårets, så kommer nästa års förbrukning att bara vara omkring 1 miljon fat per dag högre än i år. Detta motsvarar ungefär den produktionsnivå som de oljeproducerande länderna hållit under höstmånaderna. Den kapacitet som tillkommer marknaden under nästa år blir alltså ett nettotillskott i kapacitet.

OLJA: Utbud och efterfrågan
Miljoner fat/dag



Samtidigt är detta ingen garanti för att priset faller. Produktionen av olja har under de senaste fem åren varit väsentligt lägre än vad som förbrukats. Det har också medfört att lagernivåerna i världen fallit. Ska lagernivåerna tillbaka till tidigare nivåer så kan det dröja lång tid innan oljemarknaden når balans igen, och priserna stabiliseras.

Kan man då räkna med samma godartade utveckling som i år om oljepriset biter sig fast? Nja, delvis. Vi tror visserligen att världsekonomin även långsiktigt kan hantera ett oljepris på 50 dollar per fat. Det motsvarar trots allt inte mer än lite drygt 15 dollar i 1980 års penningvärde.

Samtidigt ska man inte underskatta den psykologiska effekten ett högt oljepris har på konjunkturen. Såväl hushåll som företag har tenderat att agera försiktigare när oljepriset stigit. Det riskerar att bli den dominerande effekten på kort sikt om oljepriset biter sig kvar. Därtill kan vissa branscher få ytterligare problem, inte minst det redan krisdrabbade flyget. Risken blir också att ett bestående högt oljepris till slut ger större inflationsimpulser än de vi redan sett.

Å andra sidan så skulle trenden mot investeringar i mer förnyelsebara och mer effektiva produktionsmeto-

der förstärkas. Oljeintensiteten i industrin är enligt OECD:s beräkningar bara hälften av vad den var 1970 i OECD-länderna. Och även i utvecklingsländer har oljeintensiteten sedan år 2000 fallit med drygt 10 procentenheter. Ett högt oljepris skyndar i så motto på den nödvändiga omställningen till effektivare produktion.

Ett stigande oljepris innebär i slutänden också bara en omfördelning av resurser från konsument- till producentländer. Den stärkta ekonomin i mellanöstern kan lyfta regionens investeringar, vilket även kommer företag i andra länder till gagn. Dels via ökad import av t ex bilar och konsumtionsvaror i regionen. Men också för att investeringar i eftersatt infrastruktur ofta kommer multinationella industrikoncerner till godo. Det bör åtminstone till viss del väga upp de negativa effekterna som oljeprisutvecklingen medför för västvärlden.

Räntor tillbaka mot normala nivåer

En konsekvens av stigande temperatur i världsekonomin brukar ofelbart vara att räntorna stiger. Så har inte varit fallet under det senaste året, då räntorna i många länder fortfarande är nära sina lägstannivåer. Till viss del kan de låga räntorna förklaras av att inflationen varit låg, och att aktörer i allt större utsträckning räknar med att så ska bli fallet även framöver. Men vad händer om de har fel? Som vi tidigare skrivit så föreligger enligt vår mening en påtaglig risk för stigande inflation de närmaste åren.

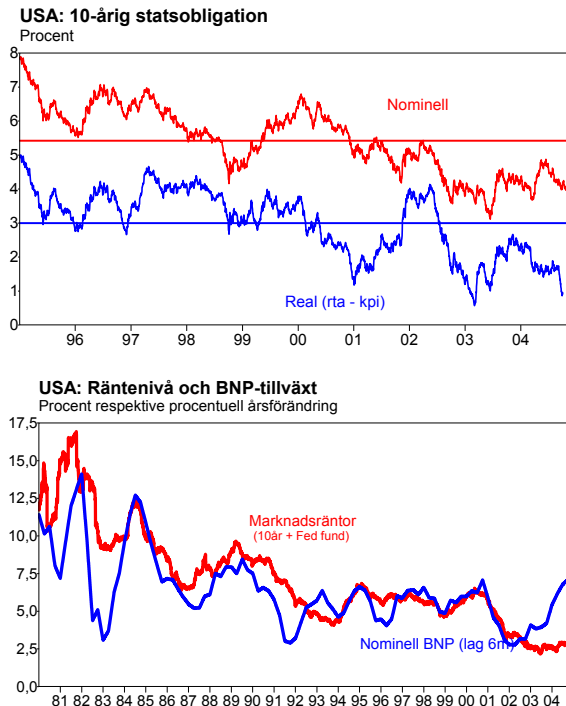
Först låt oss diskutera lite vad som är en normal nivå på räntan. Det är nämligen rimligt att räntenivåerna i en allt mer internationaliserad värld närmar sig varandra, och som helhet blir lägre än då investerare är bundna till sin egen marknad. Möjligheten att snabbt dra sig ur en marknad och leta lägre räntor på annat håll ökar konkurrensen om kapital. Investerare söker numera globalt efter den marknad som kan ge högst riskjusterad avkastning. Det betyder i klartext att man både tittar på nivån på räntan, samt hur denna nivå varierar över tiden.

De senaste åren är det framförallt volatiliteten som har minskat, det vill säga räntenivån har blivit mer förutsägbar. Det är enligt vår mening en viktig förklaring till varför man även framledes kan räkna med räntor som ligger under de historiska snitten. Med större förutsägbarhet i räntenivån så minskar också risken att det snabbt uppstår oväntade förluster i ränteportföljen. Därav faller också avkastningskravet.

Dagens avkastningskrav är dock orimligt låga. För amerikanska inflationsskyddade obligationer betalas idag en ränta på drygt 1,5 procent. Det är bara en tredjedel av realräntan mot slutet av 1990-talet. Ännu värre



Konjunktur / Ränta och valuta



blir det om man jämför dagens nominella räntor med dagens inflation. Då ger en tioårig amerikansk statsobligation mindre än 1 procent i avkastning. Visserligen ska ju dagens ränta diskonteras med den förväntade inflationen under obligationens löptid för att man ska få den korrekta realräntan. Det innebär att marknaden snarare räknar med fallande inflation den kommande tiden om de två räntemåtten ska vara jämförbara.

Inte heller när man jämför räntenivåer och nivån på tillväxten blir man idag särskilt övertygad om att lågräntekonomin kommer att bli bestående. Över längre perioder finns en god koppling mellan ränta och nominell BNP-tillväxt. Det är bara de senaste två-tre åren som sambandet tycks vara brutet. Trots nominell tillväxt på över 5 procent i årstakt så är jämförbara marknadsräntor bara lite drygt 2 procent.

Vi ser därför en anpassning tillbaka till normala nivåer i vårt huvudscenario. Risken är emellertid att många aktörer har felpositionerat sig på marknaden under de senaste årens lågräntemiljö. Rekylen uppåt kan mycket väl bli kraftigare än vårt huvudscenario. Lägg därtill att flera samverkande faktorer hållit nere räntorna under senare år, som exempelvis asiatiska centralbankers stödköp av dollartillgångar, den svaga upplåningen i näringslivet och den minskade volatiliteten på räntemarknaden.

Sammantaget ger detta en betydande risk för att ränteuppgången under kommande år blir starkare än vad många idag väntar sig.

Ränta och valuta

Vi gör en del förändringar av våra ränte- och valuta-prognoser för det kommande året. Vi ser framförallt lägre långräntor och långsammare räntehöjningar i Europa, medan räntorna i USA troligen stiger något mer än vi tidigare räknat med.

Federal Reserve i USA väntar vi oss fortsätter att höja i samma utstakade takt som vid de senaste fyra höjningarna. Det innebär att räntan mot slutet av året kommer att nå 4 procent. Först därefter kan det bli tal om att avstå från höjningar. Mycket avgörs dock av hur arbetsmarknaden utvecklas under nästkommande år, liksom om dollarförsvagningen fortgår. Risken är både att räntan kan höjas snabbare och långsammare än i vårt huvudscenario.

För ECB:s del ser det fortsatt ut att vara gott om tid innan räntan behöver höjas. Den starka euron har haft återhållande effekter på tillväxten, och vi vidhåller att det troligtvis varit lämpligare om ECB sänkt räntan tidigare i år. Nu blev så inte fallet, och vi tror därför att en räntehöjning dröjer tills en god bit in på det nya året. Till årsskiftet 2006 bör räntan nå 2,5 procent.

Riksbanken hamnar någonstans mellan ECB och Fed. Visserligen växer svensk ekonomi så det knakar, men arbetsmarknaden släpar efter väsentligt. Ändå börjar det bli dags för Riksbanken att möta ett stigande inflationstryck under den tvåårshorisont som penningpolitiken styr mot. Någon brådska att höja har dock inte Riksbanken, varför vi nu tror att räntan landar på 3 procent till nästa årsskifte.

Vad beträffar de långa marknadsräntorna så ser vi en vidgad ränteskillnad mellan USA och Europa på kort sikt. Detta till följd av att amerikanska räntor stiger samtidigt som europeiska under en tid kommer att ligga kvar på låga nivåer. Under 2006 bör dock räntenivåerna närma sig varandra igen.

Finansiella prognoser

Procent, kurser	Dagskurser 10-dec	Prognoser 12 mån sikt
Fed funds (USA)	2,00	4,00
Refi rate (EMU)	2,00	2,50
Reporänta (Sverige)	2,00	3,00
10 år USA	4,15	5,50
10 år Tyskland	3,64	4,50
10 år Sverige	3,88	5,00
Spread Sv-Ty	0,25	0,50
EUR/USD	1,32	1,10
SEK/EUR	9,02	8,60
TCW	122,77	120



Land för land

Revideringar sedan föregående prognos

Som vi inledningsvis nämnde så gör vi endast marginella revideringar i denna prognos jämfört med den föregående. På en övergripande nivå har den mesta statistiken inkommit som vi förväntat oss under hösten. Men i detaljerna har vi gjort vissa förändringar. Nedan följer de viktigaste förändringarna och antagandena för några länder och områden.

USA

- Trots omfattande oro för att konjunkturuppgången ska avbrytas i förtid så förefaller den amerikanska ekonomin utvecklas väl. Nästa år bromsar tillväxten in något, precis som vi tidigare förutspått. Tillväxten väntas dock fortfarande ligga på eller något över potential de kommande två åren.
- Den privata konsumtionen har i år utvecklats som förväntat, vilket är ett styrketecken då vi varken räknat med en ihållande svag arbetsmarknad eller ett högt oljepris. Förutsättningarna för nästkommande år ser goda ut, med en fortsatt sysselsättnings- och reallönetillväxt. Konsumtionen hålls dock tillbaka av ett ökat sparande.
- Utrikeshandeln har i år varit en kraftigt återhållande faktor. Borträknat utrikeshandel har den inhemska efterfrågan vuxit med nästa 5 procent de senaste 12 månaderna. En svag dollar gör att utrikeshandeln stärks nästa år, men på bekostnad av en svagare inhemska efterfrågan.
- Efter nästan ett år av tvåsiffrig tillväxt i investeringarna väntar vi oss en gradvis mer dämpad investeringsutveckling under kommande år. Investeringarna kommer dock även under nästa år vara en drivande faktor bakom tillväxten.

USA	2002	2003	2004	sep	2005	sep	2006
Privat konsumtion	3,1	3,3	3,8	(3,7)	4,1	(4,1)	3,9
Fasta bruttoinvesteringar	-4,9	5,1	10,0	(9,8)	5,7	(5,3)	3,7
Offentlig konsumtion	4,4	2,8	2,1	(2,4)	2,0	(2,6)	1,9
Lagerbidrag (% av BNP)	0,4	-0,1	0,4	(0,4)	-0,3	(-0,3)	0,0
Export	-2,3	1,9	9,0	(9,0)	7,5	(6,9)	6,3
Import	3,4	4,4	9,7	(9,8)	6,1	(6,7)	5,8
Nettoexport (% av BNP)	-0,7	-0,5	-0,6	(-0,6)	-0,2	(-0,3)	-0,3
BNP	1,8	3,0	4,4	(4,4)	3,7	(3,6)	3,5

Euroområdet

- Effekten av euroförstärkningen syns nu allt mer i utrikeshandeln. Vi förutser fortfarande en svagare euro på sikt, vilket bör ge positiv effekt på exporten under loppet av nästa år. Risken är emellertid att effekten på kort sikt är att handelsnettot försämrars något ytterligare till följd av ökad import. Vi

reviderar därför ned vår prognos för handelsbidraget, vilket gör att årets prognos är tillbaka där den var i våras.

- Den inhemska efterfrågan har ungefär utvecklats som förväntat, vilket i sig inte är något styrketecken. Såväl konsumtionen som investeringarna fortsätter att utvecklas knackigt. Mot bakgrund av fortsatt utbredd pessimism bland många konsumenter reviderar vi ned konsumtionen något under nästkommande år. Investeringsprognosen står sig emellertid, inte minst mot bakgrund av ett fortsatt lågt ränteläge.
- Sammantaget leder detta till en nedrevidering av tillväxtutsikterna även för de nästkommande två åren. Läget är emellertid osäkert, då t ex Tyskland står inför en tuff reformagenda. Mot bakgrund av detta är BNP-siffrorna behäftade med en betydande osäkerhet. Likväl bör tillväxten de kommande åren bli något bättre än de föregående.

Euroområdet	2002	2003	2004	sep	2005	sep	2006
Privat konsumtion	0,6	1,0	1,1	(1,3)	1,7	(2,1)	2,1
Fasta bruttoinvesteringar	-2,7	-0,5	1,3	(0,9)	3,3	(3,3)	2,8
Offentlig konsumtion	3,1	1,6	1,7	(1,5)	1,8	(1,5)	1,2
Lagerbidrag (% av BNP)	-0,1	0,4	0,6	(0,1)	-0,2	(0,0)	-0,2
Export	1,9	0,2	6,1	(6,9)	6,6	(6,8)	7,0
Import	0,5	1,9	6,7	(5,7)	6,7	(6,9)	6,1
Nettoexport (% av BNP)	0,6	-0,6	-0,1	(0,6)	0,1	(0,2)	0,5
BNP	0,9	0,5	1,7	(1,9)	1,9	(2,3)	2,3

Sverige

- Utfallet för tredje kvartalet var totalt sett något bättre än vi väntat oss, men främst på grund av ökade lager. Utrikeshandeln försämrades samtidigt, vilket gör att effekten på BNP blir något lägre tillväxt under 2004 än vad vi tidigare räknat med.
- Utvecklingen på arbetsmarknaden har varit något sämre än vi räknade med i september. Sysselsättningsökningen kommer därmed lite senare än vad vi tidigare trott. Vi står emellertid fast vid vår bedömning att det under 2005 och 2006 kommer att skapas drygt 100 000 nya jobb.
- En viktig anledning till att sysselsättningen ökar är att regeringen i sin senaste budget avsatt ytterligare medel för satsningar på åtgärder hos AMS, samt på pengar till kommuner och landsting. Ökningen i dessa sektorer väger upp den försämrade jobbtillväxten i det privata näringslivet.
- Vi tror på en starkare krona det närmaste året, vilket kommer att inverka negativt på exporten. Handelsnettot blir dock fortsatt positivt för kommande två år, dock inte så kraftigt som det exceptionellt starka 2004.



Land för land

- Sammantaget leder dessa revideringar inte till någon förändring av tillväxtprognosen, men väl av sammansättningen. Vi räknar med mer offentligt genererad sysselsättning, men också större stats-skuld och högre räntor. Nettoexporten bidrar positivt, men inte i samma utsträckning som vi tidigare räknat med.

Sverige	2002	2003	2004	sep	2005	sep	2006
Privat konsumtion	1,4	1,5	2,0	(2,2)	2,3	(2,3)	2,6
Fasta bruttoinvesteringar	-2,6	-1,5	5,6	(2,5)	6,1	(4,7)	2,7
Offentlig konsumtion	2,3	0,8	0,7	(1,2)	2,0	(1,8)	3,1
Lagerbidrag (% av BNP)	-0,2	0,4	-0,4	(-0,4)	0,2	(0,4)	0,0
Export	1,0	4,9	9,4	(10,3)	5,9	(6,9)	5,9
Import	-1,9	4,9	7,0	(6,8)	5,7	(7,2)	6,1
Nettoexport (% av BNP)	1,2	0,4	1,7	(2,2)	0,6	(0,6)	0,5
BNP	1,8	1,5	3,3	(3,6)	3,4	(3,3)	3,0

Japan

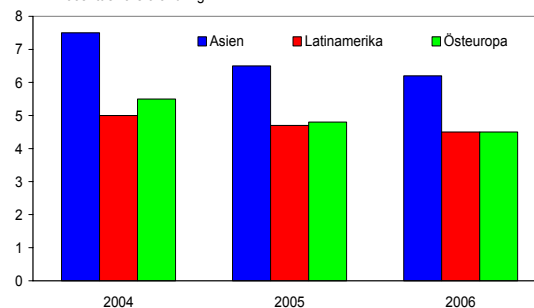
- Sämre BNP-siffror för tredje kvartalet leder till en mindre nedrevidering av tillväxten för nästa år. Vi är dock i grunden fortsatt optimistiska till utsikterna för den japanska ekonomin. Tillväxttakten blir visserligen lägre framöver, men den är betydligt starkare än snittet under 90-talet.
- Konsumtionen har varit överraskande stark under det senaste året. En allt starkare arbetsmarknad ger god grogrund för fortsatt konsumtionsökning, liksom ett minskat sparande hos de japanska hushållen. Konsumtionstakten kommer dock att dämpas under kommande år.
- Investeringstakten har de två senaste kvartalen bromsats in rejält, vilket står i kontrast med olika företagsbarometrar och en fortsatt stark utveckling för produktionen av investeringsvaror. Vi tror därför att investeringstillväxten tar fart igen under nästa år.
- Utrikeshandeln var en till faktor som kraftigt bidrog till inbromsningen. En nedväxling i exporttillväxten var väntad, men den kom oväntat kraftigt. Vi väntar oss fortsatt svagt bidrag från handeln under kommande år.

Japan	2002	2003	2004	sep	2005	sep	2006
Privat konsumtion	0,9	0,8	3,4	(3,1)	2,2	(2,0)	1,2
Fasta bruttoinvesteringar	-6,1	3,2	3,2	(4,0)	2,1	(3,0)	1,7
Offentlig konsumtion	2,4	1,0	1,8	(1,5)	1,8	(1,3)	1,7
Lagerbidrag (% av BNP)	-0,2	0,3	0,1	(0,1)	-0,2	(-0,1)	0,0
Export	7,9	10,1	14,2	(15,0)	6,1	(7,3)	5,8
Import	1,9	5,0	9,9	(9,1)	6,7	(6,1)	5,4
Nettoexport (% av BNP)	0,7	0,7	0,8	(1,0)	0,2	(0,4)	0,3
BNP	-0,3	2,5	4,0	(4,0)	2,0	(2,3)	1,6

Tillväxtmarknader

- Dämpningen av den kinesiska ekonomin har så här långt inte haft någon större synbar effekt. Visserligen tycks oljeimporten ha bromsats, men tillväxten i övrigt och det begynnande inflationstrycket har inte dämpats påtagligt. Nästa troliga åtgärd blir därför att luckra upp yuanens knytning mot dollar, möjligtvis genom att även knyta den till euro. Det går redan rykten om att Kinas centralbank har styrt över valutaflöden in i eurotillgångar. Allt annat lika skulle en sådan åtgärd vara ett bra steg för världsekonomin – och delvis dämpa överhettningstendenserna. Vi räknar därför med lugnare tillväxt i Kina och övriga Asien nästkommande år.
- Sydamerika ser ut att få en något högre tillväxt under 2004 än vad vi tidigare räknat med. Det beror i sin tur på de positiva effekterna av ett högre oljepris på många sydamerikanska ekonomier. Vi är även mer positiva till utvecklingen under kommande år, då årets oljeinkomster också kommer att ge högre inhemsk efterfrågan framöver. Visserligen återstår en hel del problem i nyckelekonomier som Argentina och Brasilien. Men vår bedömning är att utvecklingen går åt rätt håll, och att återhämtningen i regionen fortsätter.
- Östeuropas tillväxt imponerar, även om man bortser från det tillskott som bland annat Ryssland får av de höga oljepriserna. Flera av de östeuropeiska börserna återfinns högt upp på årets vinnarlista, vilket i sig är ett tecken på den allt tydligare optimismen i regionen. Det är i allt väsentligt effekterna av EU-inträdet som smittat av sig på den inhemska efterfrågan, samtidigt som några av de länder som under föregående år drabbats av inhemska kriser nu börjar lyfta sig igen. Vi väntar oss fortsatt god tillväxt i Östeuropa under prognosperioden, precis som i föregående prognos.

Global: BNP på tillväxtmarknader
Procentuell årsförändring



Aktiemarknader

Ökad nedåtrisk på aktiemarknaden

Länsförsäkringar tror att kurserna på världens börser under nästa år kommer att utvecklas positivt. Kursuppgången sker dock mot bakgrund av att börserna under senare år hämtat tillbaka vad de tappat under lågkonjunkturen. Det innebär att man inte kan förvänta sig någon exceptionell börsutveckling.

I stort har utvecklingen på aktiemarknaderna under 2004 följt våra tidigare prognoser. Den största avvikelserna står den svenska börsen för. Tack vare Ericssons fenomenala kursutveckling så har Stockholmsbörsen kunnat uppvisa betydligt bättre utveckling än vi förutspått det senaste året. En mer dämpad utveckling är däremot att vänta det närmaste året.

Stabila bolag med hög direktavkastning har utvecklats bättre än övriga bolag. Detsamma gäller även mindre bolag. Vi bedömer att dessa typer av aktier har goda förutsättningar att gå bra på börserna ännu en tid. Detta gäller i stort sett hela världen. Tillväxtaktier kommer däremot sannolikt att ha det tufft ännu en tid. Generellt är värdering och förväntningar ändå inte överdrivet höga vilket borgar för en mer normaliserad utveckling under 2005.

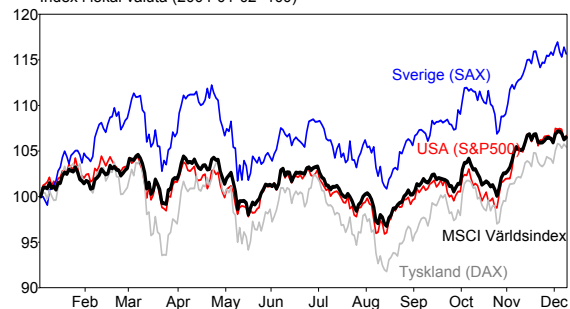
Räntemarknaden viktig för börsen

Det finns ett antal risker i huvudscenariot som gör att börsutvecklingen kan komma att avvika från vår prognos. För närvarande bedöms riskerna vara något större att vi får en negativ avvikelse än en positiv jämfört med huvudscenariot. Håll dock i åtanke att huvudscenariot förutser stigande aktiemarknader.

Utvecklingen på räntemarknaden kommer att bli viktigt även för utvecklingen på aktiemarknaden. Stigande räntor behöver inte nödvändigtvis medföra svag utveckling på aktiemarknaden. Det är viktigare att studera bakomliggande orsak till räntornas utveckling snarare än själva utvecklingen. Skulle räntorna drivas upp på grund av ökad statlig upplåning så är det givetvis inte positivt för aktiemarknaden. Men om bolagens vinster växer i takt med ränteuppgången så behöver det inte medföra några större effekter.

Energiprisernas har satt sin prägel på börsen under 2004 och kommer att fortsätta påverka utvecklingen även under 2005. Ett oljepris som av någon anledning stiger eller biter sig fast på en nivå över 40 dollar per fat kommer att vara negativt för aktiemarknaderna framöver. Vår bedömning är däremot att en sådan utveckling är mindre trolig. Det finns flera faktorer som talar för fortsatta prisfall än vice versa.

Börs: Utveckling för ledande börsindex
Index i lokal valuta (2004-01-02=100)



Trots att flertalet bedömare nu sänkt vinstprognoserna inför nästa år är det inte säkert att alla aktörer begriper hela innebörden av utvecklingen på råvaru- och valutamarknaden. Som bekant har detta hänt förr. Ibland blir man förvånad över hur mycket vissa analytiker missbedömer kraftiga råvaru- och valutakursförändringars inverkan på resultatet för de bolag de följer. Valutakursförluster samt höga råvaru- och energipriser kommer att vara de vanligaste förklaringarna bland bolag som presenterar svagare resultat än förväntat i början av nästa år. Förväntad vinststillväxt globalt ligger någon stans mellan 10-15 % under nästa år. För höga förväntningar är alltid en risk.

Andra risker som kan sänka börserna är exempelvis fortsatta rationaliseringar och lagerjusteringar. Det skulle kunna leda till ökad osäkerhet och därmed minskad konsumtion, vilket i sin tur ger direkta effekter på vinstutvecklingen i många bolag. Men vår prognos är att nyinvesteringar fortsätter i takt med att ledig kapacitet åter tas i bruk under nästa år. Fortsatta rationaliseringar är inte heller möjliga i den takt som vi sett tidigare. Nya produkter, tjänster och snabbare utveckling motiverar i regel höjda priser. Skulle man misslyckas med att höja priserna så kommer det att visa sig i form av svagare vinster och flera konkurser framöver.

En ökad konkurrens på global nivå är något vi sannolikt kommer att få lära oss att leva med. Förmodligen har vi bara sett början på en intressant och omtumlande utveckling.

Dollarn lyfter amerikanska bolag

Det ser ganska bra ut för de amerikanska exportbolagen som nu har klar fördel av den svaga dollarn. Investerare har däremot ett annat perspektiv på valutamarknaden än industrin, vilket ibland kan vara lätt att glömma. Flertalet institutionella aktieplaceringar har nu säkrat sig mot valutarörelser vilket medfört att dessa ändå inte påverkats i stor utsträckning av den senaste tidens valutaoro.



Aktiemarknader

Sämre ser det ut för företagen som är lokaliserade i euroområdet och i Japan. Här dämpar valutan för tillfället industrins konkurrenskraft på världsmarknaden. Svenska bolag har ändå klarat sig förvånansvärt bra så här långt, men risken är att vi får se negativa valutaoöverskningar framöver. Man bör däremot komma ihåg att många industriella bolag blivit bättre på att hantera valutarisker vilket medför att effekterna av valutaturbulensen inte bör överdrivas.

I Asien är den stora frågan vad som kommer att hända i Kina. Utvecklingen i Kina påverkar inte bara Asien och Japan utan även många bolag i övriga världen. Höga energi- och råvarupriser fortsätter att gynna flera tillväxtmarknader. De stora vinnarna finner man främst i Latinamerika och Östeuropa. Dessutom gynnas företagen i dessa regioner av att industrin i västvärlden utlokaliserar till lågkostnadsländer.

Aktieprognoser

Procent	I år t o m	Prognos
	10-dec	2005
USA	7%	9%
Euroland	5%	6%
Sverige	16%	7%
Japan	1%	2%
Asien	14%	8%
Globalt	7%	7%

Alla värden i lokal valuta

Om Länsförsäkringars konjunkturprognos

Konjunkturprognosen innehåller Länsförsäkringars syn på konjunkturen och de finansiella marknaderna för de kommande två åren. Rapporten görs av Länsförsäkringar Kapitalförvaltning och utkommer en gång per kvartal. Nästa prognos publiceras i mars 2005. Stoppdatum för denna prognos var den 10 december 2004.

Kontaktpersoner:

Marie Giertz
Chefekononom
marie.giertz@lansforsakringar.se
Tfn 08-588 419 68, 073-96 419 68

Claes Ahrel
Aktiestrateg
claes.ahrel@lansforsakringar.se
Tfn 08-588 419 84, 073-96 419 84

Stefan Svanström
Makroanalytiker
stefan.svanstrom@lansforsakringar.se
Tfn 08-588 414 95, 073-96 414 95

