

# Konjunktur och räntor

Nummer 3, 25 augusti 2008



**SBAB**

## I detta nummer

- Bostadsmarknaden i USA stabiliseras och konjunkturen förbättras redan nästa år.
- I euroområdet bromsas nedgången upp men uppgången dröjer till 2010.
- Sverige följer det amerikanska mönstret med en högre tillväxt under nästa år.
- Finanspolitiska stimulanser bidrar till den tidiga svenska konjunkturvändningen.
- Lägre inflation får ECB och Riksbanken att sänka styrräntan redan i slutet av året.
- Till nästa sommar har Riksbanken sänkt styrräntan från 4,50 till 3,50 procent.
- Priserna på småhus är fortfarande övervärderade med cirka 5 procent.
- Lägre boräntor och en god inkomstökning talar för en kort svacka i villapriserna.
- Under 2010 tar småhuspriserna fart igen och ökar med 5-10 procent.
- Det krävs en kraftig försämring av ekonomiska fundamenta för att villapriserna ska falla i stor skala.

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

## Innehåll

Ljusning i sikte i konjunkturmörkret	3
Riksbanken sänker styrräntan redan i år	4
Bostäder, banker och bensin styr USA	6
Nedgången bromsas i Euroområdet	8
Stimulanser drar upp svensk tillväxt	9
I fokus	
- Pressade villapriser men inget ras	13

SBAB:s konjunkturbrev är ett nyhetsbrev från SBAB.

Ansvariga för brevet  
Tomas Pousette, tel 08-614 43 88  
Tor Borg, 08-614 38 84

SBAB • Box 27308 • 102 54 Stockholm  
[www.sbab.se](http://www.sbab.se)

# Ljusning i sikte i konjunkturmörkret

*Tillväxten i USA och Sverige förbättras redan nästa år medan vändningen i euroområdet kommer senare. Konjunkturuppgången blir dock långsam och det är först 2010 som tillväxten tar fart på allvar. Lägre inflation gör att både ECB och Riksbanken sänker styrräntan med 1 procentenhet.*

I den förra konjunkturbedömningen från juni utgick vi från två scenarier för oljepriset. I huvudscenariot antogs oljepriset gradvis sjunka till 100 dollar per fat till 2010 medan det i höjprisscenariot antogs fortsätta att stiga till 170 dollar per fat. Osäkerheten kring oljeprisets utveckling kvarstår men de senaste veckornas nedgång talar ändå för huvudscenariot som vi utgår från i den här konjunkturprognosen.

Även om oljepriset fallit tillbaka har den tidigare kraftiga uppgången i priset på olja och andra råvaror samt finanskrisens åtstramande effekter dämpat konjunkturen påtagligt. I flera länder har också bostadsmarknaden blivit en bromskloss, vilket ytterligare försvagat den internationella tillväxten. I detta läge, när de flesta konjunktursignaler blinkar rött, är det lätt att bli pessimistisk.

## USA och Sverige tar täten

Det finns emellertid faktorer som talar för att konjunkturvärdningen kan bromsas upp och vändas till en uppgång framöver. Mer normala prisökningar på energi och livsmedel dämpar inflationen och stärker hushållens köpkraft i de oljeimporterande länderna. En nedväxling av inflationstakten öppnar också för en lättare penningpolitik. Den amerikanska bostadsmarknaden och ekonomin i övrigt börjar också visa tecken på att stabiliseras. Vi räknar därför med en viss återhämtning för konjunkturen redan under nästa år som sedan förstärks under 2010.

### BNP-prognoser

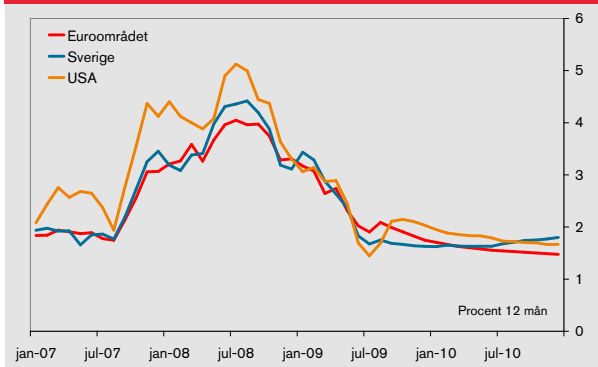
	2007	2008	2009	2010
USA	2,0	1,5	1,9	2,9
Japan	2,0	0,9	1,6	2,4
Tyskland	2,5	1,8	1,5	2,2
Frankrike	2,1	1,2	1,6	2,1
Euroområdet	2,7	1,5	1,4	2,0
Storbritannien	3,1	1,5	1,0	1,8
Sverige	2,7	1,9	2,3	3,2
OECD, totalt	2,6	1,7	1,9	2,7
Kina	11,9	10,0	9,0	9,0

Den amerikanska ekonomin har sin svagaste tillväxt i år medan botten för euroområdet kommer först under nästa år. Den svenska ekonomin följer mer det amerikanska mönstret understödd av finanspolitiska stimulanser. För OECD-området som helhet stiger BNP-tillväxten till 2,7 procent år 2010, vilket motsvarar genomsnittet under de senaste 10 åren. Någon dundrande högkonjunktur är det således inte fråga om.

## ECB och Riksbanken sänker styrräntan

Med en svag konjunktur och lägre inflation i sikte räknar vi med att den europeiska centralbanken, ECB, och Riksbanken kommer att följas åt och sänka styrräntorna. Vi bedömer att båda centralbankerna inleder räntesänkningarna redan i slutet av året och att styrräntorna till nästa sommar sänkts med 1 procentenhet till 3,25 respektive 3,50 procent. Lägre inflation bidrar också till att den amerikanska centralbanken kan avvakta med den första räntehöjningen till nästa sommar. Styrräntan höjs sedan gradvis till mer normala 3,50 procent under 2010.

### Inflation i euroområdet, Sverige och USA



De senaste veckornas nedgång i obligationsräntorna visar att förväntningarna skiftat mot en lättare penningpolitik. Infriars vår prognos om kommande räntesänkningar från ECB och Riksbanken bör obligationsräntorna kunna sjunka något ytterligare. Vi räknar med att den svenska femåriga statsobligationsräntan faller med ungefär en kvarts procentenhet och ligger i intervallet 3,75-4,25 procent med en uppgång i slutet av prognosperioden.

Lägre riskfria obligationsräntor och krympande skillnad mellan stats- och bostadsobligationsräntor medför att de bundna boräntorna kommer att sjunka med cirka 1 procentenhet till nästa år. För rörliga boräntor bidrar Riksbankens sänkningar av styrräntan till att nedgången blir ännu större, cirka 1,3 procentenheter.

*Prognosen avslutades den 22 augusti 2008*

### Internationella förutsättningar

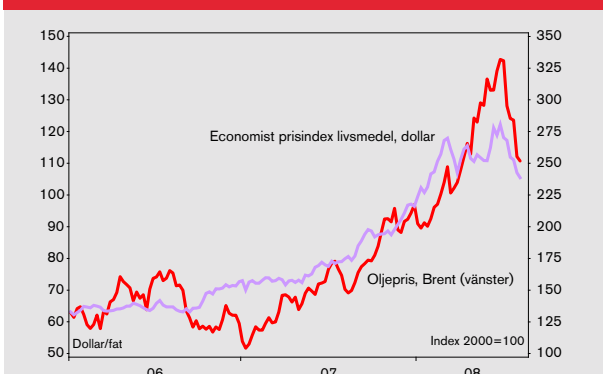
*Oljepriset*, Brent, antas vara 115 dollar per fat i slutet av 2008 och sedan sjunka till 110 och 100 dollar per fat till slutet av 2009 respektive 2010. *Växelkursen* för dollarn förutsätts under prognosperioden förstärkas till cirka 1,40 mot euron. Kronan antas gradvis närma sig 9,20 mot euron, vilket ger en växelkurs mot dollarn på cirka 6,60 under 2010. Kronans effektiva växelkurs, mätt med TCW-index, ligger kring 123 under prognosperioden, vilket motsvarar en förstärkning med knappt 2 procent från 2007.

# Riksbanken sänker styrräntan redan i år

Fallande råvarupriser och svag konjunktur får Riksbanken att sänka styrräntan redan i december. Till sommaren nästa år har styrräntan sänkts från 4,50 till 3,50 procent. Rörliga boräntor är enligt prognosen fördelaktiga jämfört med bundna.

Oljeprisets nedgång från toppnoteringen på över 140 dollar per fat i juli till för närvarande cirka 115 dollar per fat gör situationen betydligt lättare för centralbankerna. Osäkerheten i oljeprisets utveckling finns visserligen kvar men förutsatt att det inte skjuter i höjden på nytt, så framstår den inflationsimpuls som skapats av den dramatiska uppgången i oljepriset tidigare i år som tillfällig. Nedgången i priserna på livsmedelsråvaror skapar också förutsättningar för en lägre inflation framöver.

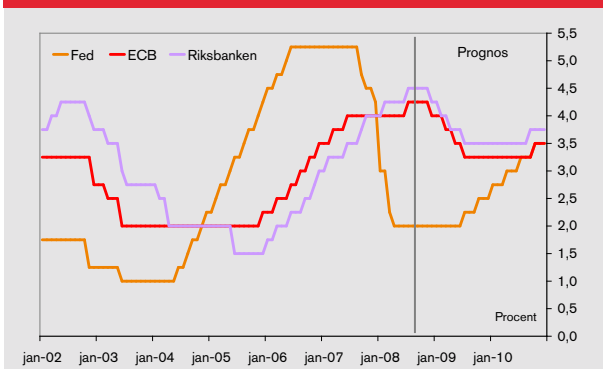
## Oljepris och prisindex för livsmedelsråvaror



## Centralbankernas dilemma lättas

Centralbankernas stagflationsdilemma, med hög inflation och svag tillväxt, har således lättats. Risken för spridningseffekter från uppgången i energi- och livsmedelspriser till andra priser och löner har också blivit mindre i takt med att konjunkturen försvagats internationellt. Vi har därför justerat ner prognosen för penningpolitiken i USA, euroområdet och Sverige.

## Styrräntor i olika länder, utfall och prognoser



Den amerikanska centralbanken, Fed, förutses nu dröja med den första räntehöjningen till nästa sommar medan vi tidigare bedömde att den skulle komma redan i slutet av det här året. Anpassningen till en mer normal räntenivå på 3,50 procent till slutet av 2010 tar därmed längre tid än vi tidigare räknat med. För den fördröjda ränteuppgången talar inte bara den gynnsammare inflationen, utan också de bestående problemen på den amerikanska kreditmarknaden.

Från den europeiska centralbanken, ECB, tror nu vi att en räntesänkning kommer redan i slutet av året. I den förra konjunkturprognosen från juni bedömde vi att räntesänkningen skulle dröja till sommaren nästa år. De ljusare inflationsutsikterna och den svagare eurokonjunkturen medför att utrymmet för räntesänkningar nu framstår som större än tidigare. Vi räknar med att ECB till nästa sommar sänker styrräntan med 1 procentenhet till 3,25 procent medan vi tidigare bedömde att räntesänkningar på bara 0,5 procentenheter var möjliga. Styrräntan ligger sedan kvar på den nivån innan konjunkturuppgången motiverar en höjning till 3,50 procent i slutet av 2010.

## Riksbanken sänker räntan i december

Även för Riksbanken har prognosbilden förändrats. Det verkar nu sannolikt att toppen redan nåtts för styrräntan och att de två ytterligare höjningar som ligger i Riksbankens senaste ränteprognois inte blir av. Svag tillväxt men framför allt nedgången i råvarupriserna talar för att den lägre räntebana som förordades av hälften av ledamöterna i Riksbankens direktion vid det senaste räntemötet vinner gehör även bland de tre övriga. Vi räknar därför med att styrräntan hålls oförändrad på 4,50 procent vid de två kommande penningpolitiska mötena i september och oktober.

När det penningpolitiska mötet i december hålls har statistiken för konsumentprisindex i november redan publicerats. Vi räknar med att de första klara tecknen på att inflationen är på väg ner då syns. Nationalräkenskaperna för tredje kvartalet, som också publiceras före Riksbankens möte i december, kommer att visa på en svag BNP-tillväxt. I det läget tror vi att Riksbanken satsar på att sänka styrräntan med 0,25 procentenheter till 4,25 procent. Även om inflationen då fortfarande ligger över 3 procent räknar vi, och sannolikt också Riksbanken, med att den kommer att underskrida inflationsmålet på 2 procent redan till sommaren nästa år.

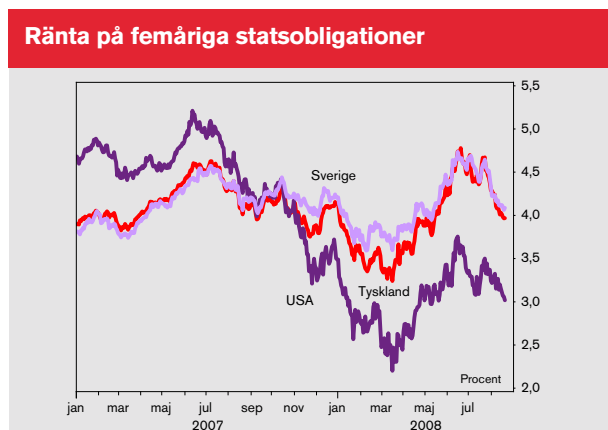
Den inledande räntesänkningen från Riksbanken i december underlättas också av att ECB har sitt räntemöte två veckor tidigare och att ECB, enligt vår bedömning, då sänker sin styrränta. Farhågorna för en försvagning av kronan mot euron vid en ensidig räntesänkning från Riksbanken faller således bort.

Under nästa år fortsätter Riksbanken att sänka styrräntan i ungefär samma takt som ECB, så att den till sommaren ligger på 3,50 procent. Risken för att skjuta under inflationsmålet alltför mycket under 2010 talar för att Riksbanken kommer att gå snabbt fram med räntesänkningarna. Konjunkturen börjar visserligen stärkas men inflationen kommer att dämpas kraftigt.

När inflationstakten sjunker kommer också inflationsförväntningarna att dras ner. Liksom för ECB räknar vi med att Riksbanken parkerar styrräntan på 3,50 procent innan stigande inflationsutsikter motiverar en räntehöjning till 3,75 procent i slutet av 2010.

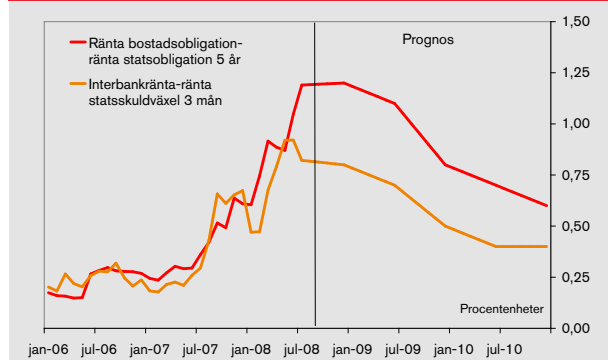
### Riskpremierna minskar

Lägre styrräntor i sikte från ECB och Riksbanken medför att obligationsräntorna efter den senaste tidens nedgång nu ligger på en rimlig nivå. Vi bedömer därför att tyska och svenska femåriga statsobligationsräntor bara kommer att sjunka ytterligare med ungefär en kvarts procentenhet. Mot slutet av prognosperioden räknar vi med en viss uppgång i obligationsräntorna när ECB och Riksbanken börjar höja styrräntorna igen.



De bundna boräntorna påverkas inte bara av utvecklingen av riskfria statsobligationsräntor, utan också av skillnaden mellan räntan på bostadsobligationer och statsobligationer, den så kallade bospreaden. Sedan den internationella finanskrisen blossade upp förra sommaren har bospreaden för femåriga räntepapper ökat med nästan 1 procentenhet. Vi räknar inte med någon snabb upplösning av finanskrisen men tror ändå att bospreaden gradvis kommer att minska med ungefär 0,5 procentenheter. Det innebär att den halveras till slutet av prognosperioden men att den ändå kommer att vara mer än dubbelt så stor som innan finanskrisen inleddes, sommaren 2007.

### Riskpremier i korta och långa räntor



Rörliga boräntor har också påverkats av finanskrisen genom att bristen på likviditet ökat skillnaden mellan interbankräntor och räntor på statsskuldväxlar med ungefär 0,5 procentenheter. Interbankräntorna, som är ledande för rörliga boräntor, har därmed varit betydligt högre relativt styrräntan och räntan på statsskuldväxlar än vanligt. Även denna ränteskillnad bör minska när finanskrisen sakta klingar av och likviditetssituationen blir mer normal. Vi räknar med att ränteskillnaden mellan tremånaders interbankräntor och statsskuldväxlar också reduceras med cirka 0,5 procentenheter till slutet av prognosperioden.

### Lägre boräntor i sikte

Sammantaget innebär prognosen om en viss nedgång i riskfria statsobligationsräntor och krympande bospreadar att de bundna boräntorna under nästa år sjunker med ungefär 1 procentenhet från nuvarande nivåer. När obligationsräntorna vänder upp under 2010 börjar de bundna boräntorna också att stiga.

### SBAB:s boräntor, aktuella och prognos

	22 aug	Dec 2008	Dec 2009	Dec 2010
Rörlig (1 mån)	5,66	(-0,25) 5,35	(-0,40) 4,40	(-0,40) 4,65
Rörlig (3 mån)	5,79	(-0,25) 5,45	(-0,40) 4,50	(-0,40) 4,75
Bunden, 2 år	5,95	(-0,15) 5,40	(-0,20) 5,15	(-0,10) 5,35
Bunden, 5 år	6,10	(-0,25) 5,70	(-0,25) 5,10	(-0,30) 5,30

Anm: Förändringen i prognosen från Konjunkturbedömningen den 12 juni anges inom parentes.

För rörliga boräntor bidrar Riksbankens sänkningar av styrräntan till att nedgången blir större än för bundna boräntor. Vi räknar med att de rörliga boräntorna sänks med cirka 1,3 procentenheter så att de ligger kring 4,50 procent till slutet av nästa år.

Ränteprognosen har reviderats ner kraftigt både för rörliga och bundna boräntor. Slutsatsen är dock fortfarande att rörliga boräntor är fördelaktiga gentemot bundna. Skillnaden mellan nuvarande boräntor med bindningstider på 1-5 år och det beräknade genomsnittet för den rörliga boräntan under motsvarande period är cirka 1 procentenhet, vilket är ovanligt mycket. För den som anammar vår prognos men ändå vill ha bunden boränta finns det anledning att avvakta till de bundna räntorna kommer ner under nästa år. Räntebedömningar är dock osäkra, vilket inte minst de stora revideringarna i den här prognosen visar.



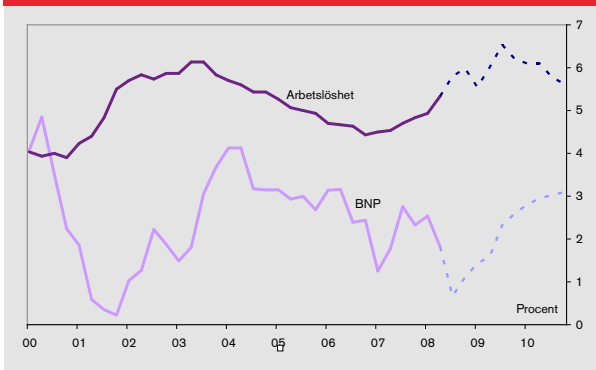
**Tomas Pousette**  
ekonomiskasekretariatet@sbab.se

# Bostäder, banker och bensin styr USA

Den amerikanska ekonomin balanserar på gränsen till recession. Vi tycker oss dock se tecken på en kommande stabilisering av bostadsmarknaden samtidigt som lägre råvarupriser mildrar inflationshotet. Tillsammans med de politiska stimulanserna ger det förutsättningar för en återhämtning, även om det är osäkert hur stora effekterna av kreditåstramningen blir.

Det preliminära BNP-utfallet för det andra kvartalet visade en tillväxttakt som var något högre än väntat, 1,8 procent i årstakt, främst tack vare att hushållens konsumtion ökade oväntat mycket, i samband med att skatterabatterna betalades ut i maj och juni. Andra indikatorer visar dock att tillväxten i den amerikanska ekonomin varit obefintlig de senaste månaderna.

## Årlig procentuell BNP-tillväxt och arbetslöshet



Anm. De streckade linjerna visar SBAB:s prognos.

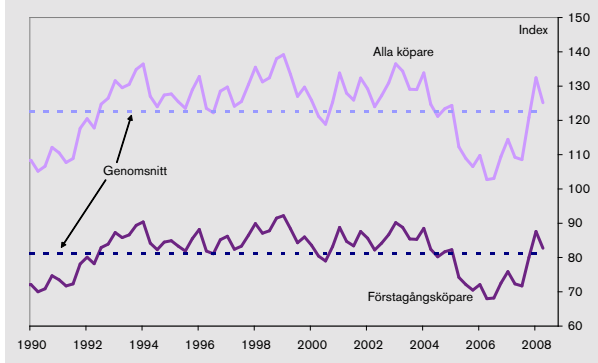
Tecknen på stabilisering på bostadsmarknaden och det sjunkande oljepriset stärker oss i vår - i jämförelse med många andra - optimistiska syn på USA-ekonomin. Den fortsatta finansorn och problemen i banksektorn gör oss emellertid oroliga för att ekonomin kan drabbas hårdare än vi räknar med. Sammantaget gör vi endast små förändringar i vår tillväxtsprogno. Vi räknar med att BNP-tillväxten i år landar på 1,5 procent. Nästa år väntas tillväxten bli 1,9 procent innan den tar fart och når 3,0 procent 2010. Den, med amerikanska mått, svaga tillväxten medför att arbetslösheten väntas öka och nå 6,5 procent under 2009 innan den faller tillbaka under 2010.

## Är botten nådd på bostadsmarknaden?

Sedan toppen på byggkonjunkturen i början av 2006 har bostadsbyggandet mer än halverats från 2,2 miljoner till drygt 1 miljon bostäder om året. Sammantaget har detta hållit tillbaka BNP-tillväxten med drygt 2 procent. Omsättningen på bostadsmarknaden har minskat med sammanlagt 35 procent. Samtidigt har priserna fallit med omkring 15 procent från toppnivåerna i de större städerna, i delstater som Kalifornien, Arizona och Florida har nedgången varit i trakterna kring 30 procent.

Flera faktorer tyder dock på att botten på bostadsmarknaden är ganska nära. Både antalet byggstartar och antalet försäljningar har legat rätt stabilt det senaste halvåret, efter de tidigare kraftiga nedgångarna. Antalet byggstartar är nu så lågt - i förhållande till den underliggande demografiska utvecklingen - att antalet osålda hus börjat minska. Vi räknar också med att antalet bostäder under utmätning, som tredubblats på två år, kommer att sluta öka under hösten när antalet problematiska bolån börjar minska. Sammantaget bör det ta några månader till innan överutbudet av bostäder är borta, men då bör byggandet börja öka igen. Då bör även huspriserna stabiliseras. Redan nu har priserna sjunkit så mycket att det för många hushåll blivit betydligt billigare att köpa bostad.

## Hushållens köpkraft avseende bostäder



Anm. Indexen är 100 om hushållens medianinkomst är lika stor som 25 procent av amorterings- och räntekostnaden för ett konventionellt bolån med 80 procents belåningsgrad av medianpriset för ett småhus.

## Finansorn fortsätter ...

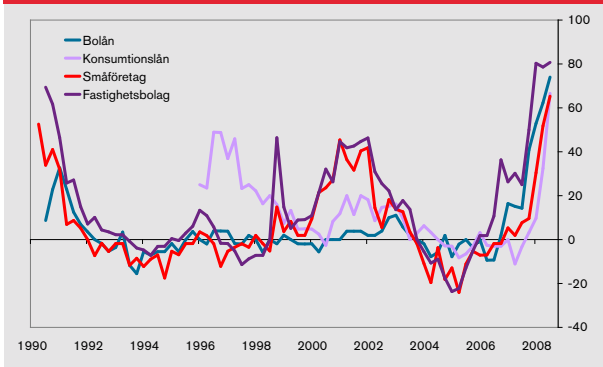
Tidigt i somras tyckte vi oss se tecken på att finansorn dämpats. Riskpremierna hade vänt ned under våren, aktiekurserna hade återhämtat sig lite och många banker hade kunnat ta in nytt kapital. Under sommaren tog emellertid oron fart igen. Denna gång var det bolåneföretagen Freddie Mac och Fannie Mae - tillsammans står de för mer än hälften av den amerikanska bolånemarknaden - som fått svårigheter att finansiera sig och måste söka hjälp hos staten. I skrivande stund är det oklart hur stor hjälpen kommer att bli, om det inskränker sig till garantier och hjälp med likviditet eller om vi kommer att få se ett helt övertagande. Vi har även sett ett antal banker rapportera om ytterligare förluster och nedskrivningar. I slutet av juli meddelade centralbanken, Federal Reserve, att ytterligare åtgärder kommer att vidtas för att förbättra likviditeten på penningmarknaden.

## ... och resulterar i kreditåstramning

Stora förluster och nedskrivningar, högre riskpremier och dålig likviditet medför att bankerna tvingats strama åt sin kreditgivning. Enligt en undersökning gjord i juli svarade en övervikt på 74 procent av bankerna att

de skärpte kraven för bolån, 67 procent hade skärpt kraven för konsumtionslån, 65 procent hade skärpt kraven för lån till småföretag och 81 procent hade skärpt kraven för lån till fastighetsbolag. Andelarna som stramar åt är högre än de var både då börsbubblan brast 2001 och vid bankkrisen i början på 1990-talet. Kreditåtstramningen motverkar effekten av räntesänkningarna och är den faktor som kommer att hålla tillbaka konsumtion och investeringar mest både i år och nästa år.

### Bankernas krav vid utlåning

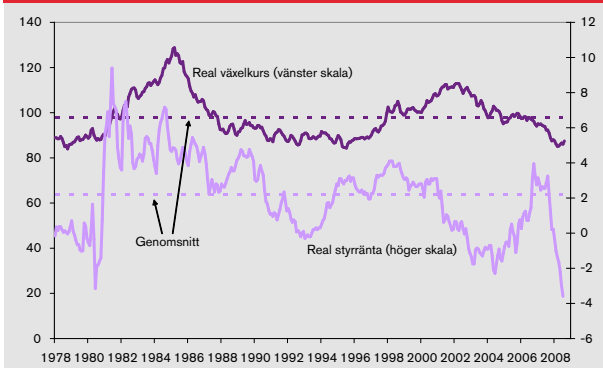


Anm. Vid positiva (negativa) nettotal har en övervikt av bankerna skärpt (sänkt) lånekraven.

### Stora stimulanser

Samtidigt som den amerikanska ekonomin har drabbats hårt av finansorn, kreditåtstramningen och de höga energi- och livsmedelspriserna så har stimulanserna från både finans- och penningpolitik varit massiva. Stora skatterabatter till både hushåll och företag har pumpats in i ekonomin de senaste månaderna samtidigt som flera åtgärder vidtagits för att komma till rätta med problemen på bolånemarknaden. Räntorna har sänkts drastiskt, den reala styrräntan (justerat för inflation) ligger på den lägsta nivån på 30 år. Det samma gäller för den reala växelkursen, vilket också haft positiva effekter på nettoexporten.

### Real växelkurs och real styrränta



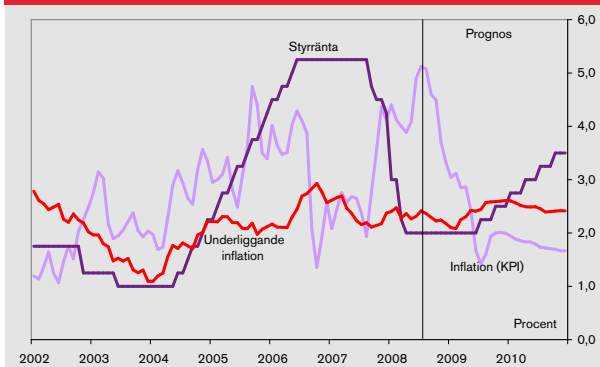
### Lägre råvarupriser ger lägre inflation

Efter en lång tid med kraftiga uppgångar har priserna på olja och andra råvaror fallit markant de senaste månaderna. Från att ha legat kring 140 US-dollar per

fat i början av juli har oljepriset fallit till omkring 115 US-dollar per fat i slutet av augusti. Precis som i förra prognosen räknar vi med att dämpningen av den globala tillväxten medför att oljepriset kommer att fortsätta nedåt och nå nivåer kring 100 US-dollar per fat under 2010. Effekterna på inflationen enligt konsumentprisindex (KPI) kommer att bli ganska stor då olja och bensin utgör drygt 10 procent av KPI-korgen.

Sammantaget ser inflationsprognosen i stora drag likadan ut som i förra prognosen. Underliggande inflation väntas ligga stabilt kring 2-2,5 procent. Spridningseffekterna av de tidigare prisuppgångarna på livsmedel och energi motverkas av vikande tillväxt och stigande arbetslöshet. Inflationen, enligt KPI, bör falla ganska snabbt från dagens toppnivåer kring 5 procent. Redan kring sommaren 2009 bör inflationstakten gå under 2 procent, för att därefter ligga kvar kring 1,5-2,0 procent fram till slutet av 2010.

### Inflation och centralbankens styrränta



### Federal Reserve skjuter fram räntehöjningarna

Mellan september 2007 och april 2008 sänkte Federal Reserve styrräntan sju gånger från 5,25 procent till 2,0 procent. De snabba sänkningarna berodde på risken för ett fullständigt haveri i banksystemet, vilket skulle ha fått förödande konsekvenser för ekonomin. Det var således riskavväganden som låg bakom räntebesluten snarare än det faktiska ekonomiska läget, exempelvis steg faktiskt inflationstakten med drygt 2 procentenheter under samma period.

När finanskrisen går mot sitt slutskede bör det således bli aktuellt att ta tillbaka en del av de räntesänkningar, som gjorts i "försäkrings syfte". Risken för att den, i dagsläget, höga inflationstakten ska bita sig fast talar också för att det vankas höjd styrränta i framtiden. Jämfört med förra prognosen har vi dock skjutit fram tidpunkten för den första höjningen. Bakom detta ligger dels att vi tycker det är svårare att se något snabbt avslut på finansorn samt att de senaste månadernas råvaruprisnedgång minskat inflationsrisken en del. När vi tidigare trodde det kunde komma en höjning redan innan årsskiftet så tror vi nu det dröjer till sommaren 2009 innan vi får se den första höjningen. Vi räknar därefter med att det kommer höjningar i en ganska försiktig takt under både 2009 och 2010 och att styrräntan landar på 3,50 procent i slutet av 2010.

**Tor Borg**

ekonomiskasekretariatet@sbab.se

# Nedgången bromsas i Euroområdet

*Lägre oljepris, sänkt styrränta, svagare euro och bättre fart i USA mildrar konjunkturedgången i euroområdet. ECB börjar sänka styrräntan redan i år och till nästa sommar har räntan sänkts med en procentenhet.*

Tillväxten har försvagats påtagligt i euroområdet. BNP minskade med 0,2 procent under andra kvartalet, jämfört med första kvartalet. Även om en del av nedgången under andra kvartalet beror på att tillväxten under första kvartalet drogs upp av tillfälligheter och kalendereffekter, så visar olika typer av ekonomisk statistik entydigt på en svagare konjunktur.

Den snabba takten och bredden i nedgången reser farhågor för en djup recession i euroområdet. Inköpschefernas index, som är ett mått på konjunkturläget i industrin, och konsumenternas förtroende är nu båda på samma låga nivå som 2003 då BNP bara ökade med 0,8 procent. Fallet i bostadspriserna och i byggandet i Spanien och Irland skapar ytterligare strukturella problem. Dessutom visar enkäter att det har blivit svårare att få krediter för både hushåll och företag.

## Konjunkturedgången bromsas

Det finns emellertid även faktorer som mildrar konjunkturedgången. Oljepriset har fallit från rekordnivåerna i början av sommaren och vår bedömning är att det sjunker ytterligare och närmar sig 100 dollar per fat i slutet av prognosperioden. I kombination med en dämpad prisökningstakt för livsmedel kommer därför inflationstakten att sjunka kraftigt. Hushållens reala disponibla inkomst förbättras således, vilket ger ett stöd till hushållens konsumtion. Exporten gynnas av återhämtningen i USA och försvagningen av euron mot dollarn, som vi räknar med. Den lägre inflationen ger också den europeiska centralbanken, ECB, möjlighet att sänka styrräntan.

## BNP-tillväxt i de stora euroländerna



Sammantaget räknar vi med att dessa positiva effekter kommer att vara tillräckliga för att bromsa konjunkturedgången. Det handlar ändå om en svag BNP-tillväxt i euroområdet både i år och nästa år på 1,5 respektive 1,4 procent men en djupare recession undviks. Återhämtningen tar tid och det är först under 2010 som tillväxten når upp till 2 procent. Jämfört med

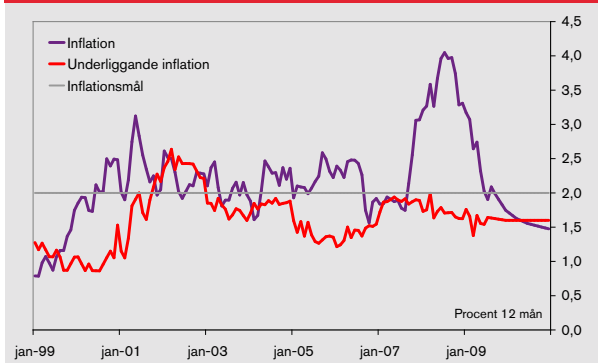
konjunkturbedömningen i juni har BNP-prognosen justerats ner med drygt en kvarts procentenhet för i år och nästa år medan den är i stort sett oförändrad för 2010. Italien fortsätter att ha den lägsta tillväxten av de stora euroländerna men får nu också sällskap av Spanien. Tyskland och Frankrike går något bättre, liksom de mindre euroländerna.

## ECB sänker styrräntan redan i år

Prisökningarna på energivaror och livsmedel har dragit upp inflationstakten i euroområdet. I juni och juli var inflationstakten 4 procent, vilket är dubbelt upp mot målet på strax under 2 procent. Den underliggande inflationen, exklusive energi och livsmedel, har dock varit stabil på knappt 2 procent. Enhetsarbetskostnaden har visserligen stigit i något snabbare takt men ökningen är inte högre än cirka 2 procent under de två första kvartalen i år. Hittills har således spridningseffekterna av uppgången i energi- och livsmedelspriser till övriga konsumentpriser och till löner varit begränsade. I en allt svagare konjunktur bör inte heller spridningseffekterna vara något stort hot framöver.

Vår bedömning är, som nämnts, att fallande energipriser och dämpade prisökningar på livsmedel bidrar till en nedväxling av inflationstakten. Det dröjer dock till slutet av året innan nedgången inleds. Till sommaren nästa år räknar vi med att inflationstakten kommer ner till inflationsmålet på 2 procent för att under 2010 falla ytterligare till cirka 1,5 procent.

## Inflation och underliggande inflation



I en allt svagare konjunktur, med lägre inflation i sikte och med avtagande risker för spridningseffekter öppnas möjligheten för ECB att sänka styrräntan. Vi räknar med att den första räntesänkningen kommer redan i slutet av det här året när inflationen börjar mojna och att styrräntan till nästa sommar sänkts från nuvarande 4,25 procent till 3,25 procent. ECB har ett högt förtroende och behöver därför inte riskera att inflationsförväntningarna tar fart även om räntesänkningarna inleds när inflationen fortfarande ligger klart över målet. En kraftig försvagning av euron mot dollarn skulle kunna få ECB att tveka men vår bedömning av relativa korträntorna i euroområdet och USA talar för en måttlig depreciering.

**Tomas Pousette**  
ekonomiskasekretariatet@sbab.se



# Stimulanser drar upp svensk tillväxt

*Finanspolitiska stimulanser och lägre styrränta bidrar till att konjunkturen förbättras nästa år men det är först 2010 som tillväxten tar fart på allvar. Inflationstoppen är snart passerad och nästa år ligger inflationen under Riksbankens mål på 2 procent.*

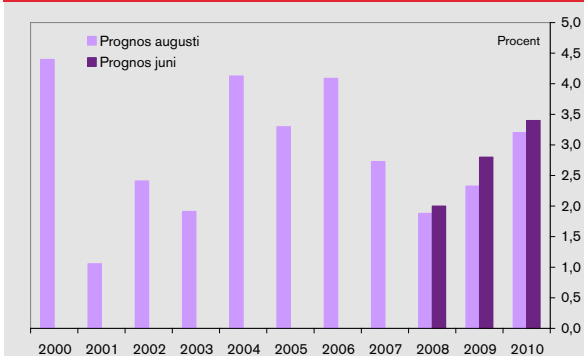
Den svenska tillväxten har försvagats kraftigt sedan konjunkturtoppen 2006. BNP-tillväxten under andra kvartalet kalenderkorrigerat blev endast 0,7 procent, jämfört med andra kvartalet förra året. Kalendereffekterna var dock ovanligt stora under både första och andra kvartalet i år och det är därför säkrare att se på tillväxten under första halvåret som helhet, vilken uppgick till 1,4 procent. Vi räknar med att tillväxttakten blir något högre under andra halvåret så att den kalenderkorrigerade och okorrigerade tillväxten för 2008 blir 1,6 respektive 1,9 procent.

När ekonomin började tappa tempo under förra året var det framför allt utrikeshandelns bidrag till tillväxten som minskade kraftigt och blev negativt. I år är det istället den inhemska efterfrågan, konsumtionen och investeringarna, som försvagas. Med ett rekordhög oljepris och en internationell finanskris är det inte förvånande att även den svenska ekonomin drabbats. I ett internationellt perspektiv är dock en BNP-tillväxt på cirka 2 procent i år en bra prestation.

## Svagare konjunkturuppgång

Vi räknade redan i konjunkturbedömningen i juni med att 2008 skulle bli ett svagt år och BNP-prognosen har därför bara justerats ner marginellt, från 2,0 till 1,9 procent. Däremot bedömer vi nu att återhämtningen under nästa år blir svagare än i den tidigare prognosen. Hushållen förutses vara försiktigare och hålla igen mer på konsumtionen och exporten dämpas av att euroområdet tappar fart mer än väntat. BNP-prognosen för nästa år revideras därför ner från 2,8 till 2,3 procent. Konjunkturuppgången blir således långsammare men vi håller fortfarande fast vid att tillväxten bör ha kommit upp till drygt 3 procent under 2010.

## BNP-prognos i juni och augusti



Utrikeshandeln ger ett positivt bidrag till BNP-tillväxten redan i år, som sedan ökar något under de två kommande åren. Det är emellertid den inhemska efterfrågan som bidrar till att BNP-tillväxten tar fart på allvar under 2010. Finanspolitiska stimulanser och räntesänkningar från Riksbanken spelar en viktig roll för att få fart på konjunkturen.

## Försörjningsbalans, procentuell volymförändring

	2007	2008	2009	2010
Hushållens konsumtion	3,0	2,2	2,6	2,8
Offentlig konsumtion	1,1	0,2	1,3	1,4
Fasta investeringar	8,0	3,9	2,5	3,5
Lagerinvesteringar 1)	0,7	-0,2	-0,2	0,2
Export	6,0	4,9	5,0	6,5
Import	9,6	5,1	4,7	6,2
BNP	2,7	1,9	2,3	3,2
BNP, kalenderkorrigerad	2,9	1,6	2,4	3,0

1) Förändring i procent av BNP föregående år

## Antaganden om den ekonomiska politiken

**Penningpolitiken.** Riksbanken sänker styrräntan från 4,50 till 4,25 procent i slutet av året och sänker den sedan ytterligare till 3,50 procent under nästa år. Styrräntan hålls därefter oförändrad fram till slutet av 2010 då den höjs till 3,75 procent.

**Finanspolitiken.** Utöver beslutade skatteförändringar antas inkomstskatten sänkas, genom det så kallade jobbvdraget, med 15 miljarder 2009 och ytterligare 10 miljarder 2010. Transfereringarna till hushållen antas öka med 5 miljarder 2009 och ytterligare 5 miljarder 2010.

**Arbetsmarknadspolitiken.** De arbetsmarknadspolitiska programmen antas i genomsnitt omfatta cirka 85 000 personer under prognosperioden. Till det kommer så kallade "nystartsjobb" som vi beräknar uppgår till cirka 35 000 personer.

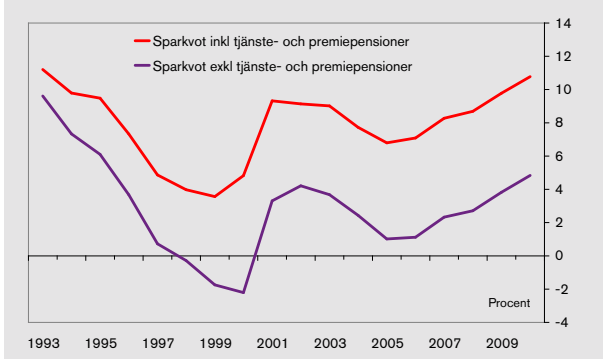
## Hushållens sparande ökar

Hushållens konsumtion i löpande priser har ökat snabbare under första halvåret i år än under första halvåret förra året. De högre prisökningarna i år medför emellertid att konsumtionen i fasta priser har ökat betydligt svagare hittills i år än i fjol. Vi räknar med att det mönstret håller i sig även under andra halvåret och att ökningen av hushållens reala konsumtion därför dämpas till 2,2 procent.

Under de två kommande åren räknar vi med att inflationstakten blir betydligt lägre samtidigt som det kommer finanspolitiska stimulanser till hushållen på sammanlagt 35 miljarder. Detta bidrar till att hushållens reala disponibla inkomst ökar med nästan 4 procent per år. Vi tror emellertid att hushållen fortsätter att vara försiktiga och att konsumtionen bara ökar med 2,6 respektive 2,8 procent 2009 och 2010. Hushållens sparkvot, sparandet i relation till disponibla inkomsten,

stiger därmed och tangerar 11 procent under 2010, vilket är den högsta nivån sedan 1993.

### Hushållens sparkvot med och utan sparande i tjänstepensioner och premiepensioner



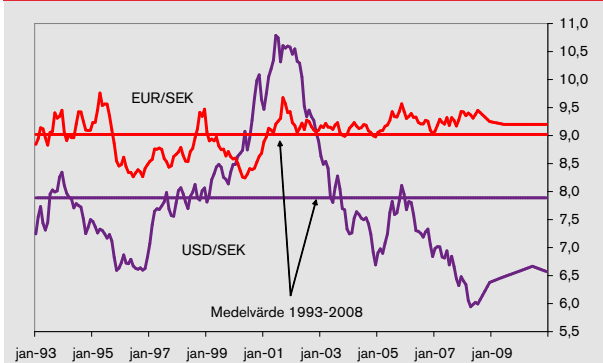
Den totala sparkvoten stiger således och ligger i slutet av prognosperioden nära toppnoteringen från 1993. Det sparande som hushållen själva kontrollerar är emellertid betydligt lägre. Hushållens sparkvot exklusive sparande i tjänstepensioner och premiepensioner förutses stiga till knappt 5 procent till 2010. Den är då på ungefär samma nivå som 2002 och betydligt lägre än i början av 90-talet.

### Svag efterfrågan dämpar exporten

Svag internationell efterfrågan, framför allt i USA men också i Japan och Storbritannien, håller tillbaka exporten i år, som bara ökar med knappt 5 procent. Avmattningen i euroområdet bidrar till att den internationella efterfrågan fortsätter att gå på sparlåga även under 2009 och det är först under 2010 som den svenska exporten tar bättre fart och ökar med 6,5 procent.

Kronan förutses stärkas måttligt till 9,20 mot euron medan den försvagas till cirka 6,60 mot dollarn. Mot den korg av valutor som utgör TCW-index ligger kronan kring 123, vilket är något starkare än genomsnittet sedan 1993 som är 126. Den förstärkning av kronan mot våra viktigaste handelspartners valutor som ligger i prognosen är liten och rubbar inte exportföretagens konkurrensläge.

### Kronans växelkurs mot euro och dollar



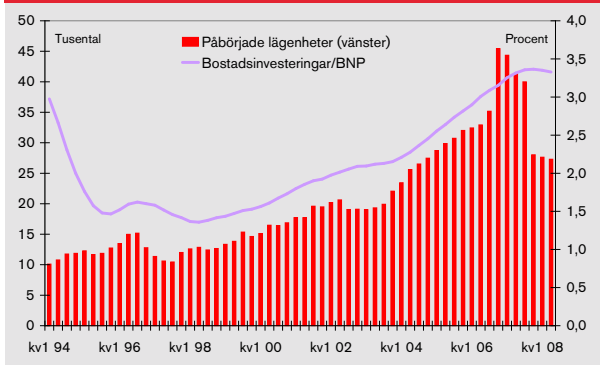
Den överraskande höga importen under förra året har dämpats i år och har varit normal i förhållande till den importvägda inhemska efterfrågan. Även under de två kommande åren antas importen följa den inhemska

efterfrågan. Utrikeshandeln ger därmed ett litet positivt bidrag till BNP-tillväxten redan i år, som sedan växer gradvis till cirka 1 procentenhet 2010.

### Bostadsbyggandet bromsar upp

Investeringarna har fortsatt att bromsas upp under årets två första kvartal. Undantagen är främst gruvor, energisektorn samt statliga investeringar i anläggningar och vägar. Svagare efterfrågan, högre räntor och hårdare krav för finansiering bidrar till att dämpa investeringarna. Vi räknar med att ökningstakten avtar ytterligare under 2009 och att återhämtningen under 2010 blir måttlig med en investeringsuppgång på 3,5 procent.

### Påbörjade lägenheter och bostadsinvesteringarnas andel av BNP



Bostadsinvesteringarnas ökning har också dämpats kraftigt i år. Statistiken över påbörjade lägenheter tyder på en fortsatt svag utveckling för bostadsinvesteringarna under de närmaste kvartalen. Första halvåret minskade antalet påbörjade lägenheter med 7 procent, jämfört med motsvarande period förra året. Första halvåret 2007 drogs ändå igångsättningarna ner kraftigt på grund av ruschen före årsskiftet 2006/07 när skattereglerna ändrades. Minskningen av påbörjade lägenheter, som är ungefär lika stor för flerbostadshus som för småhus, tyder på en snabb anpassning av byggandet till försvagningen på bostadsmarknaden.

Antalet påbörjade lägenheter i år ser därmed ut att bli lägre än förra årets 28 000 och det verkar troligt att igångsättningarna ligger kvar på cirka 25 000 även 2009 och 2010. Efter en lång tids uppgång kommer därmed bostadsinvesteringarnas andel av BNP i löpande priser att falla tillbaka under 3 procent.

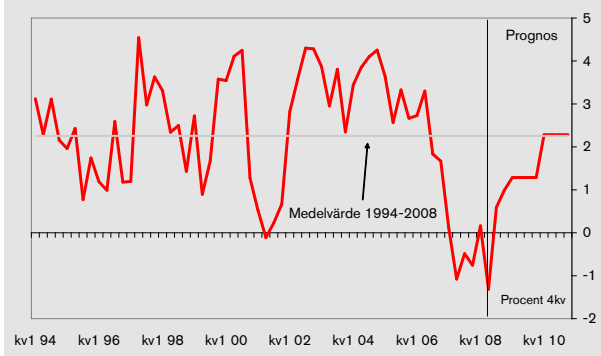
### Arbetslösheten planar ut

Den starka ökningen av sysselsättningen under de senaste åren har börjat klinga av. De första sju månaderna i år fortsatte visserligen sysselsättningen att öka med nästan 2 procent, jämfört med motsvarande period förra året, men färre nyanmälda lediga platser och fler varsel om uppsägningar är indikationer på en svagare arbetsmarknad framöver.

Vi räknar emellertid inte med att sysselsättningen kommer att minska, utan att det handlar om en dämpad ökningstakt. Tillväxten i arbetsproduktiviteten kommer gradvis att bli mer normal och medelarbets-tiden kommer att öka något, vilket drar ner antalet sysselsatta, men samtidigt blir BNP-tillväxten högre,

vilket ökar efterfrågan på arbetskraft. Nettot av detta blir att ökningen av sysselsättningen bromsas upp från 1,5 procent i år till 0,5 procent 2010. Under de två kommande åren ökar antalet sysselsatta sammanlagt med cirka 60 000 personer.

### Arbetsproduktivit



Utbudet av arbetskraft har fortsatt att öka snabbt. Första halvåret i år var antalet personer i arbetskraften 1,5 procent fler än under motsvarande period förra året. Vi räknar dock med att utbudet av arbetskraft dämpas framöver och närmar sig den underliggande befolkningsökningen.

Prognosen för sysselsättningen och arbetskraften innebär att den öppna arbetslösheten kommer att ligga kvar på cirka 6 procent under prognosperioden. De konjunkturberoende arbetsmarknadspolitiska programmen förutsätts då ligga kvar nära förra årets nivå och omfatta cirka 85 000 personer. Till detta kommer så kallade nystartsjobb som vi uppskattar kommer att öka från ungefär 20 000 personer i år till cirka 35 000 personer under de två kommande åren.

### Löneökningarna dämpas

Eftersom vi har justerat upp prognosen för arbetslösheten med cirka 0,5 procentenheter räknar vi också med att löneökningarna blir något lägre än vad vi tidigare bedömt. Timlönen i hela ekonomin väntas nu öka med 4,3 procent i år och nästa år, jämfört med 4,5 procent i den tidigare prognosen. Vi räknar inte med att de löpande löneavtalen kommer att sägas upp i ett läge där konjunktoren och arbetsmarknaden försvagats. För 2010 är löneprognosen oförändrad på 4 procent. Då står vi inför en ny stor avtalsförhandling när de nuvarande treåriga avtalen löper ut.

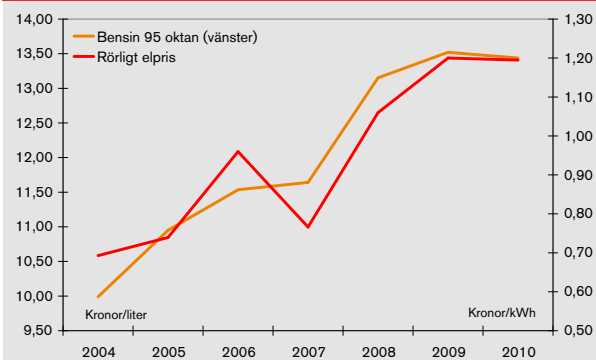
Mönstret med en kraftig ökning av enhetsarbetskostnaden, arbetskostnad per producerad enhet, under perioden 2007-2009 kvarstår. Det är först 2010 som ökningstakten för enhetsarbetskostnaden kommer ner till inflationsmålet 2 procent. Den höga ökningen av enhetsarbetskostnaden ska dock ses mot bakgrund av att den genomsnittliga årliga ökningen under perioden 2002-2006 bara var 0,4 procent.

### Inflationstoppen snart passerad

Inflationen har i hög grad dragits upp av prisökningar på energivaror och livsmedel och bedömningen av dessa komponenter är också central för inflations-

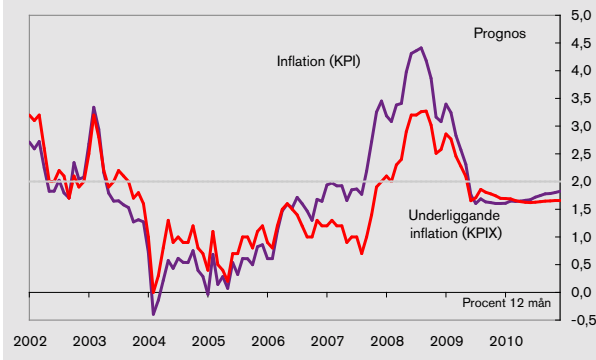
utvecklingen framöver. Vi räknar med att oljepriset gradvis faller till 100 dollar per fat under prognosperioden. Ett betydligt högre oljepris, som tidigare i år kan inte uteslutas, men en viss ytterligare nedgång från den nuvarande nivån på cirka 115 dollar per fat är vårt huvudalternativ. Det innebär att bensinpriset, 95 oktan, fortsätter att ligga över 13 kronor per liter. Det rörliga elpriset till konsument kommer, enligt terminsmarknaden på elbörsen Nord Pool, att ligga på cirka 1,20 kronor per kWh. Den kraftiga uppgången i energipriserna kommer således, enligt vår prognos, att plana ut under de två kommande åren. När det gäller livsmedel räknar vi med mer normala prisökningar under de två kommande åren efter den stora uppgången i slutet av förra året och början av det här året.

### Bensinpris 95 oktan och rörligt elpris



Prognosen för energi- och livsmedelspriserna bidrar till att inflationstakten faller snabbt från en topp på cirka 4,5 procent under hösten till ungefär 3 procent i slutet av året. Nästa sommar har takten både för KPI och för den underliggande inflationen, KPIX, sjunkit till cirka 1,5 procent. Under 2010 börjar inhemska konjunkturer ta över från råvarupriserna som drivande faktor och inflationstakten kryper upp och närmar sig Riksbankens mål på 2 procent.

### Inflation och underliggande inflation



Trots den höga inflationen för närvarande finns det således utrymme för Riksbanken att sänka styrräntan. Vi räknar med att räntesänkningarna inleds redan i slutet av året och att styrräntan sänkts med 1 procentenhet till 3,50 procent till nästa sommar. Detta bidrar till att räntans bidrag till inflationen, som är 1 procentenhet i år, blir neutralt under 2009 och 2010.

**Nyckeltal, procentuell förändring om ej annat anges**

	2007	2008	2009	2010
Timlön,	3,3	4,3	4,3	4,0
Produktivitet	-0,6	0,1	1,3	2,3
Enhetsarbetskostnad	4,1	4,0	3,2	1,9
KPI, årsgenomsnitt	2,2	3,7	2,2	1,7
KPIX, årsgenomsnitt	1,2	2,7	2,1	1,7
Real disponibel inkomst	4,3	2,6	3,8	3,9
Sparkvot 1), nivå	8,3	8,7	9,8	10,8
Sysselsättning, antal	2,5	1,5	0,8	0,5
Arbetslöshet, procent	6,1	6,0	6,0	6,2
Industriproduktion	3,3	1,0	2,5	4,0

1) Inklusive sparande i avtalspension och i premiepensionssystemet

Prognosen för BNP-tillväxten har reviderats ner något samtidigt som den finanspolitiska stimulansen väntas bli lika stor och penningpolitiken mindre stram, jämfört med den senaste konjunkturbedömningen. Den underliggande svenska konjunkturen har således försvagats men tillväxtutsikterna står sig ändå gott i internationell jämförelse.

**Tomas Pousette**  
 ekonomiskasekretariatet@sbab.se



# I fokus - Pressade villapriser men inget ras

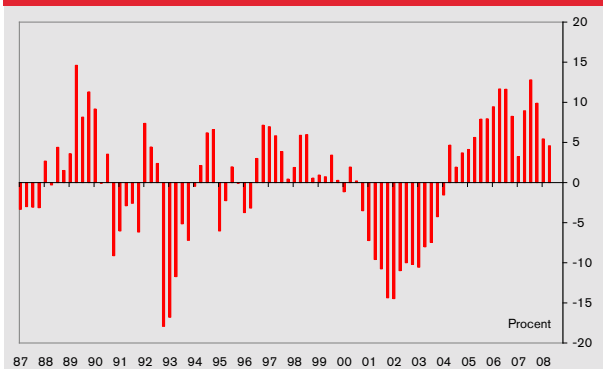
*Stigande räntor, fallande börskurser, svagare konjunktur och en viss övervärdering har satt press på bostadsmarknaden. Prispressen kommer att ligga kvar under en tid, men bör släppa under nästa år. Risker för ett större prisfall bedömer vi som liten.*

Efter prisuppgångar på drygt 10 procent om året sedan början av 2004 så saktade bostadsmarknaden in under andra halvåret 2007. Hittills under 2008 har marknaden varit trög med stort utbud, stigande försäljningstider och pressade priser. Bostadsrättspriserna har gått ned något samtidigt som villapriserna stått still. Vi har använt en statistik modell för att studera hur småhuspriserna kan utvecklas framöver. I modellen styrs priserna av hushållens inkomster, arbetslöshet, inflation, bolåneräntor och börsutvecklingen. Modellen, som finns närmare beskriven i konjunkturbrevet från mars 2008, kan delas upp i en långsiktig och en kortsiktig del. Den långsiktiga delen ger en uppfattning om hur höga småhuspriserna är i förhållande till en långsiktig jämviktsnivå.

## På väg mot jämvikt

Småhuspriserna gick från en undervärdering, i förhållande till underliggande faktorer, på nästan 15 procent 2002 till en övervärdering på som mest drygt 10 procent under sommaren 2007. Därefter har övervärderingen dalat till omkring 5 procent under 2008.

### Småhusprisernas avvikelse från långsiktig jämvikt

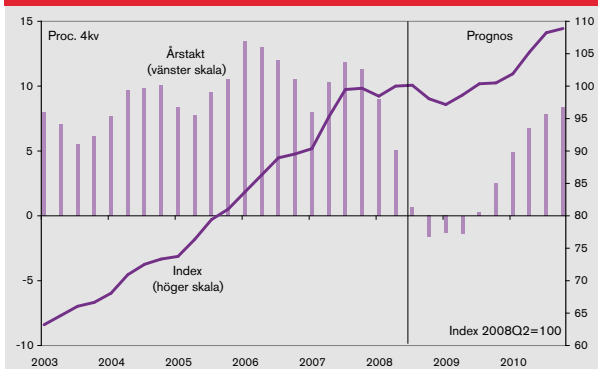


## Prispressen släpper under 2009

För att blicka framåt använder vi våra egna prognoser för inkomster, räntor, arbetslöshet och inflation samt gör ett antagande att Stockholmsbörsen stabiliseras under hösten och sedan återhämtar sig. Resultatet är att en god inkomstutveckling och fallande räntor under andra halvåret 2008 och början av 2009 inte är tillräckligt för att kompensera för effekterna från övervärderingen och den fallande börsen. En liten prisnedgång under hösten och vintern är därför att vänta. Under våren och sommaren 2009 bör däremot effekterna av de lägre räntorna börja märkas samtidigt som inkomsterna fortsätter öka, arbetslösheten ligger ganska stabilt och börsen börjat återhämta sig.

Sammantaget landar prognosen på en förväntad nedgång under 2008 på knappt 2 procent. Detta vänds till en uppgång i samma storleksordning under 2009 och under 2010 väntas priserna återigen öka i rask takt

### Småhuspriserna 2003-2010



## Ett större prisfall är osannolikt

För att få en uppfattning om hur känslig vår prognos om, i princip, stillastående småhuspriser är för våra antaganden om tillväxt, inflation och räntor så har vi skissat på ett alternativscenario som skulle generera ett prisfall på drygt 10 procent. Det visar sig att det krävs en mycket ofördelaktig utveckling av den svenska ekonomin för att ett prisfall av den storleksordningen skulle vara aktuell.

I detta alternativscenario skulle hushållens inkomster under 2008-2010 öka med 1,5 procent i genomsnitt istället för 5,5 som vi räknar med. Arbetslösheten skulle öka till i genomsnitt 7 procent under 2010, nästan 1 procentenhet över vår prognos. Bolåneräntorna skulle behöva ligga 1-1,5 procentenheter över vår bedömning och börsen skulle fortsätta nedåt även under 2009. Även om det naturligtvis inte helt kan uteslutas att omständigheterna kan bli sådana att alternativscenariot, eller ett liknande scenario, förverkligas så är det enligt vår bedömning högst osannolikt att vi kommer att få se en ekonomisk utveckling som genererar ett större prisfall på småhusmarknaden.

### Prognosantagande

Årsgenomsnitt om inte annat anges, alternativscenario inom parentes.

	2008	2009	2010
Disponibel inkomst (årstakt %)	5,7 (3,4)	5,9 (1,6)	5,5 (0,0)
Bolåneränta (genomsnitt, %)	5,6 (5,9)	5,0 (6,5)	5,0 (6,1)
Arbetslöshet (16-64 år, %)	6,0 (6,0)	5,9 (6,5)	6,2 (7,0)
Börsen (årstakt i %, 4 kv)	-24 (-29)	22 (-6)	10 (6)
Inflation (KPI, 4 kv)	3,4 (3,6)	1,6 (3,3)	1,8 (3,8)
<b>Småhuspriser</b>			
Årstakt (% 4 kv)	-1,6 (-3,4)	2,5 (-6,9)	8,4 (0,1)
Årsgenomsnitt	3,1 (2,5)	0,0 (-6,2)	7,0 (-3,0)

**Tor Borg**  
ekonomiskasekretariatet@sbab.se



*Tor Borg och Tomas Pousette, SBAB:s Ekonomiska Sekretariat.*



Besöksadress: Löjtnantsgatan 21 • Postadress: Box 27308, 102 54 Stockholm • Tel: 08-614 43 00 Fax:  
08-611 46 00

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