



Teknikföretagen

TEKNIKFÖRETAGENS PROGNOS

MAJ 2018

Teknikföretagens
konjunkturprognos utges
två gånger per år
i maj och november

Lätt broms när tillväxttakten mattas av

Världsekonomin utvecklades relativt starkt under 2017, global BNP växte med 3,5 procent (IMF), den högsta tillväxttakten sedan 2013. Även världshandeln tog fart under 2017 och uppvisade de högsta tillväxttalen sedan innan finanskrisen – om man bortser från studsens i samband med att den akuta krisen släppte 2010. Även om 2017 var ett relativt bra år för världsekonomin är det långt kvar till de tillväxttal som noterades under de heta åren innan finanskrisen. Den främsta motorn till den globala ekonomin är fortsatt extremt expansiva finansiella förhållanden. Visserligen steg marknadsräntorna en hel del under 2017 men den globala realräntan är fortfarande kraftigt negativ. Dessutom fortsätter centralbankerna att pumpa in gigantiska belopp i det finansiella systemet via obligationsköp.

År 2018 har inletts med tydliga tecken på avmattning i många ekonomier, i synnerhet i Europa men även i Japan. Förmodligen speglar inbromsningen i Eurozonen en kombination av oro för handelskrig, en kraftig förstärkning av euron och tilltagande resursbrist. Storbritannien har sitt eget drama där kostnaderna för Brexit blir alltmer uppenbara. Ett undantag är USA, där BNP visserligen bromsade en aning i början av året men mycket tyder på att en viss acceleration skett de senaste månaderna. Ett annat undantag är Kina där ekonomin fortsätter att växa på i en takt strax under sju procent. I övriga tillväxtländer är bilden splittrad men bra fart i Indien och till viss del Turkiet medan Brasilien och Ryssland hankar sig fram med bara lite mer än styrfart.

Även de nordiska länderna spretar med relativt svag utveckling i Danmark, en oljeprisdriven återhämtning i Norge och ett Finland där de senaste årens interdevalvering börjat få avsedd effekt på konkurrenskraften. Sammantaget räknar Teknikföretagen med att världsekonomin bromsar till 3,2 procent 2018 och till 2,9 procent 2019.

Sveriges ekonomin har rättat i sig i ledet och växer i takt med likartade länder efter mycket stark tillväxt 2015–2016. Visserligen eldar Riksbanken fortfarande på med världens mest expansiva penningpolitik men den syns tydliga tecken på att tillväxttoppen har passerats även här. Det gäller inte minst inom bygg- och fastighetssektorn, den starkaste tillväxtmotorn de senaste åren, där bostadsbyggande bromsar kraftigt samtidigt som fastighetspriserna börjat falla. Det finns dessutom tydliga tecken på resursbrist i flera sektorer som bidrar till inbromsningen. Tack vare en mycket stark avslutning förra året blir tillväxten för helåret 2018 ändå stark och i paritet med 2017 med en mer påtaglig avmattning under 2019. Arbetsmarknaden fortsätter att vara stark med bara en svag ökning i arbetslösheten 2018-2019 och viss inbromsning i sysselsättningen.

Tillväxten för industrin - i lugnare tempo

Industrin har lämnat ett starkt uppsving bakom sig och tillväxten har börjat bromsa in. Produktionen för teknikindustri i Sverige förväntas öka med i genomsnitt nio procent 2018 men avtar till tre procent

INNEHÅLL

Internationellt

Nya normalen.....	3
Internationella indikatorer	12
USA	16
EMU	21
Kina.....	26
Japan	29
BRIT	30
Storbritannien.....	32
Norden	34

Sverige

Sveriges ekonomi.....	36
Teknikindustri	
Transportmedel	46
Maskinindustri	47
Metallvaror	48
Elteknisk industri	49
Teknikindustri arbetsmarknad	50
Priser.....	51
Tabellsammanfattning	52

nästa år. Denna låga tillväxt i jämförelse med 2017-2018 är samtidigt i linje med den genomsnittliga historiska tillväxten oaktat finanskrisen 2009. Utvecklingen drivs även i år av fordons- och maskinindustrin och dess leverantörer. För elmaskiner och övriga transportmedel är läget betydligt mer dämpat, i vart fall tillfälligtvis. Dessa två branscher följer vanligtvis inte globala konjunkturmönster. Den höga tillväxten har också ökat behovet av arbetskraft. I år förväntas antalet anställda i teknikindustrin i Sverige öka med två procent och med en procent nästa år.

Trots fortsatt skaplig konjunktur är den underliggande tillväxtkraften i världsekonomin fortfarande svag, ingenting tyder på att trenden mot svagare produktivitetstillväxt håller på att brytas. Visserligen förbättrades produktivitetstillväxten under 2017 men detta var en rent cyklisk effekt. Den Nya Normalen är uppenbarligen här för att stanna.

Det mesta tyder dessutom på att de senaste årens låga löne- och prisökningar i grunden består även om det finns tecken på stigande råvarupriser och viss löneinflation i en del länder och sektorer. Trycket från svag produktivitetstillväxt, digitalisering och globalisering pressar ner det globala inflationstrycket samtidigt som kopplingen mellan resursutnyttjande och löne- & prisinflationen på nationell nivå försvagas.

I kombination med en gradvis avmattning i konjunkturen talar det låga underliggande inflationstrycket för fortsatt låga räntor världen över. Mycket pekar på att Federal Reserve fortsätter med sin försiktiga normalisering och höjer styrräntan ytterligare ca en procentenhet medan ECB knappast kommer att röra räntan det kommande året. Man kan dessutom räkna med att merparten av de kvantitativa lättnaderna består åtminstone under 2018.

I Sverige har visserligen inflationen närmat sig inflationsmålet och kan förväntas stanna där men det ger ändå inte Riksbanken något ro: Inflationen har i huvudsak drivits av en svag krona och stigande internationella råvarupriser medan det inhemska inflationstrycket fortfarande är svagt. Det är därför knappast troligt att Riksbanken kommer att höja räntan under 2018.

Bakom sig

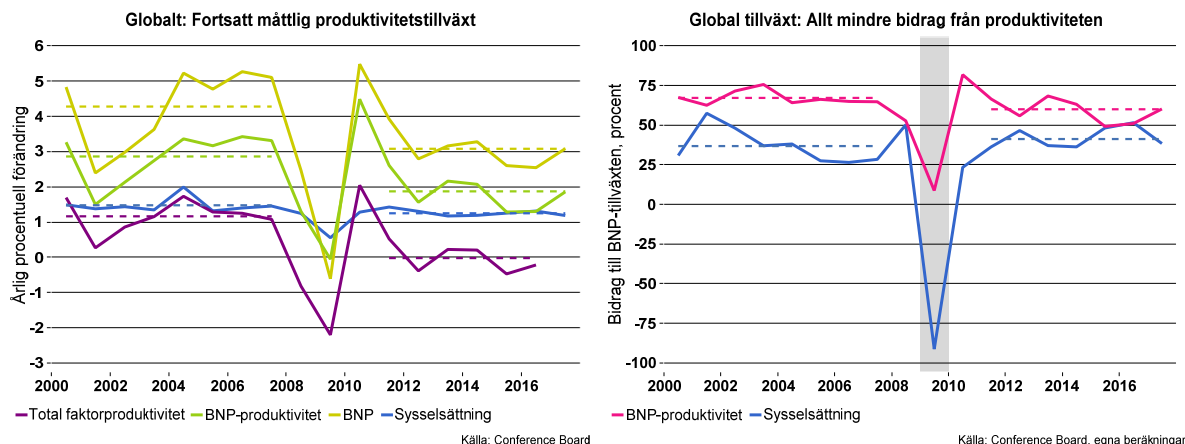
Global teknikindustri lämnar nu också den tidigare uppgången bakom sig. Det spretar dock en del i utveckling mellan delbranscher och länder. För global fordonsindustri ökar efterfrågan f.n. kraftigt på tunga fordon förutom i Europa som i stället visar begränsad tillväxt. Efterfrågan på personbilar och lätta fordon är samtidigt sammantaget betydligt lägre än tidigare år. Här skiljer det dock en hel del mellan tillverkare och typ av fordon.

Uppsvinget sedan årsskiftet 2016/2017 har främst präglats av en hög efterfrågan på investeringsvaror. Den mätas nu på sedvanligt vis efter det att flaskhalsar byggts bort, när kapacitetsinvesteringar färdigställts och ersättningsinvesteringar kommit på plats. I genomsnitt blir ändå 2018 ett starkt år för tillverkare av kapitalutrustning efter ett mycket starkt 2017.

DEN NYA NORMALEN HÄR FÖR ATT STANNA

Inga tecken på stigande produktivitetstrend

Att den globala BNP-trenden avtagit det senaste dryga decenniet är numera ett allmänt vedertaget faktum även om enigheten inte är lika stor kring orsakerna till nedväxlingen och om trendskiftet är tillfälligt eller permanent. Valet av referensperioder är naturligtvis godtyckligt men bilden nedan till vänster illustrerar hur världsekonomin utvecklades under 2000-2007 jämfört med 2011-2017.



Studerar vi tillväxtens ”komponenter” kan vi notera följande skillnader mellan perioderna (genomsnitt):

- BNP, %: 4,3/3,1,
- BNP-produktivitet, %: 2,9/1,9,
- Total faktorproduktivitet, %: 1,2/0
- Sysselsättning, %: 1,5/1,3.

Det är tydligt att sysselsättningen ökat i genomsnitt i ungefär samma takt under de två perioderna medan produktiviteten avstannat ordentligt. Bilden ovan till höger illustrerar samma sak fast från en annan vinkel: Medan produktiviteten stod för över 2/3 av BNP-tillväxten under den tidiga perioden har bidraget minskat till ca 60 procent under återhämtningen.¹

Den Nya Normalen speglar således i första hand en betydligt lägre trendtillväxt i produktiviteten. Det är också tydligt att den produktivitetstillväxt som ändå skett under återhämtningen efter finanskrisen kan kopplas till ökad användning av produktionsfaktorer som arbete och kapital. Slående är att total faktorproduktivitet, dvs den produktivitet som kan kopplas till tekniska och/eller organisatoriska förbättringar, överhuvudtaget inte har ökat sedan 2011. Ett alternativt sätt att beskriva de två perioderna är således att hela nedväxlingen i BNP-tillväxt kan tillskrivas lägre tillväxt i total faktorproduktivitet.

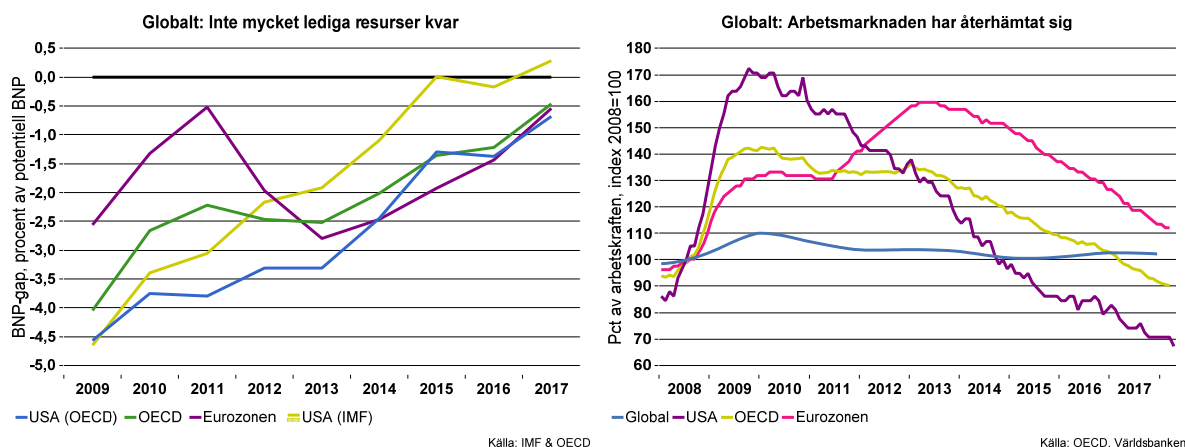
Det finns i huvudsak två hypoteser till den vikande produktivitetstillväxten:

- Sekulär stagnation, vilket innebär att investeringsaktiviteten och den aggregerade efterfrågan i världen hålls tillbaka av för högt sparande. Om detta i huvudsak är rätt analys borde lösningen på produktivitetskrisen vara mer av de senaste årens medicin i form av expansiv penningpolitik. Då borde vi även notera en återgång mot tidigare trendtillväxt i takt med att investeringarna tar fart och ekonomin återhämtar sig.
- Enligt den konkurrerande hypotesen är det istället ekonomins utbudssida som är mindre dynamisk än under decennierna innan finanskrisen. Flera av de faktorer som eldade på produktiviteten – teknologispånet i samband med IKT-revolutionen, inträdet av nya dynamiska ekonomier i världsekonomin, avregleringar av många marknader, etc. - har nu tappat kraft när de längst hängande

¹ De två kurvorna summerar inte till 100 procent, dvs produktivets- och sysselsättningstillväxt summerar inte till BNP-tillväxten. Orsaken är att produktivitet och sysselsättningen här mäts i termer av antal personer eftersom data för arbetade timmar inte finns tillgängliga på global nivå.

frukterna har plockats. Det betyder att *produktivitetsnivån* visserligen är mycket högre än innan lyftet men att *tillväxttakten* växlar ner. Om detta är korrekt analys kommer inte trendtillväxten att återgå till tidigare höga tal såvida inte nya dynamiska faktorer dyker upp, t ex i form av ett nytt teknologispår, etc.

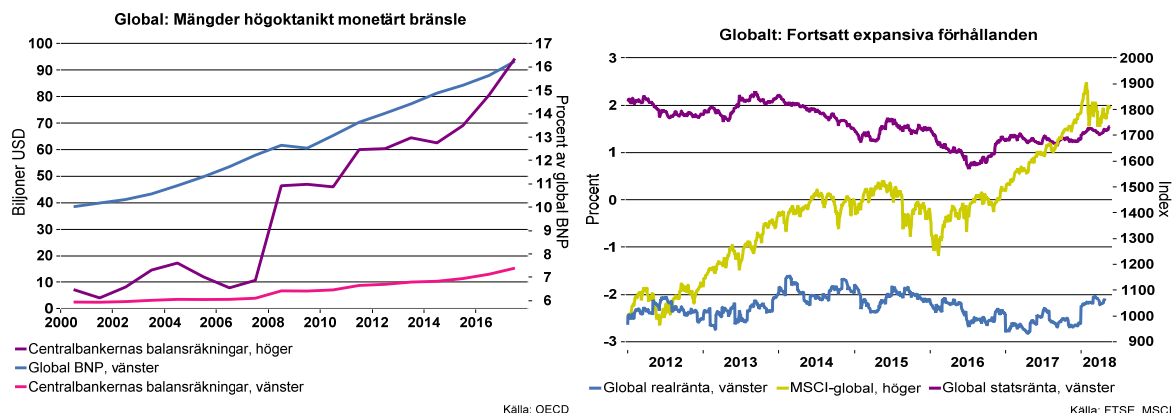
Det är naturligtvis inte helt enkelt att diskriminera mellan dessa konkurrerande hypoteser. Något som talar emot "sekulär stagnation" är dock att det globala resursutnyttjandet, som minskade kraftigt under krisen, ökat relativt snabbt under återhämtningen och nu inte är påfallande lågt. Uppskattningarna varierar mellan olika bedömare men man verkar ändå vara enig om att det inte finns särskilt mycket ledig kapacitet kvar i världsekonomin eller åtminstone inte i de utvecklade ekonomierna (se figuren nedan till vänster).



En annan indikation är att sysselsättningen stått för en betydligt större andel av global BNP-tillväxt (se höger figur på sid 2) och nu är högre samt att arbetslösheten i många ekonomier är lägre än innan finanskrisen (se höger bild ovan). Till och med i Eurozonen, som genomlidit ett antal kriser de senaste åren, har sysselsättningen passerat/arbetslösheten nästan fallit till förkrisnivåer.

Det faktum att världens centralbanker pressat ner styrräntorna till nära eller under nollstrecket och låtit sedelpressarna spurta i tidigare aldrig upplevd takt talar också emot att världsekonomin problem är för lite efterfrågestimulanser. Exempelvis summerar de s.k. kvantitativa lättnader som ECB och Federal Reserve genomfört de senaste åren till nästan 15 procent av BNP i Eurozonen och USA. Även Bank of England har genomfört mycket stora köp av värdepapper – 445 miljarder GBP motsvarande över 20 procent av BNP. "Värstingen" i sammanhanget är dock Japans centralbank som sedan 2010 ackumulerat statsobligationer till ett värde av nästan 80 procent av landets BNP. De fyra stora centralbankernas samlade balansräkningar har, genom alla extraordinära åtgärder, vuxit från att motsvara ca sju procent av global BNP innan finanskrisen till drygt 16 procent eller 15300 miljarder USD 2017 (se bild nedan till vänster).

Att de globala finansiella förhållandena fortfarande är extremt expansiva framgår även av bilden nedan till höger.

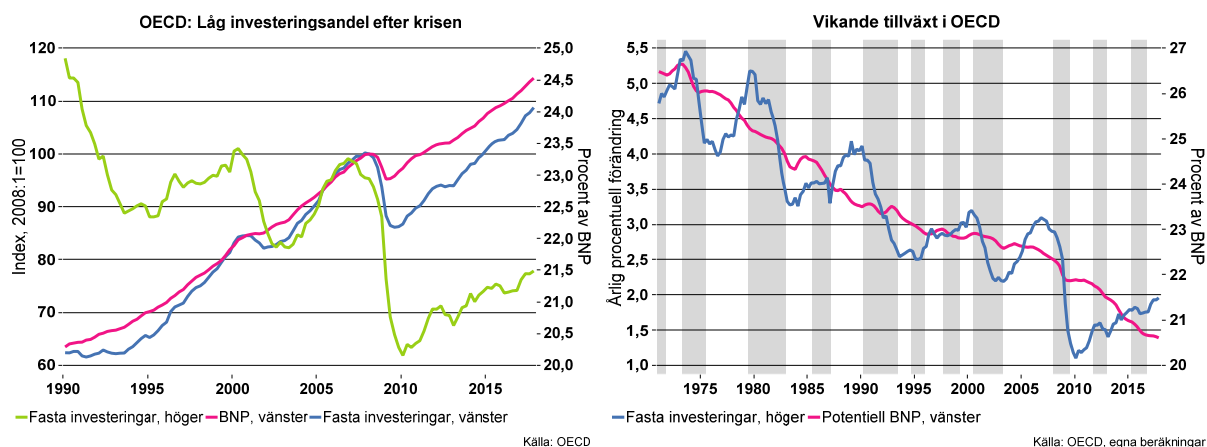


Visserligen har världens börser skakat till en aning de senaste månaderna, efter en exceptionellt lång period med närmast linjär uppgång, och visserligen har globala realräntor stigit något det senaste året. Trots detta är den genomsnittliga globala realräntan fortfarande kraftigt negativ, nio år efter finanskrisens mest kritiska fas. De finansiella förhållandena är således fortsatt mycket gynnsamma vilket talar för fortsatt hyfsad global BNP-tillväxt.

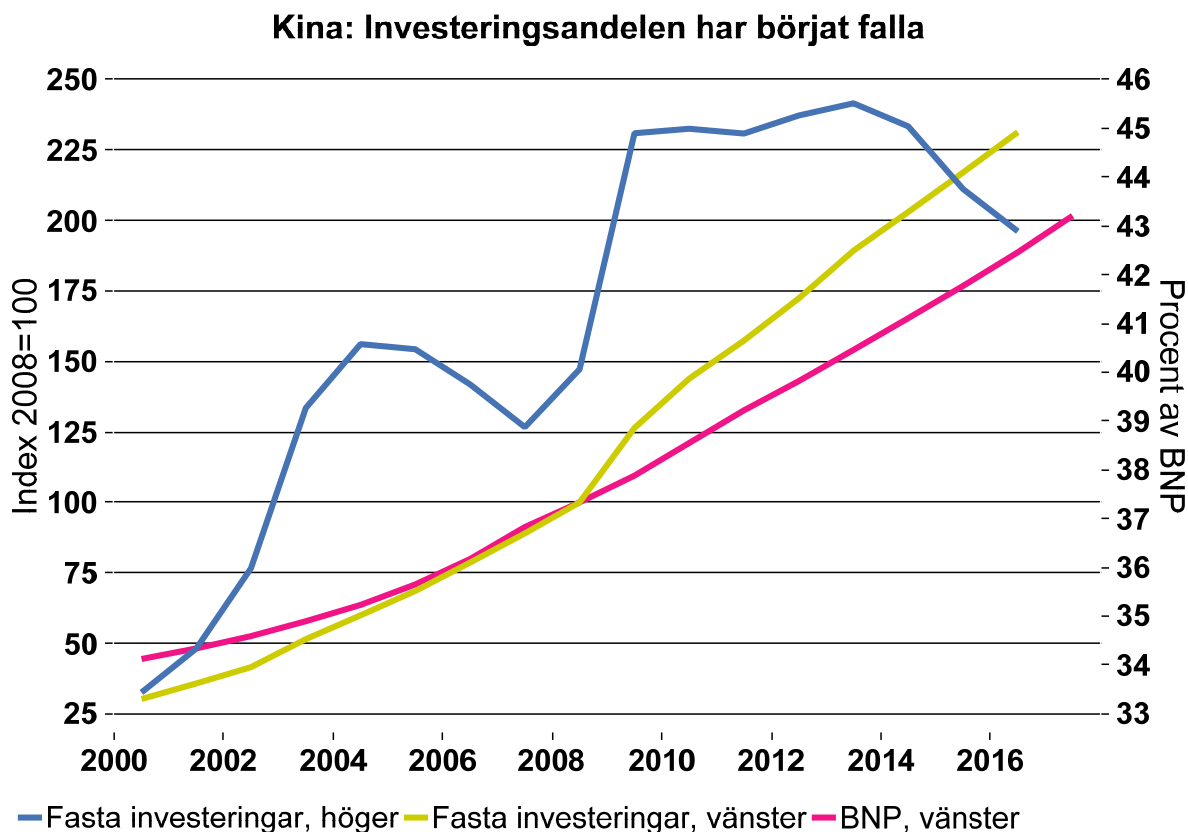
Fallande investeringsandel: Orsak eller verkan?

Investeringsandelen av BNP rasade kraftig inom OECD i samband med senaste recessionen för att långsamt öka under återhämtningen i linje med det historiska mönstret. Investeringsandelen i OECD är starkt procyklisk och faller snabbt i samband med recessionerna för att sedan, oftast långsamt, återta delar av förlorad terräng under återhämtningen (se bilden nedan till höger).

Investeringsfallet under den senaste recessionen var exceptionellt stort, ökningen har varit ovanligt seg och investeringsandelen är fortfarande lägre än vid tidigare bottnar. Frågan är om detta är ett indicium som talar för hypotesen om "för låg efterfrågan" eller snarare en effekt av lägre tillväxtpotential? Lägre trendtillväxt innebär ju även ett mindre "behov" av kapital och därför långsammare trendtillväxt i kapitalstocken vilket belyses av figuren nedan. Bilden nedan till höger visar hur potentiell tillväxt och investeringsandel fallit i tandem de senaste 50 åren. Våra beräkningar visar att potentiell BNP-tillväxt i OECD fallit mycket kraftigt sedan finanskrisen.



I Kina har utvecklingen varit den motsatta under senare år. Här stimulerades investeringarna efter finanskrisen för att motverka en ännu kraftigare recession, vilket ledde till en mycket kraftig ökning av investeringsandelen. De senaste tre åren har andelen återigen börjat att minska, i linje med myndigheternas strategi i riktning mot mer konsumtionsdriven tillväxt. Det mest sannolika scenariot är att konsumtionens andel av ekonomin trendmässigt kommer att öka på bekostnad av investeringsandelen i takt med att Kinas BNI/capita ökar och potentiell BNP-tillväxt faller.



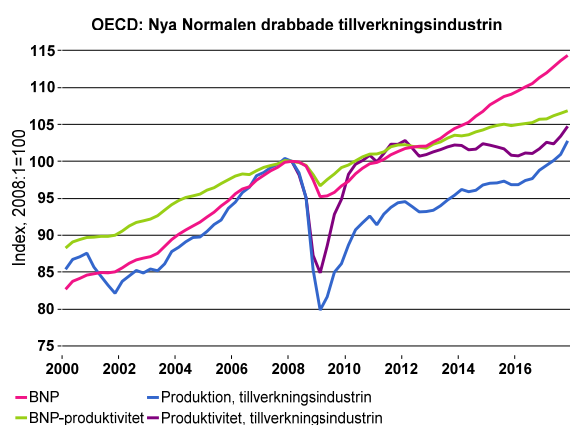
Källa: NBS & Världsbanken

Nya Normalen här för att stanna

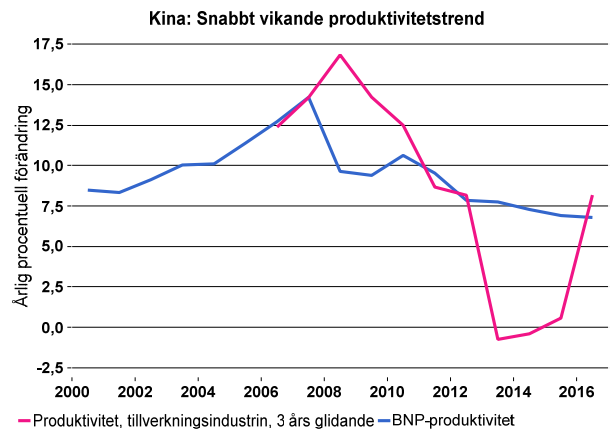
Hypotesen att den svaga produktivitetstillväxten är en konsekvens av för svag efterfrågan/för lite stimulanser får alltså inte särskilt starkt stöd, det mesta talar för att det snarare är faktorer på ekonomins utbudssida som är skurken i dramat. Detta kan förefalla paradoxalt med tanke på att den teknologiska utvecklingen knappast bromsat upp.² Trots detta har således totalfaktorproduktiviteten helt stannat av under återhämtningen vilket illustrerar att man inte automatiskt kan sätta likhetstecken mellan teknologisk utveckling och ekonomisk värdeskapande.

Vi har inte tillgång till aggregerade produktivetsdata för tillverkningsindustrin inom OECD tidigare än 2009. Bilden nedan till vänster visar ändå att produktivitetstillväxten varit i stort sett obefintlig efter recessionen. Bland OECD-länderna sticker framförallt USA ut med exceptionellt svag produktivitetstillväxt medan Eurozonens tillverkningsindustri klarar sig bättre, i synnerhet under senare år. Även BNP-produktiviteten i OECD har utvecklats betydligt svagare än innan krisen men här kan man ändå notera en svagt positiv utveckling.

² Såväl Moores lag som Kurzweils "Law of accelerating returns" verkar fortfarande hålla.



Källa: OECD



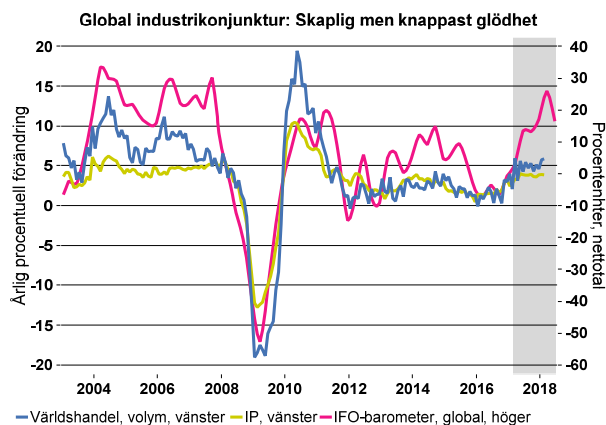
Källa: NBS, OECD & Världsbanken

Även Kina har genomgått en kraftig trendavmattning i produktiviteten sedan perioden innan finanskrisen, också här mest påtagligt inom tillverkningsindustrin (se bilden ovan till höger). BNP-produktiviteten har mattas från 15 procent till 7 procent medan produktiviteten i tillverkningsindustrin, som bromsade från 15-20 procent till nära noll, tog ny fart 2017.³

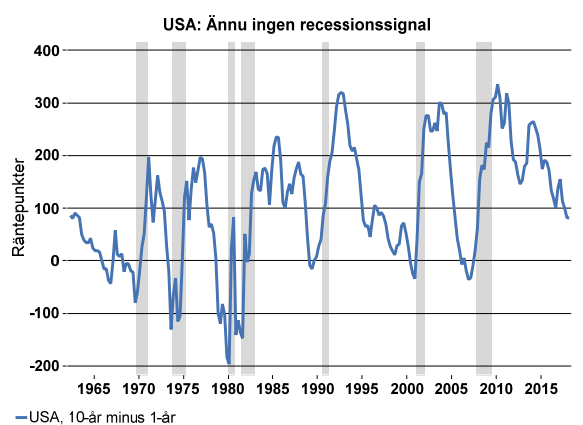
Trots den mycket svaga produktivitetstrenden under återhämtningen ger det senaste årets positiva utveckling såväl i Kina som i OECD, fog för viss optimism. Samtidigt är det uppenbart att tillverkningsindustrins produktivitet är starkt pro-cyklisk, skälet till förra årets acceleration kan i första hand tillskrivas den goda industrikonjunkturen. Det återstår att se om produktiviteten växer på även om och när världsekonomin går in i en lågkonjunktur, just nu är bästa gissningen att den lägre trendtillväxten i världsekonomin kommer att bestå.

Global konjunktur: Avsvalning på gång men ingen recession i sikte

Efter en flerårig period med medioker industrikonjunktur, med årliga ökningar i global industriproduktion och världshandel kring två procent, ökade takten till närmare fem procent under 2017. Hand-i-hand med ökad aktivitet stack även diverse konjunkturbarometrar upp mot historiska toppnivåer (se figuren nedan till vänster). En observation från de senaste åren är för övrigt att, trots hyfsad fart, har inte hårda data riktigt levt upp till de högt uppdridna konjunkturbarometrar. Under tidigare episoder har t ex IFO:s globala index på de senaste kvartalens nivåer varit förenliga med världshandelstillväxt kring tio procent.



Källa: IFO, CPB



Källa: NBER, Macrobond

Den stående frågan har varit hur och i så fall på vilket sätt, det traditionellt starka sambandet mellan barometrar och realekonomin ska komma att återställas. De senaste månadernas utvecklingen pekar mot att

³ Det finns inte kinesiska data över produktiviteten i tillverkningsindustrin tidigare än 2009. Data för tillverkningsindustrin baseras på förädlingsvärdet i löpande priser.

konvergensen sker ”uppfifrån och ner”. Indikatorer som IFO-index har börjat vika neråt vilket sannolikt indikerar att den globala tillväxten har toppat för denna konjunkturcykel.

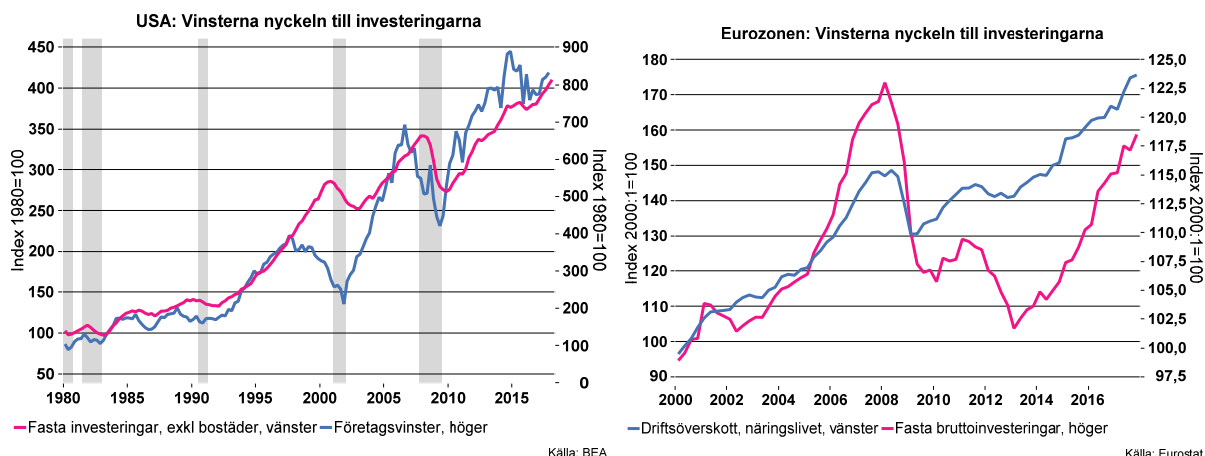
Nästa fråga är då om världsekonomin står inför en recession eller om det kommer att handla om en mjuklandning? Utifrån historiska erfarenheter kan man identifiera åtminstone tre olika mekanismer som utlöser recessioner:

1. En lång period av stigande finansiella värderingar bygger upp en bubbla som spricker; läs t ex den senaste finanskrisen
2. Ansträngt resursutnyttjande och flaskhalsar skapar snabbt tilltagande inflationstryck/inflationsoro vilket förmår centralbankerna att strama åt för snabbt och för mycket; ett vanligt mönster eller
3. Vikande produktivitet och stigande kostnader försämrar företagsvinsterna i takt med att konjunkturen mognar och resursutnyttjandet tilltar. Bilden nedan till vänster visar t ex hur USA:s investeringskriser och recessioner ofta föregåtts av kraftigt försämrad lönsamhet i näringslivet.

I praktiken kännetecknas många vändpunkter av en kombination av dessa faktorer. Bubbler är per definition svåra att identifiera på förhand - det råder t ex delade meningar om den svenska fastighetsmarknaden är en bubbla - och kan punkteras av penningpolitiska åtstramningar. Däremot finns det en tillförlitlig finansiell indikator som reflekterar den andra mekanismen, nämligen avkastningskurvan i USA:s räntemarknad. Bilden ovan till höger visar att varje recession i USA sedan början av 1960-talet har föregåtts - med varierande ledtid - av en ”invertering” av avkastningskurvan. Med detta avses att räntor på obligationer med längre löptider understiger de med kortare löptider. Att inverteringen oftast inträffar ett bra tag innan recessionen gör även att avkastningskurvan är en ledande indikator, till skillnad från t ex de flesta konjunkturbarometrar, inköpschefsindex, etc, som är samtida med konjunkturen.

USA:s avkastningskurva har blivit gradvis flackare de senaste åren, främst som ett resultat av att Federal Reserve höjt styrrentan vilket får störst effekt på kortare räntor. Än så länge är det en bit kvar till 0-strecket men det är en känslig balansgång för centralbanken: en fortsatt gradvis normalisering av penningpolitiken för att motverka en sen-cyklisk ökning av inflationen utan att knäcka nacken av konjunkturen. Den historiska erfarenheten är inte särskilt god, återstår att se om man blir mer lyckosam denna gång, så länge pris- och lönetrycket är måttligt ökar sannolikheten för en mjuklandning. Som framgår ovan har andra större centralbanker som Bank of England, Bank of Japan och ECB ännu inte börja dra undan sina enorma stimulanser vilket också ger bättre förutsättningar för en mjuklandning.

Vad det gäller den tredje mekanismen finns ännu inga tecken på en stundande, lönsamhetsdriven, investeringsavmattning i industriländerna även om vinstutvecklingen i USA:s näringsliv varit måttlig de senaste åren. Företagsvinsterna växer med årstakt kring fem procent i de stora ekonomierna på ömse sidor om Atlanten (se figurerna nedan).

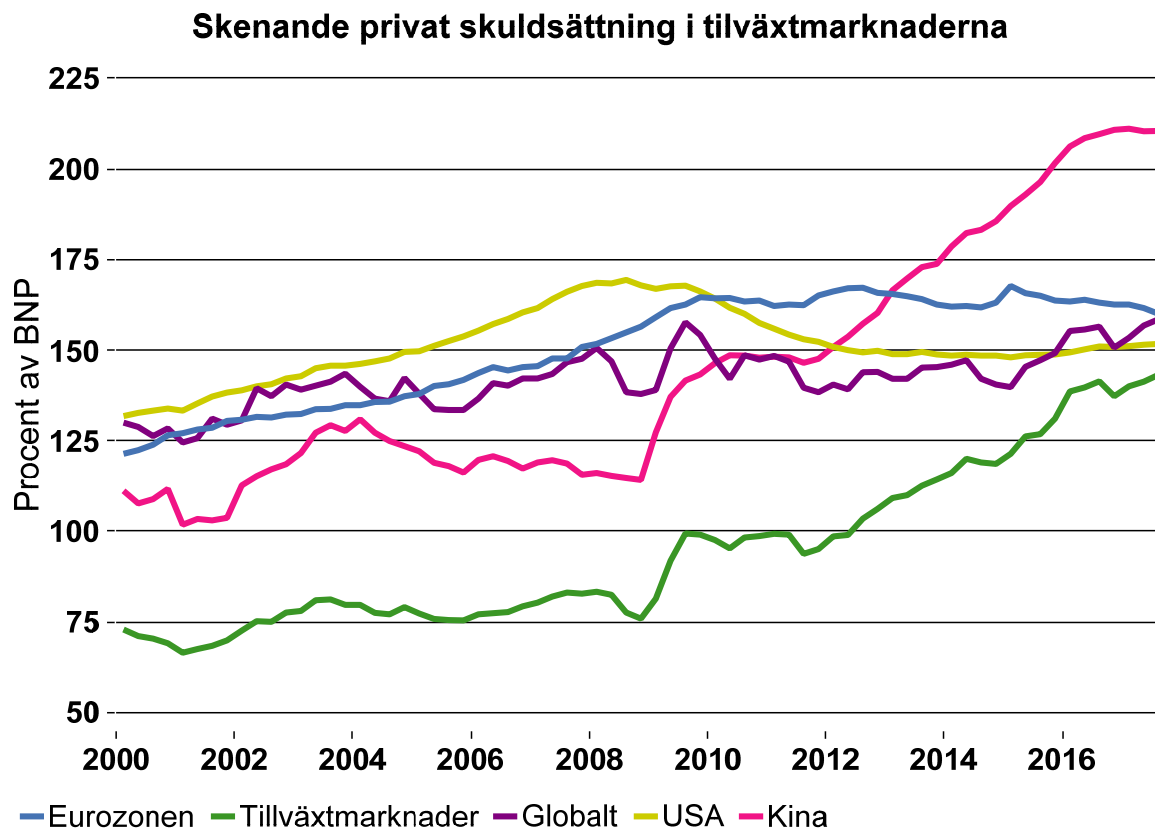


Å andra sidan tenderar omslagen i lönsamheten att ske snabbt och oannonserat. Lönsamheten har drivits upp av den cykliska produktivitetsökningen vilket, givet scenariot med en avmattning i världskonjunkturen framöver, även talar för vikande investeringstillväxt kommande år.

Sammantaget talar mycket för att tillväxttoppen i världskonjunkturen nu har passerats och att det senaste årets produktivitetsdrivna investeringslokomotiv börjar få brist på bränsle. Samtidigt ger fortsatt expansiva finansiella förhållanden hopp om att världsekonomin kan fortsätta sin, i ett historiskt perspektiv, utdragna men måttliga expansion; åtminstone så länge måttlig inflation håller centralbankerna lugna.

Hotar skuldsättningen global konjunktur?

I spåren av den extremt långa perioden med extremt expansiva global finansiella förhållanden har, föga överraskande, den privata sektorns skuldsättning ökat dramatiskt, åtminstone i tillväxtländerna (se bilden nedan). Sedan 2008 har tex privat skuld ökat från ca 75 procent till 145 procent och i Kina från 115 till 210 procent (mer om Kinas skuldsättning nedan).



Källa: BIS

Oron för att en global skuldbomb förr eller senare ska explodera och sänka världskonjunkturen vädras från tid till annan. Exempelvis rönt en studie av ekonomerna Carmen Reinhart och Kenneth Rogoff⁴ stor uppmärksamhet när man hävdade att det finns en ”magisk gräns” på 90 procent av BNP då skuldsättningen utlöser finansiella och ekonomiska kriser. Emellertid tvingades Reinhart & Rogoff att backa från sina resultat, det visade sig att resultaten inte vara tillförlitliga. Ett rimligare förhållningssätt är att skuldsättningen inte behöver vara ett problem så länge kostnaderna att finansiella skulden är hanterliga; eller annorlunda uttryckt, problemen uppstår när långivarna tappat tilltron och kräver kraftigt högre räntor.

Världens centralbanker och privata aktörer har köpt på sig enorma volymer statsobligationer under senare år. Det är därför inte svårt att måla upp ett mörkt scenario, med kraftigt stigande räntor och ökande privata skuldkostnader, den dagen centralbankerna börjar avveckla sina positioner. Det som talar emot ett dramatiskt förlopp är att centralbankerna naturligtvis är medvetna om riskerna och kommer att försöka undvika en

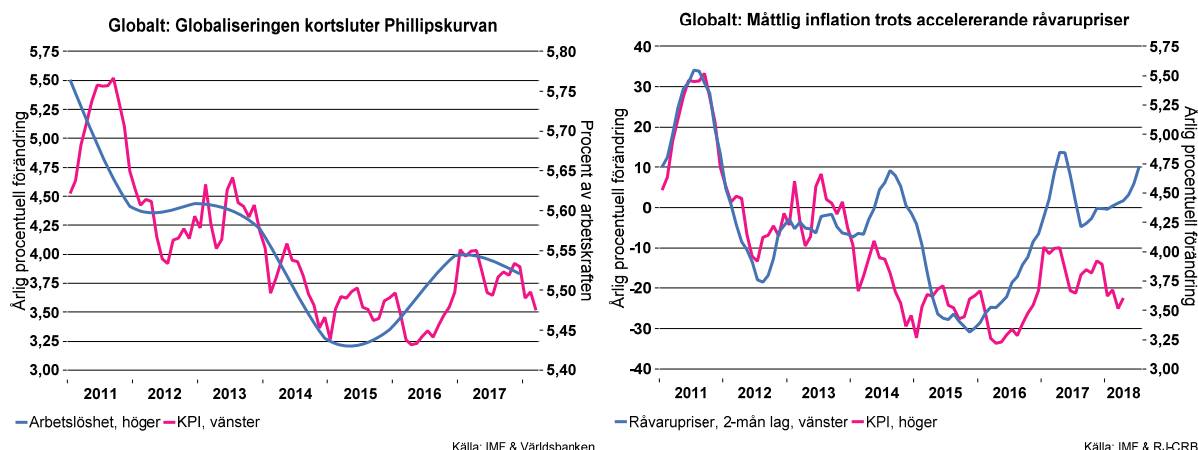
⁴ Reinhart & Rogoff, American Economic Review, 2010.

krasch i obligationsmarknaden. Man kan i och för sig tänka sig att marknadsräntorna skenar av andra skäl, t ex en plötslig och kraftig uppgång i inflationen. Av detta ser vi dock inte mycket för tillfället.

Globaliseringen kortsletter Phillipskurvan

Efter finanskrisen har centralbanker världen över kämpat med att inledningsvis förhindra deflation och under senare år pressa upp inflationen mot inflationsmålen. Skulle historiska samband gälla borde detta inte varit något problem med tanke på stigande resursutnyttjande och fallande arbetslöshet under återhämtningen.

Sambandet mellan global inflation och arbetslöshet har emellertid trotsat gängse ekonomisk teori efter finanskrisen: Phillipskurvan har inverterats, dvs fallande arbetslöshet har gått hand-i-hand med fallande inflationstrend (se bilden nedan till vänster). Visserligen har inflationen ökat något från botten 2015-2016 men är fortfarande flera procentenheter lägre jämfört med direkt efter finanskrisen. Fenomenet med fallande arbetslöshet utan att löner och priser tar fart kan för övrigt observeras i alltifrån små ekonomier som Sverige till jätteekonomier som USA och Eurozonen. Flera studier betonar att faktorer som ökad global konkurrens, digitalisering och e-handel dels pressat ner global inflation och dels frikopplar löne- och prisutvecklingen på nationell nivå från inhemskt resursutnyttjande. Dessa faktorer talar för fortsatt måttlig global inflation framöver trots fortsatt högt resursutnyttjande.



I det kortare perspektivet återstår det att se om det senaste årets acceleration i råvarupriserna gradvis leder till snabbare global inflation, hittills har inflationen snarast modererats på sistone. Just nu finns det således inte mycket som tyder på att en snabb ökning i inflationen tvingar världens centralbanker att strama åt penningpolitiken och på sås sätt strypa återhämtningen.

Hittills har de flesta bedömare fastnat för analysen att de grundläggande sambanden – Phillipskurvan – håller men att genomslaget av stram arbetsmarknad i löner och priser tar längre tid än vanligt. Än så länge ligger dock bevisbördan tungt på dem som företräder denna linje, visserligen har inflationen stabiliserats men förblir på betydligt lägre takt än tidigare. Det finns en spridd tendens bland bedömare att underskatta effekterna av de långtgående strukturella förändringarna som drabbat världsekonomin de senaste decennierna. Globaliseringen har inneburit att alltfler såväl varu- som arbetsmarknader i snabb takt blivit ”immuna” mot inhemska förhållanden. Inhemskt resursutnyttjande får därmed allt mindre betydelse för pris- och löneutvecklingen i takt med att allt fler marknader blir globala, på allt fler marknader blir det t ex omöjligt att vältra över högre lönekostnader på hemmaplan på konsumenterna i form av prishöjningar.

Studier⁵ visar t ex att exportinnehållet i svensk tjänsteproduktion numera är väl så stort som inom varuproduktionen. Digitaliseringen är en annan faktor som troligen har en kraftig disinflationistisk effekt.⁶ Utöver den självklara effekten av fallande priser på elektronik, etc., medför digitaliseringen struktureffekter som påverkar ekonomin inklusive inflationsmekanismen. Eftersom det knappast finns anledning att utgå ifrån

⁵ Se Hagman & Kinnwall, Industriarbetsgivarna & Almega, (2018).

⁶ Se t ex Mårten Blix, SvD-debatt, 20150912.

att effekterna av globalisering och digitalisering är på väg att klinga av talar det mesta för fortsatt låg global inflation framöver.

I en nyligen publicerad IMF-studie⁷ framkommer att den absolut viktigaste förklaringen till lägre löneökningar, i synnerhet i de länder där arbetslösheten fallit till lägre nivåer än innan krisen, är ”Den Nya Normalen”, d.v.s. den lägre produktivitetstrenden. IMF konstaterar att Phillipskurvan fortfarande har viss relevans, d.v.s. arbetslösheten påverkar fortfarande lönerna, men att denna effekt avtagit. Ett skäl som IMF lyfter fram är att arbetslösheten inte är ett uttömmande mått på resursutnyttjandet utan måste kompletteras med att deltidsarbetslösheten i många länder ökat och medelarbetstiden minskat, etc. Korrigerar man för detta framstår resursutnyttjandet som mindre vilket delvis kan förklara de långsamma löneökningarna.

IMF:s rapport belägger också den effekt som försvagar sambandet mellan global löne- och prisinflation och resursutnyttjande: kopplingen mellan arbets- och varumarknader och nationella förhållanden blir allt lösligare, p.g.a. globalisering och tilltagande internationell konkurrens. Globaliseringen medför helt enkelt att löner och priser i allt större utsträckning och på allt fler marknader reflekterar globala istället för nationella förhållanden.

Ett lågt underliggande inflationstryck är en faktor som i sin tur talar för fortsatt låga räntor. En ytterligare faktor som pressar ner räntorna är de senaste årens avtagande produktivitetstrend vilken bidrar till lägre realräntor. I USA-avsnittet nedan diskuteras hur den naturliga realräntan i USA över tid varit nära kopplad till potentiell BNP-tillväxt. Sedan finanskrisen har det visserligen öppnats upp ett gap där den naturliga realräntan fallit långt under potentiell tillväxt som en konsekvens av de stora finansiella obalanserna i finanskrisens spår. Gapet kommer sannolikt att slutas i takt med att det finansiella systemet fortsätter att läkas vilket talar för en långsamt stigande realränta kommande år men realräntan i jämvikt kommer ändå att vara betydligt lägre än under tidigare decennier.

⁷ More Slack than Meets the Eye? Recent Wage Dynamics in Advanced Economies.

► AKTUELLA KONJUNKTURINDIKATORER

Slowdown mode

OECD:s index för ledande indikatorer består i ett antal variabler som orderingång, arbetade timmar, ränteläge, börsindex m.m. Dessa variabler varierar något från land till land. Oavsett detta, har ledande index en tendens till att på kort sikt, något eller några kvartal, väl indikera utvecklingen i ”hårda data” som industriproduktion eller BNP.

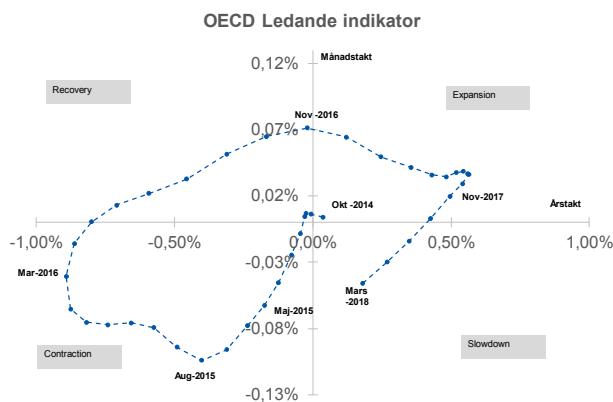
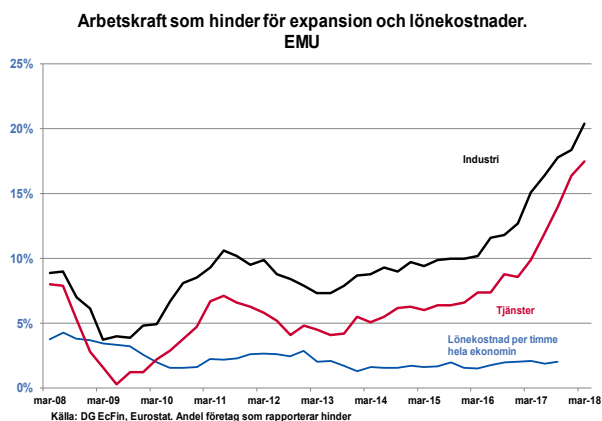
För OECD-länderna har den ledande indikatorn gått in i ett ”slowdown-läge”. Såväl tillväxten i industriproduktion som BNP följer indikatorn på kort sikt och deras tillväxttakter förväntas avta under loppet av 2018. Detta är knappast förvånande efter det globala och synkroniserade uppsvinget som startade redan under 2016 och som nu avtar i styrka.

Få klagar

Stora orderstockar och högre produktionstillväxt än normalt har fått fler företag inom tillverkningsindustrin i EU att rapportera ökad resursbrist, i form av maskinkapacitet eller arbetskraft, som största hinder för expansion. Få företag klagar på låg efterfrågan. Rapporteringen kring resursbehovet är dock inte fullständigt likartat mellan medlemsländerna. Särkilt hög resursbrist uppvisar för närvarande industrin i Polen, Tjeckien, Slovakien, Tyskland, Ungern, Österrike och Frankrike. För de fem första länderna är resursbristen dessutom den högsta sedan statistiken startade. Resursbrist för industrin i Italien och Spanien är dock däremot i stort sett ”non-existing”.

Erfarenhetsmässigt brukar resursbrist leda till en del negativa effekter i form av onormala prisuppgångar på produktionsfaktorer, d.v.s. löne- och kapitalkostnader. Sambandet mellan behov av arbetskraft och accelererande lönekostnader är numera inte vad det har varit vilket vi påpekade ovan. Efter finanskrisen är löneökningarnas reaktion vid ökat arbetskraftsbehov näst intill ”non-existing”, jämfört med de samband mellan brist och löner från tidigare decennier.

Resursbrist har i och för sig en del positiva effekter på kort sikt, som ökade investeringar för att bygga bort flaskhalsar eller ökad automatisering då ökat arbetskraftsbehov är svårt att tillfredsställas.



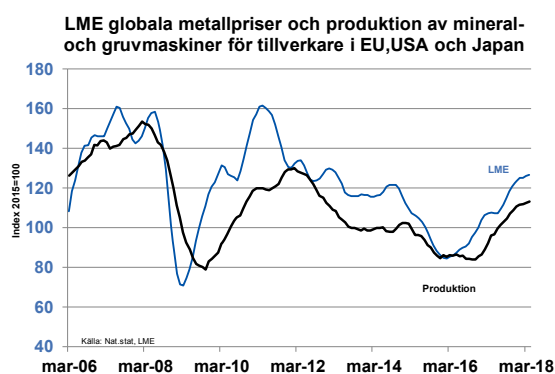
Mer oroande är i stället att företagen kan få för sig att en högkonjunktur varar för evigt, speciellt i dagsläget då få företag samtidigt anser att efterfrågan begränsar en expansion. Åren före finanskrisen 2008-2009 eller före den s.k. IT-krisen 2001 rapporterade många företag överoptimism och tro på evig högkonjunktur i form av dåtidens modeord som superkonjunktur eller ny ekonomi. Denna överoptimism förbyttes snabbt till ekonomisk kontraktion. Med lite tur kan dock en regelrätt tillbakagång i tillväxten undvikas denna gång när industrin ”surfar på toppen”.

► INVESTERINGSVAROR

Uppsvinget i global efterfrågan på investeringsvaror har återspeglat sig i hög tillväxt för global maskinindustri. Preliminärt ökade global maskinproduktion med 8,5 procent i fjol. Här bidrog Kina i fortsatt hög omfattning med en tillväxt på 10,5 procent och där exportvolymen ökade med elva procent. Tillväxten för maskinindustrin växlade också upp för övriga stora länder, främst Korea, Japan och USA. För Tyskland, som alltså håller ställningarna som världens största exportör av maskinutrustning, var dock produktionstillväxten hälften av den globala tillväxten.

Under första kvartalet i år har hög tillväxttakt i maskinindustrin fortsatt eller med åtta procent jämfört med första kvartalet i fjol, främst genom en låg jämförelsebas. Däremot har tillväxten dämpats jämfört med föregående kvartal vilket nu visar att tempot tenderar att avta efter fjolårets acceleration. Ser vi till särskilda maskinsegment globalt kan konstateras att gruv- och mineral maskiner visar högst tillväxt bl.a. som en följd av höga råvarupriser. Dessa priser följer (i frånvaro av utbudsstörningar) vanligtvis internationellt konjunkturläge, ett läge som vi alltså räknar med avta i styrka.

Bygg- och maskininvesteringar för EU-länderna ökade sammantaget med 4,5 procent i fjol vilket var den högsta tillväxttakten sedan år 2007. Här har inte minst byggandet kommit igång efter i stort sett ha legat i träda i över åtta år och backlog för orderstocken ligger runt åtta månader f.n.. Behovet av ersättningsinvesteringar men även i ny maskinkapacitet, har samtidigt varit och är fortsatt högt i industrin och i näringslivet i övrigt.



Kina lågt

Ekonomiska data från Kina följer inte direkt de konventioner som övriga länder följer annat än med mycket lång eftersläpning. Vanligtvis rapporteras i stället s.k. urban fixed investment. Perioden 2010–2016 ökade dessa investeringar i tillverkningsindustrin med i genomsnitt 18 procent i volym per år. De ökar nu i låg omfattning och den kraftigt ökade kapitalintensiteten som pågått i flera år har haft svårt att betala sig. I fjol ökade industrins investeringar enligt våra skattningar med 2,8 procent i volym. Vi räknar med fortsatt låg tillväxt för tillverkningsindustrins investeringar och 2018–2019 bedöms de öka i ungefär samma takt eller tre procent i volym vartdera året.

Det globala uppsvinget i efterfrågan vi sett på investeringsvaror de senaste 5–6 kvartalen förväntas fortsätta ytterligare några kvartal. Kapacitetsutnyttjandet är något högre än normalt i tillverkningsindustrin i EU och USA, EBITDA växer lite över medel i näringslivet i båda dessa områden och finansieringskostnader är definitivt inte oöverstigliga. Efterfrågan på investeringsvaror har därutöver kommit igång något i Brasilien och Ryssland efter tidigare tillbakagång.

För EU räknar vi med att bygg- och maskininvesteringar ökar med fyra procent i år d.v.s. något lägre än i fjol. I USA förväntas bygg- och maskininvesteringar öka med 3,5 procent i år efter fyra procent i fjol, där bygginvesteringarna förväntas öka i ringa omfattning. Nästa år tyder det mesta på att tillväxten för investeringarna i USA och EU sammantaget avtar i takt med att den ökade efterfrågan på investeringsvaror som startade i slutet av 2016 blir allt mer tillfredsställd. Tillväxten i investeringarna 2019 förväntas därmed växla ner till förväntad BNP-tillväxt i EU och USA på knappt två procent vardera. För hela OECD området räknar vi med att investeringarna ökar med 3,5 procent i år för att växla ner till 2,5 procent nästa år.

► MOTORFORDON

Tillväxten i global produktion och försäljning av personbilar och lätta kommersiella fordon har varit relativt stark 2010-2016. Efter denna återhämtning är nu tillväxten måttlig. Många länder har nått all-time high i försäljning och utbytesbehovet blir allt mer tillfredsställt. Totalt ökade global försäljning av personbilar och lätta kommersiella fordon till 95,3 milj enheter i fjol eller en ökning med 2,5 procent. Bakom denna måttliga ökning bidrog en mycket begränsad ökning i Kina på historiskt låga 2 procent, trots subventioner, och en försäljning i USA som minskade något från sextonårshögsta år 2016.

För Kina är det fortsatt trögt de fyra första månaderna. Försäljningen av personbilar ökade i fortsatt låg omfattning eller med 2,5 procent och tillväxten är således återigen långt ifrån fornstora dagar. De fyra första månaderna i USA visar också på fortsatta trögheter med en försäljning som ökade med marginella 0,2 procentenheter. En del talar för, inte minst arbetsmarknadsläge och konsumentförtroende, att försäljningsnivån i USA ändå kan hållas på omkring 17 miljoner enheter även i år. Detta skulle betyda fjärde året i rad på eller något över denna nivå. I takt med att utbytesbehovet tillfredsställs räknar vi räknar med successivt lägre försäljningsnivåer i USA ner mot 16,5 miljoner enheter de närmaste åren.

Brasilien och Ryssland, som visade katastrofsiffror både vad gäller produktion och försäljning av personbilar under 2015-2016, förbyttes dessa till en uppgång i fjol. Oaktat effekterna av finanskrisen 2009 har både produktion och försäljning i båda länder kommit igång från de lägsta nivåerna på över tio år. Vi räknar här med fortsatt återhämtning 2018-2019 men i lägre takt än efter uppsvinget i fjol.

EU - trögare 2018

Personbilsförsäljningen inom EU nådde 15,1 miljoner enheter i fjol eller den högsta nivån sedan 2007 på 15,5 miljoner. Första kvartalet i år visade en ökning på 2,3 procent. Här har samtliga stora länder tappat lite i tempo, särskilt Storbritannien. Sammantaget förväntas personbilsförsäljningen i EU öka med begränsade två procent i år och når därmed i stort sett nivån från år 2007.

Antalet registreringar för tunga lastvagnar i EU nådde knappt 300 000 enheter i fjol. Vi räknar med att den ökar till 305 000 enheter i år. Därmed ligger den runt denna nivå, 300K, för tredje året i rad. Senast detta hände var 2006-2007. Ett utbytesbehov fortsätter även i år. Inför 2019 förväntas merparten av förnyingen vara tillfredsställd och försäljningen avtar till omkring 275 000 enheter.

Nygamal teknik åter på modet

Exkluderas försäljning och produktion i Kina och Indien 2006-2016 visar global fordonsindustri klara trögheter även om en och annan enskild marknad kan "hoppa upp" då och då. Oaktat dessa två länder har årlig försäljningstillväxt för personbilar och lätta kommersiella fordon varit låg eller drygt 0,5 procent per år. Samtidigt är bidraget f.n. från Kina och Indien inte heller som under den gyllene eran 2006-2016. Självklart står inte två andra länder redo att producera 25 miljoner enheter under en kommande tioårsperiod som Kina och Indien sammantaget bidrog med under tioårsperioden 2006-2016.

Trots att global personbilsförsäljning förväntas växa i lägre omfattning än tidigare "gyllene period" kan kanske enskilda segment växa i hög omfattning, exempelvis stor kombi med dragkrok, nuvarande SUV-suket eller elfordon. Den senare nygamla tekniken ökar starkt från låg nivå inte bara i Kina utan också globalt. Elbilen var det vanligaste fordonet i USA fram till första världskriget och Ferdinand Porsche producerade elfordon redan år 1900. Att just det fordonet "dog ut" berodde bl.a. på ändrade relativpriser mellan "fossila priser" och "elpriser".

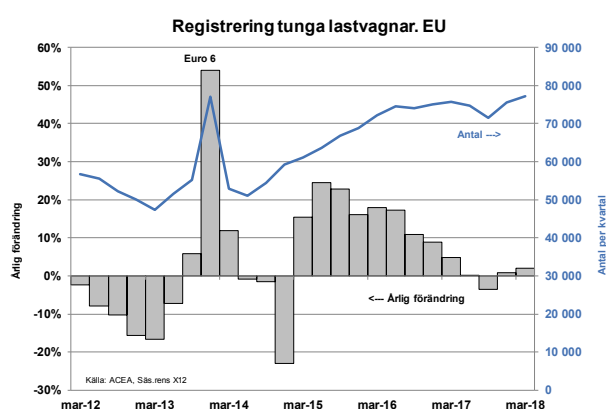
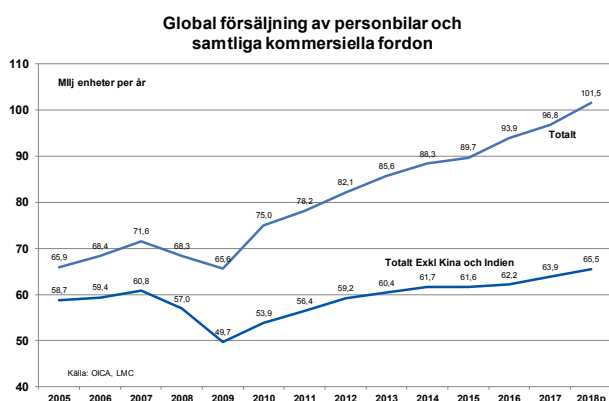
Dessa relativpriser är även i dag till viss grad styrande. Så har priser på komponenter och metaller ingående i elfordon ökat kraftigt på senare tid samtidigt som tillverkningskostnaden för elfordon kan minska framöver genom förbättrad teknik. Därutöver hittas då och då nya fyndigheter av exempelvis metaller som behövs för framdrivning av elfordon och som då verkar prispressande. Det är inte heller omöjligt att "fossilfordon" mycket väl kan komma att ge lägre klimatavtryck framöver än i dagsläget. Eventuellt lägre efterfrågan på fossilfordon kan verka dämpande på "fossilpriser" framöver. Inverkan från ekonomisk politiska styrmedel påverkar naturligtvis också försäljningen. Norge som sedan en tid tillbaka subventionerat elfordon börjar "peta" i subventionssystemet då det kostar pengar. När Danmark ändrade sitt tidigare subventionssystem försvann försäljningen av elfordon i stort sett över en natt. Att ladda elfordon med hjälp av "fossilkraft" i framtiden är inte heller direkt klimatsmart. Av EU-ländernas 225 miljoner turistor per år som sker på väg

över en landsgräns sker 81 miljoner resor med motorfordon. Bra om det finns gott om laddstolpar i gränderna i Milano.

Många problem återstår således med elfordon och därutöver kan vi räkna med fler konkurrerande tekniska lösningar. Ungefär som mellan VHS och Betamax när videobandspelaren slog igenom för 40 år sedan.

Optimistiska prognoser, eller snarare framskrivningar (det finns gott om dem), på fem till tio års sikt tyder på explosiv tillväxt för elfordon och hybrider. År 2020 måste exempelvis 12 % av nybilsförsäljningen för ett varumärke i Kina vara new energy vehicle

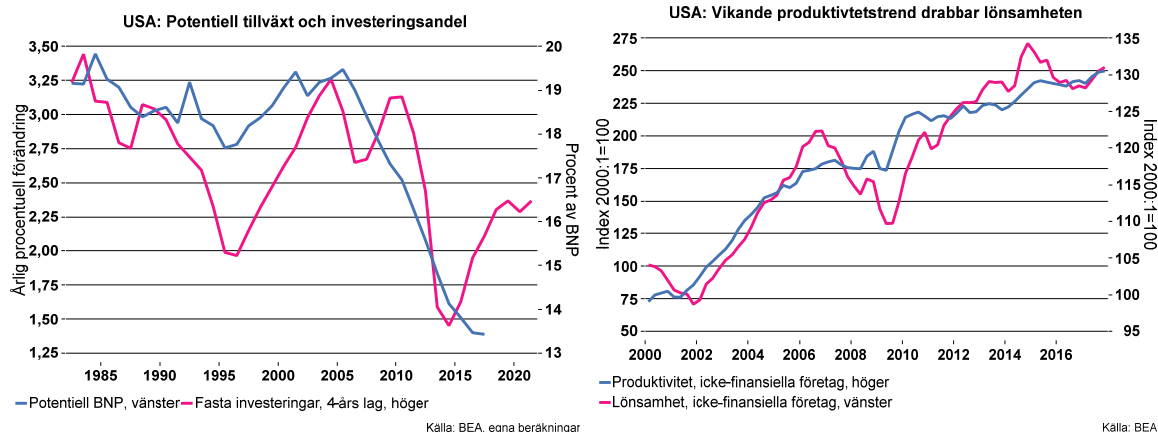
Men innan dess räknar vi med att 2018 och 2019 visar på sammantagen begränsad global tillväxt på 2 procent per år i försäljning och produktion av personbilar och lätta kommersiella fordon. Kriget om marknadsandelar tilltar oftast vid låg försäljningstillväxt. Här förväntas dock att varumärken förknippat med Sverige fortsätter växa i högre takt än marknaden 2018–2019.



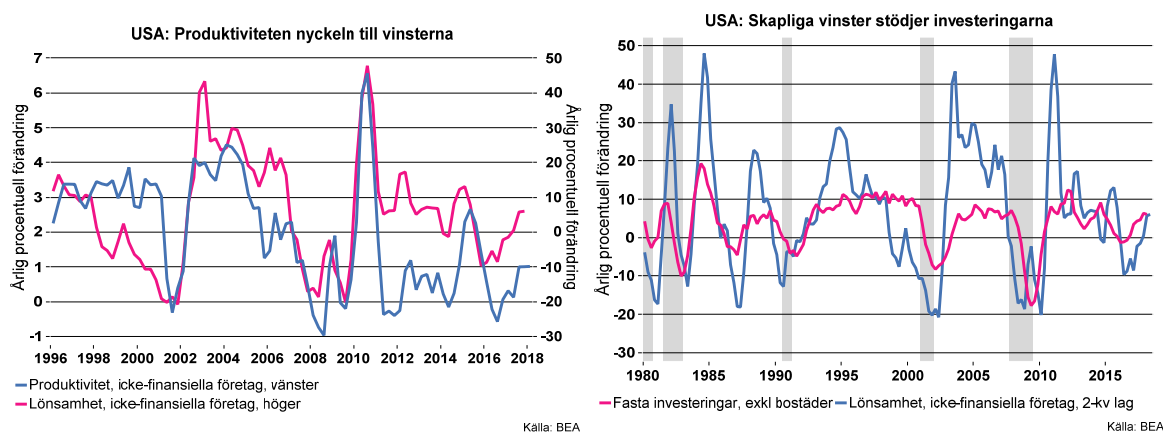
► USA: NÄRINGSLIVETS INVESTERINGAR NYCKELN TILL KONJUNKTUREN

Liksom i flertalet utvecklade ekonomier föll näringslivets investeringar som andel av BNP kraftigt i samband med recessionen i finanskrisens kölvatten (se bilden nedan till vänster). Det har funnits en påtaglig följsamhet mellan potentiell BNP-tillväxt och investeringsandelen de senaste decennierna. Som påpekas i tidigare avsnitt är det inte givet vad som är orsak och verkan, högre investeringar kan bidra till starkare produktivitet/tillväxtpotential men högre tillväxt ”kräver” samtidigt större investeringar.

Det är också tydligt hur produktivitet och lönsamhet i näringslivet följt en likartad trend (se bilden nedan till höger). Under början av 00-talet drevs lönsamheten på av en mycket stark produktivitetstillväxt medan perioden efter krisen kännetecknats av betydligt svagare produktivitets- och lönsamhetstrend.



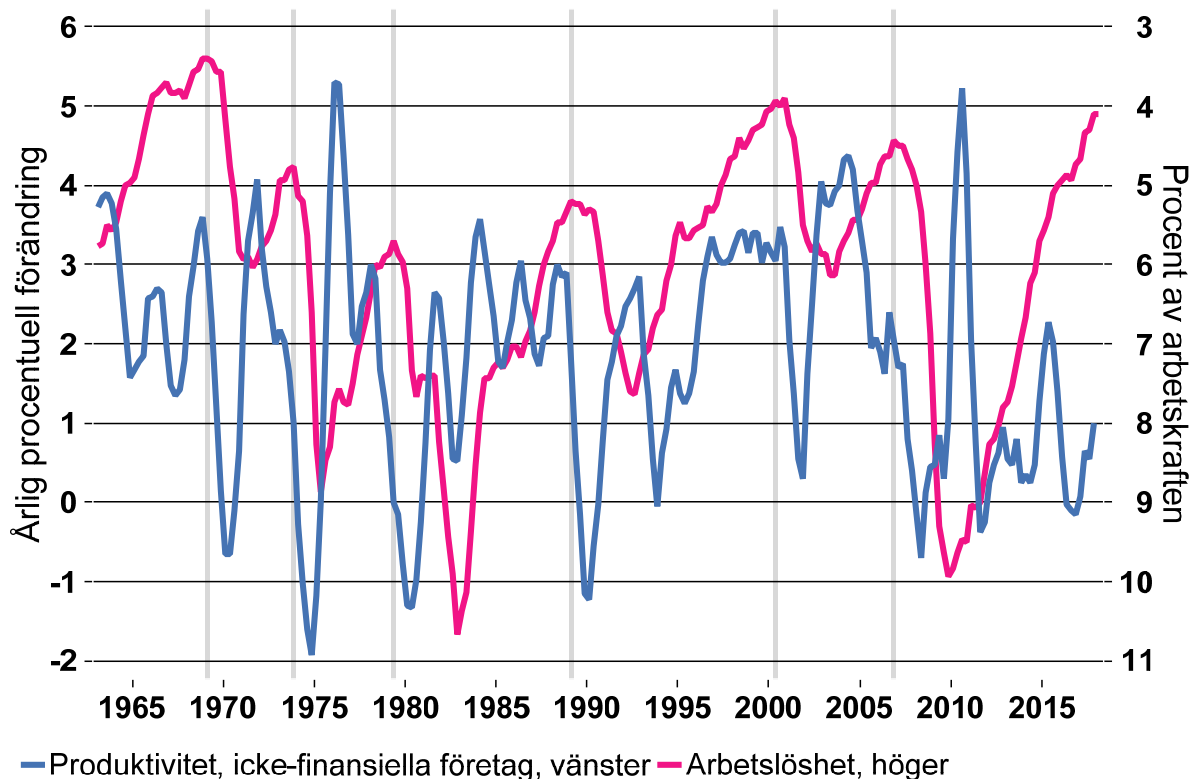
I tidigare avsnitt betonas också det starka sambandet mellan näringslivets investeringar och lönsamheten, det är tydligt hur investeringscykeln i USA har drivits av svängningar i vinstkonjunkturen (se bilden till vänster på sid 7). Den cykliska sammanflätningen mellan produktivitet, lönsamhet och investeringar framgår även tydligt av bilderna nedan. Lönsamheten i näringslivet har förbättrats det senaste året vilket har sammanfallit med en viss, om än blygsam, acceleration i produktiviteten. Den snabbare vinsttillväxten har i sin tur skapat grogrund för en förbättrad investeringskonjunktur (se bilden nedan till höger). Det är också slående hur USA:s recessioner har föregåtts av kraftigt försämrad lönsamhet i näringslivet.



I tidigare avsnitt beskrevs några möjliga mekanismer som potentiellt kan knäcka återhämtningar och förebygga recessioner. En är att näringslivets produktivitet och lönsamhet viker i takt med ökat resursutnyttjande och begynnande flaskhalsar. Använder vi arbetslösheten som indikator på resursutnyttjandet är det också tydligt hur långa perioder med fallande arbetslöshet i USA har följts av abrupta fall i produktiviteten (se bilden nedan). Ofta har emellertid ökande resursutnyttjande också kombinerats med kraftiga löneökningar vilket bidragit till att slå mot näringslivets lönsamhet. Ökande löne- och pristryck har i sin tur ofta provocerat fram en kraftig penningpolitisk åtstramning som ytterligare slagit

mot investeringscykeln, också en faktor som ännu klickat in i nuvarande cykel. Kontentan är att så länge inflationstrycket inte tilltar kraftigt och Federal Reserve gravis och måttfullt kan normalisera politiken finns det förutsättningar för en mjuklandning och fortsatt hyfsad investeringskonjunktur.

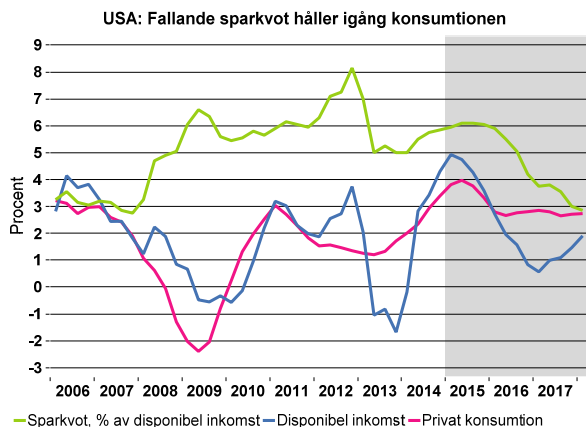
USA: Överhettning knäcker produktiviteten



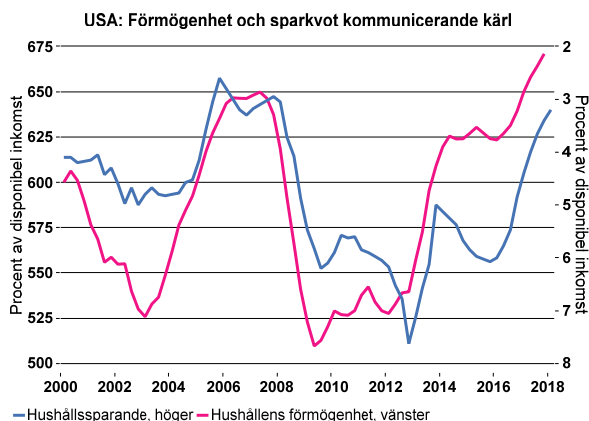
Källa: BEA, BLS

Hushållen: Förmögenhetsdriven konsumtion

Medan näringslivets investeringar var det tyngsta sänkta i samband med finanskrisen har privat konsumtion fungerat som flöte under återhämtningen. Hela fallet i BNP år 2008 motsvarades av ett investeringsras medan privat konsumtion stått för mer än hälften av BNP-tillväxten under samtliga återhämtningsår förutom 2012 (se vänster bild överst på sid 13). Under 2016 var konsumtionens bidrag till BNP t o m större än 100 procent, dvs övriga komponenters nettobidrag var negativt.

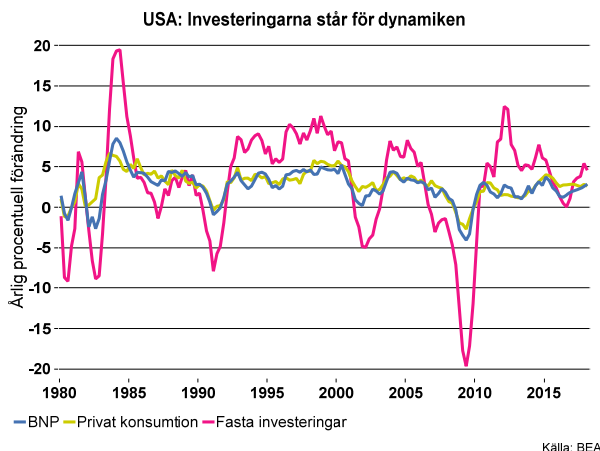
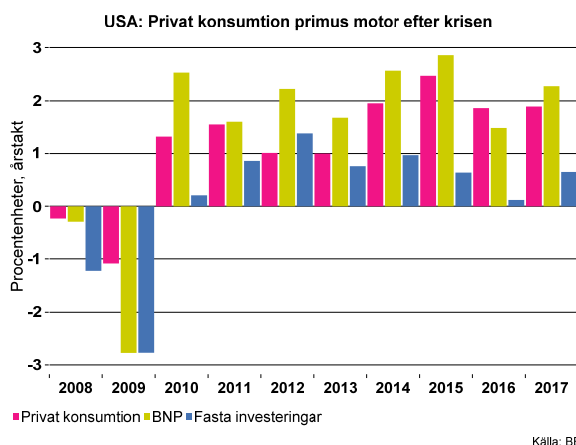


Källa: BEA



Källa: BEA, Federal Reserve

Trots medioker realinkomsttillväxt under merparten av återhämtningen har således hushållen kunnat agera draglok till konjunkturen genom rejält fallande sparkvot. I synnerhet under de senaste tre åren har hushållen kunnat dra nytta av kraftigt stigande förmögenhet, påeldad av såväl stigande börsvärderingar som fastighetspriser. Hushållens förmögenhet som andel av disponibel inkomst har stigit med nästan 150 procent sedan början av 2012 samtidigt som sparkvoten fallit 4,5 procentenheter (se bilden ovan till höger). Den förmögenhetsdrivna konsumtionstillväxten är den kanal via vilken de expansiva finansiella förhållandena främst drivit återhämtningen efter krisen.

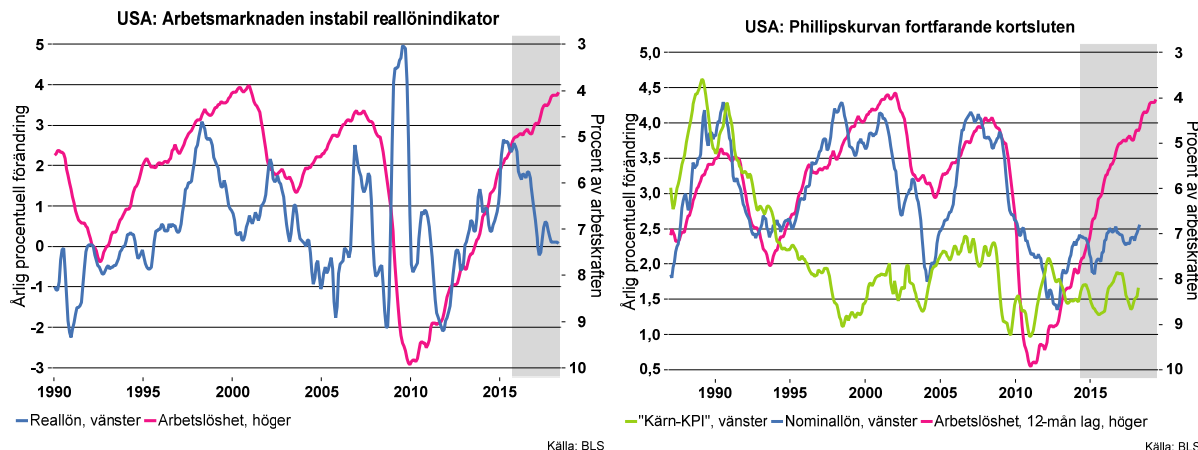


Blickar vi framåt kommer de annonserade skattesänkningarna att ge viss stimulans till disponibel inkomst, de lärde träter om hur stora effekterna kommer att bli på konsumtion, investeringar och BNP. Den vanligaste bedömningen verkar ändå vara att effekterna sannolikt blir relativt måttliga.

Visserligen sätter många, inklusive Federal Reserve, sitt hopp till att reallönerna ska ta fart som en konsekvens av en allt stramare arbetsmarknad men historisk har den länken varit mist sagt instabil. Under vissa perioder har fallande arbetslöshet sammanfallit med accelererande reallöner medan sambandet tidvis snarast varit det motsatta. Inte minst under de senaste åren har ett kraftigt och ihållande fall i arbetslösheten sammanfallit med en betydande avmattning i reallönerna.

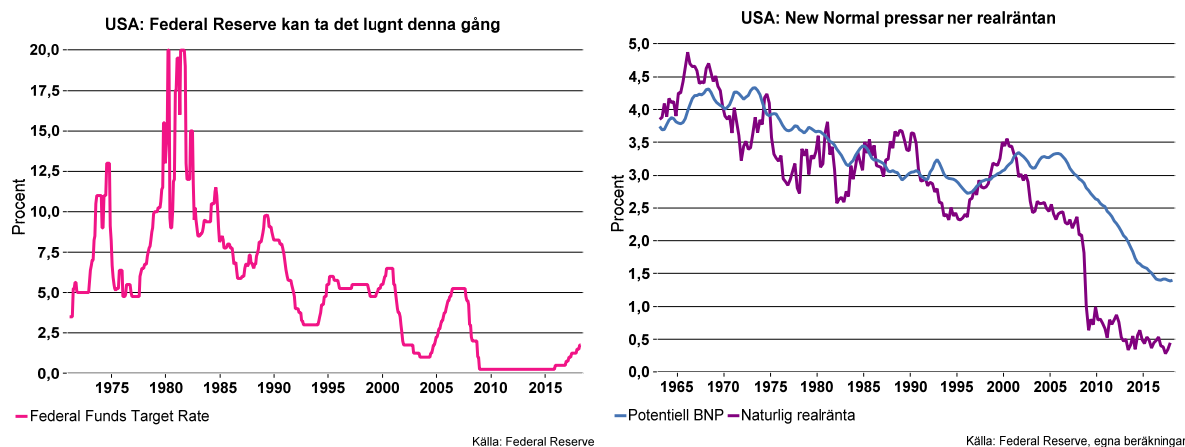
Det instabila sambandet är inte i sig förvånande eftersom kausaliteten mycket väl kan gå i bägge riktningarna: Stramare arbetsmarknad trycker upp priset på arbetskraft/reallönen. Samtidigt tenderar stigande reallöner att holka ur näringslivets lönsamhet vilket bidrar till att bryta en investeringsuppgång och, i slutänden, trycka upp arbetslösheten. Att reallönerna har utvecklats svagt de senaste åren kan således t o m bidra till att förlänga konjunkturuppgången via en positiv effekt på näringslivets lönsamhet och investeringar.

Året inleddes starkt med BNP-tillväxt på 2,9 procent i årstakt men sannolikt utvecklingen kommer resten av året inte att bli lika stark. Sammantaget räknar vi med att USA:s ekonomi växer med 2,3 procent/1,8 procent under 2018/2019.



Kortsluten Phillipskurva lugnar Federal Reserve

USA:s centralbank har, till skillnad från t ex Riksbanken, ett uttalat dualt mandat: man ska sträva både efter prisstabilitet och ”maximalt, uthållig sysselsättning”. Det betyder att utvecklingen för såväl löner, priser som arbetsmarknader vägs in i besluten. För det mesta har spelet varit relativt lätt att spela för centralbanken eftersom löner och priser har tagit fart när arbetsmarknaden blivit mer ansträngd/arbetslösheten fallit, etc. Situationen har blivit mer komplicerad de senaste åren: Arbetslösheten har fallit till historiskt låga nivåer utan att löne- och prisökningarna tagit fart (se bilden ovan till höger). Avsaknaden av en substantiell acceleration i löner och priser har i sin tur medfört att Federal Reserve kunnat agera ovanligt lugnt under nuvarande höjningscykel, tjugonio månader in i cykeln har styrräntan endast höjt 150 räntepunkter, vilket motsvarar den långsammaste höjningscykeln i moderna tid (se bilden nedan till vänster).



Det är sannolikt att Federal Reserve fortsätter sin gradvisa normalisering av politiken under 2018, tre räntehöjningar å 25 räntepunkter ligger i korten. Lågt inflationstryck i kombination med låg realränta i jämvikt pga lägre tillväxtpotential, gör att styrräntan denna gång med stor säkerhet kommer att toppa på betydligt lägre nivå än under tidigare cykler. När väl de sista obalanserna från finanskrisen har försvunnit ur systemet är den neutrala realräntan ungefär lika med potentiell BNP-tillväxt som Teknikföretagen bedömer vara knappt 1,5 procent. Adderar man inflation kring 1,5-2 procent är en neutral nominell ränta ca 3 procent, att jämföra med 4,5-5 procent så sent som för ett decennium sedan.

Hyggligt för industrin

Handelspolitiken som under senare tid realiserats eller förväntas realiseras är inte direkt hygglig och gynnar knappast den amerikanska industrin sammantaget. Visserligen går det att köpa billiga kortsiktiga vinster genom handelshinder för någon eller några sektorer och en handfull anställda, men i det nu pågående exemplet med aluminium och stål slår det tillbaka på högre priser för insatsvaror och i förlängningen sämre konkurrenskraft för de 92 000 teknikföretag med 4,5 miljoner anställda som är intensiva användare av dessa

råvaror. Därutöver pågår förhandlingar inom Nafta om local content för fordonsindustrin. Dessa är en rikig soppa, där kriteriet att en viss del av komponentinnehållet i amerikanska fordon ska ha tillverkats till minst en lön på 16 USD per timme för att undgå tariffer. Mexiko blir förlorare, amerikanska konsumenter blir förlorare och fordonen dyrare för att nämna några tokiga effekter. Därutöver kommer leverantörer hitta andra smarta produktionslösningar via andra läskostnadsländer.

Med mix

Totalt ökade industriproduktionen med 1,5 procent i fjol efter en liten minskning både 2015 och 2016. För teknikindustri var tillväxten marginellt högre eller 1,6 procent. Bakgrunden till denna förhållandevis låga tillväxt var att fordonsproduktionen minskade något eller med en procent bl.a. som följd av att inhemsk personbilsförsäljning minskade. Däremot ökade produktionen för maskinindustrin relativt kraftigt eller med 6,5 procent som en konsekvens av förbättrad inhemsk och internationell investeringskonjunktur.

Enligt kortsiktiga konjunkturdata är företagen inom industrin hyggligt optimistiska. Inköpschefernas index för tillverkningsindustrin har dock tappat lite i tempo sedan årsskiftet och föll tillbaka i mars och april i år efter en tillfälligt hög topp på index 60,8 i februari. The Conference Boards CEO index för teknikindustri visar å andra sidan en lite ökad optimism under första kvartalet i år jämfört med sista kvartalet i fjol. Ledande indikatorer från samma källa visar därutöver f.n. den högsta tillväxttakten sedan årsskiftet 2014/2015. Trots denna relativt höga optimism växer industriproduktionen måttligt. Den ökade något mellan sista kvartalet i fjol och första kvartalet i år samt drogs upp ytterligare något i april men nådde då en medelmåttlig tillväxttakt på två procent.

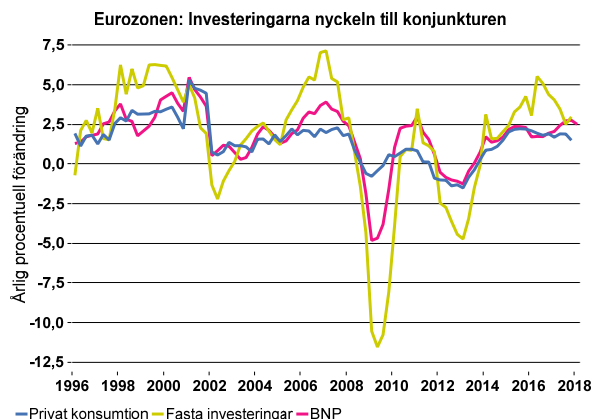
Teknikindustri i USA förväntas visa en blandad utveckling både i år och nästa år. Inhemska bygg- och maskininvesteringar förväntas öka med 3,5 procent i år. Ett svagt inledande kvartalet i år för bygginvesteringar, men något bättre för maskininvesteringar fick återverkningar på amerikansk maskinindustri där produktionsnivå blev oförändrad mellan sista kvartalet i fjol och första kvartalet i år. Vi räknar dock här med svagt ökad produktionsnivå resten av året.

Fordonsindustrins produktionstillväxt påverkas för närvarande av en stark återhämtning av tunga fordon. Uppsvinget som startade i mitten av fjolåret har dock börjat tappa tempo och produktionsnivån var oförändrad mellan januari och april i år. Därutöver har också produktionen av personbilar dragits upp efter en lite väl omfattande nedgång under andra halvåret i fjol. Nu ligger årstakten på lite mer normala 11,7 milj per månad och vi förväntar oss att den ligger i häradet 11,5 milj i genomsnitt i år. Detta är dock fortfarande lägre än 2016, men skulle samtidigt innebära en produktionsökning på knappt sex procent i år jämfört med i fjol.

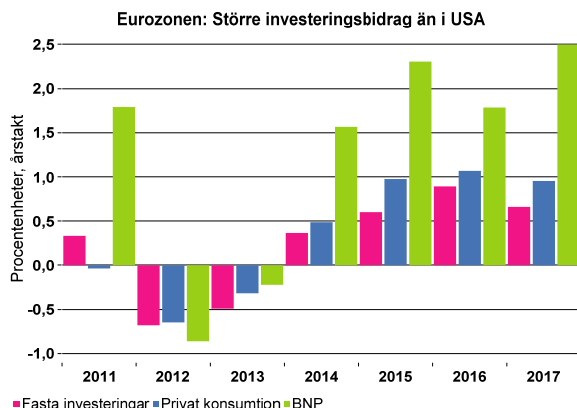
Sammantaget räknar vi med att produktionstillväxten i amerikansk teknikindustri når relativt höga fyra procent i år, där det största bidraget kommer från fordons- och maskinindustri. Under 2019 kommer den inhemska investeringskonjunkturen mogna alltmer där också fortsatta räntehöjningar verkar dämpande på aktiviteten. Maskinindustrins tillväxt avtar därmed framöver. Samtidigt räknar vi med att inhemsk personbilsförsäljning inte klättrar uppåt 2019, men inte heller växlar ner speciellt mycket från nivån 17 milj i år. Produktionstillväxten avtar därmed för teknikindustrin till dess historiska genomsnitt på två procent år 2019.

► EUROZONEN: INVESTERINGARNA NYCKELN TILL KONJUNKTUREN ÄVEN HÄR

Liksom i USA är det framförallt näringslivets investeringar som står för dynamiken i Eurozonen medan, t ex hushållens konsumtion är betydligt mer stabil, så har också varit fallet särskilt under 2014-2016. De senaste 1,5 åren har dock kraften i investeringarna avtagit påtagligt, från årstakter kring fem procent till ca 2,5 procent i slutet av 2017. Även om konsumtionens bidrag till BNP varit större har ändå näringslivets investeringar givit ett större bidrag till BNP-tillväxten de senaste åren jämfört med t ex i USA. Under 2016 stod således näringslivets investeringar för hälften av BNP-tillväxten, en andel som föll till ¼ 2017.

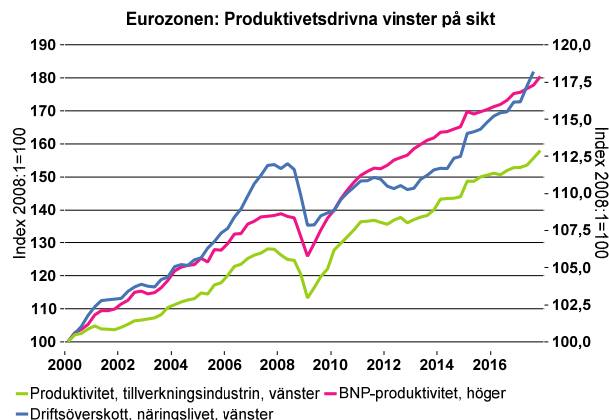


Källa: ECB, Eurostat

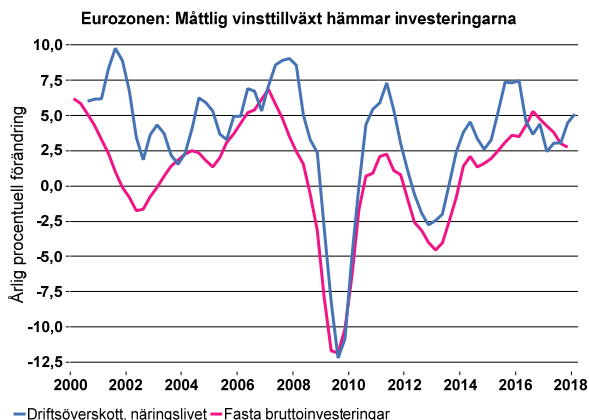


Källa: Eurostat, ECB

De underliggande drivkrafterna för investeringarna är desamma som i andra ekonomier, i första hand näringslivets lönsamhet och därmed i förlängningen produktiviteten. Visserligen påverkas lönsamheten av andra ”cykliska faktorer” som pris- och kostnadsutvecklingen men på sikt utvecklas vinsterna till stor del i linje med produktiviteten (se bilden nedan till vänster). Vinst- och investeringskonjunkturerna är i sin tur nära sammankopplade, där de senaste årens vinstuppgång resulterat i en viss acceleration i investeringarna (se bilden nedan till höger). Visserligen har vinsternas mattats en del det senaste året men växer ändå fortfarande på i en hyfsad takt.



Källa: ECB

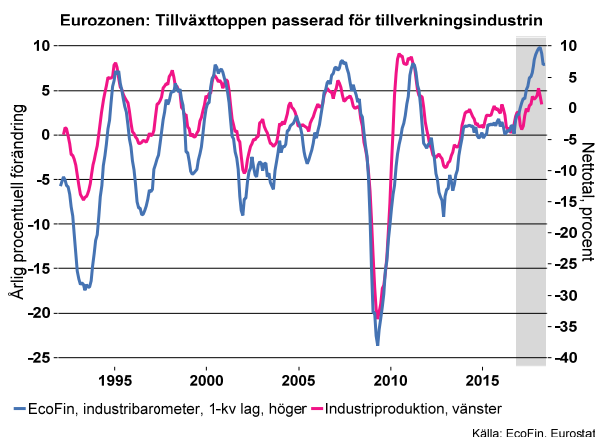
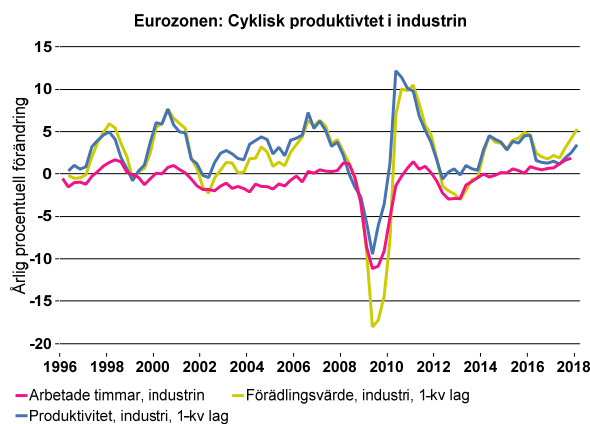


Källa: ECB

Samtidigt är förutsättningarna för en utdragen och kraftig investeringsuppgång ännu inte på plats. BNP-produktiviteten visar ännu inga tecken på att accelerera, tillväxttakten ligger fast förankrad i intervallet 0-1 procent i årstakt. Visserligen har produktiviteten i tillverkningsindustrin tagit lite fart det senaste året men detta förefaller än så länge vara en rent cyklisk effekt. Det är slående hur nära sammankopplade produktion, produktivitet och lönsamhet är i industrin medan arbetade timmar varierar förhållandevis lite, med en viss uppgång de senaste kvartalen (se bilden nedan till vänster).

Även om det finns anledning att ta konjunkturbarometern med en rejäl skopa salt kan de ändå fungera som en riktningsindikator. EU-kommissionens industribarometer och industriproduktionen har historiskt uppvisat god följsamhet, även om ett rejält gap öppnats upp de senaste åren (se bilden nedan till höger). Barometern är

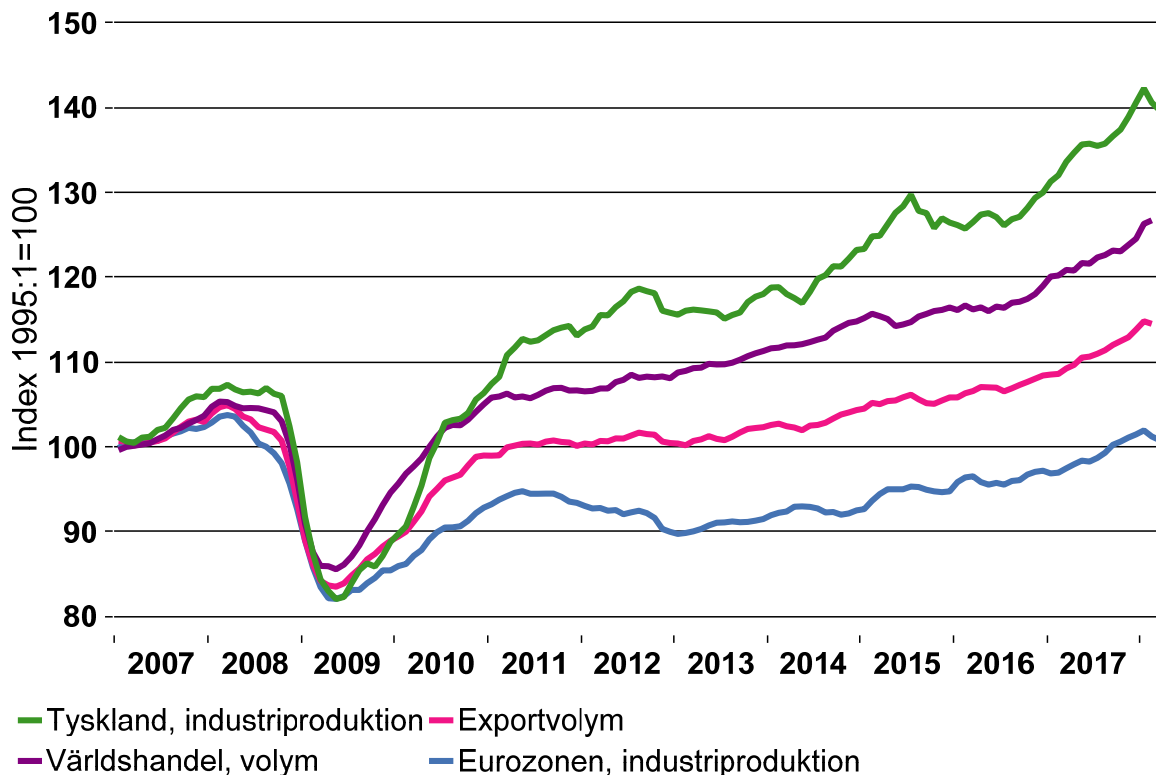
visserligen en samtida indikator och säger i grunden mycket lite om framtida industriproduktion men pekar ändå mot att tillväxttoppen har passerats. En svalare industrikonjunktur talar i sin tur för vikande produktivtets- och lönsamhetstillväxt samt svalare investeringskonjunktur framöver.



Världshandeln driver industrin

Det starkt exportinriktade Tyskland är motorn i Eurozonens tillverkningsindustri. Inte ens de senaste årens kraftiga appreciering av euron verkar ha bitit, åtminstone inte förrän de senaste månaderna då en viss avmattning kunnat märkas. Så här långt har produktionen burits av en stark tillväxt i världshandeln. Tillväxten i världshandeln har visserligen planat ut men på en hög takt vilket ändå bådär för en dämpad fart i tysk industri.

Inbromsning på gång för tyska industriloket



Källa: Eurostat

Tappar tempo

Affärsläget i Tysklands tillverknings- och teknikindustri visar ännu så länge en klassisk högkonjunktur. Detta återspeglar sig i att företagen rapporterar stora orderstockar, högre produktionstillväxt än normalt och högt resursutnyttjande med stort behov av arbetskraft och flaskhalsar i produktionen. Få företag klagat på låg efterfrågan.

Denna typ av rapportering från företagen har pågått i över ett år, men de senaste månaderna börjar teknikindustrin se mindre positivt på affärsläget. Det det s.k. IFO-index för teknikindustrin har försvagats från hög nivå månad för månad sedan oktober ifjol. Här ligger förvisso index på en nivå som är högre än historiskt genomsnitt, men uppgången är över för denna gång efter sju kvartal av expansion.

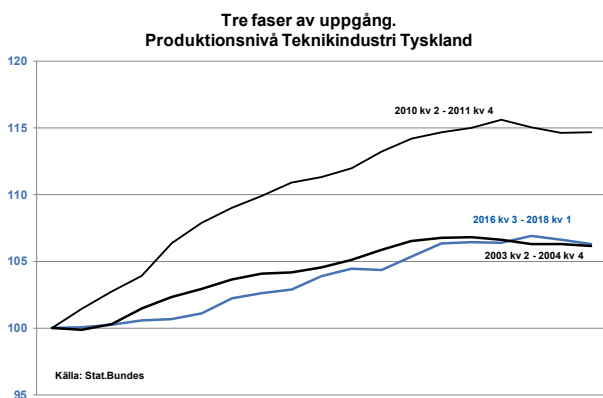
Produktionsvolymen för teknikindustrin ökade med 4,5 procent i fjol. Bidraget till produktionstillväxten i fjol kom främst från metallvaruindustrin följt av maskinindustrin. Den sistnämnda ökade produktionen med 4,5 procent efter nolltillväxt både 2015-2016. Fordonsindustrin visade däremot bara en måttlig tillväxt på drygt tre procent.

Handelsviktat har Euron stärkts kvartal efter kvartal sedan första kvartalet i fjol även om förstärkningen det senaste kvartalet avtagit. Detta har haft en negativ inverkan på orderingång och produktionsvolym för teknikindustri. Fjölårets teknikexport som ökade med sju procent har avtagit till en ökning på tre procent första kvartalet i år. Efterfrågan från andra Euroländer är ändå lite högre än normalt, och förväntas vara så ytterligare något eller några kvartal. Men exporten till Euroländer utgör bara omkring en drygt tredjedel av total teknikeexport varför växelkurseffekter får en icke oväsentlig inverkan.

För maskinindustrin kan konstateras att efterfrågan är särskilt stark vad gäller gruv- och anläggningsmaskiner, något som för övrigt gäller de flesta länder. Därutöver möter också tillverkare av maskiner för livsmedelsindustrin en hög efterfrågan. För övriga maskinbranscher gäller att produktionsnivån mellan sista kvartalet i fjol och första kvartalet i år har gått i stå. Produktionsnivån minskade eller var oförändrad under denna period i övriga delbranscher inom maskinindustrin och den uppgång som noterades under loppet av fjölåret har kommit av sig.

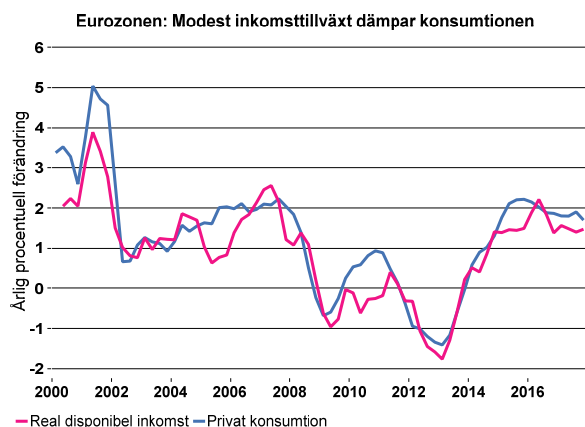
För fordonsindustrin kan konstateras en, om än inte tvärnit, så väl en klar inbromsning. Produktionsnivån för den samlade fordonsindustrin har varit oförändrad mellan tredje kvartalet i fjol och första kvartalet i år. Bakom denna utveckling ligger naturligtvis en begränsad ökning i global fordonsförsäljning, men också trögheter i marknadsutvecklingen för såväl personbilar som tunga fordon i Europa.

Den höga globala efterfrågan på investeringsvaror börjar avta och bli allt mer mättad. Bygg- och maskininvesteringar förväntas visserligen öka med fyra procent på hemmamarknaden även i år, men internationell efterfrågan dämpas successivt vilket vi redogjort för ovan. Produktionen för den viktiga personbilsindustrin bedöms ligga kvar på samma nivå i år som i fjol eller 5,6 miljoner enheter, trots en liten tillbakagång perioden jan-april i år. Sammantaget förväntas produktionen i teknikindustrin öka med fyra procent i år, men avtar till två procent år 2019 och hamnar därmed ungefär på långsiktig genomsnittlig tillväxt. Tillväxten går nu in i ett lugnare period.

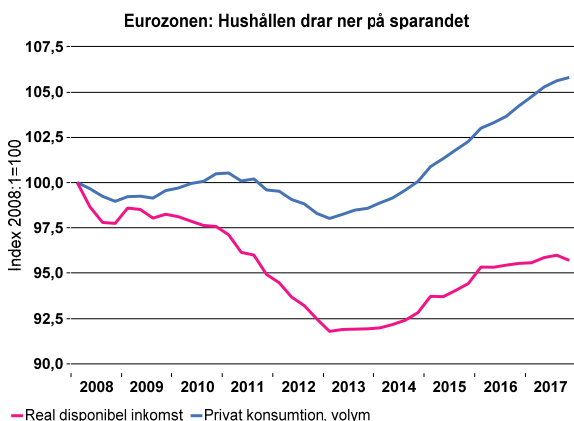


Stark arbetsmarknad ger stöd till hushållen

Hushållen i Eurozonen har kunnat glädja sig åt några skapliga år efter en lång period av svag inkomstillväxt, som framgår av bilden nedan till vänster har konsumtion och realinkomster varit nära kopplade. I samband med finanskris och eurokris 2008-2013 föll hushållens realinkomster ackumulerat åtta procent samtidigt som konsumtionen bara föll två procent. Spegelbilden är att sparkvoten föll kraftigt, ett förlopp som fortsatt under återhämtningen i takt med att konsumtionen fortsatt vuxit snabbare än realinkomsterna.



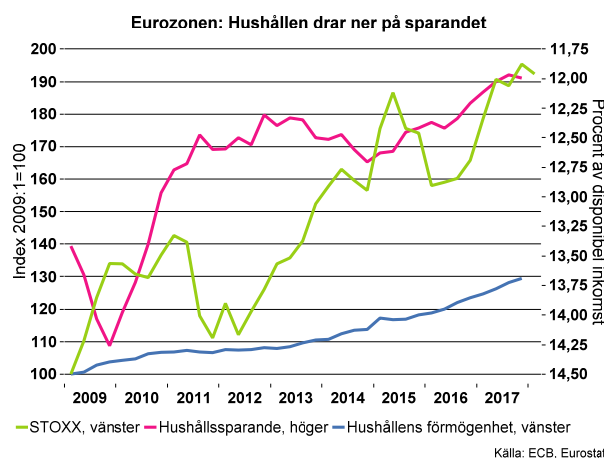
Källa: Eurostat



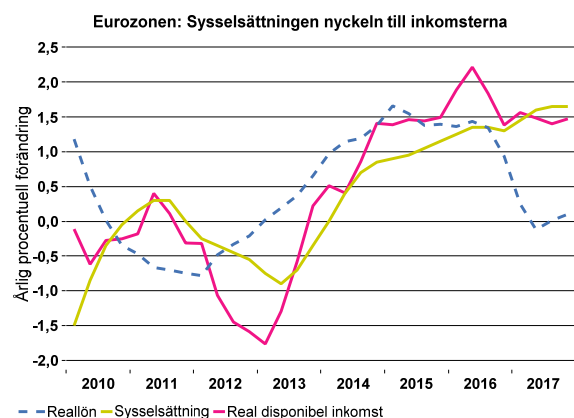
Källa: ECB, Eurostat

Realinkomsterna och därmed konsumtionen har fått skjuts de senaste åren via både en ordentlig sysselsättningsökning och en viss acceleration i reallönerna. De senare har dock tvärnitat de senaste kvartalen samtidigt som sysselsättningsökningen planat ut vilket talar för en dämpning av konsumtionstillväxten framöver (se bilden nedan till höger).

Liksom i USA har penningpolitiken gjort mycket av jobbet genom att blåsa upp hushållens förmögenheter – läs börsvärderingarna - och ge utrymme för lägre sparande och högre konsumtion. Förmögenhetseffekten har dock inte alls varit lika stark som i USA, inte minst eftersom amerikanska hushåll är mycket mer exponerade mot aktiemarknaden – marknadsvärdet på USA-börsen och 5 ggr större än Eurozonens. Dessutom har USA-börserna stigit betydligt mer än sina europeiska motsvarigheter under återhämtningen.



Källa: ECB, Eurostat



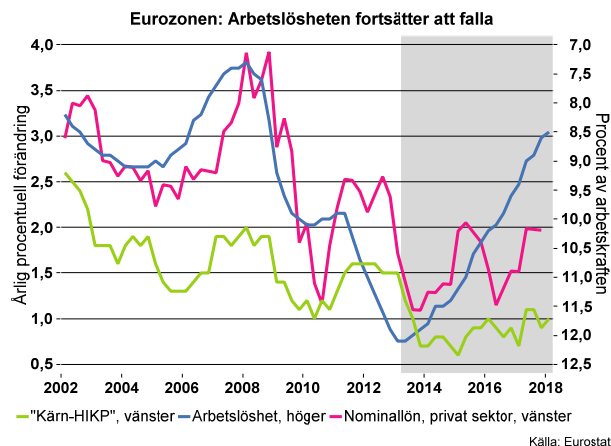
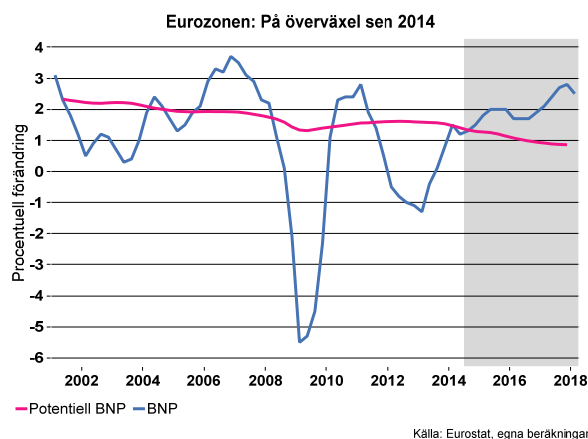
Källa: Eurostat

Vi står således med stor sannolikhet inför en avmattning i såväl investerings- som konsumtionstillväxten de närmaste åren. Med tanke på att årets inleddes med relativt stark tillväxt (0,4/2,5 procent) blir tillväxten förmodligen ändå hyfsad trots en betydande successiv avmattning. Sammantaget räknar vi med att Eurozonens ekonomi växer med 2/1,8 procent 2018/2019.

ECB kämpar med "för låg" inflation

Teknikföretagens bedömning är att Eurozonens långsiktigt hållbara tillväxt är knappt en procent i årstakt, vilket innebär att ekonomin gått på överväxel sedan 2014 (se vänster bild nedan). I takt med att ekonomin

vuxit betydligt snabbare än potentiell BNP de senaste tre åren har också arbetslösheten fallit ordentligt vilket, enligt vedertagen teori, borde fått löne- och prisökningarna att ta fart. Precis som på många andra håll har dock inflationen hittills gäckat ECB - den underliggande inflationen⁸ ligger spikad på en procent - vilket föranlett fortsatt mycket expansiv politik (se höger bild nedan).

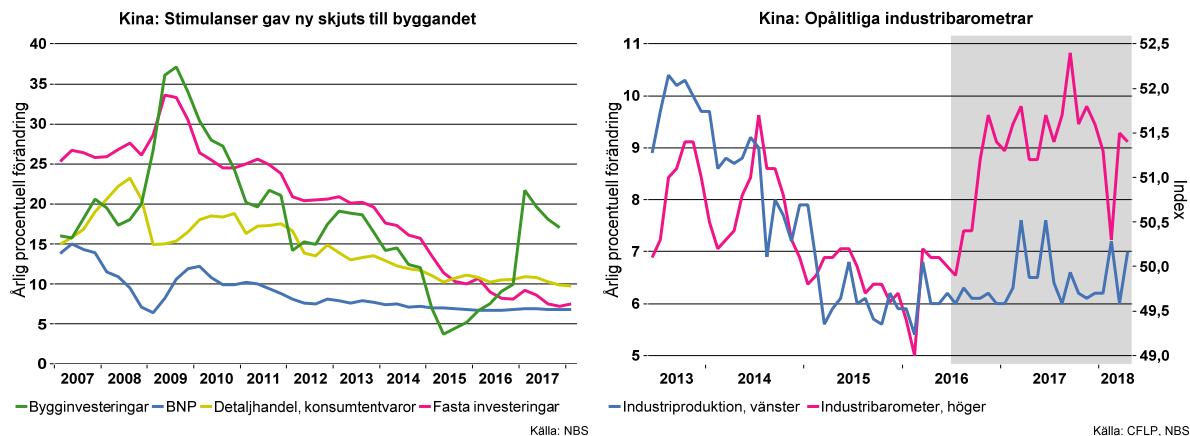


Så länge löner och priser inte tar fart, och med tanke på att kraften i konjunkturen gradvis avtar framöver, blir det svårt för ECB att plocka bort stimulanserna. En spridd uppfattning har varit att ECB ska annonsera en avveckling av sina kvantitativa lättnader i samband med ECB:s junimöte. Frågan är dock om detta verkligen kommer att ske med tanke på den ekonomiska situationen. I vilket fall som helst kommer det att dröja till åtminstone i början av 2019 innan vi ser den första räntehöjningen.

⁸ HIKP rensat för energi, mat, alkohol & tobak.

► KINA: OSANNOLIKT STABIL TILLVÄXT

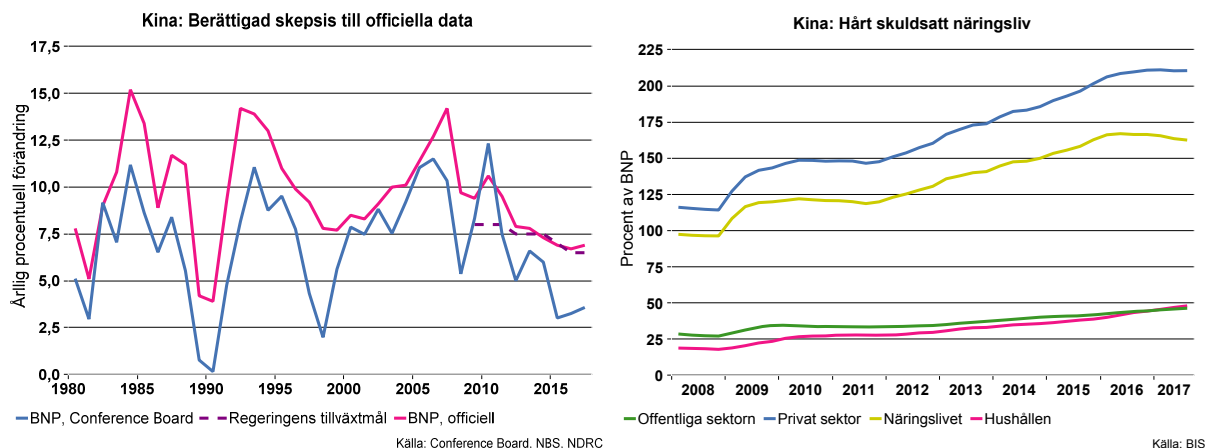
Ska man tro den officiella statistiken fortsätter Kinas remarkabelt stabila BNP-tillväxt även under 2018. Tillväxten har varit snörrät under flera år och bara varierat med någon enstaka tiondel från kvartal till kvartal. Enligt den officiella statistiken växte BNP med 6,9 procent under 2017 och 6,8 procent första kvartalet 2018 (se bilden nedan till vänster).



Den sektor som framförallt drivit ekonomin de senaste kvartalen är bygginvesteringarna medan övriga investeringar och privat konsumtion utvecklats betydligt måttligare. Industriproduktion har också bromsat rejält under senare år och hoppar omkring i tillväxtintervallet 6-8 procent (se bilden ovan till höger). Även Kina har drabbats av samma sjuka som många andra länder: Produktionsdata rimmar illa med industribarometrarna, den kraftiga uppgången i barometern som pågått med tillfälliga avbrott ända sedan början av 2016 har inte alls motsvarats av accelererande produktion.

Vem ska man lita på?

Det finns all anledning att vara skeptiskt till den officiella ekonomiska statistiken i Kina. Anmärkningsvärt är t ex hur väl regeringen lyckats uppfylla sina årliga tillväxtmål. De senaste fem åren har de årliga avvikelserna mellan mål och utfall bara varit någon enstaka tiondels procentenhet (se bilden nedan till vänster). Den officiella BNP-statistiken skiljer sig också kraftigt från t ex Conference Board:s bedömning, enligt vilken Kinas BNP-tillväxt varit i genomsnitt 2,5 procentenheter lägre per år sedan 1980, jämfört med den officiella statistiken.



Under de senaste åren har gapet mellan de två estimaten varit särdeles stort, Conference Board uppskattar att BNP bara växte med 3,6 procent 2017 mot officiella 6,9 procent och förutspår 3,4 procent i år att jämföra med tillväxtmålet på 6,5 procent.

Är skuldsättningen ett reellt hot?

En faktor som allt oftare lyfts fram som ett potentiellt hot mot Kinas ekonomi är den extremt höga skuldsättningen, framförallt i näringslivet. Visserligen har skuldsättningen planat ut de senaste kvartalen men motsvarar fortfarande mer än 160 procent av BNP (se bilden ovan till höger). En så hög skuldsättning är utan tvekan anmärkningsvärd och borde vara en skarp varningssignal. Nu är dock inte Kina en marknadsekonomi i ordets rätta bemärkelse, det finns anledning att förvänta sig att krisande företag i stor utsträckning kommer att få stöd av regeringen som fortfarande har rejäla finansiella muskler: den offentliga skuldsättningen är måttliga 50 procent av BNP. En rejäl skulddriven recession förefaller därför vara osannolik. Sammantaget räknar vi med en viss avmatning under de kommande åren och att BNP växer med 6,5 procent i år och 6,3 procent 2019.

Enkelspårigt

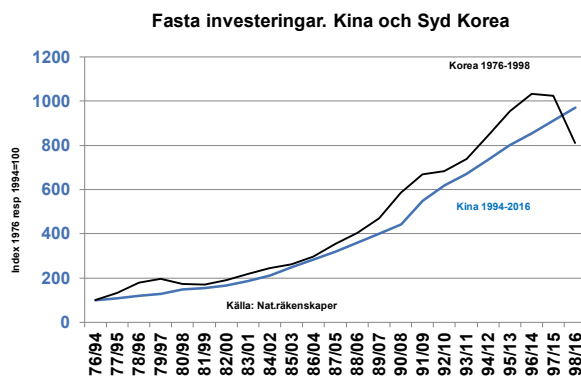
Tillväxten i industriproduktionen som alltså legat och pendlat mellan 6-8 procent nådde 6,8 procent under första kvartalet i år. I april rapporterades en ökning med sju procent, en förändring vilket gott och väl är inom felmarginalen jämfört med första kvartalet i detta stora industriland.

Tillväxten i industrin är samtidigt imponerande jämfört med många andra länder. Samtidigt ska man komma ihåg att industriproduktionen ökade med 13,5 procent per år i genomsnitt under perioden 2002-2014 för att därefter avta. Den nya ensiffriga tillväxten har nu sedan några år blivit det ”nya normala”.

Vissa delbranscher visar ändå fortsatt tvåsiffrig tillväxt under första kvartalet eller exempelvis läkemedel och IT-hårdvara, men även i dessa två delbranscher har tillväxten växlat ner jämfört med perioden 2007-2014⁹. När det globala suget efter smartphones, surfplattor eller annan konsumentelektronik är högt, slår det igenom i relativt hög omfattning i Kinas teknikexport och produktion av IT-produkter. Landet är utan större konkurrens världens största exportör av IT-hårdvara. Även om det börja komma några uppstickare här och där, exempelvis Vietnam, har dessa långt kvar till Kinas andel på 38 procent. Då eget förädlingsvärde inte är exceptionellt högt för Kina för denna typ av exportprodukter, ger det också spin-off för utländska komponenttillverkare.

Teknikproduktionen i Kina ökade med 10,5 procent i volym i fjol vilket var högre än 2015-2016. Det var främst produktionen i maskinindustrin och maskinexporten som tilltog i hög grad som en konsekvens av ökad global efterfrågan på investeringsvaror. Produktionen av personbilar och lätta kommersiella fordon ökade dock mycket måttligt i ett historiskt perspektiv eller med begränsade 3,8 procent i fjol. Under första kvartalet i år dämpades tillväxten för Kinas teknikindustri något och ökade med 9 procent jämfört med första kvartalet i fjol. Till denna dämpning bidrog främst metallvaror, vissa maskiner som pumpar, kompressorer, lyft- och godshantering samt motorfordon.

Vi räknar med att industriproduktionen för såväl teknikindustri som industrin sammantaget inte ökar i riktigt samma takt i år som i fjol bl.a. som följd av att uppsvinget i global efterfrågan gradvis mattas av. För att Kina ändå kunna ”knäpa ihop” en politiskt önskad BNP-siffra framöver, förväntas industriproduktionen öka

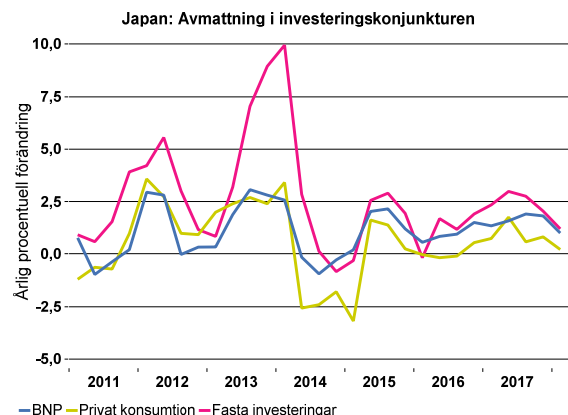
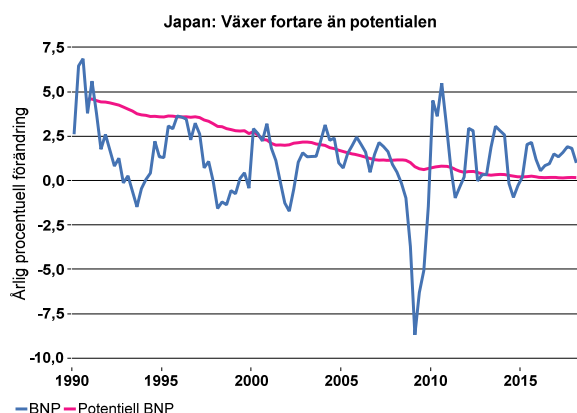


⁹ Branschdata ej publicerat före 2006

med 6,5 procent i år och nästa år. Teknikindustri påverkas av historiskt låg tillväxt för fordonsindustrin både 2018 och 2019, men också av ett positivt bidrag från IT-hårdvara. Vi räknar med en sammantagen produktionstillväxt för teknikindustrin på nio procent i år och sju procent 2019. Världen är inte deterministisk, men vi väntar ändå med spänning på en liten kollaps för kapitalbildningen i Kina vilket andra mirakelekonmier som t.e.x. Korea visade 1998 efter en exceptionell skulduppbyggnad även där 1976-1998.

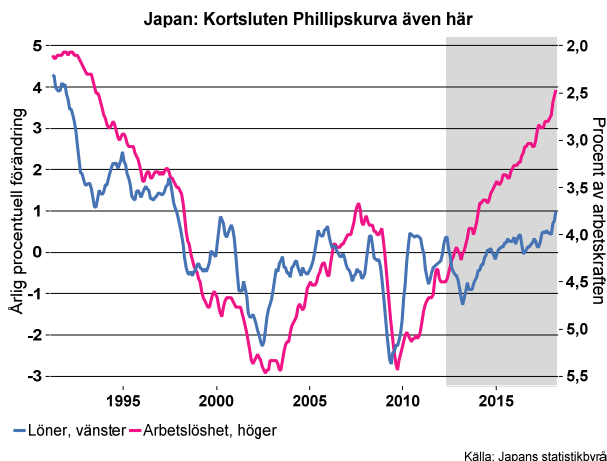
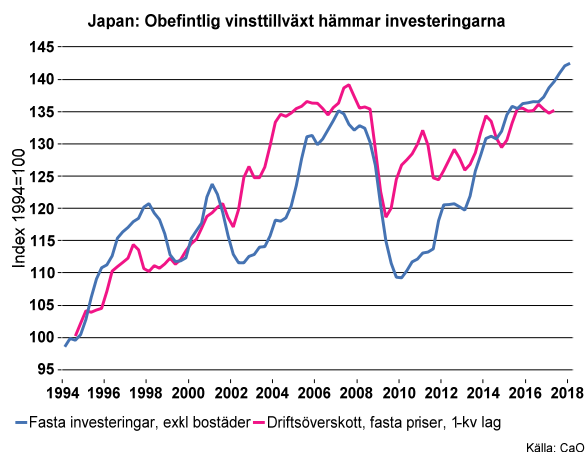
► JAPAN: FORTSATT ÅTERHÄMTNING I KRYPFART

Japans återhämtning har nu pågått i nästan nio år och arbetslösheten har fallit till den lägsta nivån sedan 1994. Visserligen handlar det inte om några imponerande tillväxttal, BNP växte med 1,7 procent förra året, men med tanke på att den långsiktiga tillväxtpotentialen bara är omkring noll var 2017 ett starkt år (se bilden nedan till vänster).



Innevarande år inleddes dock överraskande svagt (BNP: -0,2 qoq/1 yoy), mest påtagligt så för näringslivets investeringar, tillväxttoppen för denna konjunktur har passerats även i Japan. Liksom i andra ekonomier är vinstkonjunkturen avgörande för investeringsutvecklingen. Näringslivets lönsamhet förbättrades påtagligt under åren 2010-2013 vilket utlöste en investeringsuppgång. Därefter har vinstutvecklingen varit svag till obefintlig, mycket talar därför för att den senaste försvagningen i investeringskonjunkturen blir beständig.

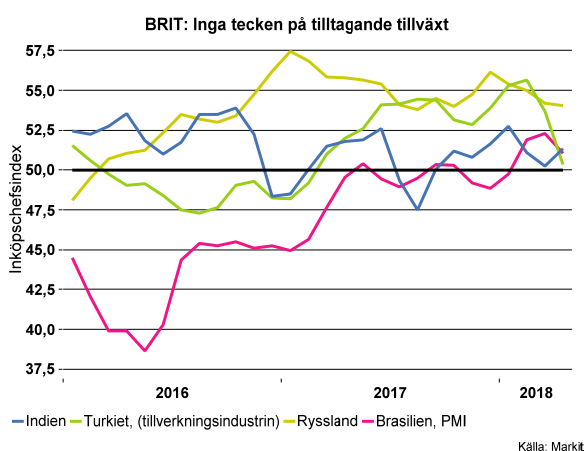
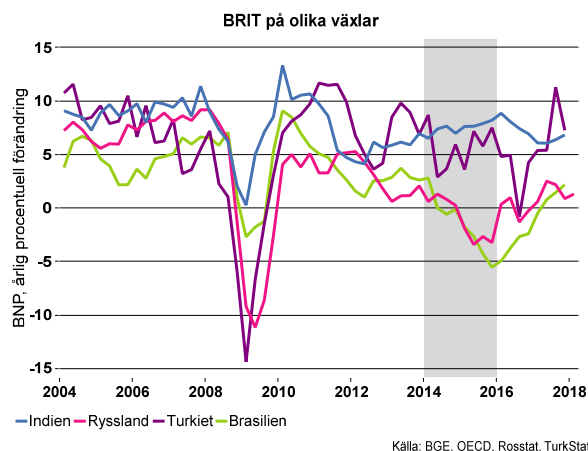
Liksom på andra håll styrs hushållens konsumtion över tid av inkomstutvecklingen, även om andra faktorer kan påverka sparandet och därmed konsumtionen på kort sikt. Exempelvis steg hushållens sparkvot kraftigt under 2016 vilket sprängde in en kil mellan inkomst- och konsumtionsstillväxt. De senaste kvartalen har realinkomsterna bromsats betänkligen vilket bådär för en relativt svag konsumtionsutveckling under resten av 2017. Sammantaget räknar vi med att Japans ekonomi växer med 1 procent i år och 0,5 procent 2019 vilket lär vara tillräckligt för att ytterligare pressa ner arbetslösheten.



Trots låg arbetslöshet verkar det vara hopplöst för centralbanken att uppnå inflationsmålet på två procent. Inflationen rensat för effekter av energi- och matpriser är bara 0,4 procent. Dessutom kämpar Bank of Japan med envist låga löneökningar, trots en allt tightare arbetsmarknad (se bilden ovan till höger): Phillipskurvan verkar ha kortslutits även i Japan. Bästa gissningen är därför att centralbanken fortsätter att pumpa in nya friska pengar i systemet under överskådlig framtid. Centralbanken har också nyligen medgett att man inte kommer att kunna uppnå inflationsmålet under 2019 som tidigare annonserats.

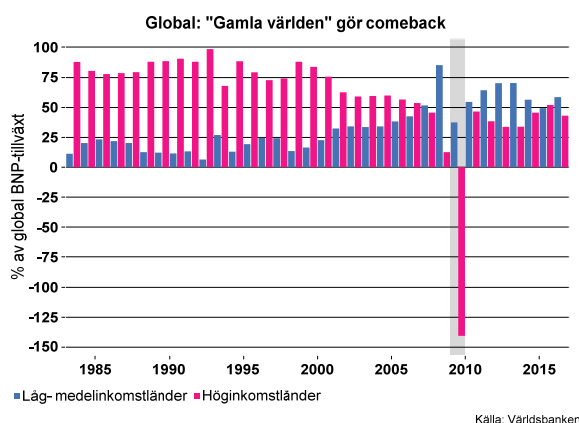
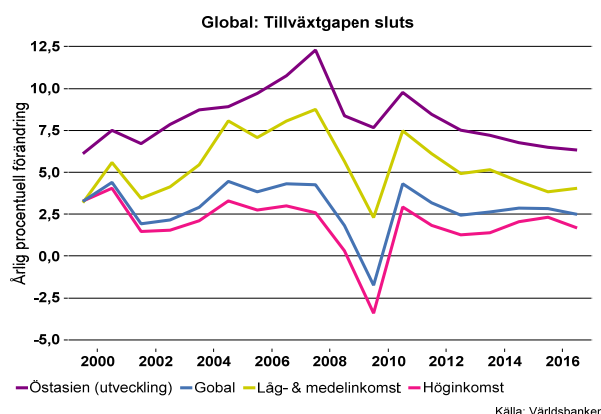
► TILLVÄXTEKONOMIER: BRIT KONVERGERAR IGEN

Det blir allt tydligare att länderna i det forna tillväxtklustret kan delas upp i ett A-lag och ett B-lag: Indien och möjligen Turkiet verkar ha växlat upp till en betydligt högre tillväxtbana än Brasilien och Ryssland. Visserligen har inte Indien återvänt till den halsbrytande takten innan finanskrisen men stadig tillväxt runt sex-sju procent är inte fy skam. Utvecklingen i Turkiet är ryckigare men här verkar fem-sex procent vara ett intervall att sikta på. Brasilien och Ryssland har däremot inte alls lyckats närma sig tillväxttalen från de heta åren innan krisen. Visserligen har båda ekonomierna nu vuxit några kvartal i rad men bara omkring två procent i årstakt.



Ledande indikatorer som PMI visar måttlig optimism i samtliga länder – även om man kan ana vissa orostecken i Turkiet - vilket bådär för fortsatt men inte iögonfallande stark tillväxt de närmaste kvartalen. Ingenting tyder således på att något av dessa länder är på väg att ”göra en Kina” och spurta iväg med två-siffriga tillväxttal. Räkna med ca 6,5/5,5/2/1,5 procent i år för Indien/Turkiet/Brasilien/Ryssland.

Den tendens vi sett under senare år där ”den gamla världen” står för en betydligt större andel av global tillväxt jämfört med åren innan finanskrisen, kommer därmed att bestå. Bilden nedan till höger visar stafettväxlingen från den rika världen till övriga länder de senaste 35 åren. Fram till 2006 stod fortfarande rika länder för mer än 50 procent av global tillväxt, sedan har övriga länder levererat merparten av tillväxten. År 2015 var det nästan jämt lopp mellan de två kategorierna men 2016 hamnade de rika länderna återigen på efterkälken.



Det återstår att se om ”övriga länder” förblev i förarsätet 2017, data har ännu inte publicerats, eller om den rika världen gav ett större bidrag till global tillväxt för första gången sedan finanskrisen. I vilket fall som helst finns det anledning att räkna med en jämnare fördelning av bidraget till världs-BNP framöver, eftersom Kina definitivt lämnat den explosiva tillväxtfasen bakom sig.

► BRASILIEN

Begränsad återhämtning – men bra fart i industrin

Efter krisen i Brasilien 2014–2016, som i mångt och mycket berodde på sedvanliga icke fungerande institutioner men också fallande råvarupriser, har alltså ekonomisk tillväxt kommit igång något. Centralbanken har successivt fortsatt att sänka sin styrränta, senast i mars till 6,5 procent, då inflationstakten avtagit och f.n. ligger inom toleransintervallet. Positivt är att inflationsförväntningarna 2018–2019 också avtagit något och håller sig också ännu så länge inom toleransintervallet. Det viktiga är att inflationen framöver verkligen kan hållas kvar vid nuvarande nivåer och att styrräntan inte höjs framöver vilket i någon mån redan diskonterats men även signalerats från centralbanken.

Industrin i Brasilien har lidit svårt under krisen. Industriproduktionen föll med 20 procent från mitten av 2013 till för att komma igång i början av 2017 främst som följd av ökad produktionsnivå i fordonsindustrin. För teknikindustri var fallet än värre, eller 35 procent. Återhämtningen i fjol för industrin innebar dock att produktionen kunde öka måttligt eller med 2,5 procent medan uppgången för teknikindustri blev desto högre eller sju procent. Då inhemska investeringar visat tendens till att öka något sista kvartalet i fjol efter ett hiskeligt fall på 30 procent 2013–2016, har också produktionen för maskinindustrin långsamt börjat att återhämta sig. Första kvartalet i år innebar en produktionsökning i maskinindustrin med hela 3,5 procent jämfört med sista kvartalet i fjol och indikerar en fortsatt ökning i inhemska investeringar vars siffror ännu inte presenterats för första kvartalet.

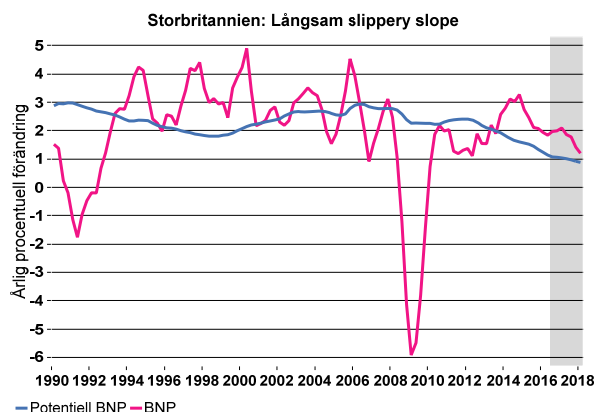
Därutöver fortsätter en återhämtning för personbilsindustrin, som med knappt 600 000 producerade enheter under första kvartalet börjar närma sig ”fornstora dagar”. Inhemsk försäljning av både personbilar och tunga fordon återhämtar sig nu successivt från låga nivåer. Även andra inhemska kortsiktiga efterfrågekomponenter som detaljhandelsförsäljning börjar återhämta sig. OECD:s ledande indikatorer visar under våren de högsta nivåerna och tillväxten på över tio år och uppgången för industrin förväntas fortsätta i år. Teknikproduktionen bedöms öka med tio procent i år där bidraget från fordonsindustrin blir fortsatt högt. Att det ändå sammantaget går fortsatt trögt i Brasiliens ekonomi beror bl.a. på att tjänsteproduktionen har svårt att lyfta i hög omfattning.

Det finns lite orosmoln i form av exporten av teknikvaror. Central- och Sydamerika med Argentina i spetsen är det dominerande området för Brasilien. Vad gäller Argentina börjar landet återigen tappa fotfästet för den snart oräkneliga gången. Inflationen har dragit i väg till över 25 procent, en styrränta som nått 40 % och en växelkurs i näst intill fritt fall. Detta bl.a. som följd av en centralbank som har svårt att utföra sina uppgifter och offentliga finanser i oordning.

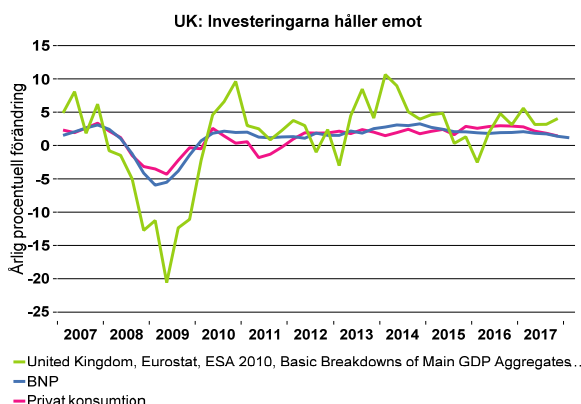
Om centralbanken och politiker i Brasilien inte klantar till det framöver och om inte fler länder i Sydamerika faller ur, finns möjligheter till fortsatt måttlig återhämtning för Brasiliens industri även 2019.

► STORBRITANNIEN: NOTAN FÖR BREXIT BÖRJAR BLI DYR

Storbritanniens ekonomi tog ingen uppenbar, omedelbar skada av segern för Brexit-anhängarna i folkomröstningen sommaren 2016. BNP studsade t o m upp rejält under slutet av 2016, på ryggen av kraftigt fallande räntor och svagare valuta. Studsen kan dock inte dölja det faktum att BNP i årstakt stadigt bromsat från över tre procent i slutet av 2014 till 1,5 procent. Våra estimat pekar dessutom på att den potentiella tillväxttakten fortsätter att falla och nu är under en procent.



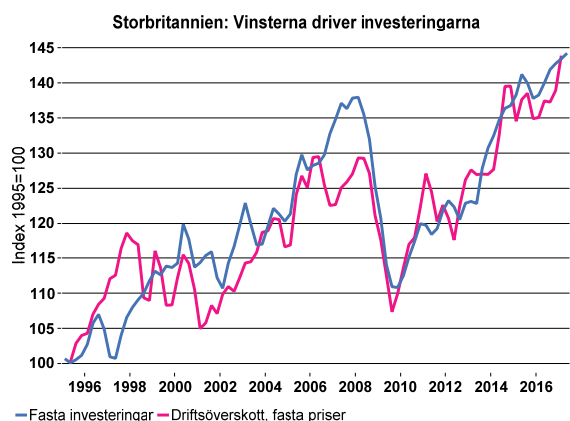
Källa: ONS, egna beräkningar



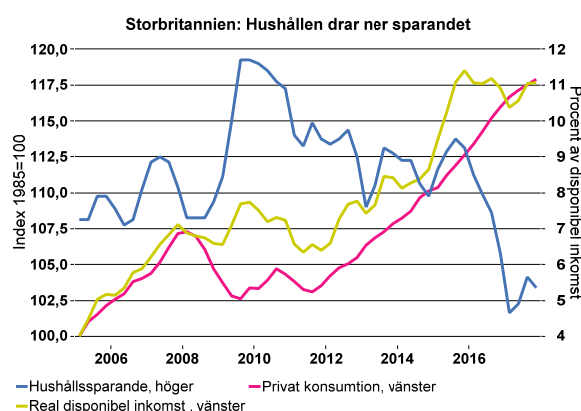
Källa: Eurostat, ONS

Även i Storbritannien finns det en tydlig trendmässig koppling mellan företagsvinsterna och investeringarna även om sambandet inte är perfekt (bilden nedan till vänster). Vinsterna och investeringarna utvecklades svagt under 2015, men därefter har utvecklingen varit positiv. För tillfället talar en del för fortsatt skaplig investeringsutveckling den närmaste tiden.

För hushållen förefaller situationen dock inte särskilt ljus. Realinkomsterna som accelererade kraftigt under åren 2011–2015, har bromsat snabbt de senaste kvartalerna i spåren av snabbt stigande inflation och måttliga löneökningar. Här ser man en tydligt negativ effekt av den kraftiga deprecieringen av pundet efter folkomröstningen sommaren 2016. Hushållen har kompenserat sämre inkomstillväxt med att kraftigt dra ner sparkvoten, vilket varit möjligt tack vare rejält stigande förmögenhet, ett mönster som känns igen från andra ekonomier. Trots mörka utsikter för hushållen lär Storbritannien ändå undvika en recession 2018–2019, tack vare relativt stark investeringskonjunktur och en svag valuta. Vi räknar med en att BNP växer 1 respektive 0,5 procent 2018–2019.



Källa: ONS, Eurostat



Källa: ONS

Bank of England vilar på hanen

Inflationen tog rejält fart som en konsekvens av det snabba fallet i pundkursen 2016. Pundet stabiliserades dock redan sommaren 2017 och har sedan dess förstärkts rejält i effektiva termer, vilket också bromsat inflationen som t o m fallit tillbaka de senaste månaderna. Mot bakgrund av en tydlig försvagning av ekonomin, inflation som närmar sig målet, måttliga löneökningar och en gradvis starkare valuta, har också

förväntningarna om åtstramningar från centralbanken skruvats ner. Det verkar nu alltmer osannolikt att Bank of England kommer att höja räntan ytterligare i år eller, för den delen, börja avveckla de kvantitativa lättnaderna.

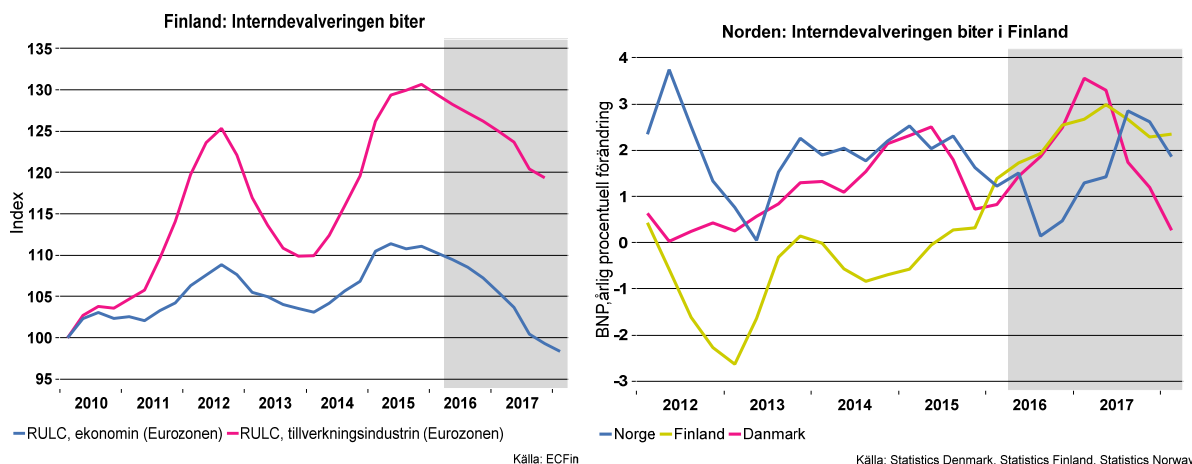
Bra fart just nu för investeringsvaror

Valutasvingarna för Storbritannien har gett ett litet avtryck på industrin. Den tidigare svaga växelkursen i kombination med uppsving i global investeringskonjunktur fick industriföretagen att rapportera en omfattande ökning i exportorder, särskilt inom maskinindustrin. Starkare växelkurs på senare tid och en global investeringskonjunktur som tappar i styrka har nu i stället förbytts till en dämpad orderingång från exportmarknaden. Trots denna avmattning och trots Brexit har brittisk maskinindustri fullt upp just nu. Produktionstillväxten uppgick här till åtta procent i fjol, och vi räknar med att den ökar med fem procent i år efter ett fortsatt starkt inledande första kvartal i år.

Ser vi till teknikindustri sammantaget må det vara hänt att det rullar rätt bra för investeringsvaror och dess leverantörer i främst metallvaruindustrin. Däremot är det sedan länge betydligt trögare för den ibland så prisade fordonsindustrin. Från tid till annan noteras visserligen lite Brexit-retorik i denna delbransch. Men utvecklingen i dagsläget för fordonsindustrin är kanske mest påverkat av att efterfrågan från export, särskilt i EU, visar svagt momentum och att den inhemska försäljningen nådde den högsta nivån på tretton år eller 2,7 milj. enheter redan år 2016. Från denna nivå har försäljningen i stället börjat minska eller med fem procent i fjol och, i bästa fall, förväntas också en minskning med ytterligare fem procent i år. Sammantaget räknar vi ändå med en för Storbritannien hög historiskt hög produktionstillväxt för teknikindustri på 4,5 procent i år, men som avtar till två procent nästa år mot bakgrund av avtagande internationell och inhemsk efterfrågan samt skakiga Brexitförhandlingar.

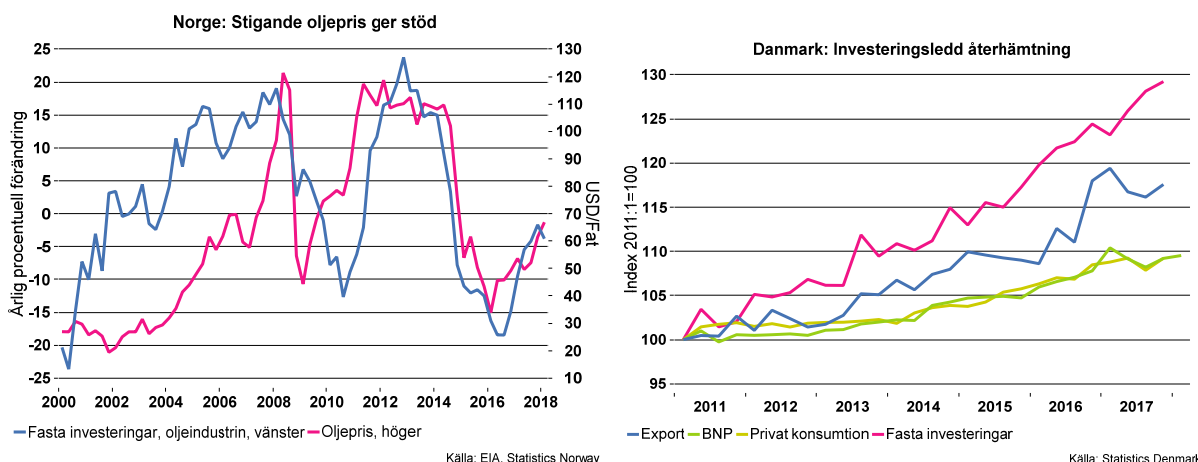
► NORDEN: INTERNDEVALVERINGEN LYFTER FINLAND

Utvecklingen i de nordiska länderna har divergerat en hel del det senaste decenniet, där Finland länge var sorgebarnet. Finlands konkurrenskraft urholkades samtidigt som medlemskapet i Eurozonen förhindrade korregerande valutarörelser. Bilden nedan till vänster visar att Finlands konkurrenskraft – här mätt som relativ enhetsarbetskostnad (RULC) gentemot Eurozonen – försämrades med ackumulerade 30 procent 2010-2015 i tillverkningsindustrin och 10 procent i ekonomin i sin helhet. Visserligen stannade försämringen av i slutet av 2015 men konkurrenskraften började återställas på allvar först i samband med den omfattande interndevalveringen under 2016-2017.



På BNP-nivå har nu konkurrenskraften mätt som RULC återställts till 2010-års nivå. Även om det är en bra bit kvar dit för tillverkningsindustrin så har läget förbättrats så uppenbarligen har interndevalveringen haft avsedd effekt. Den finska ekonomin tog fart och BNP växte med 2,6 procent under 2017. 2018 inleddes, liksom i flertalet andra EU-länder med en viss avmattning och vi räknar med att tillväxttoppen har passerats.

Den norska ekonomin drabbades hårt av oljepriseraset under 2015-2016 men har på motsvarande sätt gynnats av att oljepriset studsat upp ordentligt på sista tiden. Det har funnits en stark samvariation mellan oljepriset å ena sidan och å andra sidan näringslivets investeringar i allmänhet och de oljerelaterade investeringarna i synnerhet (se bilden nedan till vänster). Oljepriset har fortsatt uppåt under 2018 vilket är goda nyheter för Norge, vars konjunkturcykel inte nödvändigtvis följer den i övriga världen.



Danmarks ekonomi har varit ovanligt volatil de senaste åren – normalt brukar det inte hända så mycket. Under 2016 tog ekonomin fart och helårssiffran för BNP-tillväxten var relativt stark även 2017 men ekonomin bromsade kraftigt under andra halvåret. Återhämtningen efter krisen drevs främst av en stark

investeringskonjunktur och, under 2016 också av exporten. Det senaste året har investeringskonjunkturen varit fortsatt relativt god medan export och privat konsumtion utvecklats svagt.

Sammantaget räknar vi med att Danmark, Finland och Norge växer med 1,1/2,2/1,8 procent under 2018 för att sammantaget bromsa något under 2019.

Finland framåt

Minskade arbetskraftskostnader (genom avtalet om konkurrenskraft) och därmed minskade enhetsarbetskostnader samt i förlängningen kraftigt ökad sysselsättning bidrog till att BNP-tillväxten och industriproduktionen tilltog i fjol. Därutöver ökade efterfrågan på de viktigaste exportmarknaderna däribland Sverige och Tyskland. Även exporten till Ryssland kom tillbaka efter tidigare lågkonjunktur samtidigt som exporten till Kina växer trendmässigt och är nu lika stor som exporten till Ryssland.

Då tele- och elektronikindustrin som för tio år sedan utgjorde hälften av Finlands teknikindustri nu krympt till en fjärdel, har beroendet av tillverkning av investeringsvaror och numera också Valmet Automotive ökat. Det senare företaget slog till med en produktionsnivå på 90 000 fordon i fjol genom kontraktstillverkningen åt Daimler. Tillväxten fortsätter även här då nya fordonsmodeller successivt tas i produktion i år.

För Finlands maskinindustri som nu utgör den enskilt största delbranschen noterades en mycket hög exportökning i fjol på drygt 15 procent. Samtidigt ökade också maskininvesteringarna på hemmamarknaden i hög takt eller med drygt 12 procent i volym. I år och nästa år dämpas tillväxten i efterfrågan på investeringsvaror både globalt och på hemmamarknaden. Det gör att tillväxten i Finlands teknikproduktion som i fjol ökade med 6,5 procent avtar till en ökning på fem procent i år och tre procent nästa år.

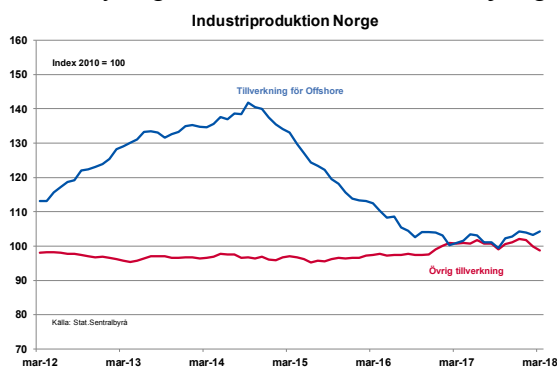
Det börjar lossna

Norge har i stort sett lämnat det värsta bakom sig och affärsläget för industrin har förbättras. I industrin som inte är helt beroende av offshore började efterfrågan förbättras i fjol och produktionen kunde öka med 3,6 procent. Resan ner för industrin som är offshore-beroende har dock varit smärtsam med en produktionsminskning på knappt 40 procent sedan toppen fjärde kvartalet 2014 och sista kvartalet i fjol. För tredje året i rad minskade den offshore-relaterade industriproduktionen eller med fem procent i genomsnitt i fjol.

Investeringar i oljesektorn förefaller ha bottnat, och ”oljeselskapernes” investeringsplaner för i år pekar på en ökning bl.a. som följd av ökat oljepris. Detta har också medfört ökad optimism vad gäller investeringar för tillverkningsindustrin. Dessa minskade något i fjol då stora projekt slutfördes året innan, men förväntas enligt företagens egna planer att öka i år.

En stark uppgång i Norges teknikindustri har låtit vänta på sig och produktionen minskade i genomsnitt med 4,3 procent i fjol. Positivt var dock att produktionsnivån inte minskade under andra halvåret i fjol jämfört med första halvåret utan kunde hållas oförändrad.

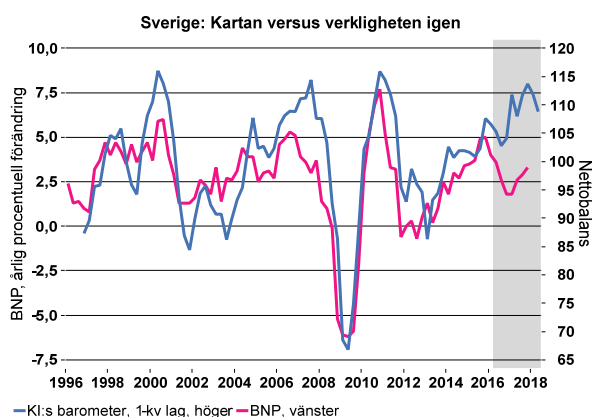
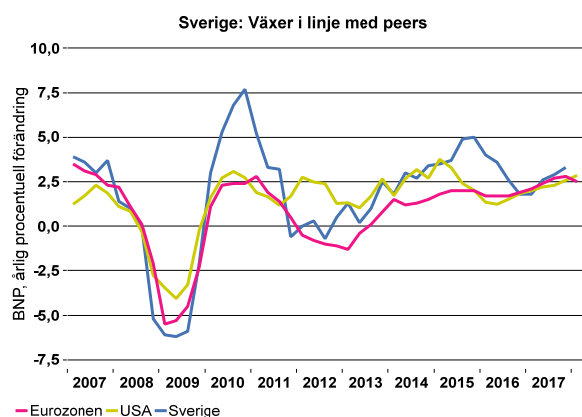
Produktionsdata för första kvartalet i år visar nu äntligen en stigande produktionsnivå jämfört med andra halvåret i fjol och det förefaller som om Norges teknikindustri kan lämna det värsta bakom sig. Vi räknar med att produktionen i Norges teknikindustri tilltar rätt bra från en låg nivå och ökar med fem procent procent i år. Visserligen visade offshore- investeringar en tillbakagång under första kvartalet i år, men som statistikmyndigheten bedömer som en fördröjning av projekt. Givet att oljepriset kan hållas på minst



nuvarande nivå och att investeringar i offshore-sektorn fortsätter öka även nästa år, bedöms produktionen för Norges teknikindustri fortsätta att växa över medel eller med fyra procent 2019. Det är värt att påpeka att Norges industri sammantaget inte alls följer global industrikonjunktur utan i hög grad aktiviteten i den inhemska offshore-sektorn.

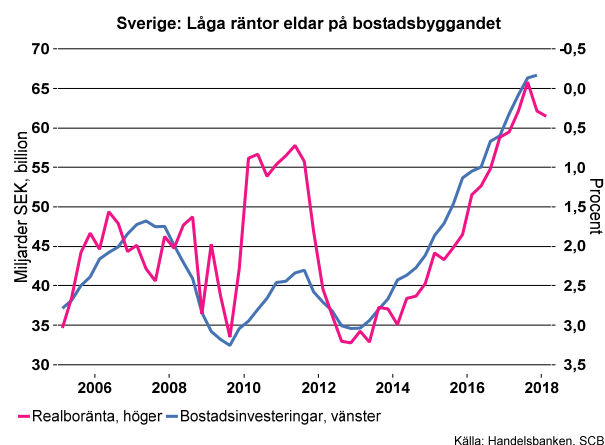
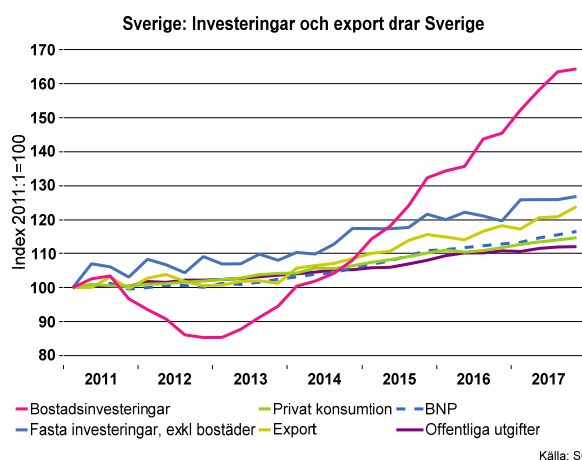
► SVERIGE: STARK KONJUNKTUR DÖLJER STRUKTURELLA SVAGHETER

Den svenska ekonomin växer på i god takt även om tillväxtgapet mot likartade länder har försvunnit de senaste åren (se bilden nedan till vänster). BNP växte med 2,4 procent under 2017 och ska man ta konjunkturbarometern på allvar kommer tillväxten ta ett rejält språng den närmaste tiden. Skulle historiska samband hålla borde BNP accelerera till intervallet 5-7 procent i årstakt den närmaste tiden.¹⁰ Vi har dock tidigare noterat det stora gapet som uppstått, t ex mellan KI-barometern och hårda data och drivit tesen att gapet i första hand kommer att slutas uppifrån och ner. Mycket tyder också att den konvergensen nu har inletts, barometern är fortfarande på höga nivåer även om den har fallit en del de senaste kvartalen.



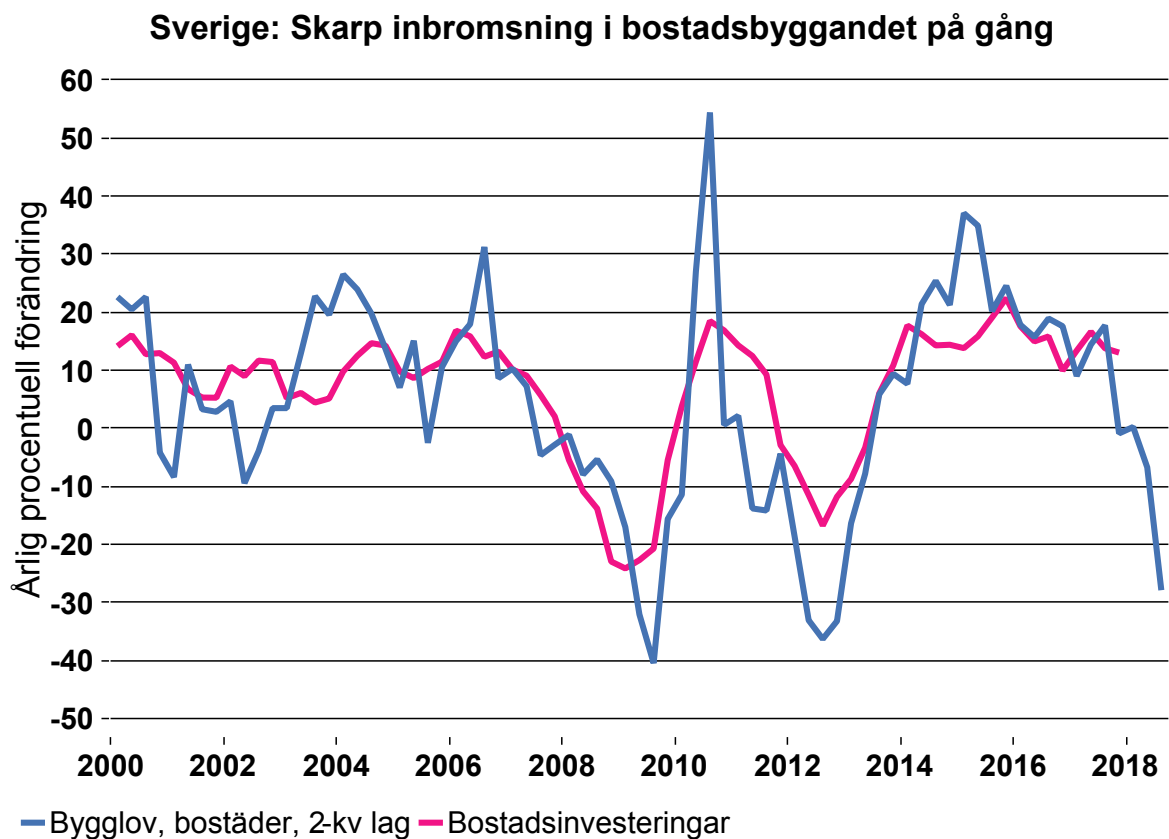
Gratispengar och bättre vinster göder investeringarna

Det starkaste lokomotivet under återhämtningen har varit näringslivets investeringar och i synnerhet expansionen i bostadsbyggandet. I volymtermer har bostadsinvesteringarna ökat 65 procent sedan början av 2014 och är utan tvekan den sektor som gynnats mest av Riksbankens ultralätta politik, den korta reala boräntan¹¹ föll med nästan 3,5 procentenheter under samma period (se bilden nedan till höger). Den reala boräntan steg visserligen en aning i början året på ryggen av en något lägre inflation men är fortfarande extremt låg. Bostadsinvesteringarna saknar således inte bränsle från efterfrågesidan. Trots låga räntor är det dock tydligt att byggkonjunkturen kommer att bromsa kraftfullt framöver.



¹⁰ KI-barometern är i huvudsak samtida med BNP-tillväxten eller under perioder ledande med ett kvartal.

¹¹ I bilden definieras realräntan som 3-månaders bostadsränta minus KPI-inflationen.

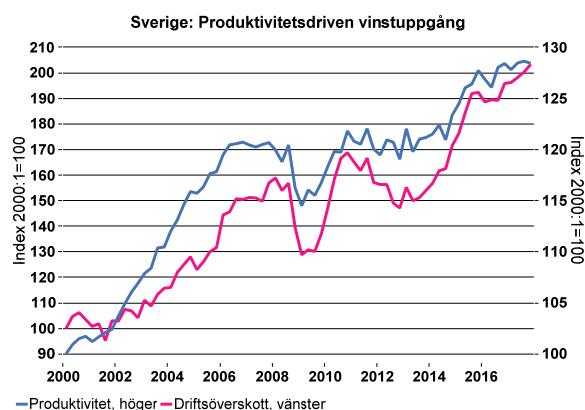
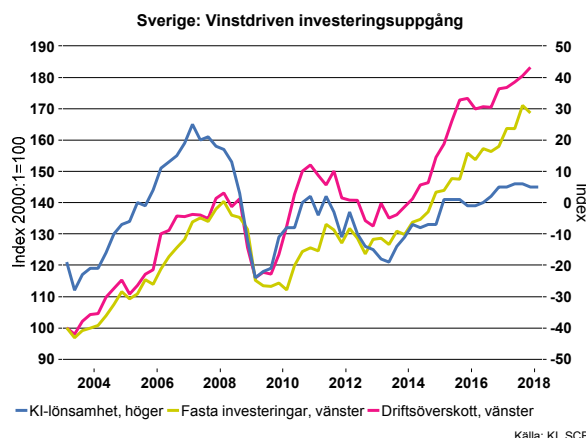


Källa: SCB

Byggloven som är en god ledande indikator för bostadsinvesteringarna, faller dramatiskt i årstakt och indikerar att bostadsbyggandet sannolikt kommer att redovisa två-siffrigt negativa årstakter under slutet av året och början av 2019.

Anekdoter om bolagens tilltagande svårigheter att bli av med nybyggda bostäder blir också allt frekventare vilket antyder att det blivit lite för mycket av det goda i form av bostadsbyggande de senaste åren.

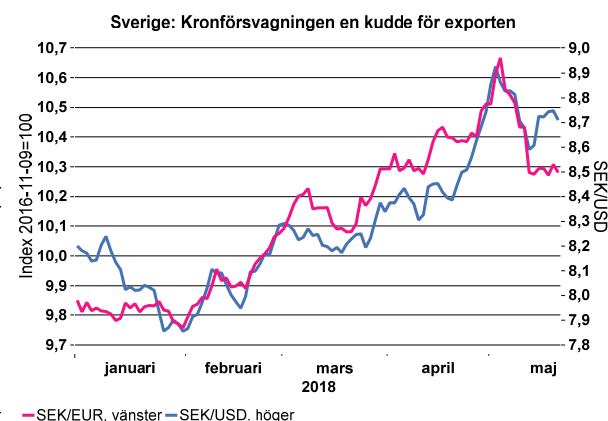
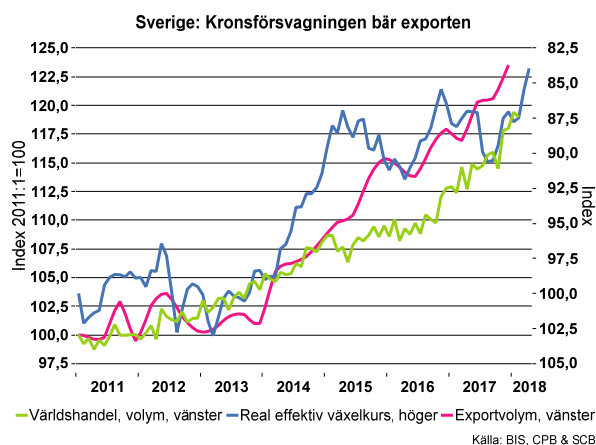
Förutom bostadsbyggandet har även näringslivets övriga investeringar utvecklats relativt starkt de tre senaste åren drivet av en stark vinstutveckling. Konjunkturinstitutets lönsamhetsindikator, som är en nulägesbedömning och inte framåtblickade, har visserligen planat ut men på en hög nivå. Det är tydligt hur återhämtningen i produktiviteten drivit på näringslivets lönsamhet de senaste åren vilket i sin tur givit bränsle till investeringarna (se bilden nedan till höger). Sammantaget finns det anledning att räkna med fortsatt relativt stark investeringskonjunktur så länge som den cykliska återhämtningen i näringslivets produktivitet fortsätter. Ännu finns dock inga tecken på att de senaste årens lägre produktivitetstrend håller på att brytas.



Kronan en nyckel till exporten

Exporten är en annan del av ekonomin som har fått en extra dusch ur Riksbankens ymnighetshorn via en betydande kronförsvagning. I reala termer är kronan 16 procent svagare än i början av 2011. Under motsvarande period har exportvolymen ökat 24 procent samtidigt som världshandeln endast har ökat 19 procent. Gapet mellan svensk export och världshandeln har öppnats upp de senaste 2,5–3 åren, då också merparten av kronförsvagningen inträffat (se bilden nedan till vänster).

De senaste månaderna har kronan försvagats med ungefär drygt 11 procent mot dollarn och med fem procent mot euron. Kronförsvagningen kan, om den blir bestående, delvis fungera som en krockkudde för exportindustrin i takt med att världstillväxten avtar de kommande åren.



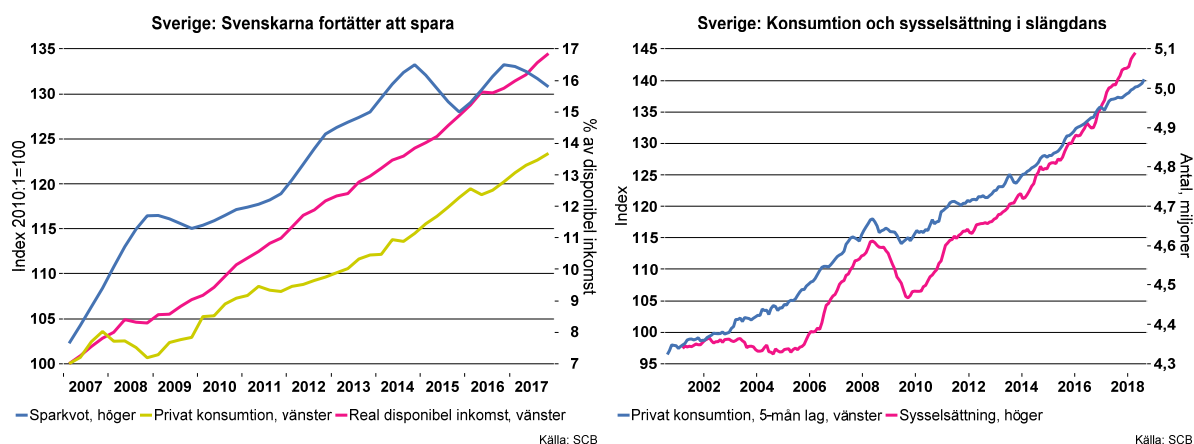
► SVENSKA HUSHÅLL SVÅRA ATT FÖRSTÅ SIG PÅ

Svenska hushåll inte är lika förutsägbara som sina motsvarigheter i många andra länder, konsumtions- och inkomstmönstren är inte lika nära sammankopplade. Sedan början av 2007 har exempelvis realinkomsterna ökat med 35 procent medan konsumtionen bara stigit med 23 procent, spegelbilden är en ökning i sparkvoten från 7,5 procent till 16 procent (se bilden nedan till vänster).

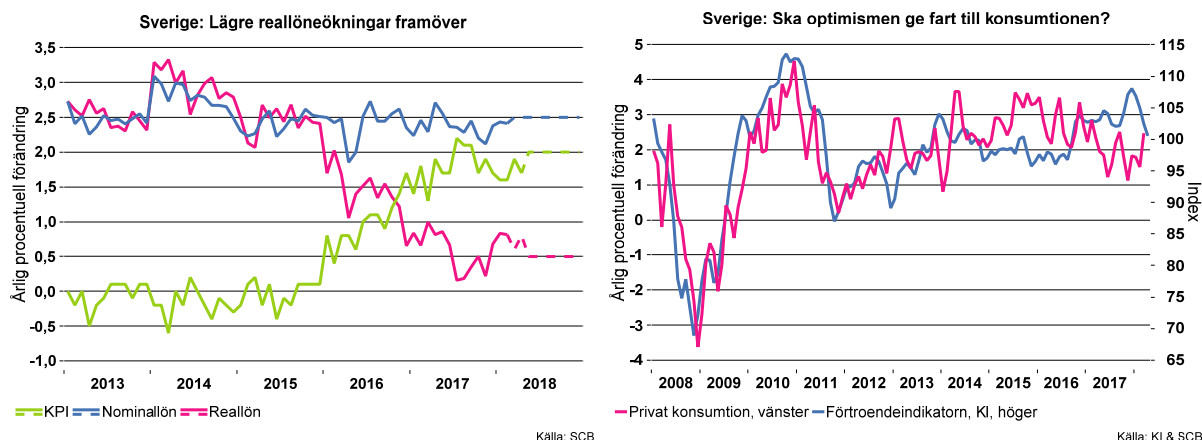
En vanlig föreställning är att privat konsumtion styrs av utvecklingen på arbetsmarknaden. I själva verket är dock sambandet dubbelriktat:

1. Ett förbättrat arbetsmarknadsläge innebär stigande inkomster och framtidstro vilket ger en skjuts till konsumtionen.
2. Å andra sidan innebär en tilltagande konsumtion ökad efterfrågan på arbetskraft varvid arbetsmarknaden förstärks med viss fördröjning.

Arbetsmarknadsläget är alltså inte självklart en god ledande indikator för privat konsumtion. I normalfallet leder konsumtionen sysselsättningen vilket indikerar att det är mekanism nummer två som har störst relevans (se bilden nedan till höger).

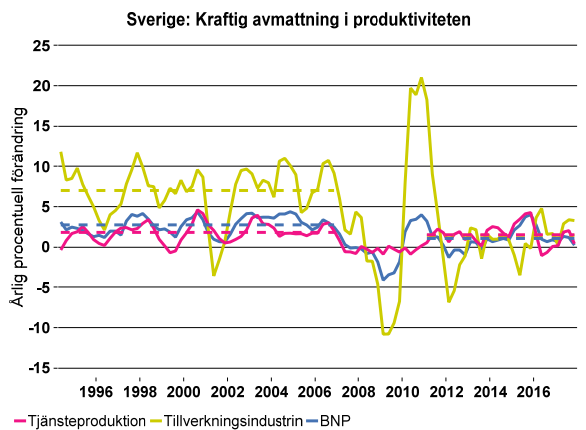
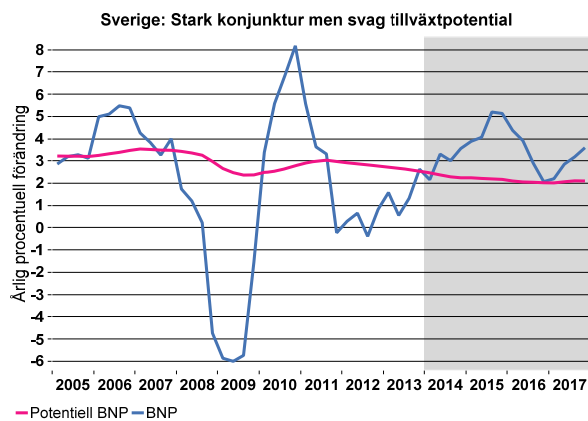


Utgår vi ändå från inkomstutvecklingen blir förutsättningarna för hushållen knappast lysande under 2018-2019. Reallönerna kommer att utvecklas relativt svagt med tanke på måttliga löneökningar och inflation ungefär i linje med 2-procentmålet (se bilden nedan till vänster). Med tanke på att det är valrörelse 2018 kan man emellertid förvänta sig en del finanspolitisk manna från himlen vilket späder på hushållens köpkraft. Man ska inte heller underskatta betydelsen av hushållens framtidstro. Fortsätter optimismen att frodas och sysselsättningen att öka finns det förutsättningar för fallande sparkvot (se bilden nedan till höger). Sammantaget talar dock mycket för en relativt måttlig konsumtionstillväxt under kommande år.

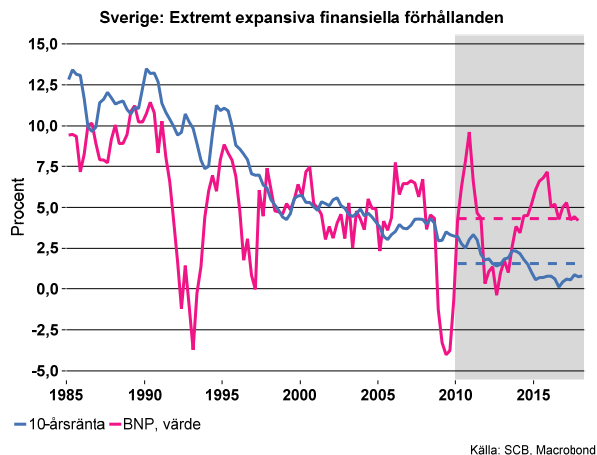
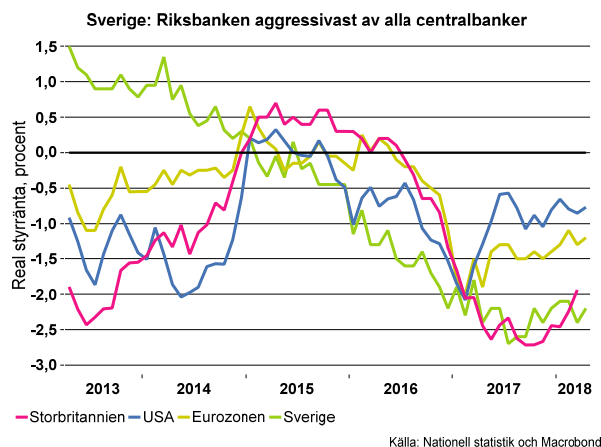


Vikande tillväxtpotential hot mot konjunkturen på sikt

Den goda konjunkturen döljer dock en svag underliggande tillväxtpotential. Potentiell BNP-tillväxt har stadigt rutschat neråt det senaste decenniet, från knappt 3,5 procent till c:a 1,75 procent (se bilden nedan till vänster). Tillväxten har således kraftigt överstigit den potentiella ända sedan 2014. Den vikande tillväxtpotentialen speglar i första hand kraftigt lägre produktivitetstillväxt det senaste decenniet jämfört med föregående period. Under åren innan finanskrisen var genomsnittlig produktivitetstillväxt i ekonomin i sin helhet 2,8 procent per år, för tillverkningsindustrin sju procent och för tjänsteproducenter 1,8 procent. Motsvarande siffror sedan 2011 är 1,1, 1,5 och 1,5 procent (se bilden nedan till höger). Det är alltså framförallt inom tillverkningsindustrin som produktiviteten har bromsat, ett fenomen vi känner igen från andra ekonomier.



Mycket tyder också på att centralbankernas extrema politik världen över har förstärkt den långvariga tendensen till avtagande global produktivitetstillväxt och detta gäller i minst i Sverige. Det finns flera sätt att illustrera hur extraordinär penningpolitiken varit de senaste åren. Bilden nedan till vänster visar utvecklingen för den reala styrräntan i ett antal ekonomier med början sommaren 2013 när Finansinspektionen fick det officiella ansvaret för den finansiella stabiliteten och Riksbanken satsade helhjärtat mot inflationsmålet. Vid den tidpunkten tillämpade Riksbanken den klart högsta reala styrräntan av jämförbara centralbanker, de övriga låg på negativa sidan. Sedan dess har den reala reporäntan fallit mer eller mindre linjärt med drygt fyra procentenheter. Storbritannien har visserligen gjort en liknande resa det senaste året men det är inte så konstigt med tanke på Brexit-chocken. ECB och Federal Reserve har båda höjt den reala styrräntan det senaste året och ligger nu nära eller strax över ”utgångsläget” 2013.

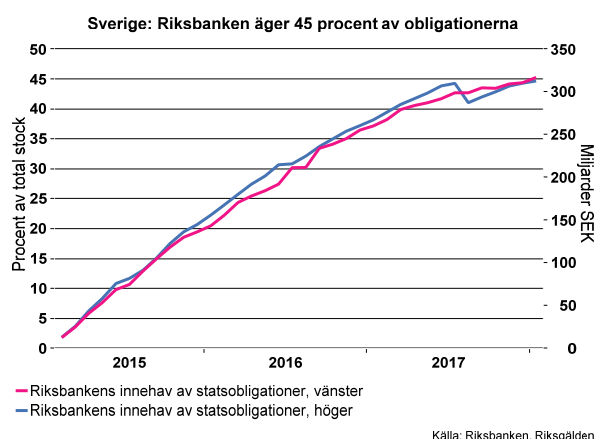
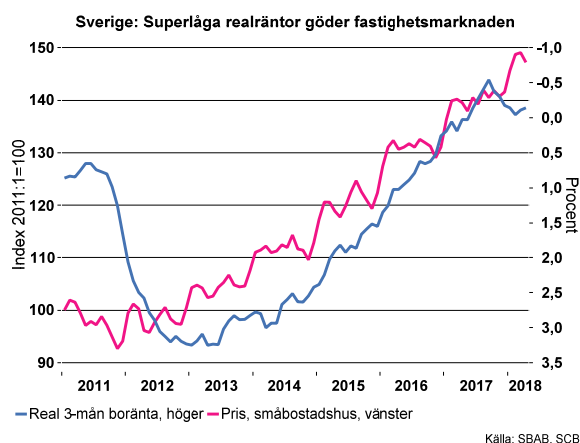


Bilden ovan till höger ger ett annat perspektiv på de svenska finansiella förhållandena de senaste åren. Över tid finns det skäl att räkna med att obligationsräntor och BNP (i nominella termer) ska utvecklas ungefär likartat även om detta inte ska förväntas gälla på kort sikt. Detta har också gällt för Sverige sedan 1950-talet.

Sedan 2010 har dock ett gap öppnat upp sig där genomsnittlig BNP-tillväxt varit nästan 6,5 procent mot drygt 1,5 procent för en lång obligationsränta.

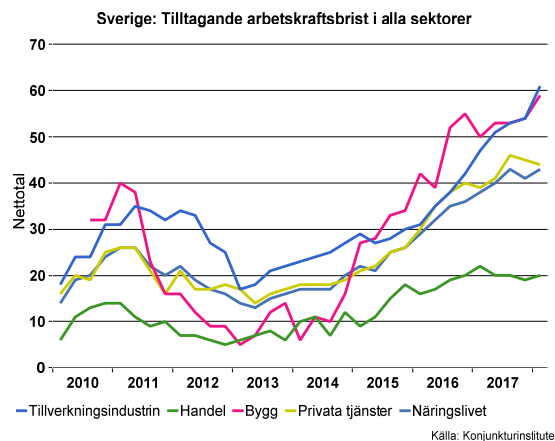
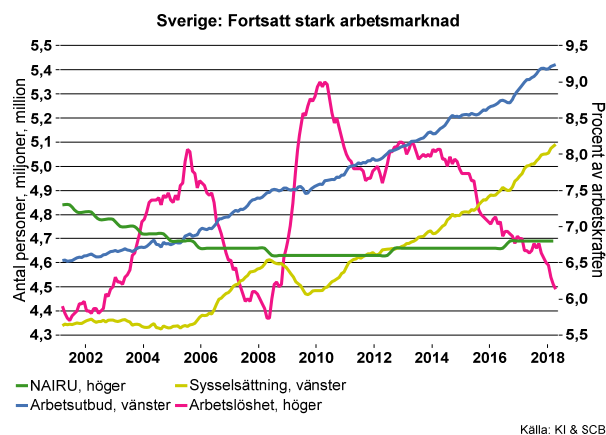
Ytterligare indikatorer på expansiva finansiella förhållanden går att finna i fastighetsmarknaden. Småhuspriserna stod mer eller mindre stilla under åren 2011-2013 (bilden nedan till vänster). Under de åren steg de reala boräntorna kraftigt i spåren av Riksbankens räntehöjningar. När väl de reala boräntorna började falla ordentligt ökade trycket gradvis i fastighetsmarknaden och till dags dato har priserna stigit med 47 procent sedan början av 2013. Det prisfall som rönt så mycket uppmärksamhet de senaste månaderna är således marginellt i ett längre perspektiv.

Förutom att sänka korträntan kraftigt har Riksbanken dessutom genomfört massiva stödköp av statsobligationer. För tillfället uppgår innehaven till ca 310 miljarder SEK, motsvarande 45 procent av utestående stock av statsobligationer, dvs långt mer omfattande än motsvarande andelar i ECB och Federal Reserve (se bilden nedan till höger). Sammantaget råder det ingen tvekan om att Riksbanken är den centralbank som tagit till det absolut grövsta artilleriet under senare år.



Fortsatt stark arbetsmarknad

Arbetsmarknaden fortsätter att förstärkas, sysselsättningen har visserligen bromsat en aning jämfört med de mycket höga tillväxttalen under 2017 men växer fortfarande med 1-2 procent i årstakt. Eftersom arbetskraftsutbudet bromsat snabbare har dock arbetslösheten fallit snabbt de senaste månaderna. Enligt Konjunkturinstitutets beräkningar har arbetslösheten nu fallit en god bit under den nivå som är förenlig med stabil inflation (se bilden nedan till vänster).

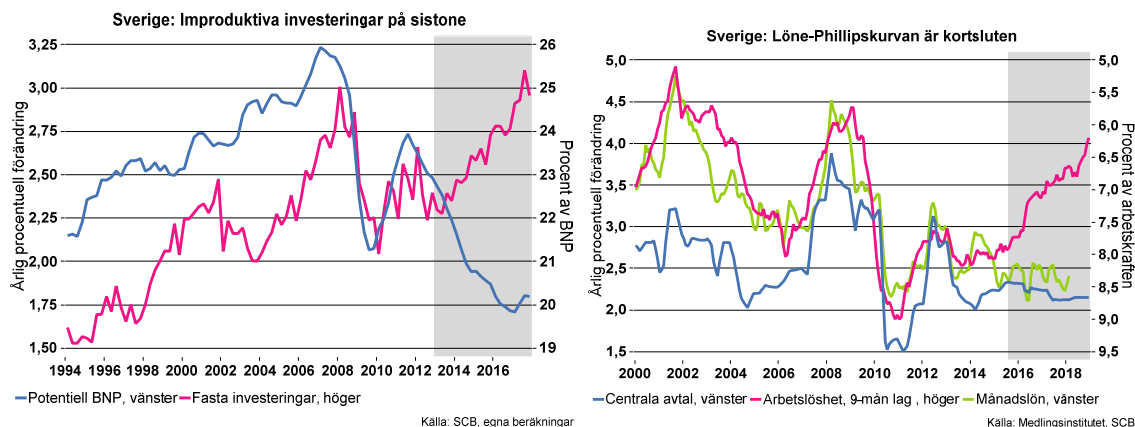


Samtidigt ökar den upplevda bristen på arbetskraft i snart sagt alla sektorer, det är bara inom handeln som situationen inte upplevs som riktigt ansträngd (se bilden ovan till höger). Det är viktigt att inte tolka bristtalen mekaniskt i termer av "antal personer", det handlar sannolikt i många fall snarare om en kvalitativ bedömning om "brist på kompetens". Kombinationen stigande arbetslöshet och tilltagande arbetskraftsbrist

illustrerar tydligt att den svenska arbetsmarknaden kännetecknas av stora matchningsproblem. Allt trängre flaskhalsar inom snabbväxande delar av ekonomin innebär i sin tur en broms för ekonomin de kommande åren. Vi räknar sammantaget med att svensk BNP växer 2,4 procent i år för att bromsa till 1,8 procent 2019.

Skapar lågräntepolitiken en Zombieekonomi?

Finns det då några tecken på att den extremt expansiva politiken leder till de negativa, långsiktiga effekterna på ekonomin som diskuteras ovan? Sverige uppvisar ett likartat mönster som i t ex USA och Tyskland - investeringsandelen rör sig synkront med potentiell BNP-tillväxt – fram tills något år in på återhämtningen efter senaste krisen (bilden nedan till vänster). Därefter kopplar investeringsandelen loss från den potentiella tillväxtbanan, onekligen bestickande även om det självklart krävs fler indikationer än en enkel graf.

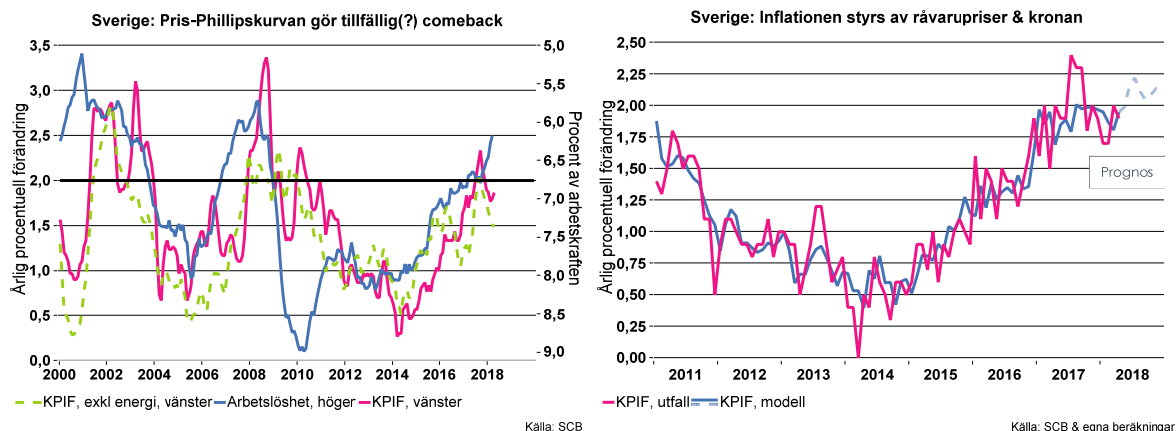


Risken är således påtaglig att den redan svaga tillväxtpotentialen kommer accentueras framöver om de extremt expansiva finansiella förhållandena består under lång tid framöver.

Phillipskurvan fortfarande under korseld

Liksom i andra ekonomier har sambandet mellan svenskt resursutnyttjande å ena sidan och löne- och prisinflation å den andra sidan, försvagats påtagligt på sistone. Som framgår av bilden ovan till höger har arbetslösheten fallit kraftigt under de senaste dryga fyra åren samtidigt som löneökningarna snarast modererats, än så länge finns det inga tecken på att en stram arbetsmarknad ger en allmän skjuts till lönerna. Löneökningarna tilltog i kommunsektorn 2016-2017 och även om löneökningarna fortfarande är högre där har de dämpats på sistone. I det alltmer konkurrensutsatta näringslivet är utvecklingen fortfarande mycket dämpad. Mycket tyder på att de många prognosmakare som länge förutsett accelererande löner underskattat globaliseringens och digitaliseringens effekter på nationella arbetsmarknader.

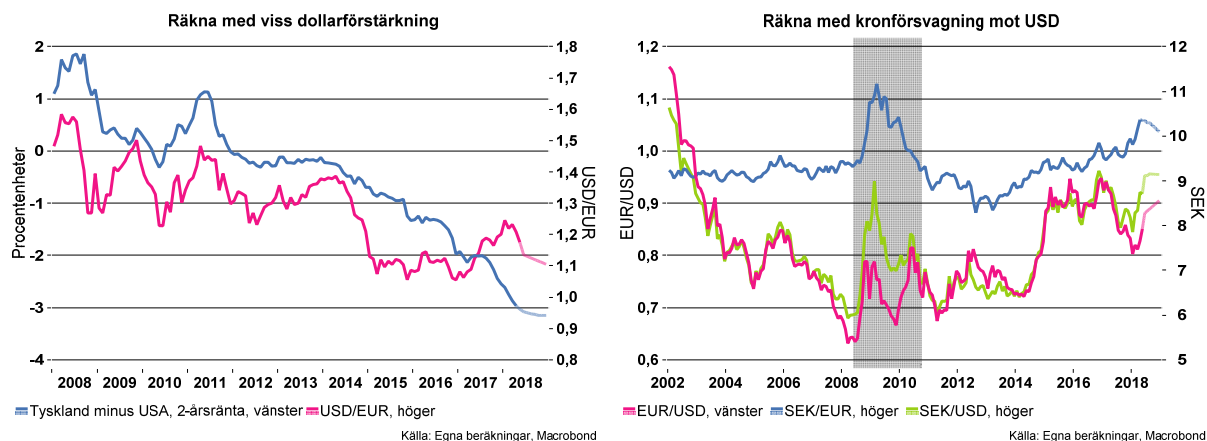
Även om Riksbanken inte får någon hjälp från löneökningarna har inflationen fluktuerat nära målet på sistone dock i första hand driven av en svag krona och globala råvarupriser snarare än av ökat inhemskt resursutnyttjande. Exkluderas effekterna av stigande energipriser har inflationen varit under 1,5 procent de senaste månaderna.



En prognos baserad på bedömningen att arbetslösheten har bottnat och långsamt stiger under 2018, samt att oljepriser och kronans kurs förblir på dagens nivå, pekar mot att KPIF-inflationen kommer att stiga och hamna strax över inflationsmålet under resten 2018. Mot bakgrund av att inflationsuppgången helt drivs av svag krona och stigande oljepriser, att löneökningarna förblir låga och med tanke på att ECB fortsatt kommer att inta en försiktig hållning, räknar vi ändå inte med att Riksbanken börjar höja styrräntan förrän tidigast våren 2019.

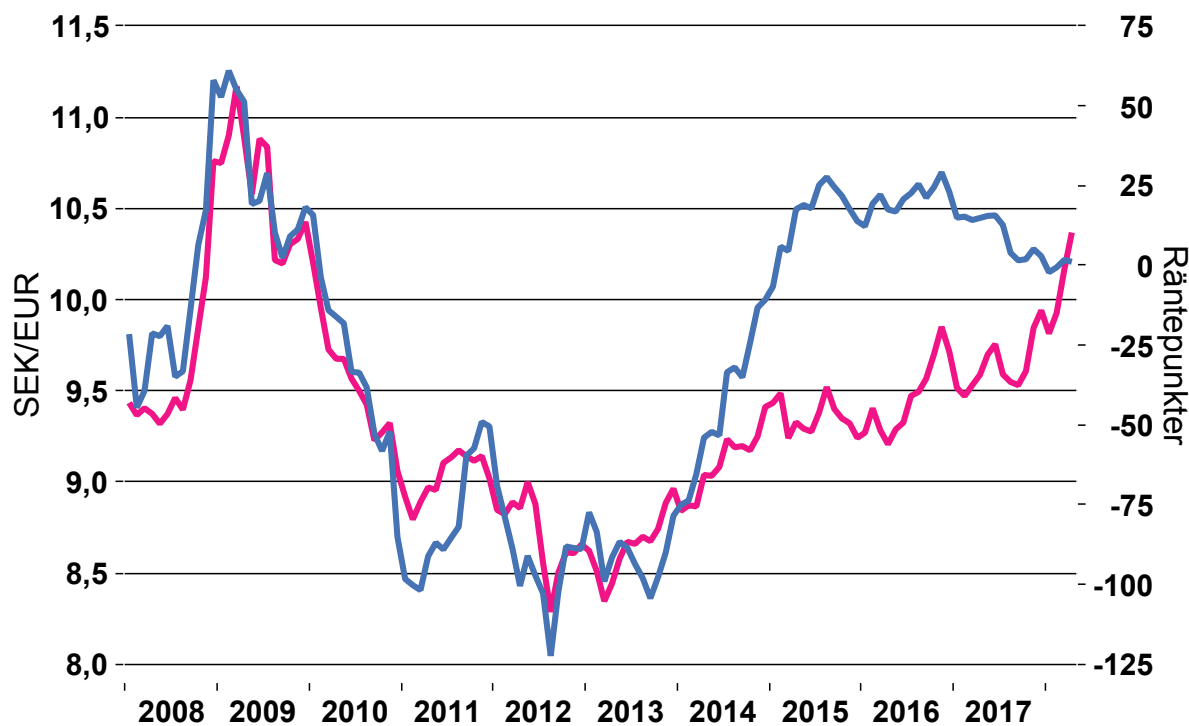
► VALUTOR: COMEBACK FÖR DOLLARN, FORTSATT SVAG KRONA

Trots att Federal Reserve fortsatt sin gradvisa åtstramning samtidigt som ECB behållit sin mycket expansiva politik, stärktes euron kraftigt mot dollarn under 2017, sannolikt som en konsekvens av den överraskande starka realekonomiska utvecklingen i Eurozonen. Euron har emellertid tappat mark mot USD de senaste månaderna, troligen som en konsekvens av svagare ekonomiska data i Eurozonen. I takt med att det står klart att Eurozonens tillväxt toppat för denna cykel samtidigt som de grundläggande centralbanksargumenten kvarstår, finns det anledning att räkna med en fortsatt återhämtning för dollarn.



För Riksbanken är valutakursen snart sagt det enda kort man har kvar att spela ut med tanke på att inhemskt resursutnyttjande endast har begränsat inflytandet på löner och priser. Även om sambanden i valutamarknaden kommer och går spelar centralbanksspelet en viktig roll över tid.

Riksbanken försvagar kronan



— 2-års Swap, EUR minus SWE, höger — SEK/EUR, vänster

Källa: Macrobond & Riksbanken

Det är tydligt att den utdragna perioden där Riksbanken bedrivit den särklassigt mest expansiva politiken, slutligen fått ett kraftigt genomslag på kronan de senaste månaderna. Eftersom Riksbanken absolut inte vill riskera att en kraftig kronförstärkning mot euron återigen trycker ner inflationen, blir kronan nära kopplad till euron.

Det fanns anledning att räkna med att det nya regelverket, med ett variationsband inom vilket inflationen tillåts variera, skulle innebära att Riksbanken inte behöver reagera lika starkt på avvikelser från inflationsmålet. Så har emellertid inte blivit fallet, fokus på den kortsiktiga inflationsutvecklingen är lika starkt som någonsin. Visserligen har kritiken mot Riksbankens ”smygdevalvering” av kronan varit intensiv den sista tiden men än så länge finns det inget som tyder på att man håller på att byta perspektiv: ”Inflationsmålet ska uppfyllas till varje pris”. Riksbanken kommer således inte att göra något som förstärker kronan så länge inhemsk löne- och pristryck är fortsatt dämpat. Räkna därför med fortsatt svag krona, i synnerhet mot USD.

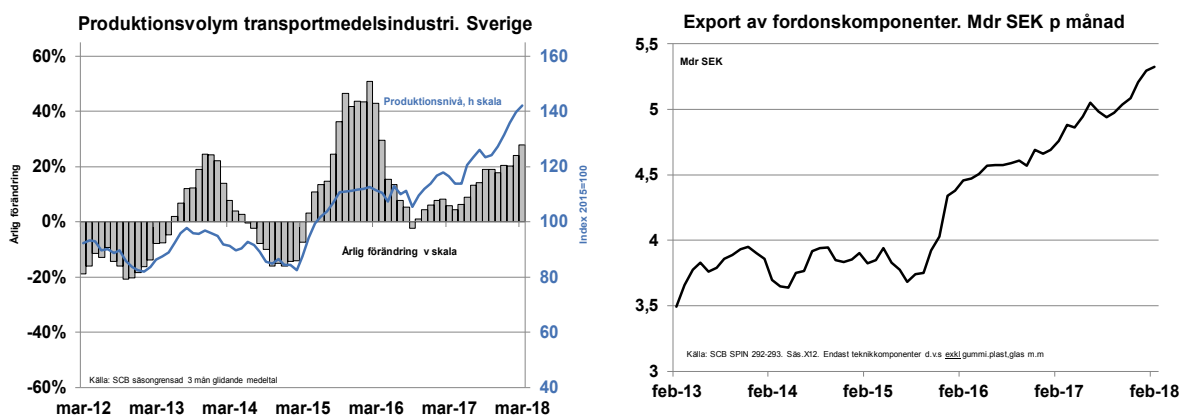
TEKNIKINDUSTRI SVERIGE

Transportmedelsindustri

Vi rullar

Produktionen i Sveriges transportmedelsindustri ökade med 10 procent i fjol, varav 12 procent för motorfordon som utgör ca 80 procent av transportmedel sammantaget. Sett i backspegeln har fordonsindustrin haft en exceptionell produktionsökning de senaste åren, där produktionsnivå har fördubblats mellan en bottenivå första kvartalet 2015 och första kvartalet i år.

Under första kvartalet i år visade fordonsindustri fortsatt hög tillväxt eller en produktionsökning med hela 20 procent i årstakt. Produktionen av nya friska modeller har dragits upp samtidigt som produktionen av modeller med några år på nacken håller ställningarna förvånansvärt bra. Innevarande halvår i år kommer fortsättningsvis visa höga tillväxttal då produktionsnivån motsvarande period i fjol var tillfälligtvis lägre än under andra halvåret. Först efter semestrarna i fjol kom produktionen av nya modeller igång. I takt med att produktionsvolymerna i år når vad som är tekniskt möjligt blir det svårt nå höga tillväxttal under andra halvåret i år.



Vi konstaterar också att exporten av motorfordon går utomordentligt bra till de flesta marknadsområden. Försäljningen överstiger vida marknadstillväxten och fordon från Sverige tar marknadsandelar även i år.

Efterfrågan på fordonskomponenter är hög från hemmamarknaden och exporten utvecklas starkt dels genom koncerninterna leveranser och dels genom fristående underleverantörer. Exporten av fordonskomponenter är starkt koncentrerad till EU-länderna som tar emot knappt 80 procent. Under 2018 räknar vi med relativt bra fart produktionen av fordonskomponenter. Samtidigt påverkas leverantörer av behovet till närhet till kunder och omstruktureringar är ständigt pågående i varierande grad. Sverige ligger långt bort och alla politiska ingrepp för att fördyra logistik är inte optimalt.

För tunga lastvagnar vittnar orderingången under första kvartalet i år om ett svagt växande Europa, men med exceptionellt hög tillväxt sammantaget på övriga marknader. För Sveriges vidkommande är efterfrågan i Europa av stor vikt varför den sammantagna utvecklingen inte slår igenom fullt ut. Under perioden 2016-2018 har totala registreringar i Europa legat på omkring 300 000 enheter per år, eller den högsta på tio år. Detta har i hög grad varit styrt av ökat utbytesbehov. Under 2019 förväntas försäljningen avta från dessa nivåer då utbytesbehovet blir allt mer tillfredsställt.

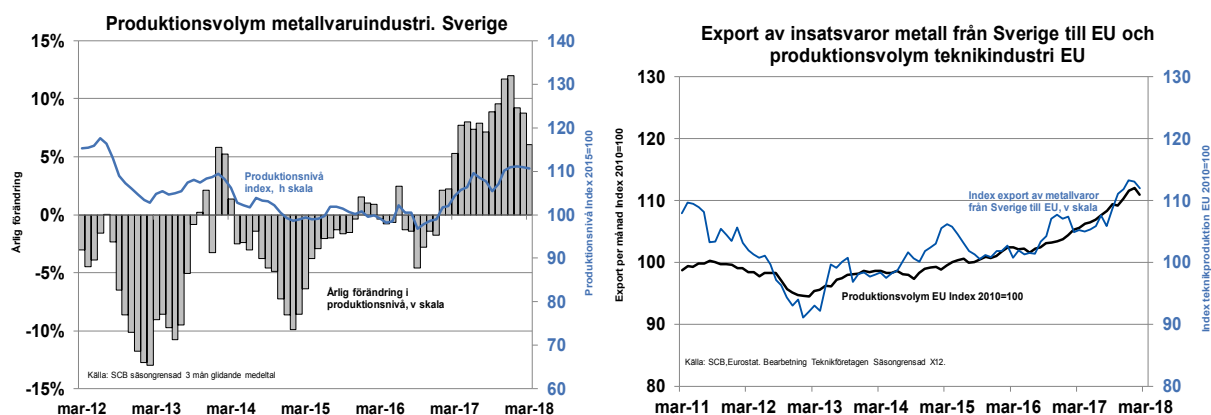
Sammantaget förväntas produktionen i transportmedelsindustrin i Sverige öka med 13 procent 2018. Första halvåret visar alltså hög tillväxttakt. Under andra halvåret bromsar den in. I övrig transportmedelsindustri, som domineras av farkoster och produkter för vatten, luft eller räls, sprids produktionen vanligtvis ut på flera år vilket innebär begränsade produktionsförändringar från ett år till ett annat. Här noteras dock relativt hög orderingång under våren, exkl. farkoster för flyg, och som löper under flera år. Marknadsandelsvinster för Sveriges transportmedelsindustri förväntas klinga av och produktionstillväxten dämpas och förväntas öka med låga tre procent nästa år.

► METALLVARUINDUSTRI

Bra, men avtagande fart hos kunderna

Metallvaruindustrin i Sverige utgörs till ca 80 procent av insatsvaror till olika industrigrenar, främst till maskin- och fordonsindustri på hemmamarknaden. Övriga delar av metallvaruindustrin är främst tillverkare av byggmetaller samt några få konsument- och försvarsprodukter. Sammantaget är det direkta exportberoendet betydligt lägre än för övriga delbranscher i Sveriges teknikindustri. Det indirekta exportberoendet via leverantörskedjor är däremot mycket högt.

Efterfrågan från hemmamarknaden har varit mycket hög för metallvaruindustrin. I fjol ökade leveransvolymen hit med knappt nio procent som följd av hög efterfrågan på komponenter från maskin- och fordonsindustrin. Därutöver hade leverantörer av byggmetaller en fortsatt hög efterfrågan mot bakgrund av den närmast överhettade byggsektorn i Sverige. Sammantagen exportvolym ökade fyra procent i fjol efter att ha minskat de närmast tre föregående åren. Exporten till EU, som tar emot 75 procent av exporten, ökade i låg omfattning eller 2 procent i volym i fjol. Exporten till den enskilt största marknaden Norge minskade dessvärre för tredje året i rad.



Totalt ökade produktionsvolymen för metallvaruindustrin med sju procent i fjol. Inledningen av 2018 har dock startat upp ganska trögt och produktionsvolymen ökade marginellt mellan sista kvartalet i fjol och första kvartalet i år. Jämfört med första kvartalet i fjol ligger dock produktionsnivån hela 8,5 procent högre då produktionsnivån under första kvartalet i fjol var relativt låg.

För exporten räknar vi med att efterfrågan 2018 i genomsnitt ändå blir lite starkare än normalt, men inte högre än i fjol. Från EU förväntas dessutom efterfrågan på byggmetaller bli fortsatt bra. Samtidigt ökar teknikproduktionen i EU även 2018 om än i lite lägre takt än i fjol. Därmed förväntas efterfrågan på insatsvaror av metall från Sverige bli fortsatt bra, om än med en gradvis försvagning. I Norge har efterfrågan på insatsvaror stabiliserats på låg nivå och förväntas öka måttligt under loppet av 2018 i takt med att offshore-sektorn börjar gå bättre och därmed också stora delar av Norges tillverkningsindustri.

På hemmamarknaden fortsätter en hög men successivt dämpad efterfrågan från fordons- och maskinindustrin. Däremot förväntas den inbromsning som redan inletts i Sveriges byggsektor fortsätta. Tillverkare av byggmetaller har här haft tre år av bra efterfrågan som nu viker ner. Samtidigt är efterfrågan vanligtvis relativt intakt för byggmetaller från hemmamarknaden vad gäller ersättnings- och reparationsutrustning. Icke desto mindre avtar tidigare "bonus" från nybyggnation 2018-2019.

Under 2018 förväntas produktionen fortsätta visa en viss grad av volatilitet genom fortsatt tillfälligt höga leveranser av försvarsprodukter. Vi räknar med en produktionsökning på fyra procent 2018. Inför 2019 räknar vi med att tillväxten i BNP och industriproduktion både i Europa och i Sverige avtar ner mot långsiktigt genomsnitt eller omkring två procent. Det skulle betyda att produktionsvolymen för metallvaruindustrin i bästa fall når en tillväxt på två procent år 2019.

► ELTEKNISK INDUSTRI

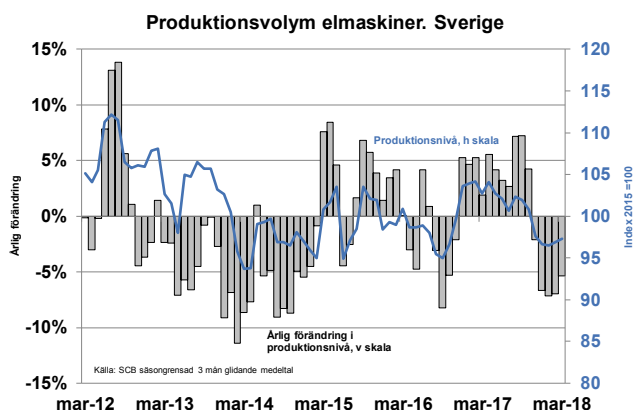
Vill sig inte riktigt just nu

Produktionsvolymen för tillverkare av elmaskiner och elapparatör ökade med 3,5 procent i fjol med högt bidrag från hemmamarknaden. Exporten växte i låg omfattning eller knappt en procent.

Dessvärre minskade produktionsnivån under andra halvåret i fjol efter ett starkt första halvår. Under första kvartalet i år har den fortsatt att minska och den låga hela 6,5 procent lägre under första kvartalet i år jämfört med motsvarande kvartal i fjol. Ordergången under första kvartalet vittnar därutöver inte till någon stark ”tillnyktring” i närtid. Tvärtom minskade den kraftigt första kvartalet i år både i jämförelse med sista kvartalet och första kvartalet i fjol.

Vanligtvis är både order och produktionstuveckling kraftigt volatil och branschen utgörs i hög grad av produkter för infrastruktur. Tre fjärdedelar av exporten går till EU, USA och BRIC. Här noteras ändå en relativt bra efterfrågan på elteknisk utrustning både i industri, energisektor och näringslivet i övrigt. Jämfört med den eltekniska industrin i EU är branschen i Sverige väldigt nischad. Medan produktionstillväxten för elteknik i EU visat successivt ökad produktionsnivå sedan i fjol somras, går det alltså åt fel håll i Sverige. Positivt för Sverige del är dock att produktionsnivån ändå har stabiliserats på låg nivå de senaste fyra-fem månaderna.

Vi räknar med att elteknisk industri i Sverige lämnar den tillfälliga svackan under loppet av 2018 givet att globala investeringar i infrastruktur inte försämras. I genomsnitt minskar ändå produktionen med två procent i år, men vi räknar med att den ökar med tre procent nästa år.



TEKNIKINDUSTRI ARBETSMARKNAD

Konjunktur och struktur

Antalet anställda i teknikindustrin ökade med 2,2 procent i fjol. Skillnader i utveckling mellan delbranscher var emellertid stor. Det sammantagna ökningen var främst ett bidrag från en omfattande ökning i fordonsindustrin där antalet anställda ökade med höga 6 procent. Ökad produktionsnivå under loppet av fjolåret i maskinindustrin innebar att efterfrågan på arbetskraft ökade även här. Antalet anställda ökade därmed med relativt höga tre procent. För tillverkare av elmaskiner och övriga transportmedel minskade dock antalet anställda med sammanlagt tre procent.

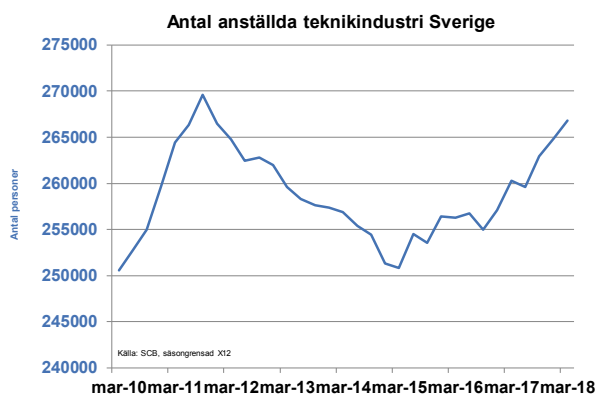
Teknikföretagens senaste barometerundersökning, data från arbetsförmedlingen över lediga platser samt varsel om uppsägning indikerar en hög efterfrågan på arbetskraft. Under första kvartalet i år ökade antalet anställda med preliminära 2,5 procent jämfört med första kvartalet i fjol. Behovet av ingenjörer och tekniker är särskilt högt för närvarande, men har avtagit något för yrkesarbetare sedan i höstas.

Merparten av nuvarande behov av arbetskraft är naturligtvis aktivitetsbetingat genom en högre produktionstillväxt än normalt. Antalet anställda förväntas därmed fortsätta öka för tillverkare av motorfordon och i maskinindustrin även i år om än inte i lika hög takt som i fjol. För tillverkare av metallvaror ökar också antalet anställda i år och i samma takt som i fjol eller plus en procent. Antalet anställda för tillverkare av elmaskiner och övriga transportmedel förväntas sammanlagt inte minska som i fjol utan förbli oförändrat.

Hög andel

Sammanlagt förväntas antalet anställda för Teknikindustri i Sverige öka med två procent 2018 för att i takt med lägre produktionstillväxt nästa år inskränka sig till en ökning på en procent. Merparten av årets sammantagna ökning i anställda ligger på innevarande halvår för att öka i lägre omfattning under andra halvåret i år.

Bortsett från att efterfrågan på arbetskraft kan vara beroende av konjunkturläget, står teknikindustrin inför ständigt pågående demografisk förändring. Detta är särskilt påtalat för närvarande. Andelen anställda 60-65 år har nu nått den högsta nivån sedan början av 1990-talet. Särskilt hög andel äldre och relativt stora avgångar de kommande åren har högskoleingenjörer eller motsvarande, likaså kvalificerade yrkesarbetare som verktygsmakare, inom smide och gjuteri, el och elektro men framför allt kvalificerade maskinoperatörer. Till viss del har inte utbildningssystemet hängit med och "fyllt på underifrån", vilket också yttrat sig i en trendmässigt ökad, men fortfarande låg, andel anställda som stannar kvar i arbete även efter formell pensionsålder. Vi räknar med att efterfrågan på en del yrken kommer vara relativt hög de kommande åren som följd av demografiska faktorer och trots ständiga variationer i affärsläge och att många yrken är i dyraste laget i internationell jämförelse.



► PRISER

Växelkurseffekter slår igenom överlag

Försäljningspriserna PPI (viktade export och hemmamarknadspriser) för teknikindustri i Sverige ökade med 1,9 procent i fjol vilket var en dryg procentenhet högre än året dess förinnan. En bidragande orsak till att priserna ökade så pass mycket var en svag växelkurs under första halvåret som senare stärktes för att därefter återigen försvagades under de sista månaderna. Därutöver var efterfrågan både i Sverige och på exportmarknaden högre än på många år vilket bidrog till att det i många fall varit lättare att få igenom prisökningar.

Växelkurseffekter har även slagit igenom något i konkurrentländer. I euroområdet försvagades den handelsvägda eurokursen under första halvåret 2017 vilket medförde högre exportpriser utanför Euroområdet för teknikvaror. Därefter stärktes eurokursen vilket medförde klart dämpade priser. Sammantaget ökade producentpriserna (Euro samt icke Euroområdet) teknikindustrin med begränsade 0,8 procent i fjol vilket ändå var en uppgång jämfört med oförändrade priser år 2016. Förutom växelkurseffekter möjliggjorde även här en ökad efterfrågan inom Euroområdet möjligheter till något högre priser.

För USA innebar en svagare handelsvägd växelkurs under andra halvåret i fjol klart högre exportpriser för teknikindustri. Vid årsskiftet 2017/2018 ökade dessa med två procent i årstakt, vilket var den högsta prisökningstakten sedan år 2011. Sammantaget ökade producentpriserna med en procent i fjol för amerikansk teknikindustri.

Bland delbranscher inom teknikindustri gäller globalt att metallvaruindustrin visade och visar de högsta prisökningarna för närvarande. Genomsnittet från ökade stål- och metallpriser slår vanligtvis igenom mest i denna bransch. För övrig delbranscher i teknikindustri i Europa och USA, gäller låga eller mycket låga prisökningar från några tiondelar till någon dryg procentenhet i lokala valutor.

Gemensamt för samtliga länder inom EMU, USA samt för Sverige är en omfattande ökning i priserna på stål och de vanligaste använda metallerna i teknikindustri. I fjol ökade Teknikföretagens stål- och metallprisindex hela 23 procent i SEK, något lägre i Euro och USD. Detta var klar högre än förväntat, men knappast ej heller förvånande då priser på råmaterial är notoriskt volatilt. Det blir ju naturligtvis svårt att helt och hållet trola bort denna prisökning med produktivitet, varvid vinstmarginaler sätts under press. Allt annat lika innebär en dylik prischock att en procentenhet av rörelsemarginalen försvinner.

Den förda penningpolitiken i Sverige som konstlat sänkt växelkursen har dock inte gjort det lättare för teknikindustri i Sverige där en övervägande majoritet av försörjningen av råvaror är importerad. Råvarupriserna i SEK har fortsatt att stiga t.o.m. april och fortsätter bidra till försämrad konkurrenskraft. Sett från enbart råvaror är det dags för starkare växelkurs.

Konkurrensen består

Under antagandet om oförändrade växelkurser räknar vi med att prisökningstakten för teknikindustri i Sverige dämpas under 2018. Visserligen förväntas efterfrågan sammantaget vara något högre än normalt även 2018 men internationell konkurrens medför små möjligheter till prisökningar. PPI för teknikindustri i Sverige bedöms öka med 1,5 procent i år.

Med lägre tillväxt för stål- och metallanvändare i teknikindustrin (transportmedel, maskiner, metallvaror) både i Sverige och globalt under loppet av 2018 kommer även trycket från råvarupriser att avta framöver. Inverkan på stål- och metallvarupriser från utbudsstörningar och/eller handelspolitiska åtgärder är dock som vanligt omöjligt att bedöma. Nästa år, under sedvanliga antaganden om växelkurser, förväntas prisökningar för teknikindustri i Sverige inskränka sig till en ökning på en procent. Priserna på teknikvaror i Euroområdet och i USA förväntas även här öka med en procent vardera i år och nästa år i lokala valutor.

I frånvaro av volatila växelkurser är internationell konkurrens alldeles för hög för att motivera priser i lokal valuta som avviker från konkurrentländer. Bara inom Eurpeiska unionen finns numera 149 636 teknikföretag med fler än tio anställda som Sveriges teknikindustri har att slåss med på marknaden.

NYCKELTAL SVERIGE

ÅRLIG PROCENTUELL FÖRÄNDRING

Teknikindustri exkl SNI/SPIN 26	2016	2017	2018	2019
Produktionsvärde Mdr	731	+10,5	+10,5	+3,5
Produktionsvolym 2016 års pris Mdr	731	+8,6	+9,0	+2,5
Exportvärde teknikvaror Mdr	447	+11,9	+10,0	+3,5
Sysselsättning teknikindustri	256 300	+2,2	+2,0	+1,0
BNP Mdr SEK 2016 års priser nivå, årlig förändring	4 405	+2,4	+2,4	+1,8
Sysselsättning hel ekonomin nivå/ förändring årsgenomsnitt	4 910 000	+2,3	+2,0	+1,0
Arbetslöshet AKU nivå. Andel av arbetskraften slutet av året procentenheter	366 000	6,9	6,4	6,5
KPIF slutet av året		+1,9	+2,1	+1,8

FINANSIELLA NYCKELTAL

Årsslut	Sverige			Eurozonen		USA
	Styrränta	SEK/EUR	SEK/USD	Styrränta	EUR/USD	Styrränta
2018	-0,5	10,10	9,15	0,00	1,11	2,50
2019	0,0	9,50	8,30	0,25	1,10	2,75

**NYCKELTAL INTERNATIONELLT
ÅRLIGT PROCENTUELL FÖRÄNDRING VOLYM**

	BNP			Bygg- och maskininvesteringar 1)			Produktionsteknikindustri		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
EMU	+2,3	+2,0	+1,8	+4,0	+3,0	+2,0	+4,0	+3,5	+2,0
varav									
Tyskland	+2,2	+2,2	+1,8	+3,9	+4,0	+2,0	+4,5	+4,0	+2,0
Finland	+2,5	+2,2	+2,0	+6,8	+3,0	+2,0	+6,5	+5,0	+3,0
Storbritannien	+1,8	+1,0	+0,5	+2,5	+1,5	0,0	+4,6	+4,5	+2,0
USA	+2,3	+2,3	+1,8	+4,0	+3,5	+2,0	+1,6	+4,0	+2,0
Japan	+1,7	+1,0	+0,5	+3,2	+2,5	+1,5	+5,5	+3,5	+1,0
Kina	+6,8	+6,5	+6,3	+5,0	+5,5	+4,5	+10,0	+9,0	+7,0
Norge	+1,8	+1,8	+1,8	+3,8	+4,5	+4,0	-4,3	+5,0	+4,0
Danmark	+2,1	+1,1	+1,0	+4,7	+4,0	+2,5	+0,5	+3,0	+1,5
Brasilien	+0,7	+2,0	+2,5	-1,9	+3,0	+4,5	+7,0	+10,0	+5,0
Världen	+3,0	+3,2	+2,9	+6,0	+6,5	+3,0	+7,0	+5,5	+4,0

1) För Europa, USA, Japan investeringar i enbart byggnader, maskiner, utrustning d.v.s exklusive immateriella investeringar och odlade biologiska tillgångar. Kina s.k. Urban fixed investment i hela ekonomin deflaterat med PPI investeringsvaror

TEKNIKFÖRETAGENS KONJUNKTURPROGNOS

ISSN 1403-9559, Utges i maj och november

Mats Kinnwall, 08-782 08 00, mats.kinnwall@teknikforetagen.se

Bengt Lindqvist, 08-782 08 00, bengt.lindqvist@teknikforetagen.se



**I EN GLOBALISERAD VÄRLD ÄR KREATIVITETEN SVERIGES STYRKA
- TEKNIKFÖRETAGEN GER KREATIVITETEN UTRYMME**

Box 5510, 114 85 Stockholm | 08-782 08 00 | www.teknikforetagen.se