



KONJUNKTURPROGNOS 2015

”The New Normal”:
**BESK MEDICIN
FÖR BASINDUSTRIN**

INNEHÅLL

INLEDNING OCH SAMMANFATTNING	3
FORTSATT SVAG GLOBAL KONJUNKTUR	4
"THE GREAT RECESSION" AVLÖSES AV "THE GREAT MODERATION"	6
USA: STARKAST BLAND DE KRAFTLÖSA	13
EUROZONEN: SPIRANDE OPTIMISM EFTER 7 SVÅRA ÅR	23
STORBRIANNIEN: INTE SÅ STARKT SOM DET SÄGS	32
JAPAN: FORTSÄTTER PÅ SLUTTANDE PLANET	35
TILLVÄXTEKONOMIERNA TAPPAR FARTEN	39
SVERIGE: TUDELNINGEN FÖRSTÄRKS	44
FINANSIELLA MARKNADER	57
TEMA: TRÄVARUMARKNADEN	63

INLEDNING OCH SAMMANFATTNING

Världsekonomin lider fortfarande i sviterna av recessionen i finanskrisens spår. Skuldsättningen är hög i många europeiska länder vilket talar för fortsatt svag tillväxt, särskilt i Sydeuropa. Den långsiktiga tillväxttenden tyngs av avtagande tillväxt i arbetskraften och vikande produktivitetstillväxt. I förening med geopolitisk oro i östra Europa och Mellanöstern hämmas företagens investeringar världen över samtidigt som många av de tidigare Tillväxtekonomierna, inklusive Kina, har bromsat in ordentligt. Visserligen visar stora ekonomier som USA, Tyskland, Storbritannien och Indien viss styrka men sammantaget talar detta för fortsatt medioker global tillväxt.

Världens råvarumarknader flödar fortfarande av överutbud efter att Kinas glupande aptit på råvaror mättats samtidigt som industrivärlden växer långsamt. Fallande råvarupriser trycker i sin tur ner inflationen vilket tvingar centralbankerna, i synnerhet i Europa, att fortsätta att pumpa in gratispengar i systemet. Även Federal Reserve vilar på hanen eftersom data ännu inte ger stöd för räntehöjningar. Följden är att marknadsräntorna förblir extremt låga under lång tid även om en viss uppgång är trolig under kommande kvartal. Federal Reserves återhållsamhet innebär troligen att de senaste månadernas dollarrally är över. Fortsatt låga räntor ger dessutom stöd till globala börser och fastighetsmarknader och kan ge viss skjuts till den globala byggkonjunkturen.

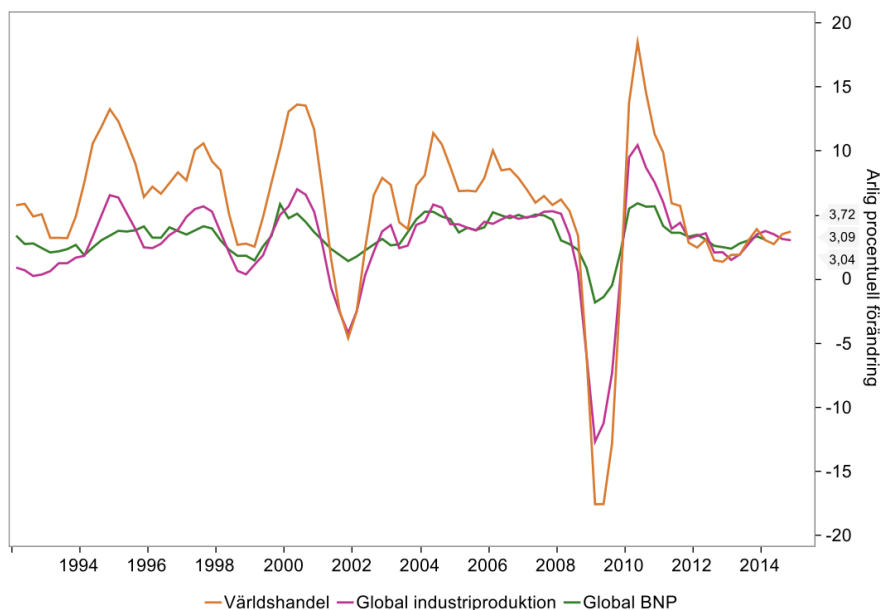
Sveriges ekonomi är starkt beroende av den globala konjunkturen men har ändå förutsättningar att gå lite bättre än många likartade ekonomier. Riksbanken kommer sannolikt att pumpa på med mer stimulans vilket smörjer hemmaekonomi samtidigt som Sveriges underliggande tillväxtkraft är större än många andra utvecklade länders. Ekonomin växer på i en takt som medger ett fortsatt långsamt fall i arbetslösheten men inflationen kommer bara mycket långsamt att avlägsna sig från nollstrecket.

Svensk basindustri är extremt beroende av den globala konjunkturen. Eftersom vi inte räknar med några kraftig valutarörelser de närmaste kvartalen kommer produktionen att utvecklas svagt i de flesta av basindustrins branscher, vi räknar dock med fortsatt produktionstillväxt inom sågad trävaror.

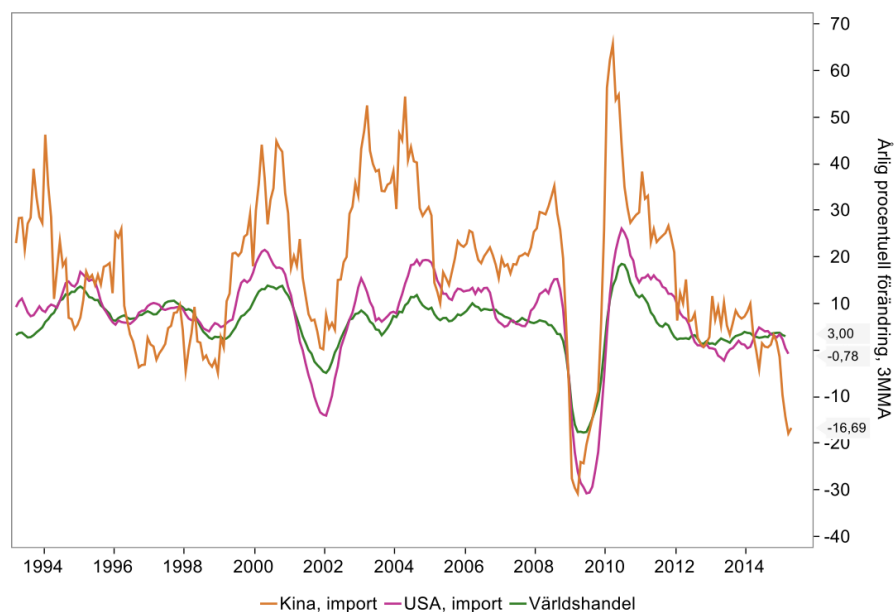
FORTSATT SVAG GLOBAL KONJUNKTUR

Efter att ha studsat tillbaka rejält när väl den akuta finanskrisens släppte sig grepp under 2010 har världsekonomi hackat fram i måttlig takt. Vi har ännu inte tillgång till globala BNP-data för helåret 2014 men året inleddes relativt svagt och industriproduktions- & handelsdata antyder en fortsättning i samma anda. Gissningsvis växte världsekonomin med c:a 3 procent, d.v.s. bara marginellt mer än 2013. Även inledningen av 2015 har varit relativt svagt även om det finns tecken på en viss återhämtning i Eurozonen.

VÄRLDSEKONOMIN FAST PÅ LÅGVÄXELN



USA: LOKET I VÄRLDSHANDELN

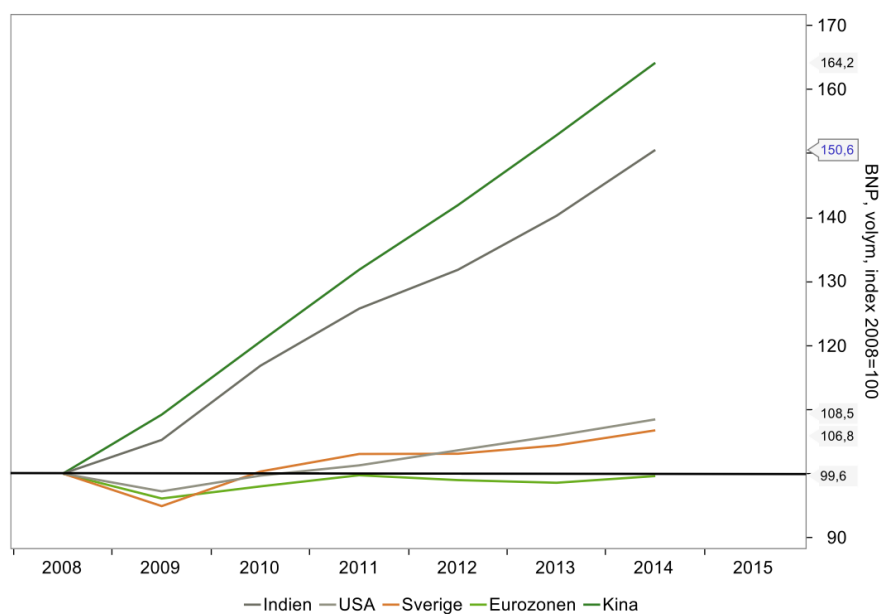


Visserligen är 3 procent en anständig tillväxt men ändå 0,5-1 procentenhet lägre än genomsnittet för 20-årsperioden som föregick finanskrisen. Bortsett från en liten spurt under 2012 visar graferna ovan dessutom på en gradvis avmattning efter 2010-års "bungy jump". Det är också slående att världshandel, som var primus motor under föregående decennier, uppenbarligen växlat in

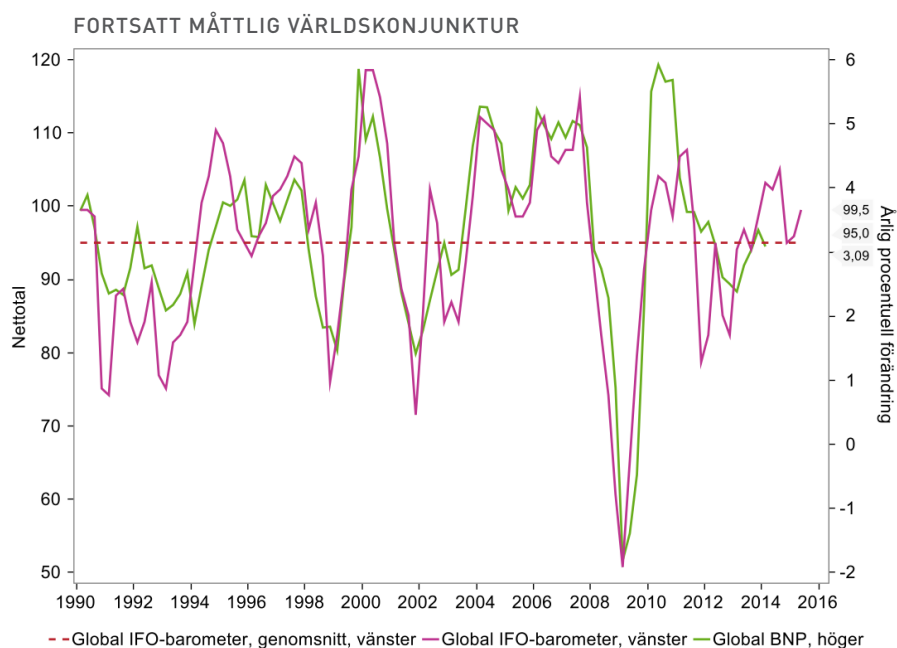
på en lägre tillväxtbana. Långsammare världshandelstillväxt speglar i sin tur den tydliga avmattning som drabbat stora delar av BRIC-klustret och inte minst Kina de senaste åren. Bilden ovan till höger visar tydligt hur Kinas importtillväxt gjorde ett jättesprång med början kring millennieskiftet, med årliga tillväxttal i intervallet 20-60 procent – även om också Kinas import bromsade kraftigt t ex i samband med globala kriser som dotcom-bubblan och finanskrisen 2009-2010. De senaste åren har Kinas importtillväxt gradvis fallit tillbaka för att rasa kraftigt det senaste halvåret, denna gång inte som en spegling av en global kris utan av inhemska skäl.

Även om Kinas bidrag till världshandeln ökat kraftigt de senaste decennierna framgår det dock tydligt av bilden ovan till höger att det fortfarande är USA som slår an tonen: Korrelationen mellan USA:s import och världshandeln är nära nog perfekt. Man kan således med fog hävda att USA fortfarande drar det tyngsta lasset i världsekonomin. Samtidigt är det tydligt (se bilden till vänster på nästa sida) att det främst varit Tillväxtländerna som drivit den – visserligen mediokra – globala återhämtningen efter krisen. Trots att Kina bromsat ordentligt jämfört med åren före krisen har dess ekonomi vuxit i reala termer med hela 65 procent sedan 2008 medan Indien vuxit med 50 procent. Motsvarande siffror för några mogna ekonomier är magra 8/7/0 procent för USA/Sverige/Eurozonen!

OJÄMN ÅTERHÄMTNING EFTER KRISEN



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond



"THE GREAT RECESSION" AVLÖSES AV "THE GREAT MODERATION"

Flera faktorer, både tillfälliga och mer långsiktiga, har hämrat återhämtningen och talar för att världsekonomin inte i närtid kommer att återgå till den starka tillväxttrenden som föregick finanskrisen. En faktor som bidragit till den svaga återhämtningen i flera länder, och sannolikt kommer att fortsätta att göra så ett tag till, är den envisa baksmällan efter krisen. Såväl privata som offentliga aktörer fick se sina balansräkningar drabbas hårt av kollapsande tillgångsvärden i krisens kölvatten samtidigt som skuldsättningen ökade kraftigt. De historiska erfarenheterna av spruckna finansiella bubblor är just att den åtföljande återhämtningen blir hackig och svag i samband med att hushålls och staters balansräkningar ska repareras. Det finns helt enkelt inga förutsättningar för vare sig hushåll eller det offentliga att förena stark efterfrågeökning med skuldsanering.

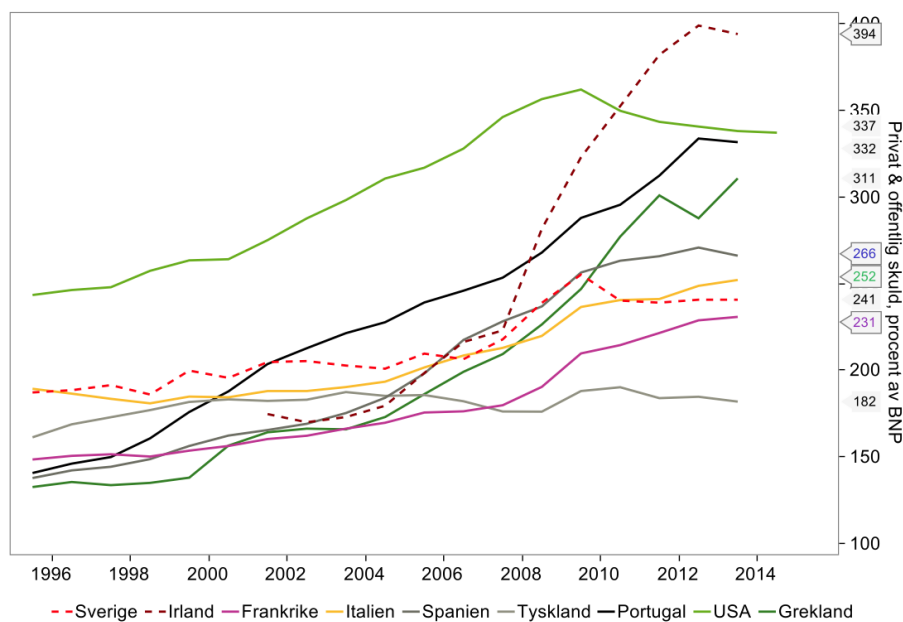
HÖG SKULDSÄTTNING, LÅGT GLOBALT RESURSNYTTJANDE OCH FALLANDE INFLATION

Bilden nedan till vänster visar att skuldsättningen i många industriländer fortfarande fortsätter att öka närmare sju år efter finanskrisens akuta skede. Inte ens i länder som Irland, Portugal och Spanien, som inledde skuldsaneringen och åtstramningen för flera år sedan, ser vi tydliga tecken på minskande skuldbörda även om den ökande trenden verkar ha brutits. Inte förrän de skuldsatta ekonomierna tar ordentlig fart kan de räkna med en mer påtaglig lindring i skuldbördan. Flertalet industriländer, egentligen med undantag av Tyskland, har idag en privat- och offentlig skuld långt större än 200 procent av BNP med värstingarna Grekland, Irland och Portugal i topp med långt över 300 procent. Det är svårt att tänka sig att, åtminstone Grekland, någonsin ska kunna bringa ner sin skuld till hanterbara nivåer utan betydande nedskrivningar. Det är i det

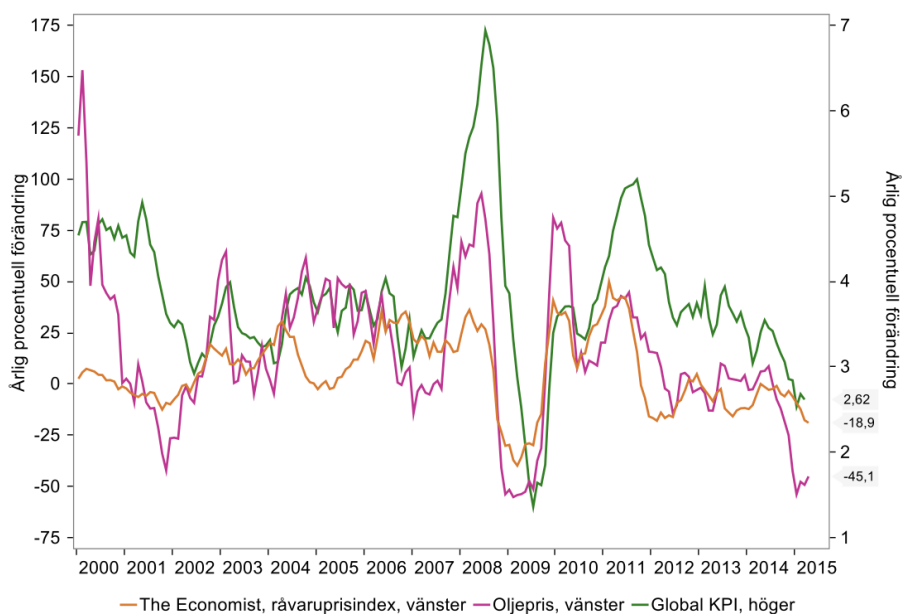
ljuset vi ska se det Grekiska drama som pågått sedan 2009 och som långt ifrån gått in i sista akten. Om Grekland verkligen kommer att kunna stanna i Eurozonen eller om Grexit är oundviklig är fortfarande en öppen fråga.

Ihållande svag konjunktur, och inte minst inbromsningen i Kina, har skapat ett betydande resursöverskott i den globala ekonomin. Följden har blivit kraftiga fall i råvarupriserna, inte minst på olja, vilket i sin tur fått inflationen att falla dramatiskt i de flesta länder. Ökningstakten i global KPI har fallit från över 5 procent i samband med studsens efter finanskrisen 2011, till drygt 2,5 procent. I stora delar av den industrialiserade världen, i synnerhet i Europa, har centralbankerna att kämpa med inflationstal som ligger nära eller t.o.m. under nollstrecket.

SKENANDE SKULDER I KRISENS SPÅR



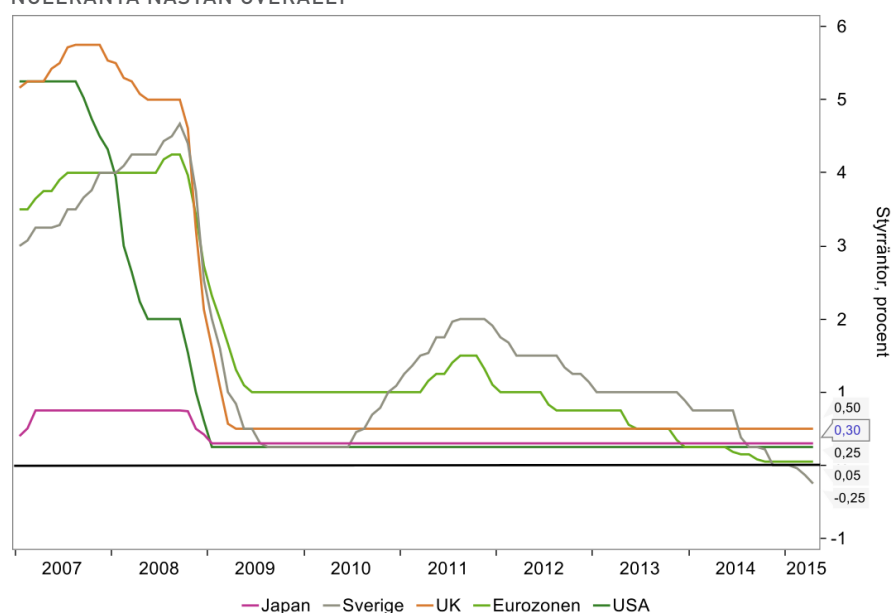
RÅVARURASET SÄNKER GLOBAL INFLATION



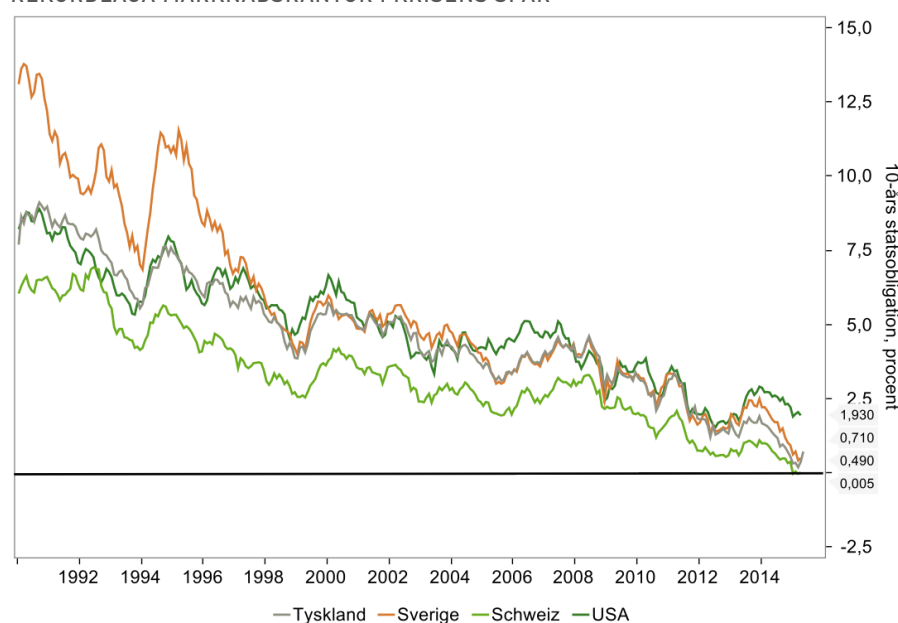
Eftersom centralbankerna världen över har som mål att säkerställa en låg - positiv - och stabil inflation har man tvingats till extraordinära åtgärder för att förhindra en deflationsspiral á la Japans de senaste decennierna. Styrrentorna har sänkts dramatiskt, i flera fall har man upphävt de ekonomiska naturlagar-

na och tryckt ner styrräntan under nollstrecket. Dessutom har flertalet centralbanker inklusive Federal Reserve, ECB, Bank of England och Riksbanken, följt i den japanska centralbankens spår och genomfört enorma köp av finansiella instrument i den öppna marknaden finansierade via "sedelpressarna". Den sammantagna effekten har blivit att marknadsräntorna världen över har noterat historiska bottennoteringar. Som ett extremt exempel kan nämnas Schweiz där t.o.m. räntan på 10-åriga statsobligationer varit negativ under våren 2015. Det betyder alltså att långgivarna får betala för utlåningen till den schweiziska staten på 10-års sikt!

NOLLRÄNTA NÄSTAN ÖVERALLT



REKORDLÅGA MARKNADSRÄNTOR I KRISENS SPÅR



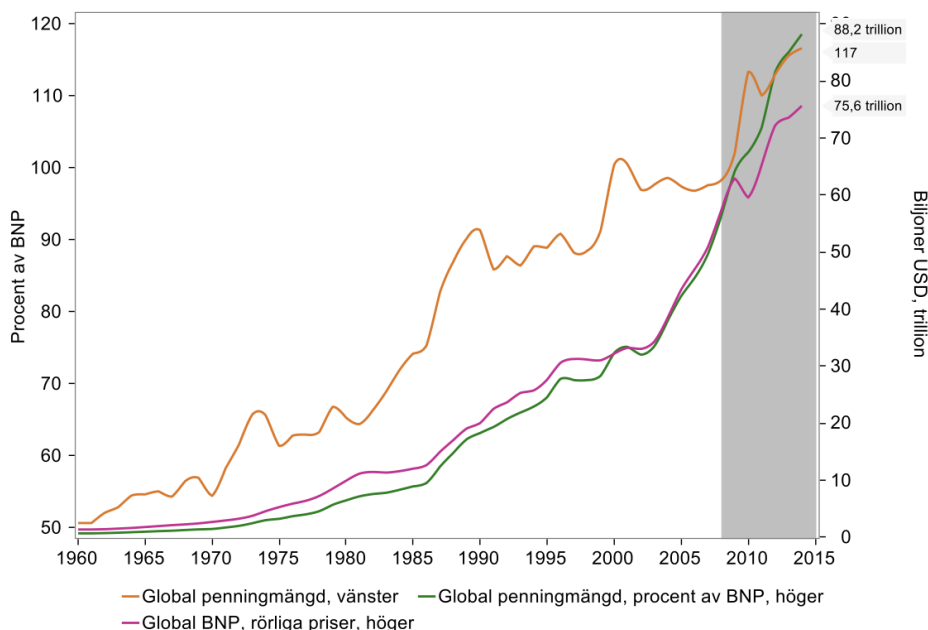
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Ett annat sätt att åskådliggöra ansträngningarna att förhindra en deflationspiral är att fokusera på global penningmängd. Breda penningmätt steg trendmässigt något snabbare än BNP fram till slutet av 1980-talet för att sedan öka i takt med BNP fram till Asienkrisen och Millennieskiftet då centralbankerna pumpade in stora volymer i systemet. I samband med finanskrisens utbrott satte centralbankerna åter full fart på sedelpressarna. Sedan 2008 har den globala

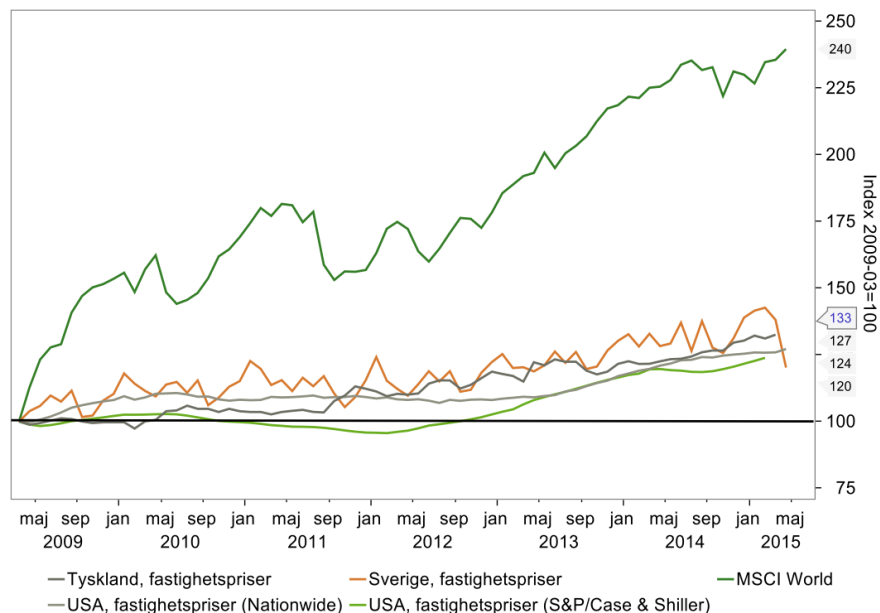
penningmängden ökat med närmare 40 procent att jämföra med BNP-ökningen på 25 procent.

Än så länge har inte huvudsyftet med den kraftiga likvidiseringen uppfyllts, inflationen har ännu inte vänt signifikant uppåt, vilket skulle vara en välkommen hjälp för många skuldsatta ekonomier. Däremot har tsunamin av gratispengar eldat på i synnerhet världens börser men även fastighetspriserna i många länder. Breda börsindex har stigit med över 200 procent sedan botten i mars 2009 medan fastighetspriserna i länder som Sverige, Tyskland, USA m fl stigit med 25-50 procent under samma period.

GLÖDHETA GLOBALA SEDELPRESSAR!



GLOBAL TILLGÅNGSYRA EFTER FINANSKRISEN



Stigande tillgångspriser och förmögenheter har i sin tur varit den främsta drivkraften till den konsumtionsledda återhämtningen i den globala ekonomin medan investeringsaktiviteten varit desto svagare. Kollapsen i investeringarna i samband med finanskrisen var unik i ett historiskt perspektiv. Visserligen studerade investeringarna upp relativt kraftigt 2010 men kraften tröt snabbt igen. Även hushållens konsumtion drabbades av en ordentlig smäll under finanskri-

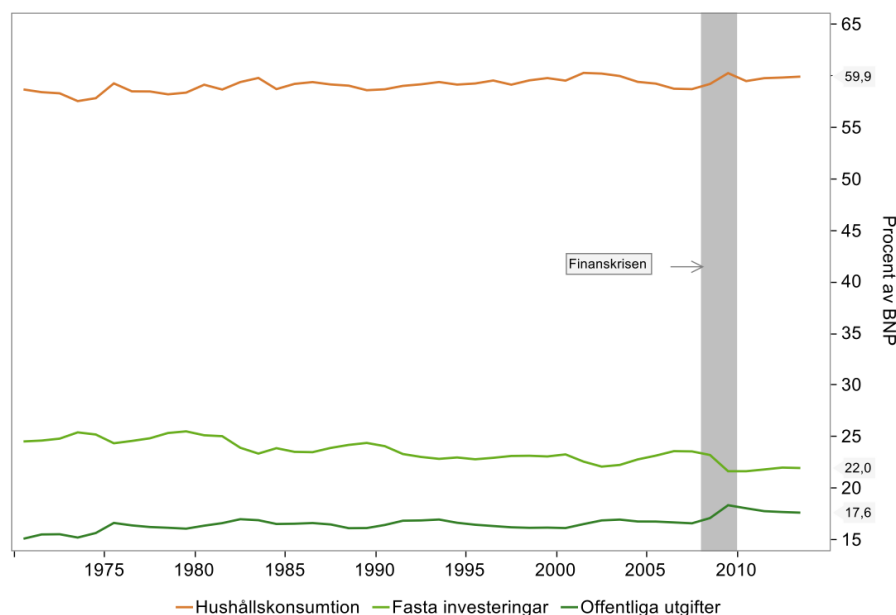
sen men inte alls i paritet med investeringarna. Finanspolitiken har i sin tur spelat rollen enligt läroboken, d.v.s. som stabilisator när den privata delen av ekonomin fallerar.

Mönstren syns tydligt i den högra bilden nedan. Investeringsandelen av BNP steg påtagligt under de heta åren innan finanskrisen medan konsumtionsandelen föll kraftigt. Efter krisen (data t.o.m. 2013) har istället såväl privat som offentlig konsumtion ökat sina andelar medan investeringsandelen permanentats på rekordlåg nivå.

GLOBALT: SVAG INVESTERINGSKONJUNKTUR EFTER KRISEN



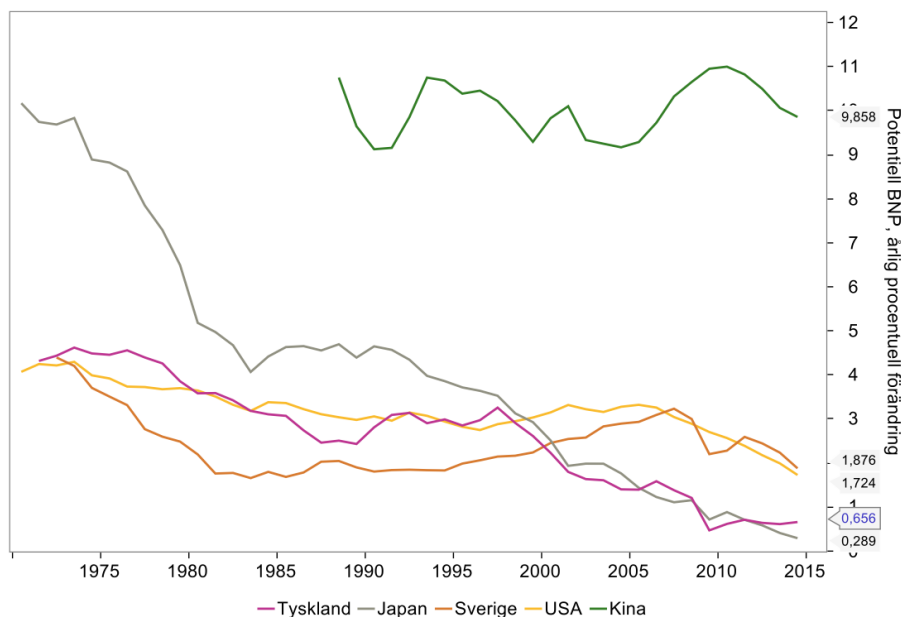
GLOBALT: FALLANDE INVESTERINGSANDEL I KRISENS SPÅR



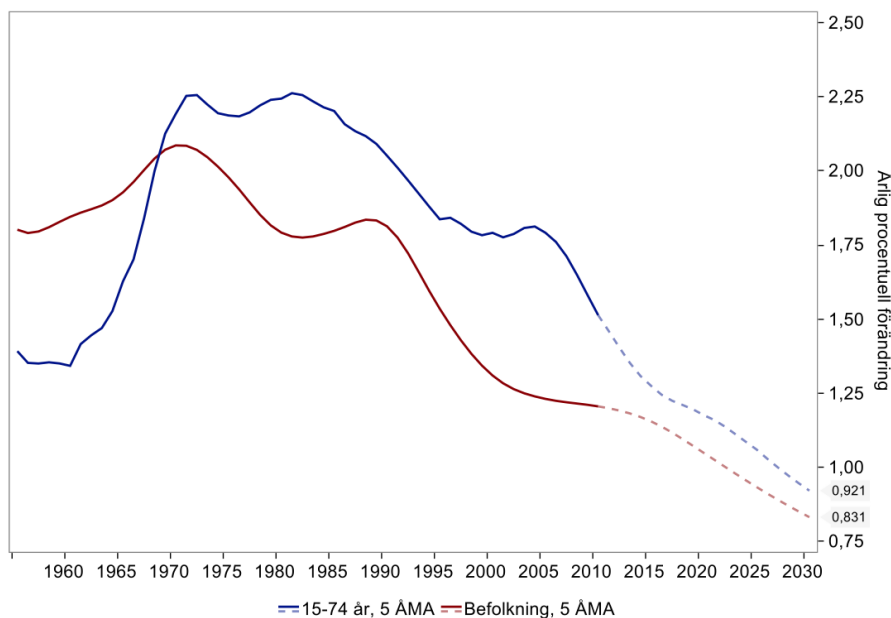
AVTAGANDE GLOBAL TILLVÄXTTREND

Baksmällan efter finanskrisen är således en viktig förklaring till den relativt svaga globala återhämtningen, en effekt som gradvis kommer att klinga av i takt med att hushållens och de offentliga balansräkningarna läker. Det finns emellertid även en långsiktig faktor som tynger den globala ekonomin, nämligen den avtagande långsiktiga tillväxttrenden: Vi måste sannolikt vänja oss med "The New Normal" som innebär lägre globala tillväxttal framöver. Bilden nedan till vänster visar hur den långsiktiga tillväxtkraften ("potentiell tillväxt"), främst i Västvärlden, gradvis fallit under flera decennier.¹

AVTAGANDE GLOBAL TILLVÄXTKRAFT



GLOBALT SVAGARE ARBETSKRAFTSTILLVÄXT PÅ GÅNG



Exempelvis var den potentiella tillväxtkraften i Sverige, Tyskland & USA c:a 4 procent i början av 1970-talet. Därefter har tillväxtkraften fallit gradvis i de västliga industriländerna med början i Sverige med en kraftig inbromsning i

¹ Varje punkt på kurvorna ska tolkas som den bästa gissningen för den genomsnittliga BNP-tillväxten under de kommande 5-10 åren, baserat på de senaste årens utveckling. Estimatet för potentiell tillväxt är således tillbakablickande.

samband med OPEC I. Den svenska tillväxtkraften steg sedan tillfälligt under 1990- & början av 00-talen för att sedan åter falla tillbaka. Den tyska potenti-
alen har fallit dramatiskt sedan återföreningen medan USA höll uppe relativt
väl ända till mitten av 00-talet. Även USA:s potential har falnat ordentligt det
senaste decenniet.²

Japan är ett kapitel för sig, landet befann sig kring 1970 fortfarande i slutet av den explosiva upphinnarfasen med potentiell tillväxt kring 10 procent. Under 1970- & 80-talen dök ekonomins potential snabbt till 4-5 procent för att sedan göra en ny kraftig inbromsning i samband med att den finansiella bubblan sprack kring 1990. Enligt våra estimat ska vi räkna med att Sverige och USA växer med knappt 2 procent i snitt medan motsvarande tal för Japan och Tyskland bara är c:a 0,5 procent. Datatillgången möjliggör inte i samma utsträckning beräkningar av potentialen för tillväxtländerna men som framgår av bilden ovan tyder våra estimat på att Kina fortfarande har en underliggande tillväxtförmåga kring 10 procent även om det finns tecken på en snabbt avtagande potential på sistone (mer om detta i Kina-avsnittet nedan).

Skälen till fallande tillväxttrend är tvåfaldiga: BNP-produktiviteten har bromsat kraftigt det senaste decenniet samtidigt som befolkningen i arbetsföra åldrar har växlat ner till lägre tillväxttakt. Den framtida produktivitetens utvecklingen är svårt att förutse, de senaste årens avmattning kan innehålla såväl trendmässiga som tillfälliga, cykliska komponenter. Sannolikt var accelerationen under främst 1990-talet en samlad effekt av slutet på Kalla Kriget, globaliseringen med kraftigt ökad utrikeshandel, inträdet av nya tillväxtmotorer som Kina i det globala ekonomiska systemet, ITK-revolutionen, etc som ledde till en utdragen nivåhöjning i produktiviteten. Nu har de lågt hängande frukterna plockats och den trendmässiga produktivitetstillväxten återgått till tidigare takt. Ett nytt språng i produktiviteten förutsätter nya "chocker" som t ex ett nytt tekniksprång, omfattande strukturreformer, etc.

Utvecklingen för den arbetsföra befolkningen kan vi dock ha en bättre uppfattning om: FN:s prognoser pekar tydligt mot en fortsatt avtagande tillväxttakt de kommande decennierna. Detta gäller i synnerhet i Västvärlden men även i Kina i närtid, och senare Indien, kommer befolkningen i arbetsföra åldrar att bromsa in.

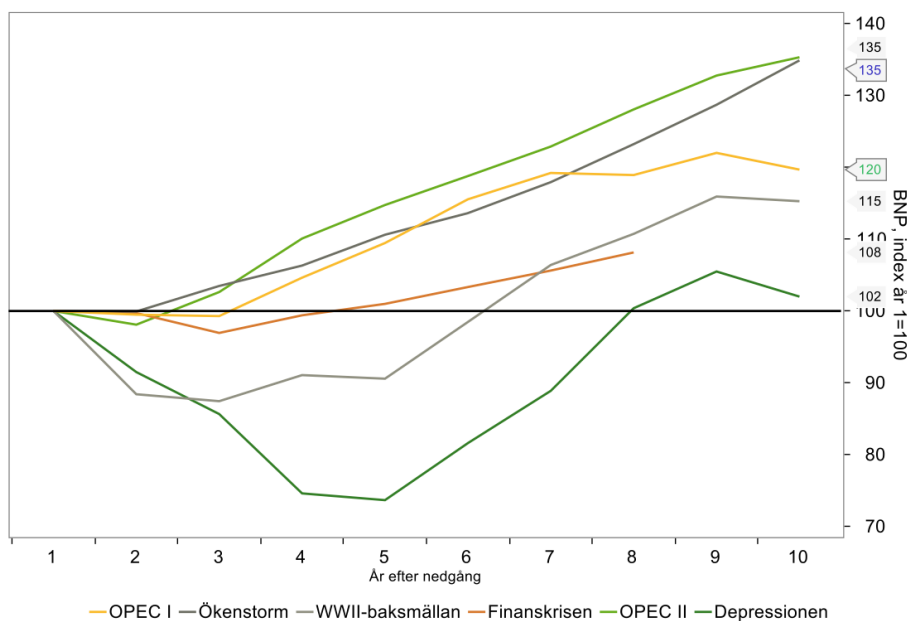
Enligt våra estimat är den underliggande tillväxtkraften i OECD-området idag c:a 1 procentenhet lägre än under åren före finanskrisen samtidigt som många Tillväxtekonomier har bromsat påtagligt. Vi ska således räkna med betydligt lägre global tillväxttrend framöver. Som poängteras ovan är alltså den svaga återhämtningen efter krisen en samlad effekt av Den Stora Baksmällan och The New Normal. Enligt den högra figuren överst på sidan 2 finns det inte heller nu några tecken på en kraftig acceleration i den globala ekonomin, konjunkturbarometrar (i detta fall IFO) antyder att ekonomin befinner sig ungefär i ett normalläge; ingenting tyder just nu på att världsekonomin är på väg in i en ny kraftig högkonjunktur. I efterhand kan vi alltså konstatera att den kraftiga rekylen 2010 inte var början på en ny kraftig och utdragen tillväxtfas liknade den som föregick finanskrisen. Sammantaget pekar mycket istället på att 2008-2009 års finanskris inte bara innebar kollapsen för en kredit- & fastighetsbubbla. Den markerade sannolikt även slutet på en period av exceptionellt stark global tillväxt.

² Se "The New Normal: Räkna med lägre global tillväxt", Mats Kinnwall, Blue Institute, juni 2014 för detaljer.

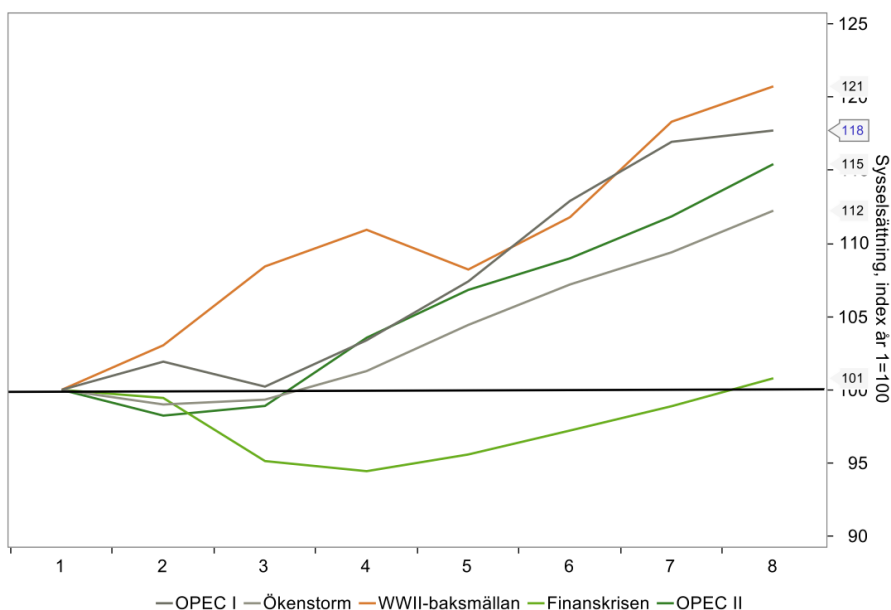
USA: STARKAST BLAND DE KRAFTLÖSA

Visserligen är USA den av de större utvecklade ekonomierna som upplevt den starkaste återhämtningen efter finanskrisen men USA:s återhämtning är ändå svag i ett historiskt perspektiv. Bilden nedan visar förloppet i spåren av de senaste 80 årens recessioner. Det framgår tydligt att nedgången i kölvattnet av 2008-års finanskris visserligen inte alls var lika djup som under 30-talskrisen eller den efter Andra världskriget. Återhämtningen har dock varit ovanligt svag – kurvan som visar utvecklingen efter finanskrisen är flack – jämfört med tidigare recessioner.

USA: LÅNGSAM ÅTERHÄMTNING



USA: LÅNGSAM LÄKNING AV ARBETSMARKNADEN



Intrycket av en ovanligt svag återhämtning bekräftas av utvecklingen på arbetsmarknaden där sysselsättningsfallet efter krisen inte var återhämtat förrän i april 2014, mer än sex år efter att fallet inleddes.³ I samtliga tidigare reces-

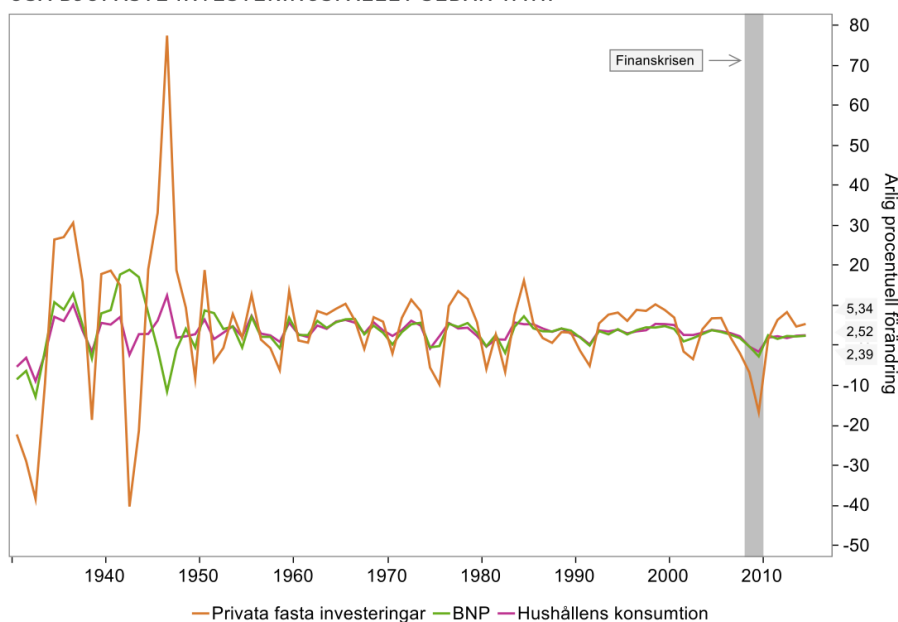
³ Jämförelsen med Den Stora Depressionen är inte möjlig p.g.a. databrist.

sioner sedan Andra världskriget har sysselsättningen ökat betydligt snabbare.

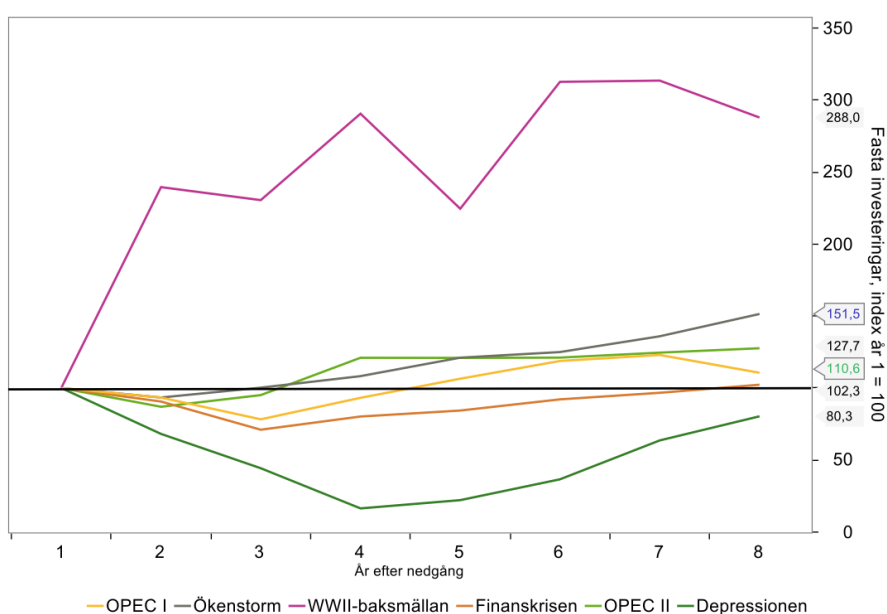
Det som historiskt har kännetecknat USA:s återhämtningar är en mycket kraftig investeringsuppgång: I takt med att reallönerna fallit under krisen har vinstcykeln vänt uppåt och skapat förutsättningar för en investeringsdriven uppgång när väl optimismen återvänt. Bilden nedan till vänster visar tydligt att investeringarna historiskt stått för de klart kraftigaste svängningarna över konjunkturen medan hushållens konsumtion varit betydligt stabilare och utvecklats mer i linje med BNP.

Raset i investeringarna 2008-2009 var det särklassigt största under efterkrigstiden – faktum är att det bara överträffas av sammanbrottet under depressionen och kollapsen i samband med att USA trädde in i Andra världskriget. Under läkningsprocessen efter finanskrisen har visserligen USA:s investeringar överträffat utvecklingen i flertalet industriländer men det handlar ändå om en historiskt medioker utveckling. Faktum är att endast katastrofen under 30-talskrisen inneburit en svagare investeringsuppgång (se bilden nedan till höger). I slutet av 2014 hade investeringarna precis återtagit det ackumulerade fallet i samband med finanskrisen.

USA DJUPASTE INVESTERINGSFALLET SEDAN WWII

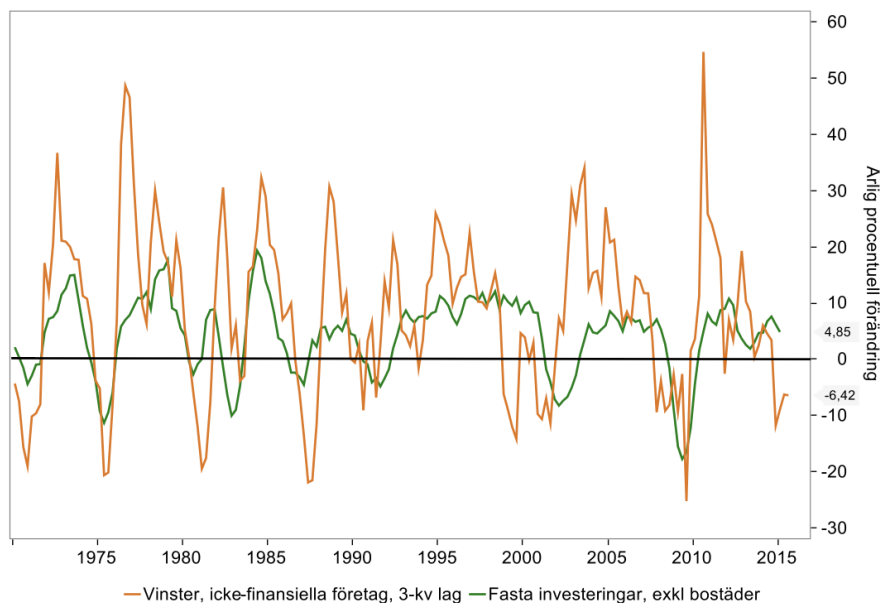


USA: LÅNGSAM LÄKNING AV ARBETSMARKNADEN

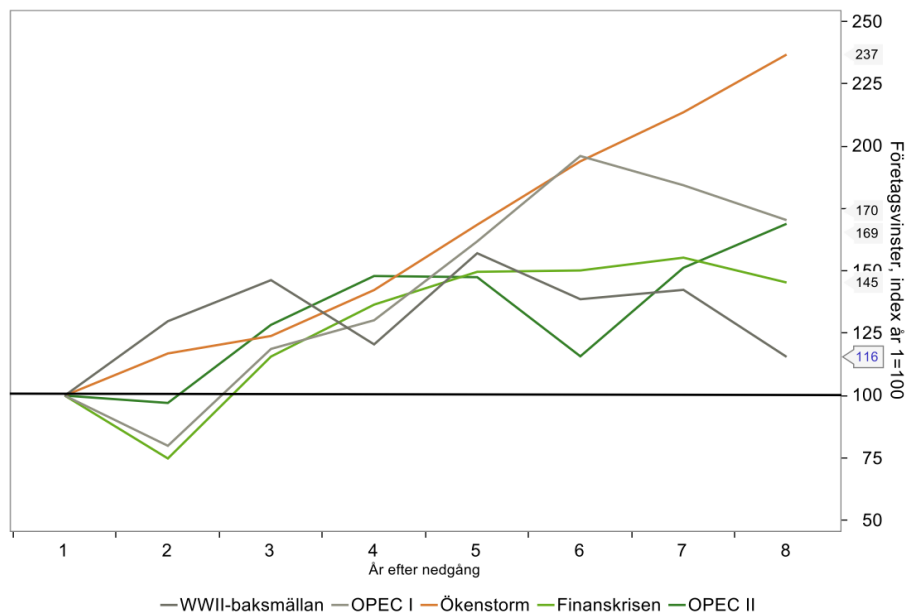


Delvis kan den svaga investeringscykeln säkert förklaras med att vinsterna inte tagit fart riktigt i paritet med tidigare återhämtningar. Även om vinstcykeln har varit relativt måttlig – företagsvinsterna har trots allt stigit med 50 procent sedan 2008 - motiverar den dock inte att investeringarna knappt fått upp näsan över vattenytan jämfört med läget innan finanskrisen. Det är således uppenbart att det även finns andra faktorer som hämmat investeringsviljan. Här kan man spekulera i att den stora finansiella och geopolitiska osäkerheten tillsammans med fallande produktivitetstrend och lägre långsiktiga vinstförutsättningar, varit återhållande faktorer för investeringarna. Ett liknande mönster med, relativt den kraftiga vinstuppgången, svaga investeringar inträffade för övrigt även under den förra investeringscykeln (se nedre bilden).

USA: VINSTERNA RASAR IGEN!



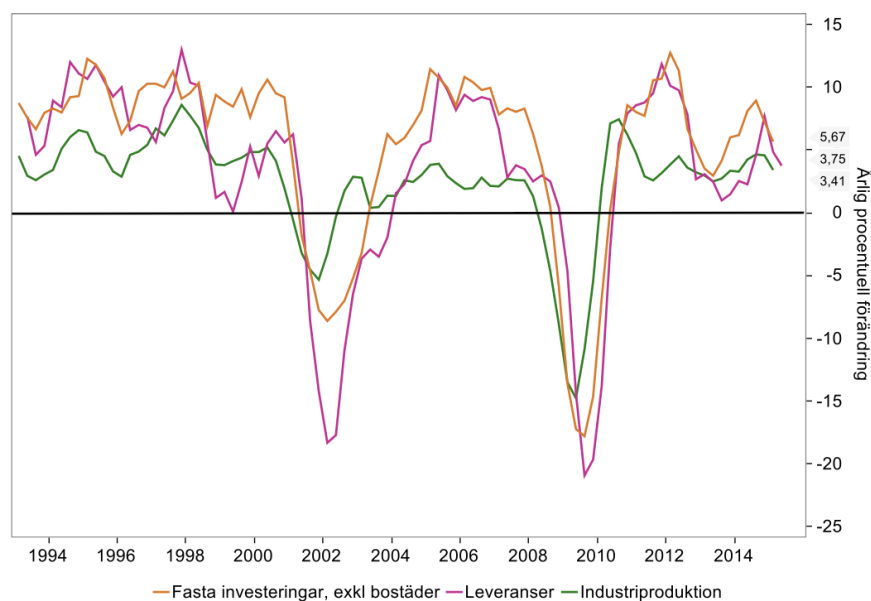
USA: SVAG VINSTCYKEL HÄMMAR INVESTERINGARNA



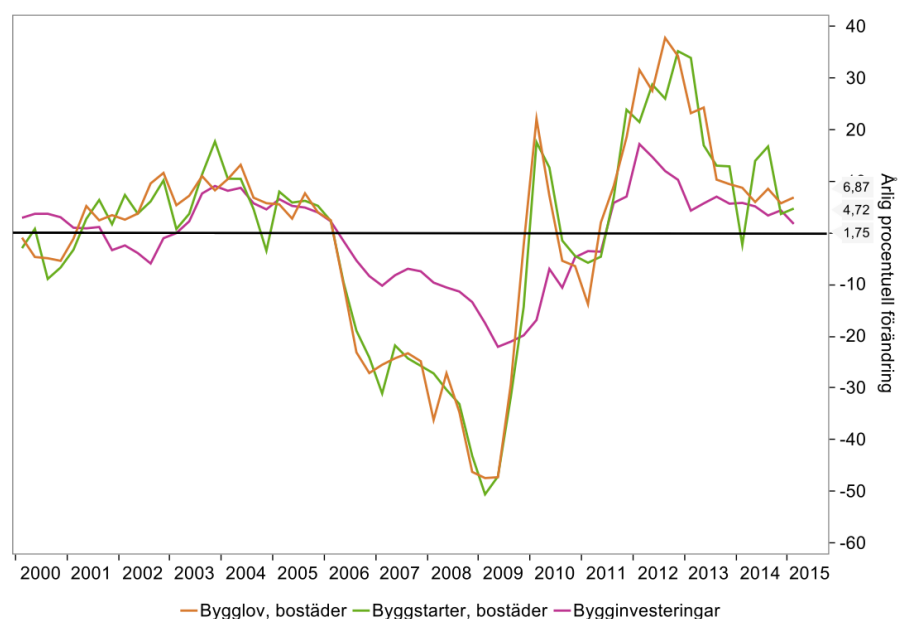
Som framgår har vinstcykeln vänt brant neråt på sistone, vilket talar för att investeringarna kommer att bromsa in ytterligare under loppet av 2015. Bilden av en relativt svag investeringskonjunktur bekräftas av högfrekventa variabler som industrileveranser och industriproduktion. Även bygginvesteringarna har bromsat påtagligt de senaste åren, efter en ordentlig spurt under 2011-2012. Byggnkonjunktoren är dock fortfarande anständig, med årliga tillväxttal i

bygglov och byggstartar i intervallet 5-10 procent. Det finns dock inget som just nu som pekar på en acceleration i byggkonjunkturen.

USA: INVESTERINGARNA FORTSÄTTER BROMSA

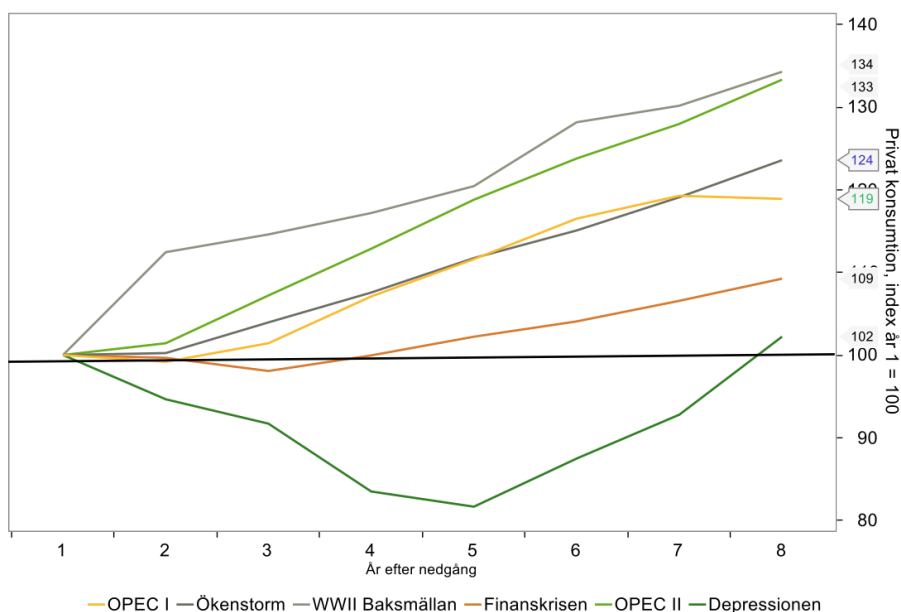


USA: BYGGANDET HAR MATTATS AV

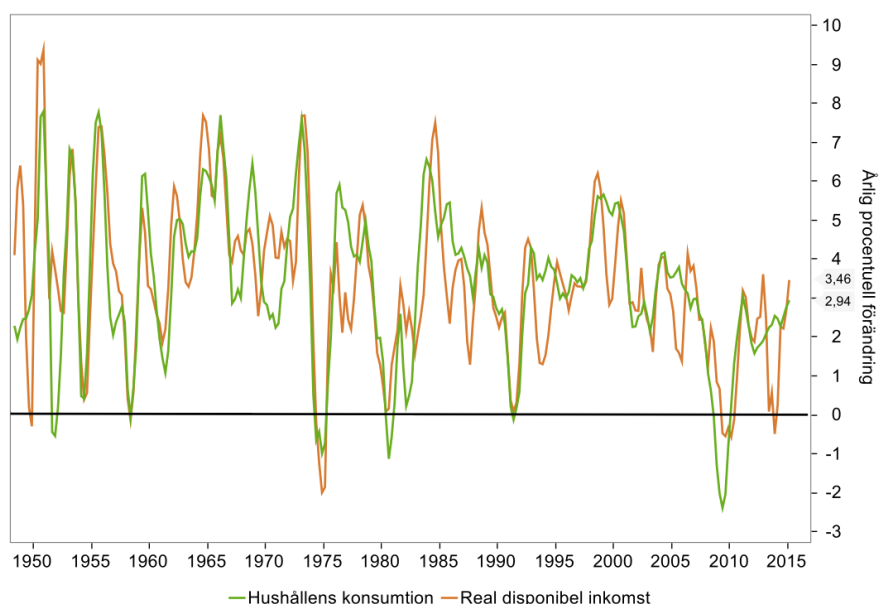


Även konsumtionen har utvecklats mycket svagt jämfört med tidigare återhämtningar, endast överträffad av chocken i samband med 30-talskrisen. Trots det har ändå utvecklingen varit starkare än för investeringarna med en ackumulerad uppgång på 11 procent sedan nedgången inleddes i slutet av 2007. Även för konsumtionen finns det goda förklaringar till svagheten. Bilden nedan till höger visar det historiskt starka sambandet mellan hushållens konsumtion och inkomster. Visserligen har kurvorna avvikit från tid till annan i takt med att sparkvoten varierar men över tid är samvariationen nära nog perfekt. Jämför vi med tidigare episoder har inkomstutvecklingen i genomsnitt varit förhållandevis svag de senaste åren vilket i mycket är en avspeglning av den svaga sysselsättningsutvecklingen.

USA: MÅTTLIG KONSUMTIONSUPPGÅNG



USA: INKOMSTUTVECKLING HÄMMAR KONSUMTIONEN



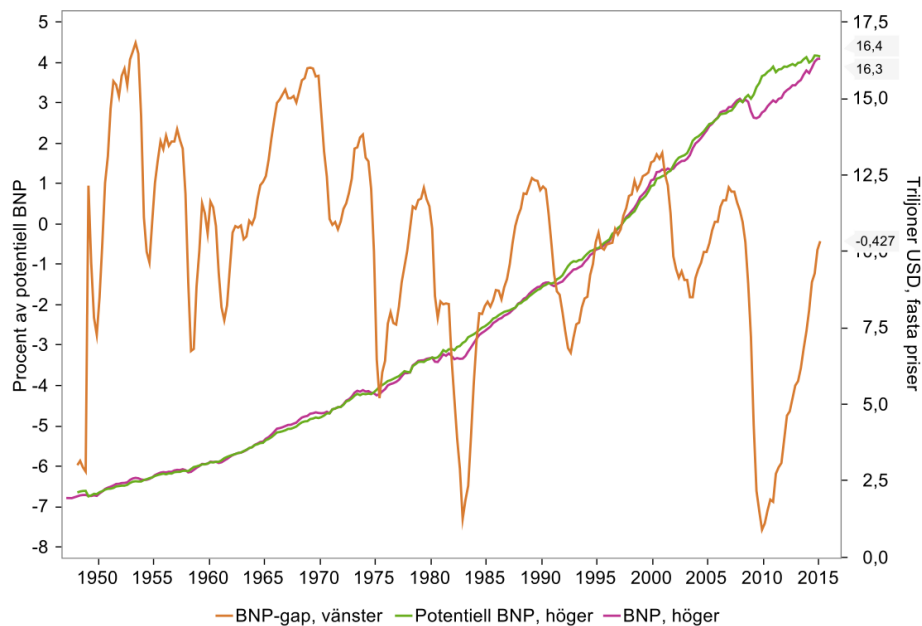
Det finns dock anledning att förvänta sig en acceleration i nominallönerna framöver, i spåren av att arbetslösheten fallit från 10 procent 2010 till 5,5 procent. Arbetslösheten börjar nu närma sig den nivå (5-5,5 procent) som många bedömare anser vara förenlig med fullt resursutnyttjande vilket innebär ökad sannolikhet för att löneökningarna tar ordentlig fart. Bilden av snabbt krympande lediga resurser stöds av figuren nedan till vänster: BNP-gapet⁴ är enligt våra beräkningar nu i det närmaste slutet. Notera att BNP-gapet aldrig varit så stort och ihärdigt – det har aldrig funnit så mycket lediga resurser under så lång tid – som i kölvattnet av finanskrisen.

Den s.k. löne-Phillipskurvan har fungerat väl de senaste 30 åren, med ett starkt samband mellan arbetslöshet/resursutnyttjande och löneökningar. Sambandet var starkt även i början av den nuvarande återhämtningen, med betydande löneacceleration i tandem med fallande arbetslöshet. Det senaste halvåret har dock Phillipskurvan kortslutits i samband med att lönerna bromsat ordentligt medan fallet i arbetslösheten fortsatt. Löneutvecklingen är också en

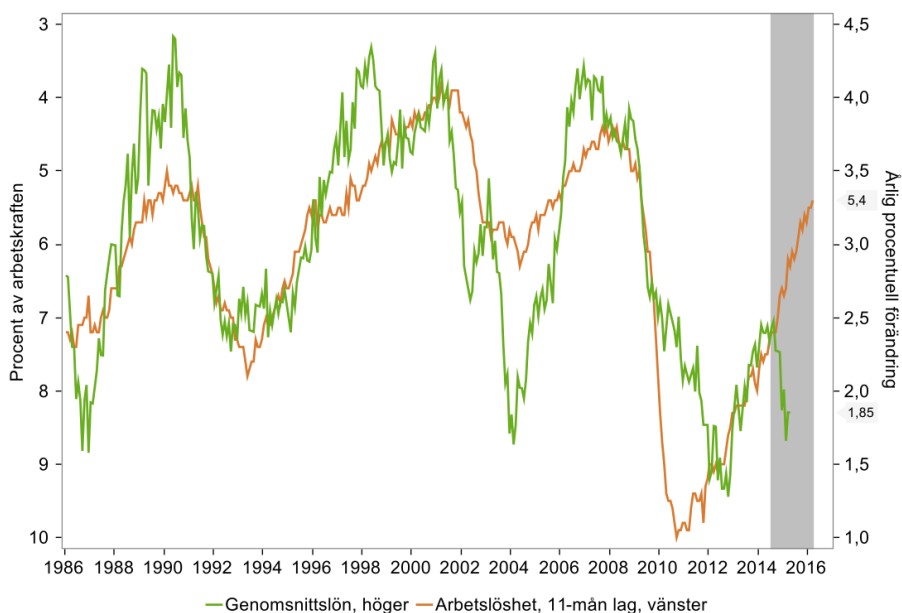
⁴ BNP-gapet motsvarar skillnaden mellan BNP och potentiell BNP i figuren. I våra beräkningar motsvaras BNP-gapet av skillnaden mellan arbetslösheten och den nivå på arbetslösheten som bedöms vara förenlig med stabil inflation på sikt, NAIRU.

viktig faktor bland flera som Federal Reserve, som ligger i startgrupparna för att börja höja styrräntan, håller ögonen på som en indikator på framtida inflation.

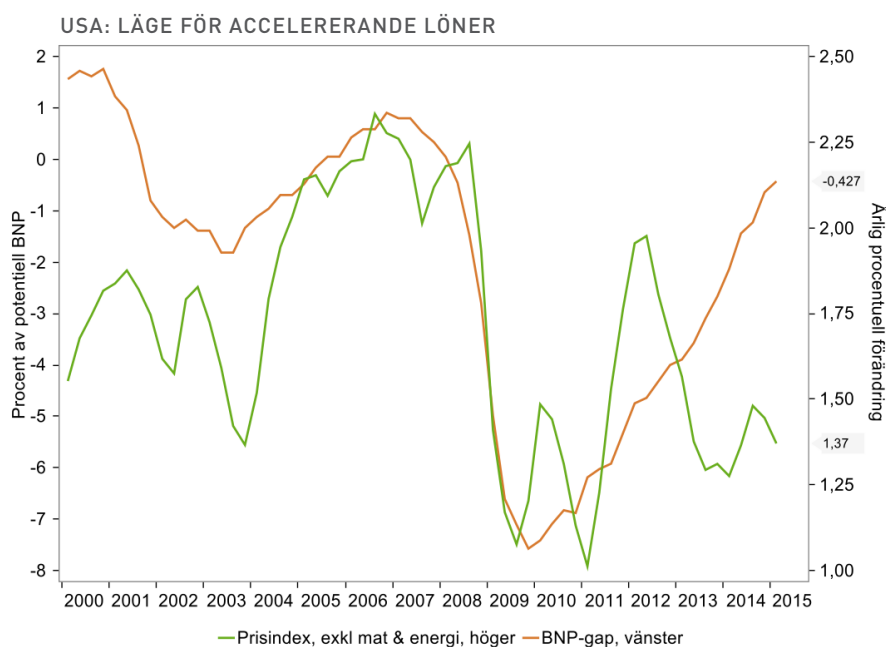
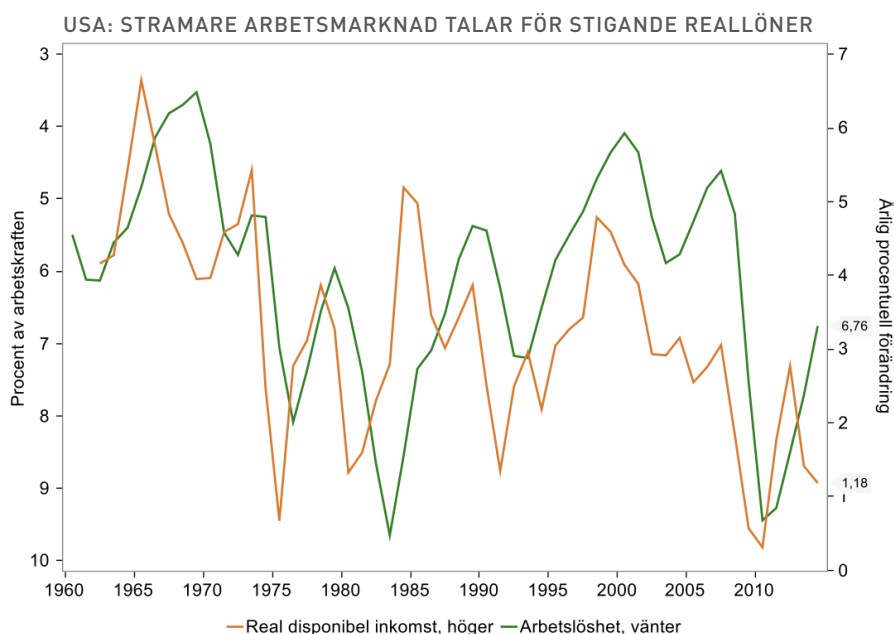
USA: SNART SLUT PÅ LEDIGA RESURSER



USA: PHILLIPSKURVAN TILLFÄLLIGT (?) KORTSLUTEN



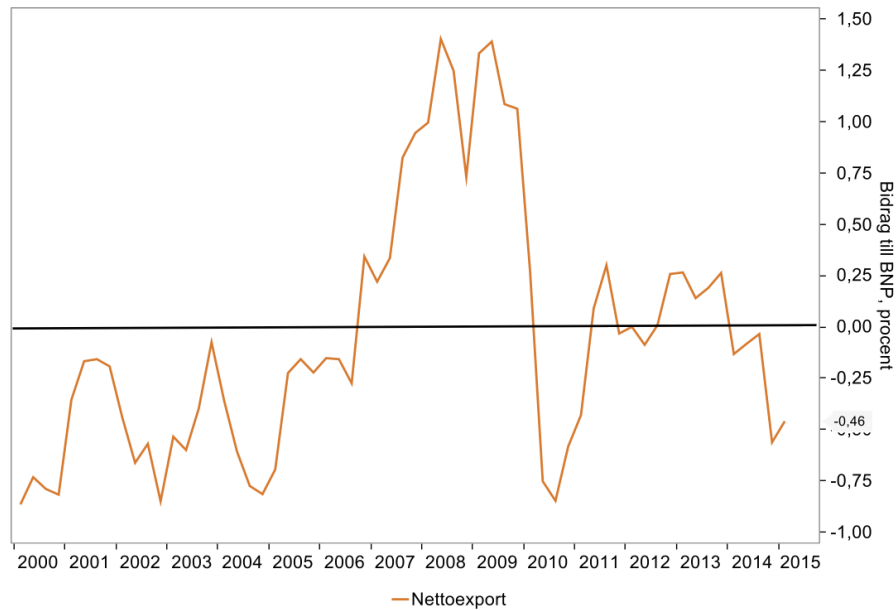
Trots avtagande löneökningar har realinkomsterna accelererat det senaste året, tack vare att inflationen fallit markant. Visserligen är inte de historiska sambanden klockrena men det finns förutsättningar för stigande realinkomster för amerikanska hushåll framöver, så länge som arbetsmarknaden fortsätter att förstärkas. I dagsläget finns dock inga tecken på en betydande acceleration vare sig i sysselsättning eller reallöner varför bästa gissningen är att privat konsumtionen fortsätter att växa på i måttlig takt.



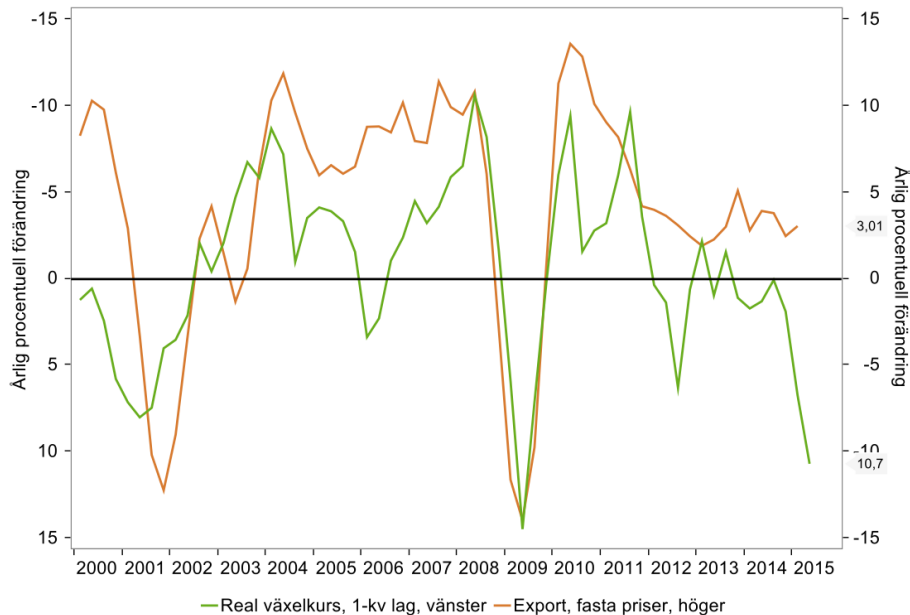
Visserligen är exporten en relativt liten del av ekonomin men utrikeshandeln har ändå haft stor betydelse för USA:s hyfsade återhämtning de senaste åren. Enligt bilden nedan till vänster gav nettoexporten under åren 2007-2010, ett rejält positivt bidrag till BNP, efter att ha bidragit negativt under flera år innan krisen. De senaste kvartalerna har nettoexporten återigen bidragit negativt till BNP, delvis som en följd av en starkare dollar.

Exporten och i ännu högre grad importen, föll som en sten i reala termer tillsammans med en dramatisk dollarförstärkning när krisen slog till med full kraft 2008. När sedan krisen gradvis släppte sitt grepp och dollarn åter försvagades, upplevde USA en mycket kraftig exporttillväxt samtidigt som en allt starkare hemmamarknad gav skjuts till importen. Riskerna är uppenbara att den dramatiska dollarförstärkningen de senaste månaderna och avmattningen i Kina slår hårt mot exporten och dränerar BNP-tillväxten. Hoppet för USA:s del får sättas till att den andra sidan av dollarmyntet, försvagningen av euron, innebär att de stora europeiska ekonomiernas importefterfrågan tar fart.

SVAG DOLLAR HJÄLPTE USA UR KRISEN



USA: URSTARK DOLLAR HOT MOT EXPORTEN



Kombinationen kontra-cyklisk finanspolitik, svag investeringskonjunktur och anständig privat konsumtion har inneburit att investeringsandelen av USA:s BNP – som faktiskt började falla redan ett par år innan finanskrisen – har fastnat på historiskt låga nivåer. Eftersom ingenting just nu tyder på att investeringslokomotivet varvar upp räknar vi med att ekonomin fortsätter att hacka fram: BNP förväntas växa med 2,1 procent 2015 och 2,4 procent 2016.

FEDERAL RESERVE INVÄNTAR DATA

Trots att merparten av bedömare, inklusive Federal Reserve, återigen överraskats negativt av den ekonomiska utvecklingen är det sannolikt att vi får se en första räntehöjning sedan år 2006 under loppet av 2015. De flesta är eniga om att ekonomin står nära fullt resursutnyttjande, trots att löner och priser ännu inte börjat accelerera, och att tidpunkten närmar sig då det är dags att börja plocka bort en del av de enorma stimulanser som pumpats in i ekonomin de senaste åren. Samtidigt har centralbanken deklarerat att man kommer att följa datafloden noggrant och inte göra något förhastat. Marknadens bedömning av

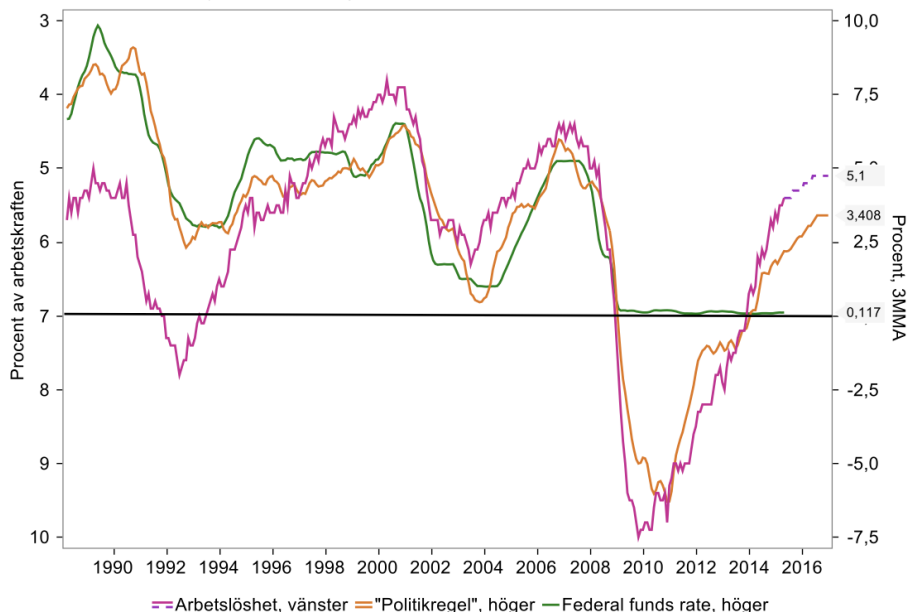
den framtida räntepolitiken har också anpassats i takt med ekonomiska data. För tillfället är marknadens huvudspår att Fed gör en första höjning under hösten 2015 för att sedan höja långsamt räntan till c:a 1,25 procent de närmaste två åren. Vi delar denna bedömning men skulle ekonomiska data fortsätta att överraska negativt är det troligt att Fed väntar till senare i höst eller t.o.m. ännu längre. Skulle å andra sidan data komma in starkare än väntat och/eller inflation och löner börja ta fart kan det mycket väl bli tal om en höjning redan efter sommaren.

Hur extrema omständigheter skapat extrem politik framgår av bilden nedan till höger. Bilden visar hur nära centralbankens räntesättning historiskt varit kopplad till arbetslösheten: När arbetslösheten fallit/stigit har styrräntan höjts/sänkts. Detta är rimligt eftersom högre/lägre arbetslöshet innebär risk för lägre/högre inflation framöver. Den gula kurvan i grafen visar hur styrräntan "borde utvecklats" givet att centralbanken följt sitt historiska mönster och i grunden fokuserat på arbetslösheten.⁵ Vi kan se att Fed även reagerade enligt sitt histo-

USA: MARKNADEN RÄKNAR MED FED-HÖJNING 2015



FED ÄR "LÅNGT EFTER KRUVAN"



⁵ I praktiken har man även delvis reagerat på inflationen och börsen, faktorer som också finns inkluderade i "beslutsregeln" i figuren.

riska mönster under finanskrisen, tills man slog i nollstrecket och inte kunde sänka styrräntan ytterligare. Enligt figuren borde man ha sänkt räntan till som lägst -6,5 procent 2010 vilket naturligtvis inte var möjligt. Istället sjösatte man sina program med kvantitativa lättnader, d.v.s. gigantiska köp av stats- & bostadsobligationer med syfte att den vägen pressa ner marknadsräntorna och stimulera ekonomin.

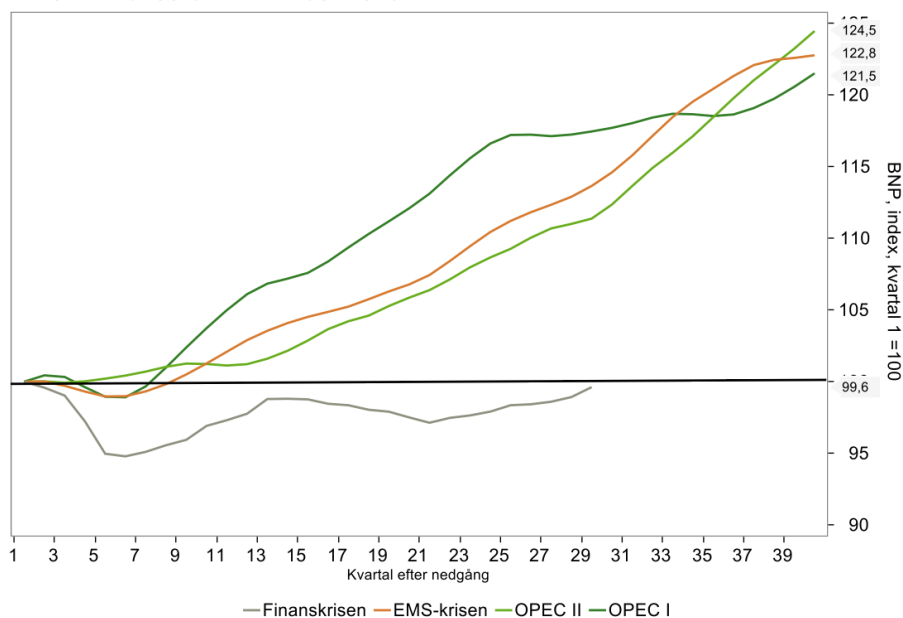
Att Federal Reserve fortfarande är orolig för att den bräckliga uppgången ska brytas illustreras av att styrräntan fortfarande inte har rörts trots kraftigt fallande arbetslöshet, baserat på de historiska mönstren borde den nu redan ha höjts till omkring två procent. Skulle våra prognoser för arbetslöshet mm falla in, antyder det historiska mönstret att styrräntan borde vara uppe i c:a 3,5 procent i slutet av 2016, ett utfall som inte alls är sannolikt. Slutsatsen är att penningpolitiken kommer att vara fortsatt mycket expansiv ännu nästan 10 år efter att finanskrisen slog till med full kraft.

EUROZONEN: SPIRANDE OPTIMISM EFTER 7 SVÅRA ÅR

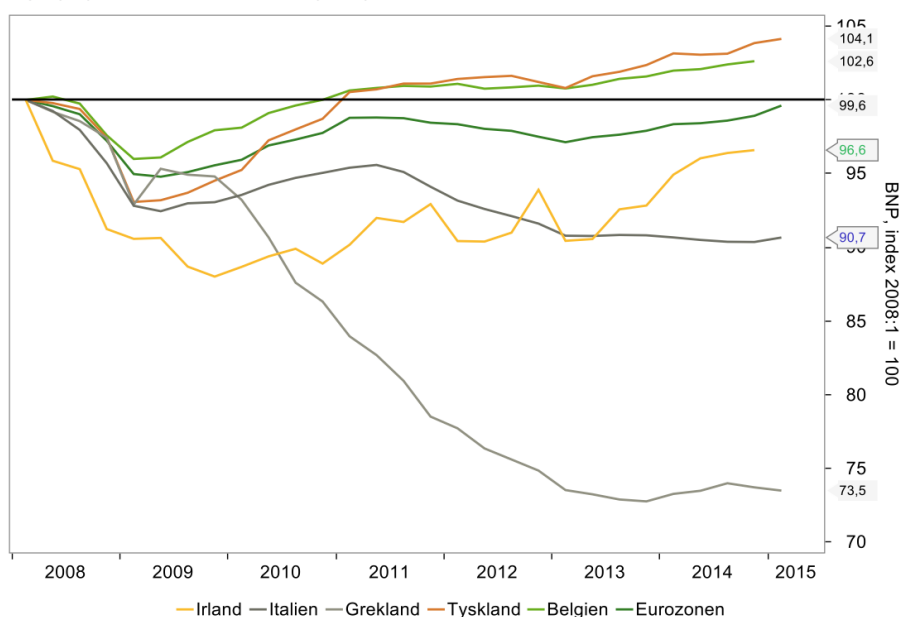
Medan USA har haft den starkaste återhämtningen av de större utvecklade industriländerna, gäller det motsatta för Eurozonen: BNP föll med över 5 procent under fyra kvartal i samband med finanskrisen och hade ännu vid utgången i början av 2015 inte helt återvunnit förlorad mark. I ett historiskt perspektiv ter sig den senaste recessionen som unik såväl i termer av djup som långvarighet.

Det är också slående hur splittrad bilden är för Eurozonens utveckling. Medan de starkaste ekonomierna, Tyskland och Belgien, klättrat förbi för-krisnivån med c:a 2-4 procent är Greklands och Italiens ackumulerade BNP-fall sedan början av 2008 fortfarande 26 respektive 10 procent. Det är uppenbart att de strukturella obalanserna inom Eurozonen blottades på ett obarmhärtigt sätt när finanskrisen slog till med full kraft.

VÄRSTA RECESSIONEN I EMUS HISTORIA



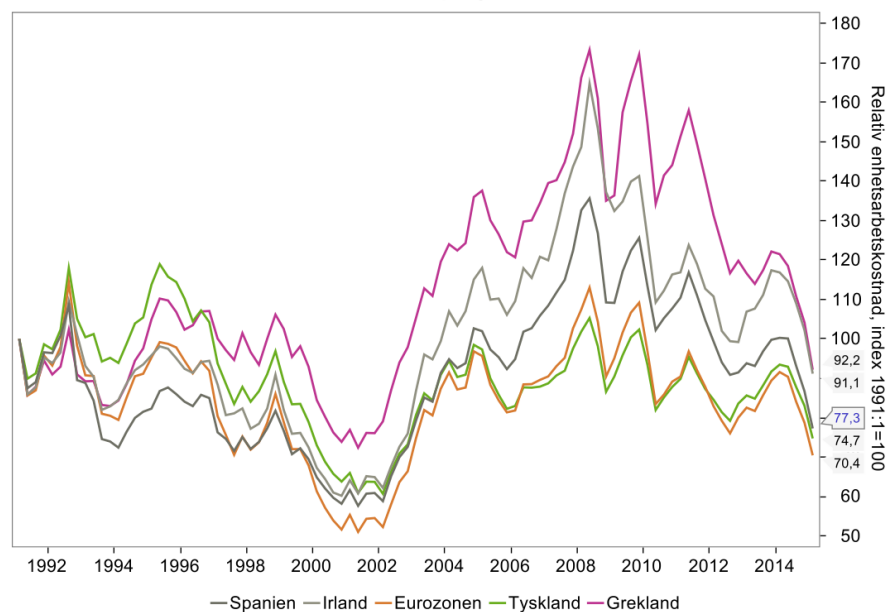
EUROZONEN EN BLANDAD KOMPOTT



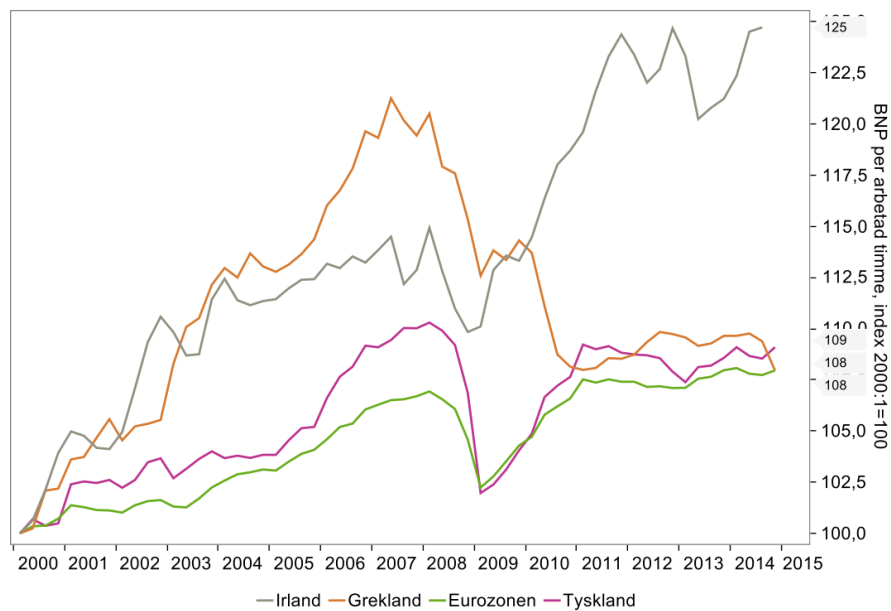
Studerar man relativ konkurrenskraft för Eurozonens medlemsstater förstår man varför den realekonomiska utvecklingen varierat så kraftigt mellan medlemsländerna. Vi kan exempelvis notera att grekisk relativ enhetsarbetskostnad (RULC, i bilden nedan till vänster uttryckt i eurotermer) visserligen steg något men inte påtagligt snabbare än Tysklands och övriga Eurozonens under 1990-talet. I samband med Greklands inträde i Eurozonen började konkurrenskraften urholkas i allt snabbare takt i spåren av skenande arbetskraftskostnader, trots att produktivitetsutvecklingen var mycket stark, för att formligen implodera med början 2003.

Samtidigt framstår Tyskland snarare än Grekland som anomalin inom Eurozonen. I spåren av en kraftig euroförstärkning och snabbt stigande arbetskraftskostnader fick flertalet Euroländer se sin konkurrenskraft urholkas kraftigt under åren innan finanskrisen. I eurotermer ökade t ex Irlands relativa enhetsarbetskostnad med 150 procent mellan 2000-2008 medan Greklands fördubblades. Under samma period steg Tysklands RULC bara 25-50 procent. Tyskland var f.ö. den enda ekonomin inom Eurozonen vars RULC i dollartermer föll under perioden, de övriga fick se sin konkurrenskraft försämrats med 10-50 procent. Tyskland var således den enda ekonomin inom Eurozonen som någorlunda kunde "bära" den starka euron.

GEMENSAM VALUTA SPRÄNGDE EUROZONEN

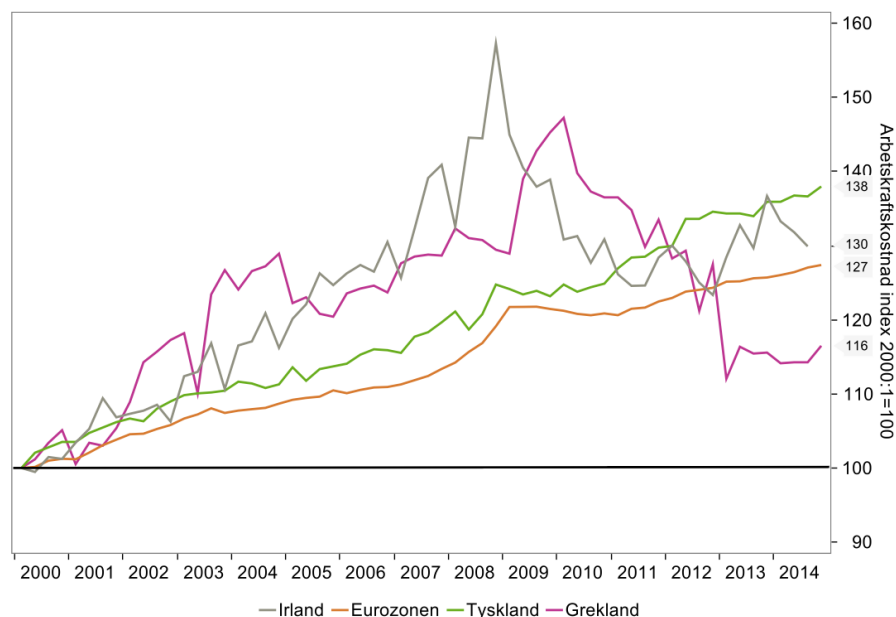


GREKISK PRODUKTIVITET UPP SOM EN SOL, NED SOM EN PANNKAKA



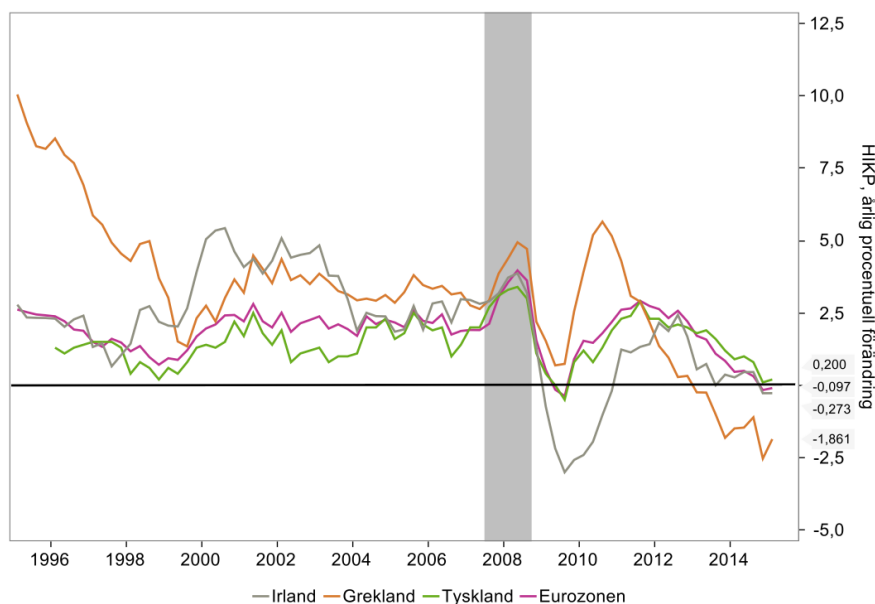
De ekonomier som gick som tåget under de heta åren innan finanskrisen – främst Grekland, Irland, Portugal & Spanien – visade tidigt tecken på överhettning, i synnerhet snabbt accelererande arbetskraftskostnader men också påtagligt högre inflation. De ihållande inflationsskillnaderna i början av 00-talet ledde i sin tur till att de ekonomier som redan gick för högvarv och höll på att överhettas, fick extra stimulans via lägre realräntor. Bilden nedan visar hur en grekisk realränta med kort löptid föll från 10-12 procent åren innan det stod klart att landet skulle komma att bli medlem av Eurozonen, till kraftigt negativa tal när man väl blivit medlem. Irlands realräntor hade gjort motsvarande resa några år tidigare och var i praktiken negativa åren 1999-2006. Samtidigt var "eftersläntaren" Tysklands realränta stadigt över nollstrecket.

IRLÄNDSKA OCH GREKISKA LÖNER SKENADE



Med tanke på att låntagarna "fick betalt för att låna" i reala termer i Eurozonens nykomlingar, är det inte konstigt att kreditväxten och i slutändan skulderna, också exploderade. Bilden nedan till höger visar att krediterna till

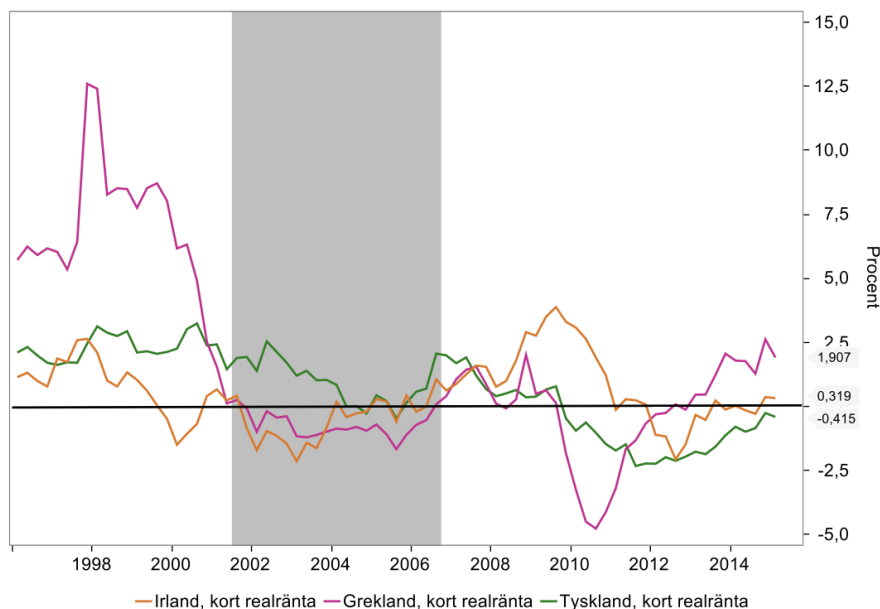
EUROZONEN STORA INFLATIONSSKILLNADER



den privata sektorn i länder som Grekland, Irland och Spanien ökade med 250-350 procent mellan millennieskiftet och år 2008. Även i Frankrike skedde en relativt stark kreditväxt, över 100 procent. Under samma period ökade de privata krediterna bara med knappt 20 procent i Tyskland. I efterhand kan man således konstatera att inträdet i Eurozonen för de länder som senare skulle krisa, innebar en enorm monetär stimulans och kortsiktig realekonomisk boom som visade sig vara ohållbar.

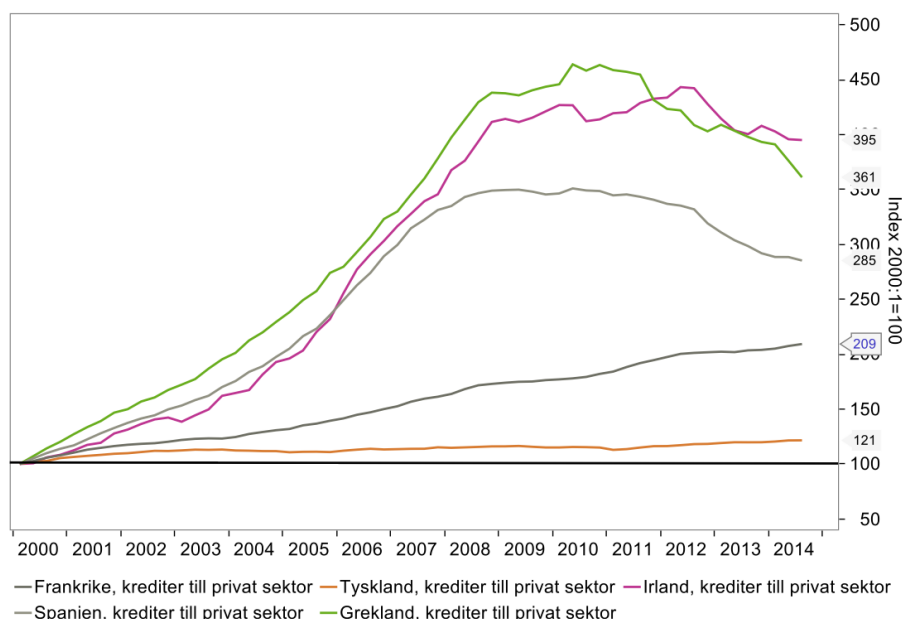
I spåren av den globala finanskrisen och efterföljande Eurokris har en anpassning startat i form av gradvis fallande arbetskraftskostnader och stärkt konkurrenskraft i krisländerna. Realekonomisk har Irland kommit längst men

EMU-INTRÄDE DOPADE SNABBVÄXARNA



även Spanien och Portugal har kommit en bit på väg. Sorgebarnen är Italien och, framförallt, Grekland vars ekonomier fortfarande långt ifrån har återtagit fallen i samband med krisen. Grekland har t.o.m. nyligen rasat tillbaka i recession, med fallande BNP. Det kommer att ta lång tid och troligen kräva stora och smärtsamma strukturåtgärder i högkostnadsländerna, innan obalanserna

EXPLODERANDE KREDITTILLVÄXT TILL KRISLÄNDERNA

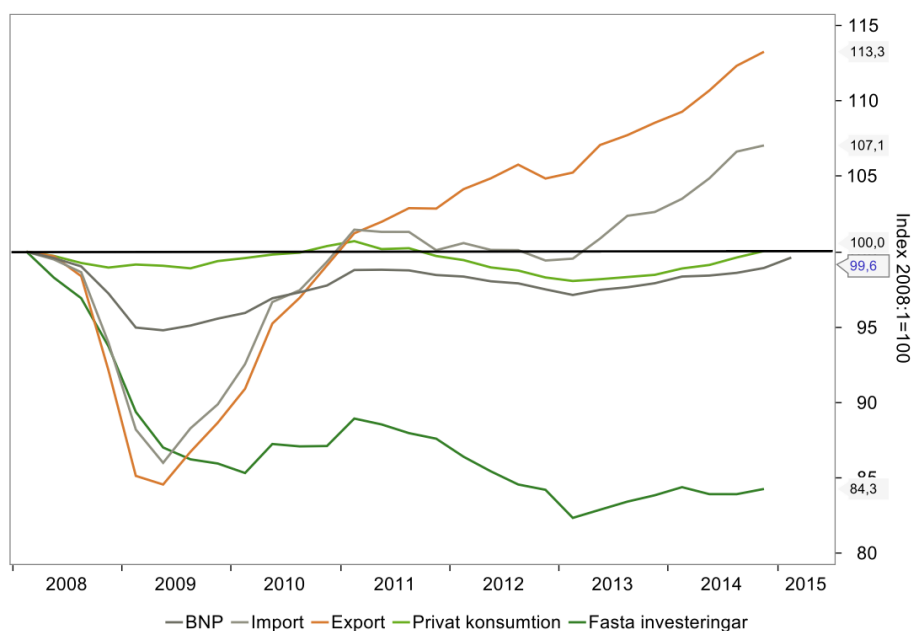


inom Eurozonen någorlunda har rättats till. Det är väl känt att s.k. interna devalveringar där kostnadsnivån ska anpassas via åtstramningar på hemmaplan, är en mycket mödosammare väg att gå än att devalvera valutan. Frågan är därför snarast om euro-systemet och de värst utsatta länderna tål de påfrestningar som de nödvändiga ansträngningarna kommer att kräva.

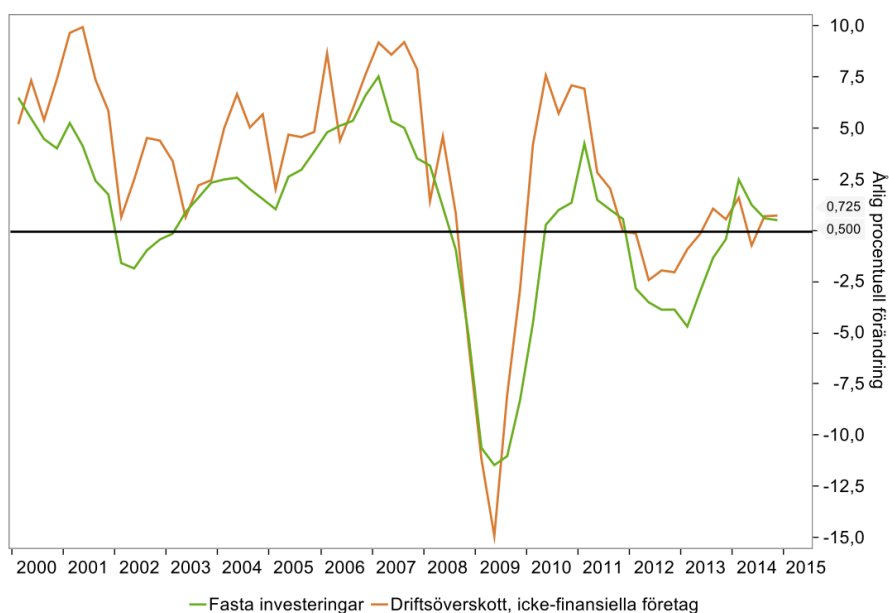
SVAG INVESTERINGSKONJUNKTUR OCH MÅTTLIG KONSUMTION

Bakom den kraftlösa återhämtningen i Eurozonen döljer sig framförallt en mycket svag investeringskonjunktur även om också privat konsumtion utvecklats svagt sedan finanskrisen: Investeringarna rasade 10 procent i samband med den akuta finanskrisen och har sedan hackat fram kring den nivån. En starkt återhållande faktor för investeringarna har varit den måttliga vinstutvecklingen i näringslivet. Samtidigt kan vi notera samma mönster som i USA att investeringarna utvecklats mycket svagare än vad vinsterna synes motivera. Det verkar således även i Eurozonen ha funnits ytterligare återhållande faktorer.

EUROZONEN: INVESTERINGSKOLLAPS



EUROZONEN: SVAG VINSTCYKEL HÄMMAR INVESTERINGARNA



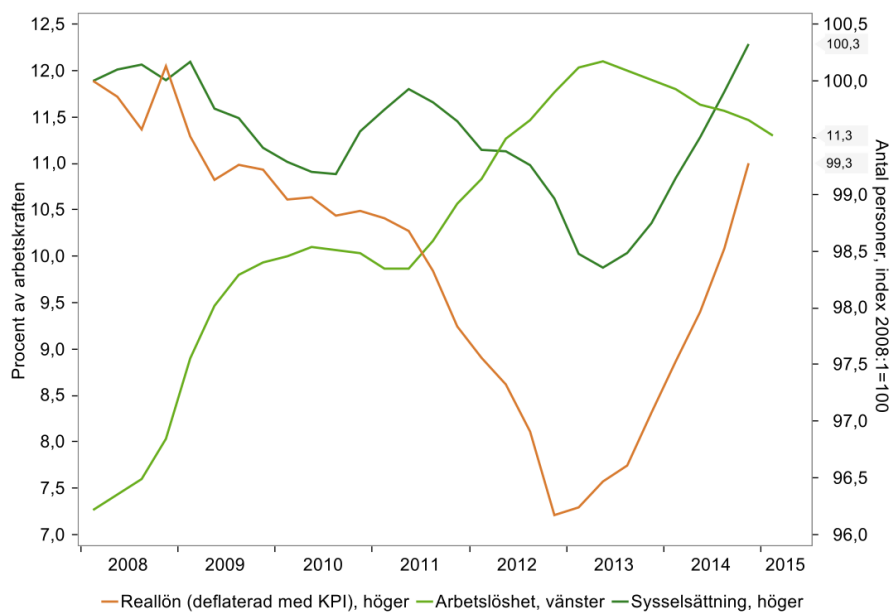
I bilden av en svag investeringskonjunktur ligger även att byggandet i Eurozonen utvecklades mycket svagt i synnerhet de första åren efter finanskrisen. Visserligen har byggandet stabiliserats de senaste två åren men ligger kvar på nivåer c:a 25 procent under toppnoteringarna strax före krisen. Vi ser ännu inga tecken på att ultralåga räntor ska böja bita på byggande eller bygglov, tvärtom har såväl bostadsbyggande som bygglov återigen börjat falla de senaste månaderna. Under loppet av 2015 räknar vi dock med en svag men ändå ökad byggaktivitet.

EUROZONEN: SVAG INKOMSTTILLVÄXT DÄMPAR KONSUMTIONEN



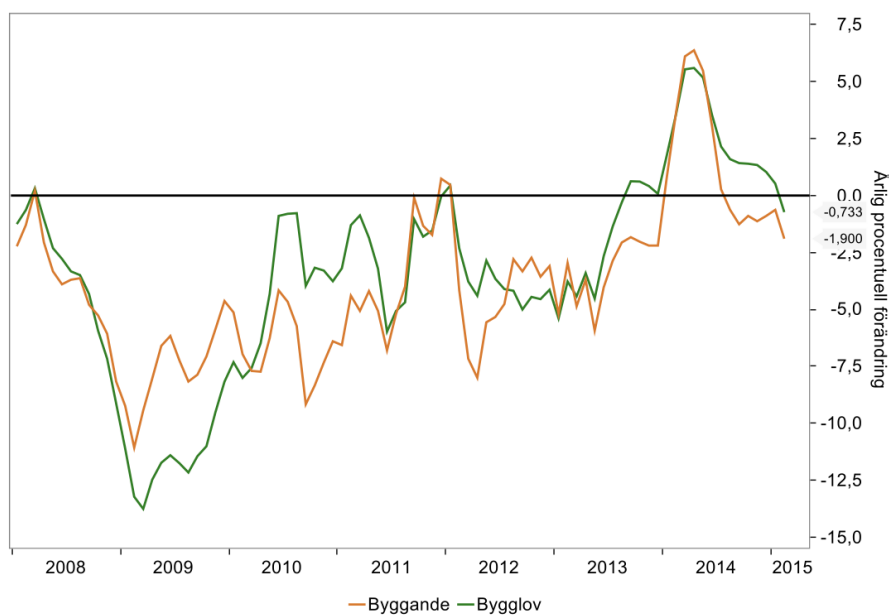
Huvudförklaringen till den relativt svaga konsumtionsutvecklingen har varit att disponibel inkomst fallit kraftigt och fortfarande är lägre än nivån innan krisen. Fallet i disponibel inkomst speglar i sin tur i mycket den svaga utvecklingen på arbetsmarknaden där sysselsättningen föll kraftigt och arbetslösheten steg fram till 2013. Bilden ovan till höger illustrerar väl hur reallönen föll i tandem med sysselsättningen under åren efter krisen för att sedan studsa upp. Samtidigt har hushållens konsumtion gått sidledes under perioden trots fallande inkomster vilket speglar ett visst fall i sparkvoten, i linje med hushål-

EUROZONEN: SVAG ARBETSMARKNAD TYNGER HUSHÅLLEN



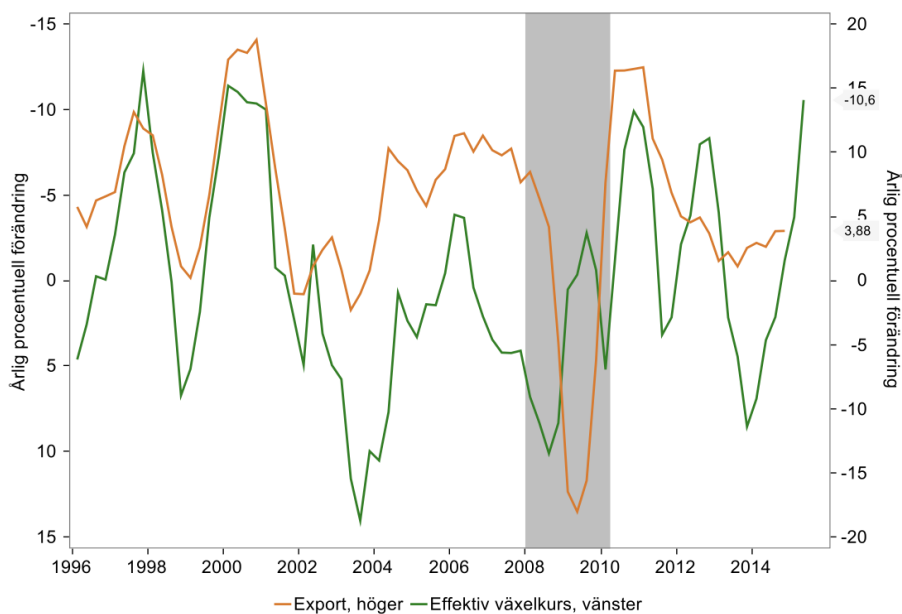
lens strävanden att stabilisera konsumtionen över konjunkturcyklerna. ECBs förhoppning är att den extremt kraftiga monetära impulsen ska fortsätta att ge stöd för sysselsättning, reallöner och privat konsumtion. Samtidigt hoppas man på en fortsatt svag euro som ska ge en skjuts till nettoexporten. Bilden till höger på motstående sida visar dock att sambandet mellan växelkurs och export långt ifrån varit perfekt de senaste åren. I synnerhet var sambandet det omvända under finanskrisen när exporten kraschade samtidigt som flöden till finansiella tillgångar i USA kraftigt deprecierade euron. Likafullt torde de senaste månadernas rejäla euroförsvagning ha förutsättningar att ge stöd till exporten.

EU: FORTSATT SVAGT BYGGANDE



Data för första kvartalet 2015 ger också anledning till viss optimism med stigande inhemsk efterfrågan och den starkaste BNP-tillväxten sedan början av 2014. Samtidigt finns det inte mycket som talar för en kraftig acceleration, även om den samlade effekten av ECBs insatser ännu inte har slagit igenom: konjunkturbarometrarna pekar inte mot någon kraftig förbättring de närmaste

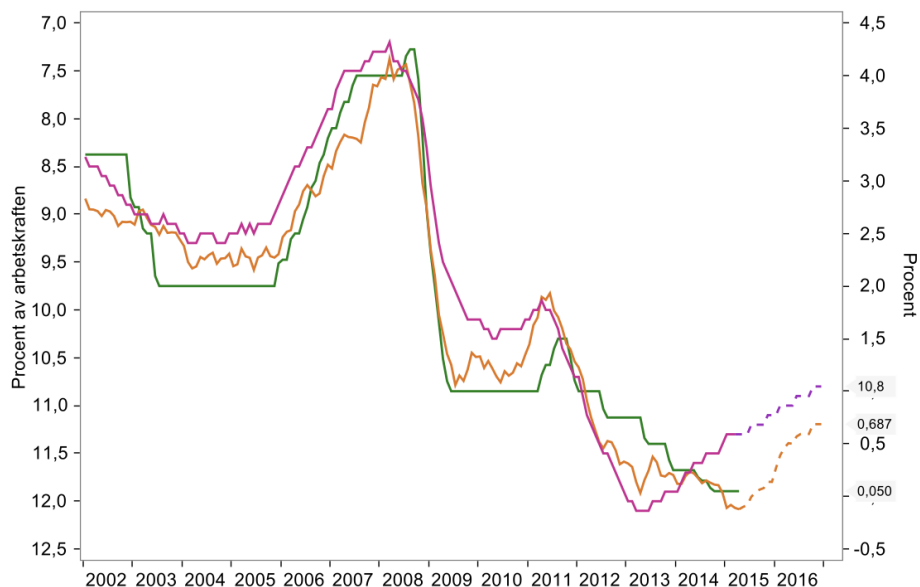
EUROZONEN SVAG EURO RÄDDAR SKIVAN



månaderna samtidigt som negativa överraskningar i USA och Kina innebär dåliga nyheter, inte minst för den exportberoende tyska ekonomin.

Därför kommer trycket på ECB att bestå, trots en viss ljusning på datafronten, att fortsätta med sin aggressiva politik för att undvika att euron börjar förstärkas. Ännu så länge kan vi inte heller se att priser och löner systematiskt accelererat bort från farligt deflationsområde. Bästa gissningen är därför att ECB fullföljer sina planer och ytterligare stimulanser kan inte uteslutas, i synnerhet om marknadsräntorna fortsätter att stiga, euron stärks och världens börser faller. Bilden nedan till vänster visar att ECB, liksom Federal Reserve, framförallt tenderar att reagera på arbetslösheten: sambandet mellan styrränta och arbetslösheten har varit i det närmaste perfekt. Skulle arbetslösheten falla i linje med vår prognos talar det historiska mönstret därför för att ECB gradvis höjer räntan de närmaste kvartalen. Samtidigt kämpar ECB med en bräcklig ekonomi och deflationsoro. Det är därför inte troligt att ECB höjer räntan i linje med historiska mönster utan låter styrräntan ligga kvar nära noll och fullföljer sitt program med kvantitativa lättnader, tills återhämtningen är stabil och deflationshotet trovärdigt avväjrt.

ECB LÄR INTE FÖLJA HISTORISKA MÖNSTER FRAMÖVER



ECB FRUKTAR EN DEFLATIONSSPIRAL

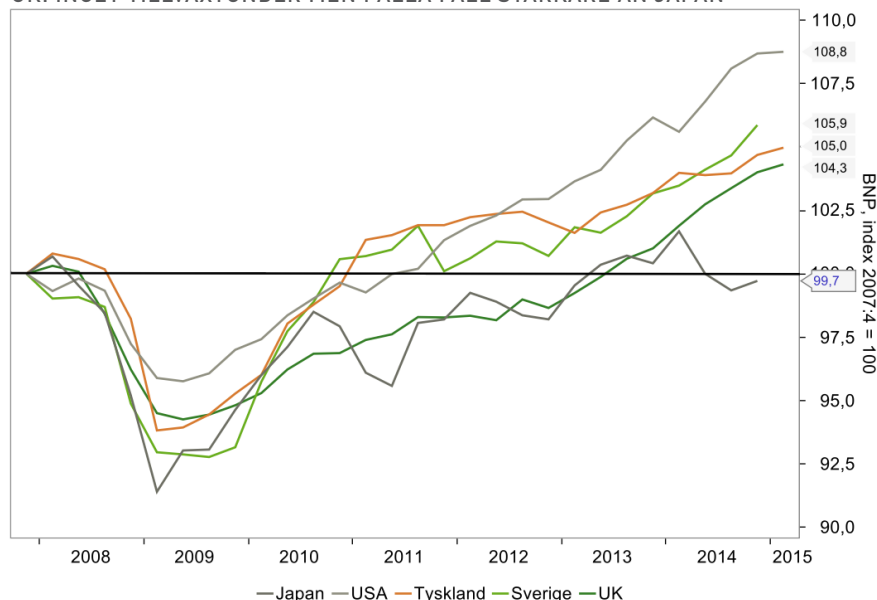


STORBRIANNIEN: INTE SÅ STARKT SOM DET SÄGS

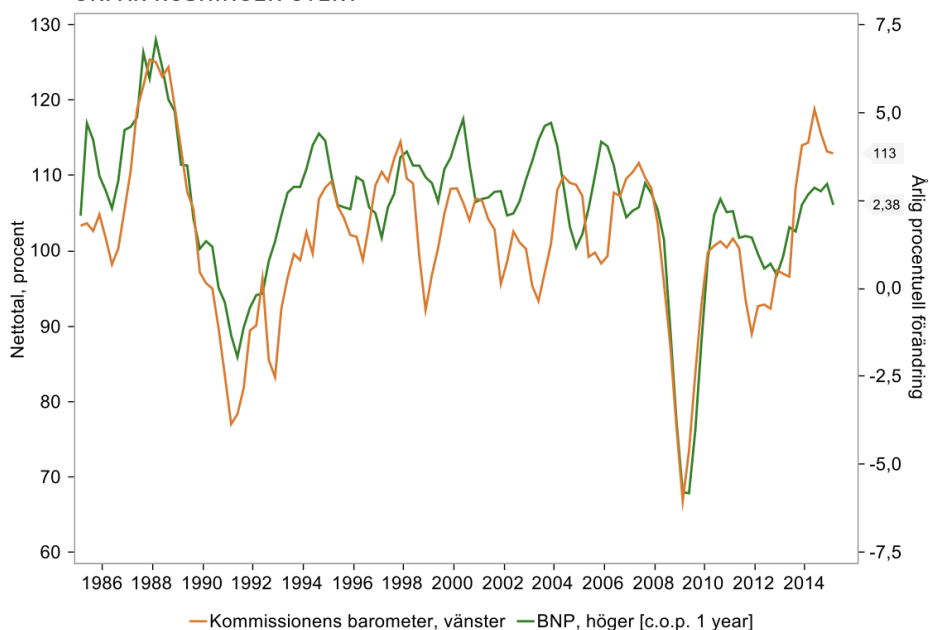
Storbritannien lyfts ofta fram som en framgångssaga, en ekonomi som anses ha klarat återhämtningen efter finanskrisen bättre än andra liknande länder. Detta är dock en sanning med modifikation, i BNP-termer har faktiskt Sverige, Tyskland och USA alla gått starkare de senaste åren. Storbritannien utvecklades mer i linje med Japan fram till början av 2014 då Japan återigen föll tillbaka i recession.

Faktum är att Storbritannien var senare upp ur startblocken än flertalet av sina kusiner. Däremot har landet i stor utsträckning undvikit den svacka som drabbat länder som Sverige och Tyskland under de senaste tre åren, till stor del tack vare ett mycket starkt uppsving för byggandet. Detta syns också tydligt i form av en spik i EG-kommissionens konjunkturbarometer under 2013-2014.

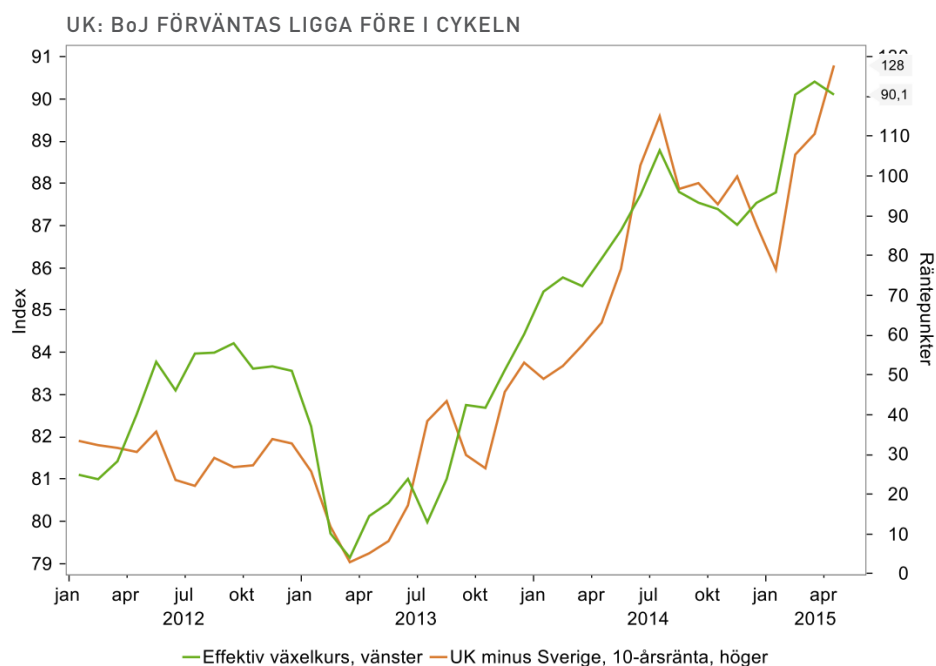
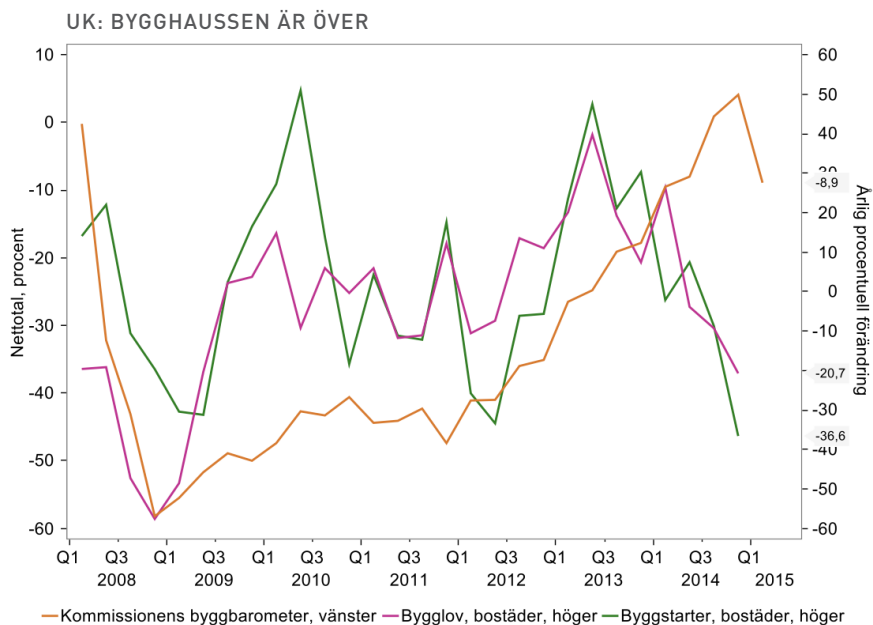
UK: INGET TILLVÄXTUNDER MEN I ALLA FALL STARKARE ÄN JAPAN



UK: ÄR RUSNINGEN ÖVER?

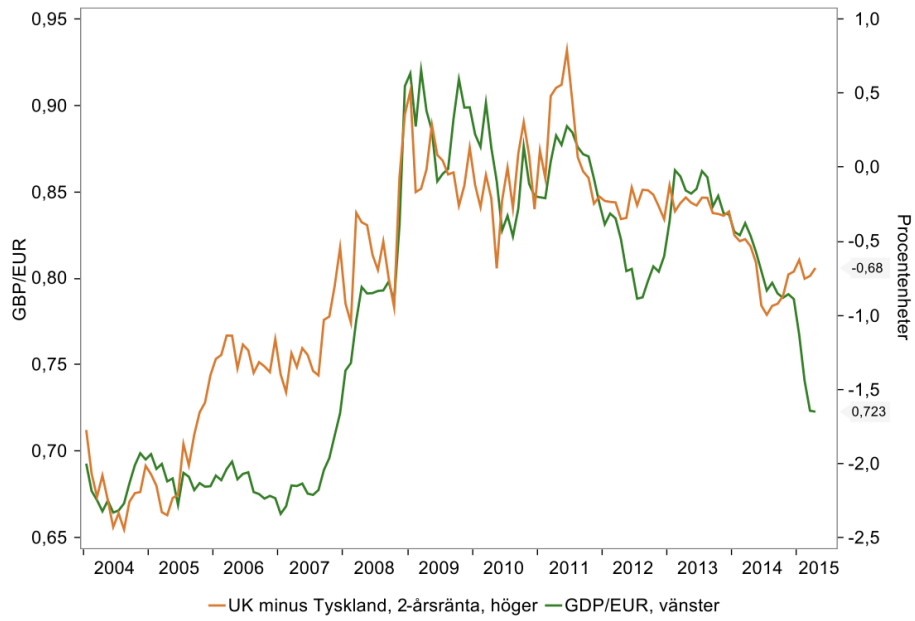


Den sista tiden har dock stämmningsläget kylts av en smula både i ekonomin i stort och inte minst i byggsektorn, men fortfarande finns förväntningar om att Storbritanniens ekonomi ska utvecklas starkare än flertalet europeiska länder. Det mesta tyder dock på att Storbritanniens ekonomi kommer att svalna ytterligare något de kommande åren, vi räknar med 2,4/2,5 procent BNP-tillväxt för 2015/2016.



Bank of England har avstått från att sätta in panikåtgärder de senaste åren trots att inflationen fallit dramatiskt även där, vilket fått valutan att stärkas. Visserligen kan såväl Riksbanken som ECB mycket väl komma att vidta ytterligare expansiva åtgärder, vilket Bank of England sannolikt kommer att avstå ifrån. Trots detta är det osannolikt att pundet stärks ytterligare mot euron åtminstone på kort sikt. Den kraftiga rörelsen vi sett i pundet på sistone förefaller överdriven och är sannolikt baserad på en alltför aggressiv syn på att Bank of England kommer att strama åt penningpolitiken. Mer sannolikt är istället att pundet faller tillbaka något de närmaste kvartalen.

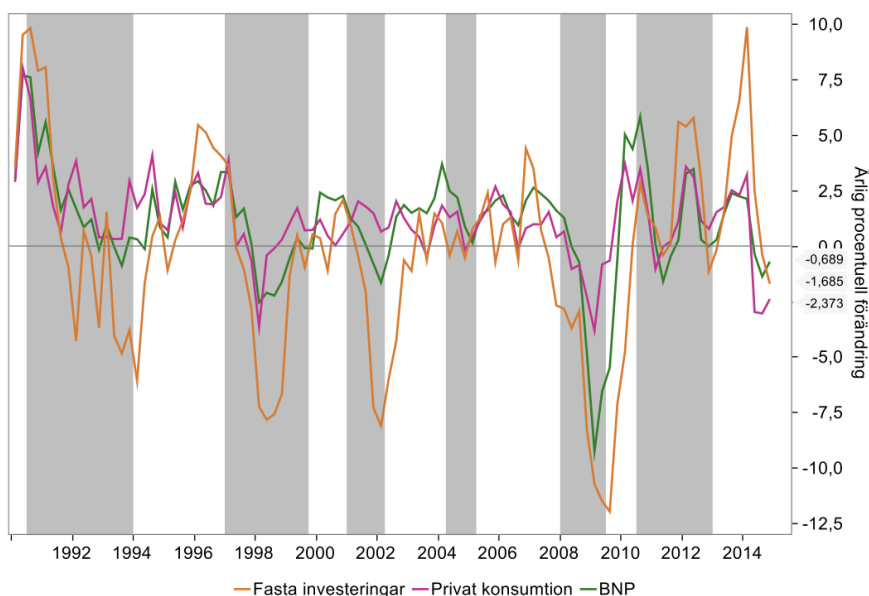
PUNDET HAR STÄRKTS LITE FÖR MYCKET



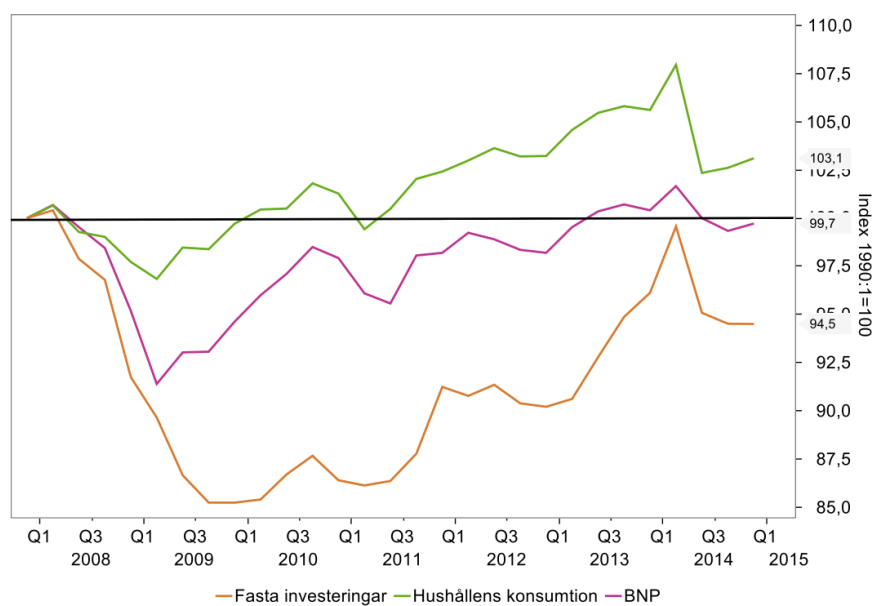
JAPAN: FORTSÄTTER PÅ SLUTTANDE PLANET

Efter att Japan gick in i väggen i samband med den kollapsande finansbubblan 1990 har ekonomin knappt haft styrfart, utan hackat fram på 1:ans växel. Vid oräkneliga tillfällen har gryende optimism förbytt i nya besvikelser. Det har handlat både om ekonomisk/politiska felgrepp, t ex momshöjningar vid fel tillfälle, och externa chocker som t ex jordbävningar, globala finanskriser, etc. Som vi redan noterat drabbades Japan också mycket hårt av recessionen i spåren av finanskrisen. Bilden nedan till vänster visar att Japan befunnits sig i ett närmast permanent stadium av recession sedan 1990 (de grå-markerade områdena) och mycket tyder på att man är där igen.

JAPAN: ETT LAND I STÄNDIG RECESSION

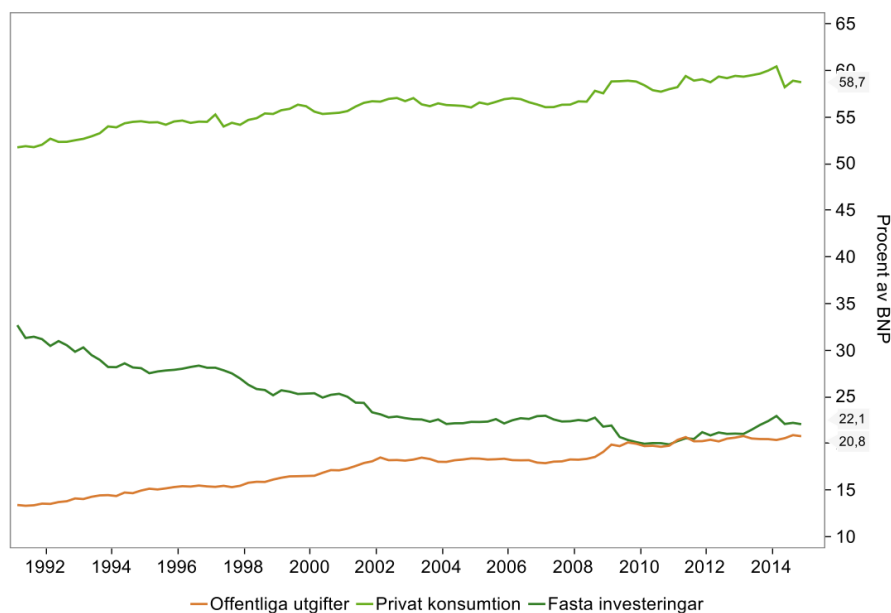


JAPAN: KATASTROFEN FORTSÄTTER

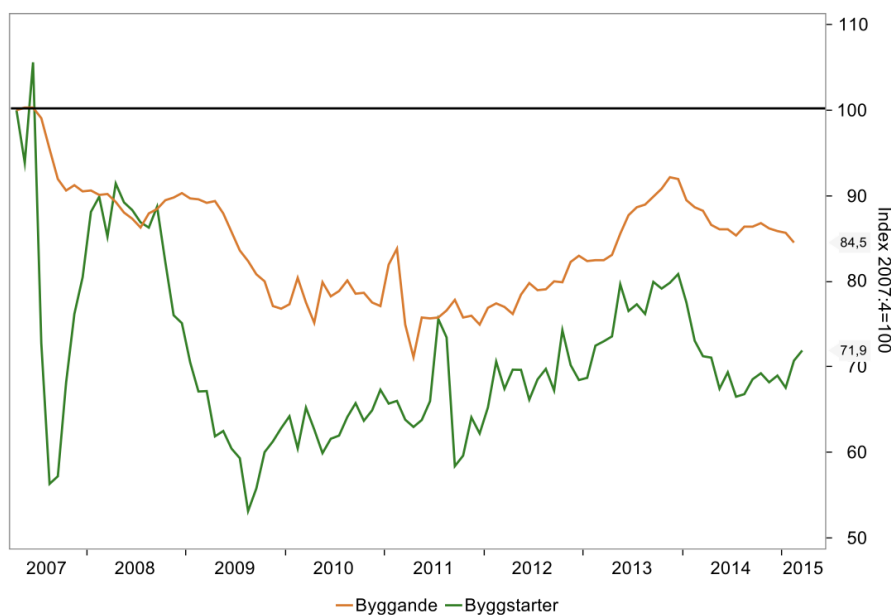


Till dags dato har Japans BNP utvecklats lika svagt som Eurozonens efter finans-
krisen, även om det japanska förloppet var hackigare. Japan sällar sig dessutom
till skaran industriländer med snabbt fallande investeringsandel av BNP. Sedan
toppen 1991 har andelen fallit med över 10 procentenheter, ett betydligt mer
dramatiskt fall än i andra jämförbara länder. Som framgick ovan har också
Japans tillväxtpotential, enligt våra beräkningar, fallit från 4 procent till nära
noll under samma period. Det är också tydligt hur byggandet, som fick en rejäl
smäll i samband med finanskrisen 2008-2009, långt ifrån har återhämtat sig.
Byggaktiviteten verkar ha fastnat 15-20 procent under de nivåer som rådde före
krisen.

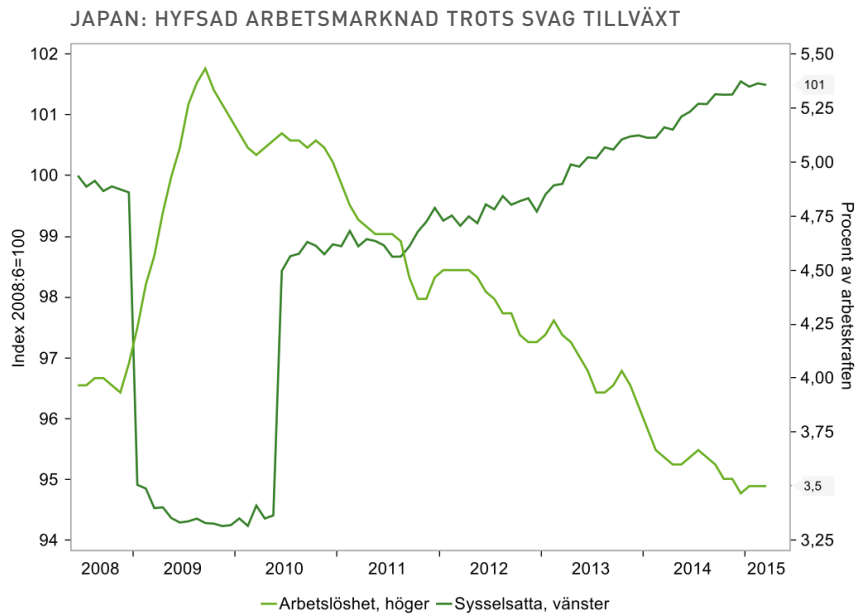
JAPAN: RAS I INVESTERINGSANDELEN



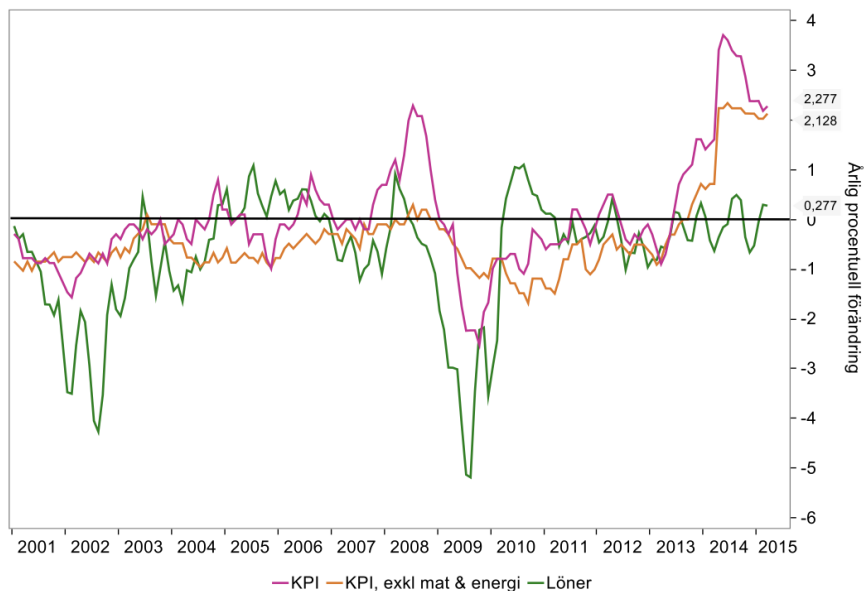
JAPAN: BYGGANDET LÅNGT KVAR TILL FÖR-KRISNIVÅ



Det finns dock en del ljuspunkter. Arbetsmarknaden har utvecklats överras-
skande stark samtidigt som inflationen knaprat sig över nollstrecket efter år av
deflation, påeldad av centralbankens glödheta sedelpressar.



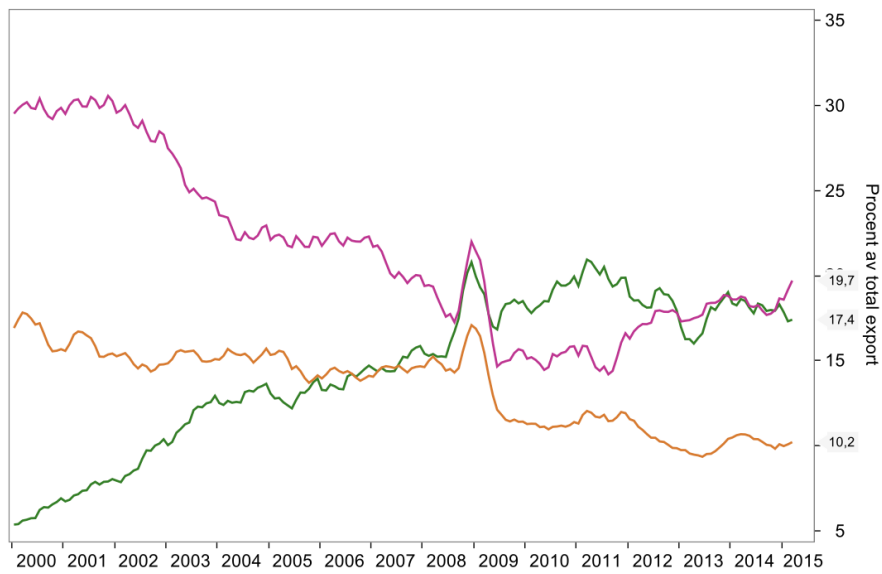
JAPAN: VERKAR HA FÅTT BUKT MED DEFLATIONEN



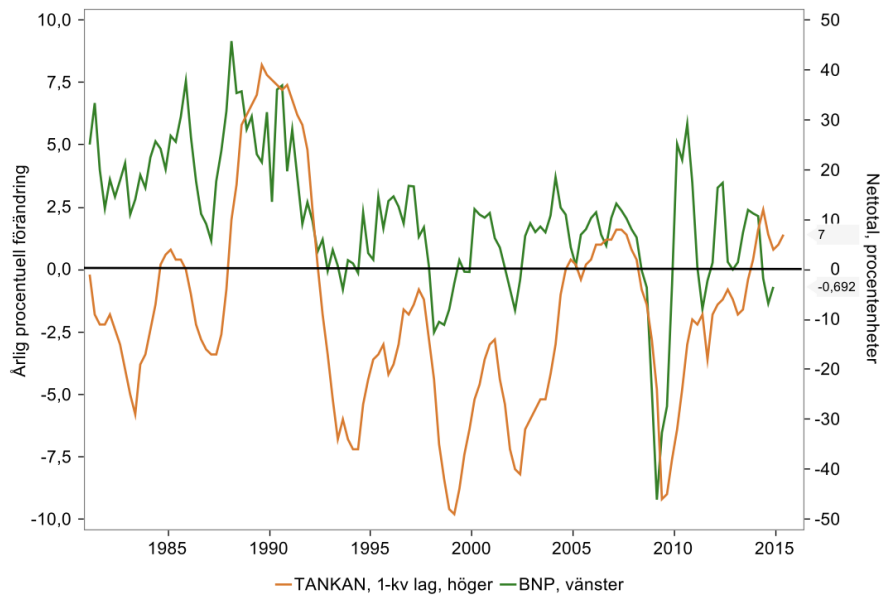
Konsumentpriserna har nu stigit i årstakt ända sedan sommaren 2013 så det verkar som om centralbanken verkligen vunnit kampen mot deflationen. Än så länge har dock inte lönerna börjat stiga vilket innebär att inflationen ännu så länge mest tenderat att holka ur hushållens reallöner.

Japans exportandel till Kina har ökat från c:a 5 procent runt millennieskiftet till 17-20 procent samtidigt som USAs & EUs andelar fallit från 30/17 procent till 20/10 procent. Skiftet i handelsmönster har onekligen gynnat Japan de senaste decennierna med tanke på Kinas enorma tillväxt jämfört med industriländerna. Denna fördel kommer sannolikt att bli mindre framöver med tanke på den tydliga kinesiska inbromsningen. Det förefaller därför inte troligt att Japans ekonomi kommer att accelerera påtagligt de kommande åren. Vi räknar med att ekonomin växer med 0,6 procent 2015 och 0,7 procent 2016.

JAPAN: ALLTMER BEROENDE AV KINA



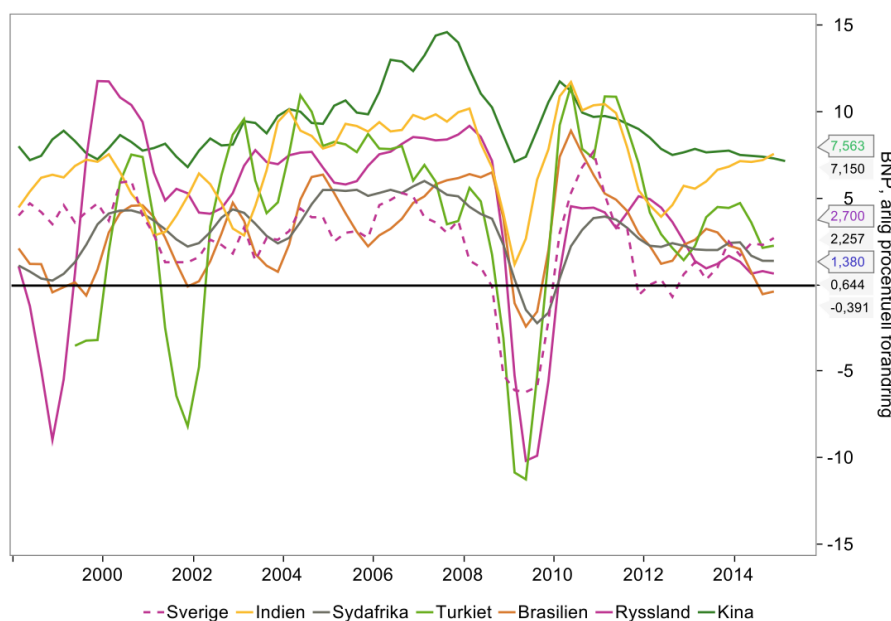
JAPAN: FORTSATT SVAG KONJUNKTUR



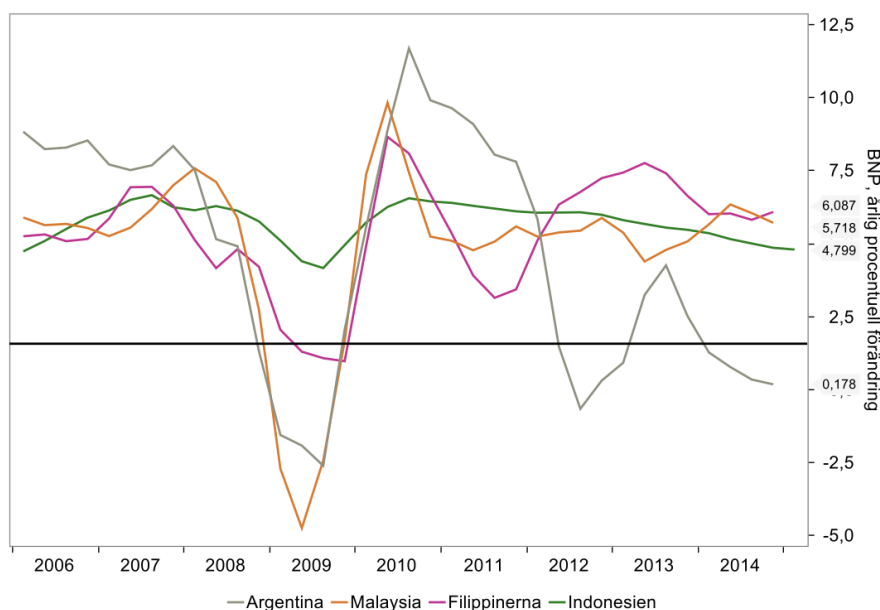
TILLVÄXTEKONOMIERNA TAPPAR FARTEN

Fram t.o.m. finanskrisen fanns det en obruten optimism knuten till Tillväxtekonomiernas potential. BRIC-klustret hade utökats med Sydafrika och Turkiet och blivit BRICST och förväntningarna var att medlemmarna skulle växa på med 5-10 procent under överskådlig framtid. Den klarast lysande stjärnan, Kina, hade t.o.m. accelererat under 00-talets första år och spurtat från tillväxttal kring 7 procent till närmare 15 procent. Indien och Ryssland hade gjort nästan lika imponerande resor och accelererat från 3-4 procent till närmare 10 procent. Brasilien, Sydafrika och Turkiet kunde visserligen inte visa upp riktigt lika snabb utveckling men även här var tillväxttalen imponerande.

BRICST TAPPAR TEMPO

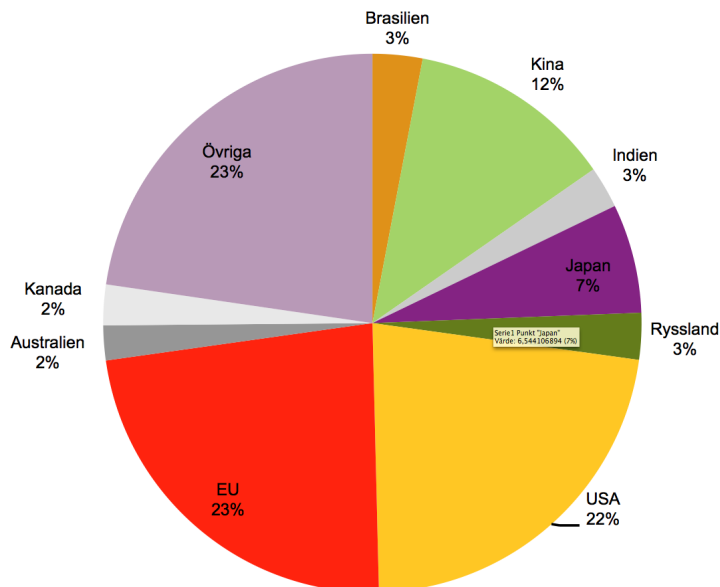


TILLVÄXTEKONOMIER: SOLEN GÅR UPP I ÖSTER!



Trots Tillväxtekonomiernas snabba framfart och stora bidrag till global tillväxt de senaste decennierna, utgörs den absoluta merparten av världsekonomin dock fortfarande av "Den gamla världen". Exempelvis stod USA år 2013 fortfarande för 22 procent av världsekonomin och EU för 23 procent, att jämföra med Kinas 12 procent och Indiens 3 procent.

VÄRLDSEKONOMIN 2013

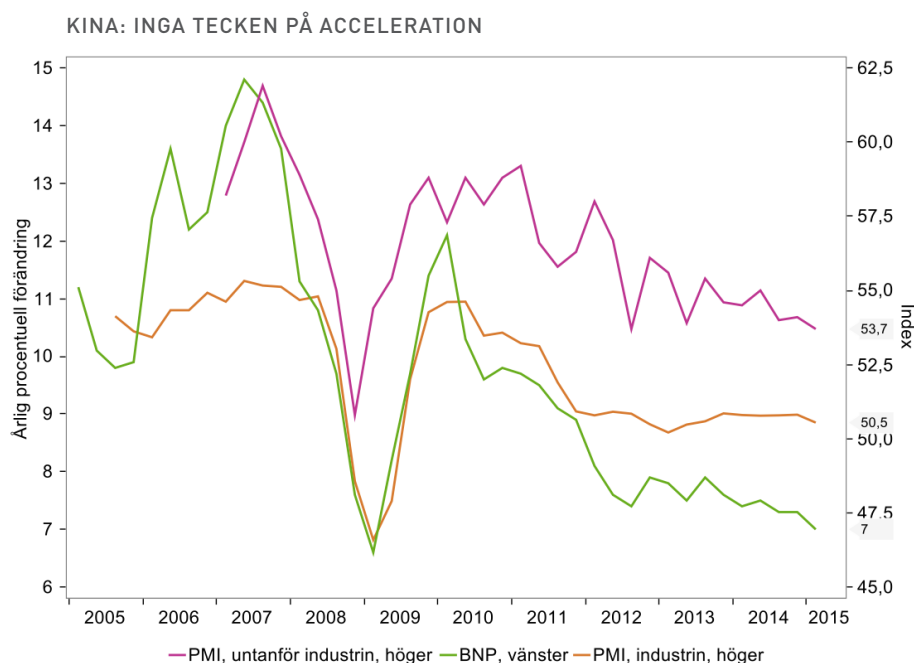
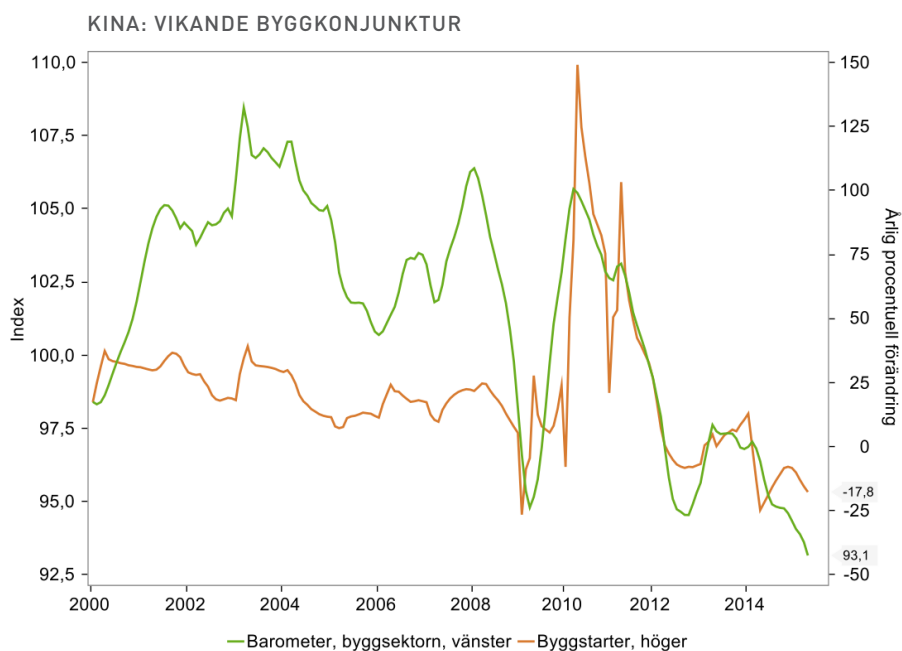


Mycket av euforin kring Tillväxtekonomierna har dock svalnat i finanskrisens kölvatten. Visserligen växer Kina på i en takt som gör andra länder gröna av avund men vi talar nu om en återgång till de ca 7 procent som vi såg i början av millenniet. Med undantag av Indien, som faktiskt visar tecken på obruten styrka, har alla de övriga medlemmarna av BRICST-klubben fallit tillbaka rejält. Faktum är att utvecklade industriländer som Sverige och USA haft en väl så starkt tillväxt under de senaste åren.

Det går att finna rimliga förklaringar till avmattningarna i BRICST-klubben, det kan handla om allt från interna politiska konflikter i Turkiet, sociala spänningar i Brasilien och konflikter med omvärlden för Rysslands del. Det är mycket möjligt att dessa länder kan ta ny fart om man reder ut sina bekymmer. Samtidigt är stabila förhållanden, internt och externt, faktorer som måste vara på plats för att länder ska kunna kvala in som Tillväxtekonomier på sikt. För tillfället måste man därför konstatera att BRICST har smält samman till IC. Samtidigt finns det andra ekonomier som är på stark frammarsch, i synnerhet i Asien, medan en tidigare bubblare som Argentina återigen sjunkit ihop. Länder som Indonesien m fl är onekligen stora och har potential men är ändå långt ifrån av en kaliber som under överskådlig framtid kan fylla hålet från ett bromsande Kina.

KINA BROMSAR MEN ÄR FORTSATT STARKT

Som nämnts har Kinas halsbrytande fart bromsat ordentligt på senare år och tillväxten är nu tillbaka på de tal vi såg i slutet av 1990-talet. Ett inslag i avmattningen är att den tidigare så heta byggsektorn kylts av ordentligt på sistone. Byggkonjunkturen störtade i samband med finanskrisen för att sedan studs kraftigt uppåt igen 2010. Därefter har luften åter gått ur marknaden, byggstarterna faller snabbt och barometrar pekar inte mot någon snar ljusning.



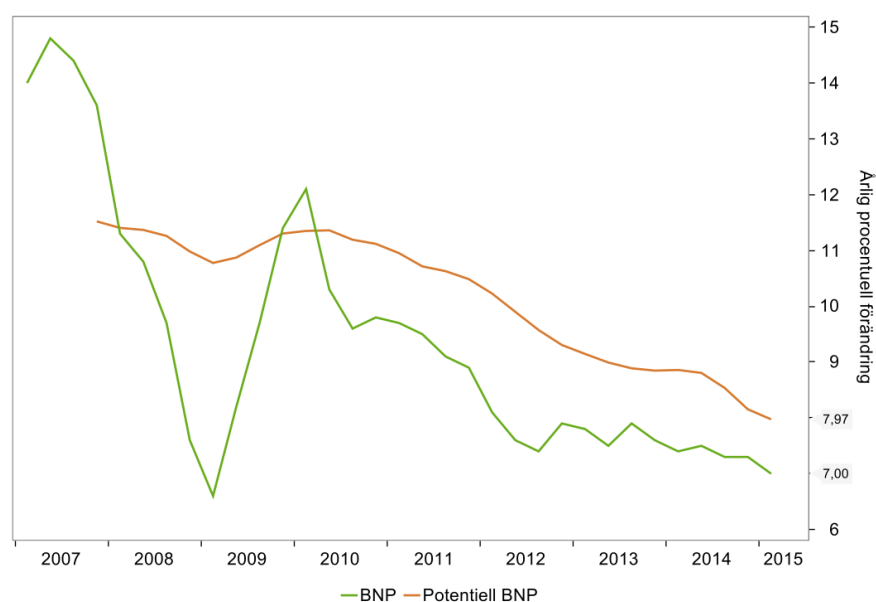
Inte heller barometrarna för ekonomin i sin helhet pekar mot en acceleration i aktiviteten i närtid. Medan industribarometrarna i stort sett går sidledes talar indikatorn för resten av ekonomin för en ytterligare inbromsning. Kinas centralbank har på sistone reagerat genom att lätta på penningpolitiken men det är ännu alltför tidigt att bedöma effekterna av stimulanserna.

Kinas inbromsning de senaste åren är delvis en naturlig konsekvens av att landet lämnat den mest explosiva upphinnarfasen och gått in i ett skede av lägre potentiell tillväxt. En annan orsak till vikande trend är en medveten omläggning av strategin från export/investeringsdriven tillväxt till konsumtionsdriven. Vi kan redan ana att konsumtionsandelen av BNP vänt uppåt efter att ha fallit med nästan 20 procentenheter sedan mitten av 1980-talet. Investeringandelen fortsätter än så länge att växa även om man kan ana en viss inbromsning. Tydligt är att såväl export- som importandelarna har vänt neråt även om det för exporten finns en kraftig cyklisk komponent kopplad till den svaga globala konjunkturen.

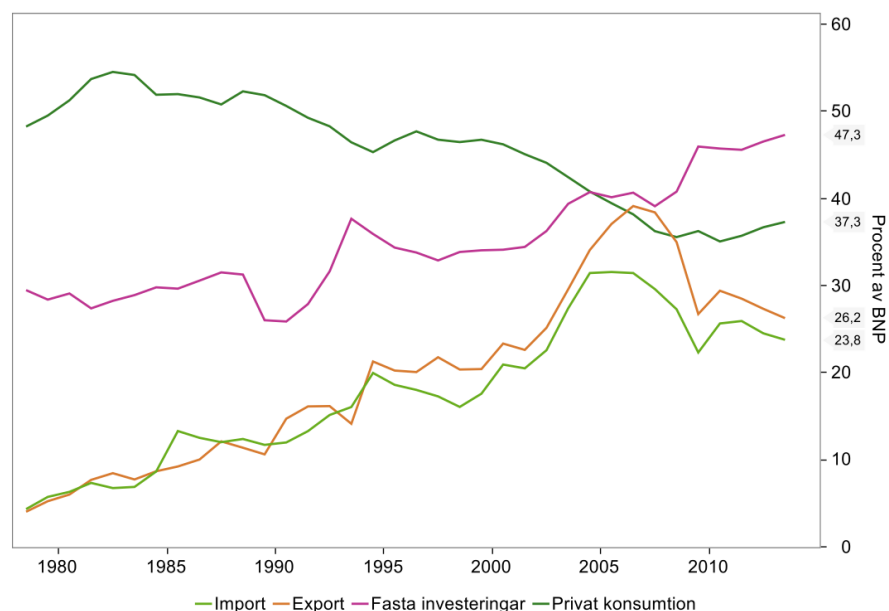
Inledningsvis visades en graf som pekade mot att Kinas tillväxtpotential fort-

farande är nära 10 procent. Beräkningarna baseras på data för de senaste 10 åren, med syfte att filtrera bort cykliska effekter. Skulle vi emellertid korta ner tidsperspektivet och använda data för de senaste fem åren vilket innebär en risk att estimaten smittas ner med konjunktoreffekter, har Kinas potentiella tillväxt bromsat från c:a 11 procent så sent som 2010 till åtta procent. Även om det är för tidigt att dra säkra slutsatser talar därför mycket för att Kina inlett en bana med vikande tillväxttrend motsvarande den som Japan slog in på runt 1970 och Sydkorea runt millennieskiftet.

KINAS TILLVÄXTPOTENTIAL FALLER SNABBT



KINA BYTER INRIKTNING

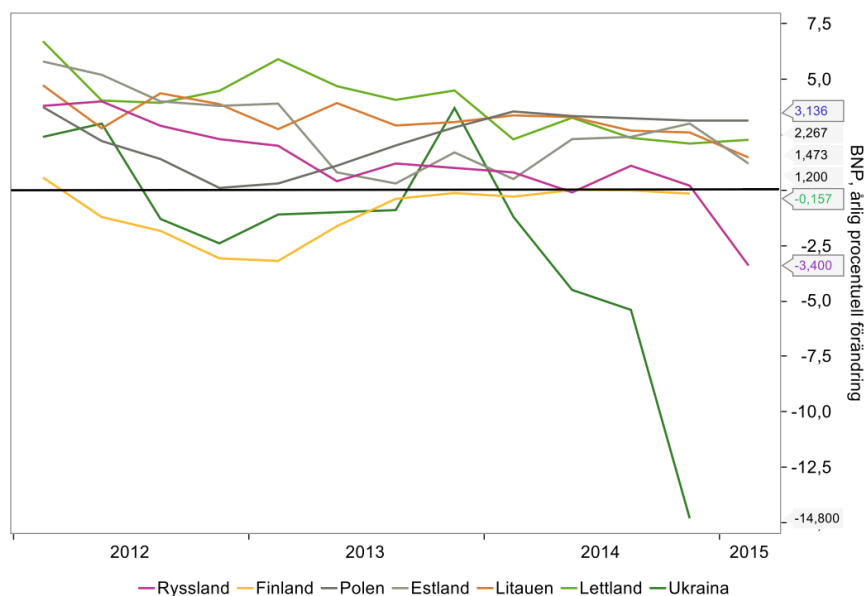


Sammanfattningsvis syns just nu inga tecken på att det forna tillväxtklustret ska återgå mot tillnärmelsevis samma tillväxttal som innan finanskrisen, tvärtom talar mycket för fortsatt måttlig konjunktur.

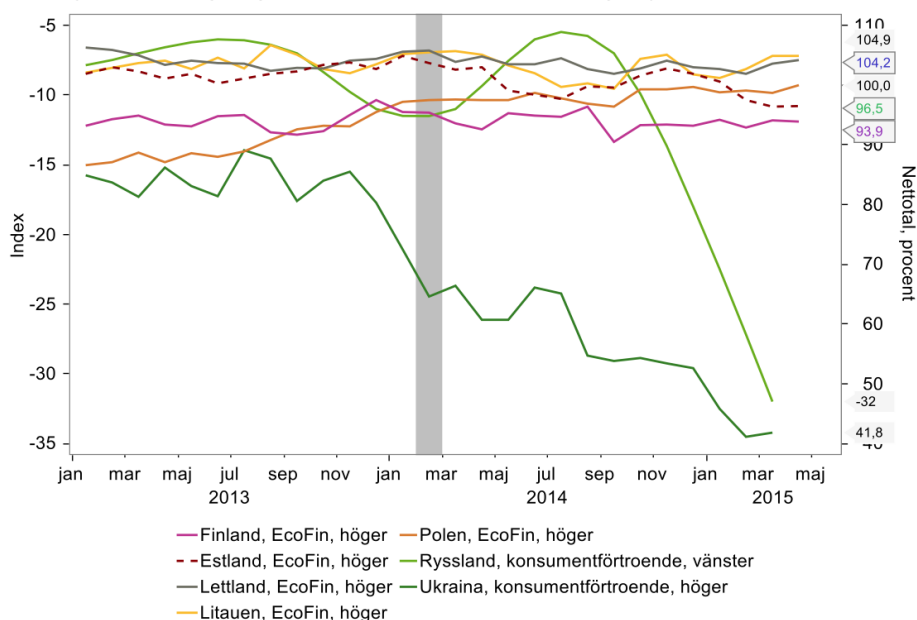
UKRAINAKRISEN KRÄVER SIN EKONOMISKA TRIBUT - HOS DE INBLANDADE

En faktor som har stor negativ effekt på vissa ekonomier i Sveriges närområde är Ukrainakrisen, i synnerhet i det krigshärjade Ukraina där BNP faller som en sten och människors framtidstro rasat. Även Ryssland har drabbats hårt, BNP faller brant och människors initiala patriotiska yra verkar ha förbytt i insikt om de ekonomiska realiteterna. Än så länge kan vi dock inte se några kraftfulla ekonomiska spridningseffekter på grannländerna även om BNP-tillväxten är mycket måttlig på de flesta håll.

UKRAINAKRIGET SMÅ EKONOMISKA SPRIDNINGSEFFEKTER ÄN SÅ LÄNGE



UKRAINAKRISER SKIFTANDE EFFEKT PÅ FRAMTIDSTRON



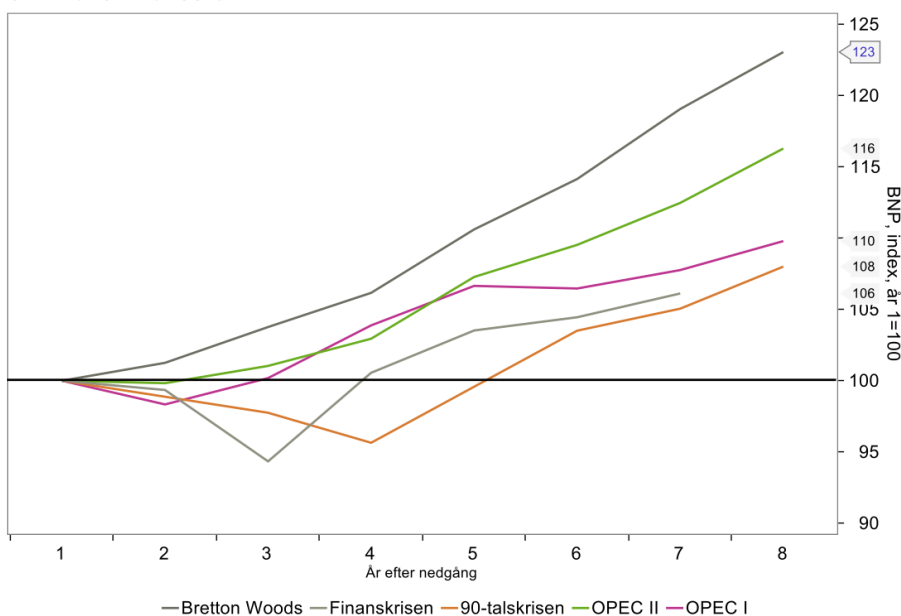
Det finns dock anledning att vara relativt pessimistisk kring den ekonomiska utvecklingen i Europas nordöstra hörn så länge ingen lösning på konflikten är i sikte. Vi räknar med att Rysslands BNP rasar med c:a 5 procent under 2015 och sker ingen snar lösning på konflikten talar mycket för att BNP faller även under 2016. Skulle landet hamna i en riktigt negativ spiral med permanent konflikt med omvärlden och kraschande ekonomi kan inte ett mer dramatiskt scenario uteslutas, med tilltagande interna spänningar och ytterligare ekonomis moras.

SVERIGE: TUDELNINGEN FÖRSTÄRKS

Den svenska ekonomin tillhörde de utvecklade industriländer som föll djupast i samband med finanskrisen 2008-2009. Det berodde inte på att Sverige hade en stor direkt exponering mot USAs kraschande bostadsmarknad, tvärtom. Istället är detta ett exempel på hur utsatt en liten, exportberoende ekonomi som Sveriges är för internationella chocker. Att vi inte kommer undan svängningar i den globala konjunkturen innebär dock ingalunda att vi kan sitta på händerna och ge upp, ”vi kan ändå inget göra”. Lärdomen är tvärtom att det är extra viktigt för ett land som Sverige att hålla sitt hus i ordning.

Svackan efter finanskrisen var den djupaste nedgången som den svenska ekonomin upplevt, åtminstone på denna sida Andra världskriget. BNP föll ackumulerat med nästan 6 procent 2008-2009, ett större fall än t.o.m. i samband med budgetkrisen i början 1990-talet. Visserligen vände det snabbare uppåt efter finanskrisen men återhämtningen har varit den långsammaste hittills. Recessionen drevs i första hand fram av kraftiga ras i export och investeringar, som föll som mest med 15-20 procent i årstakt under 2009.

SVERIGES RECESSIONER

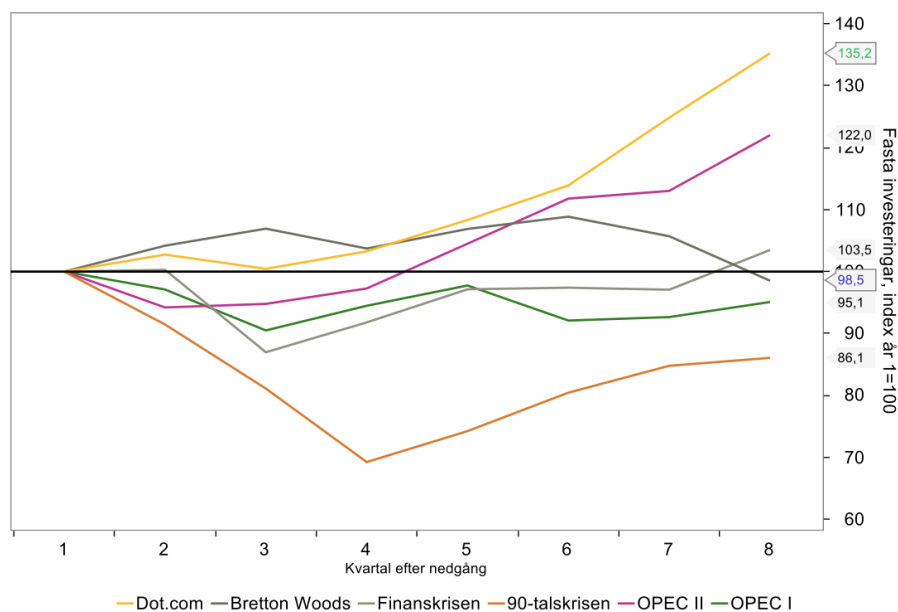


SVERIGE: EXPORT & INVESTERINGSRAS UNDER KRISEN

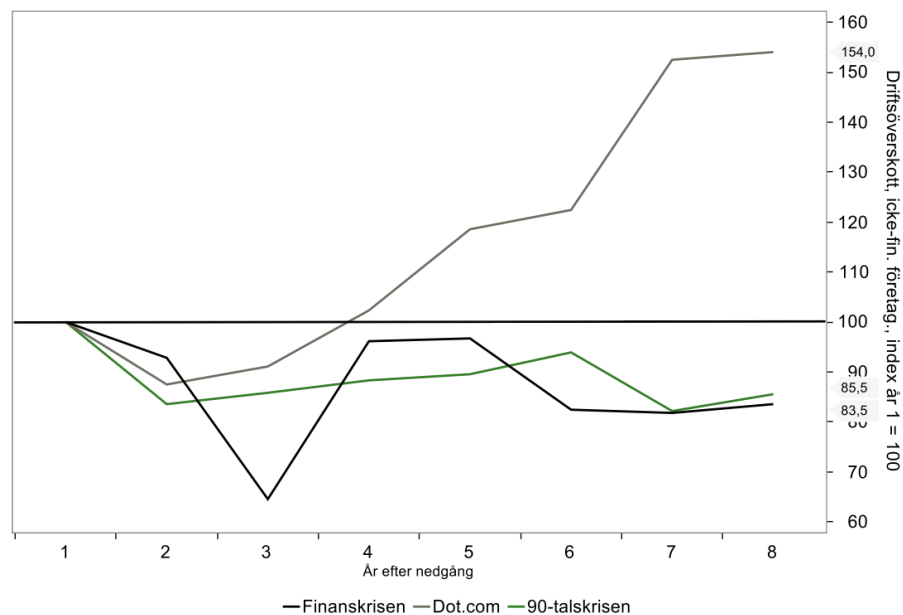


Finanskrisen hade annorlunda effekter på den svenska ekonomin jämfört med tidigare kriser. Åtstramningen på de finansiella marknaderna och den globala tvärniten innebar att svenska investeringar föll kraftigt under år 2009. Under åren som följde har investeringarna utvecklats fortsatt svagt, belastade av en mycket svag vinstkonjunktur. Ännu år 2014 var företagsvinsterna mer än 15 procent lägre än vid krisens början.⁶

SVERIGE: SVAGA INVESTERINGAR EFTER FINANSKRISEN



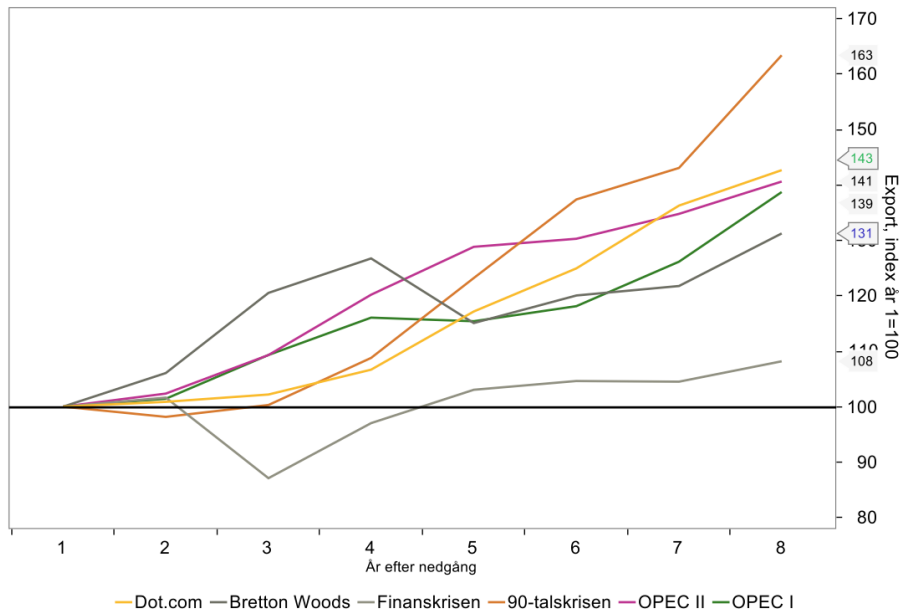
SVERIGE: SVAG VINSTCYKEL HÄMMAR INVESTERINGARNA



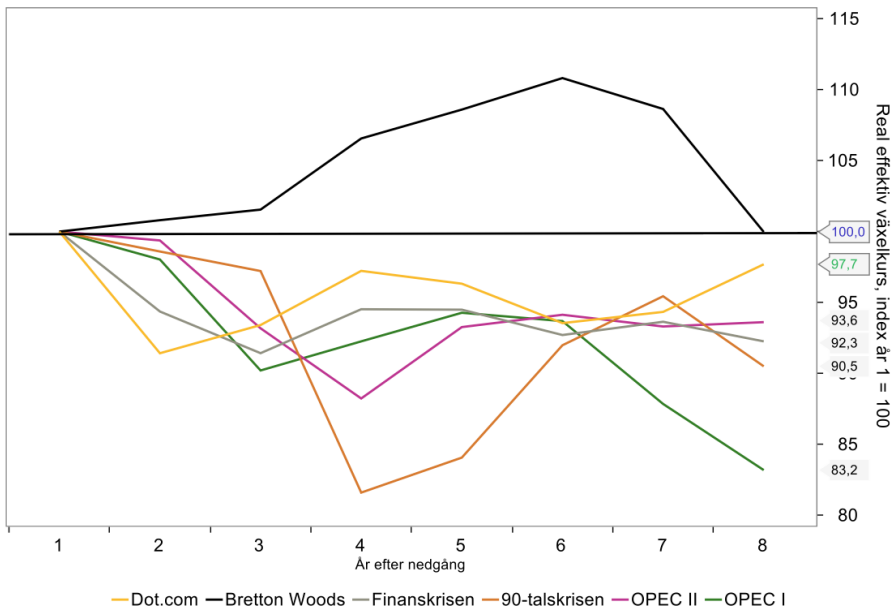
Att exportindustrin kämpat i motvind sedan krisen framgår tydligt av bilderna nedan. Aldrig tidigare har exportutveckling varit så svag efter en recession som denna gång. Exporten rasade ackumulerat mer än 15 procent under 2009 och exportvolymerna har fortsatt utvecklats mycket svagt. Delvis kan detta säkert förklaras med att kronan inte försvagades lika kraftfullt som t ex efter 90-talskrisen.

⁶ Driftsöverskottet för icke-finansiella företag används som vinstmått i detta sammanhang.

SVERIGE: VÄRSTA EXPORTRASET HITTILLS



SVERIGE: LITEN HJÄLP FRÅN KRONAN EFTER FINANSKRISEN



Även beaktat den relativt starka kronan framstår dock den svenska exportutvecklingen som frapperande svag efter krisen. En förklaring kan vara att svenska företag inte i samma utsträckning som t ex tyska och amerikanska, har tagit för sig av den växande marknaden i Kina och andra tillväxtländer. Redan åren innan krisen avvek Sverige från andra jämförbara länder genom att inte alls öka exportandelen till Kina. Under recessionen ökade Kinas exportandel kraftigt främst beroende på att övriga exportmarknader frös till is. Därefter har den svenska utvecklingen i stort sett stannat av igen medan såväl Tyskland som USA fortsatt att skeppa en växande andel export till den kinesiska marknaden. Det förefaller alltså som att det finns underliggande faktorer, som inte har med valutakursen, som hämmat svensk exportpenetrationen av den kinesiska marknaden, t ex en mindre attraktiv produktmix, etc.

Även om det gått trögt för exportindustrin finns det en sektor av det svenska näringslivet som utvecklats relativt starkt på sistone, nämligen byggandet. En fortsatt kraftig urbaniseringstakt påeldad av extremt låga räntor har gett skjuts, på sistone i synnerhet åt bostadsbyggandet. Accelererande bygglov tyder på att bostadsbyggandet kommer att fortsätta att ge stöd till ekonomin det närmaste året.

SVERIGE SVÅRT ATT SLÅ SIG IN I KINA



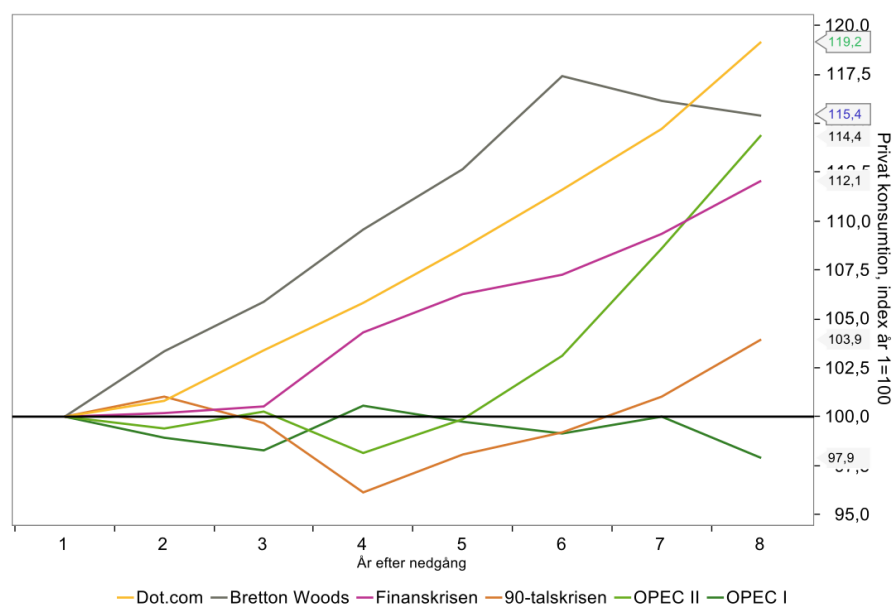
SVERIGE: BYGGANDET VÄXER PÅ



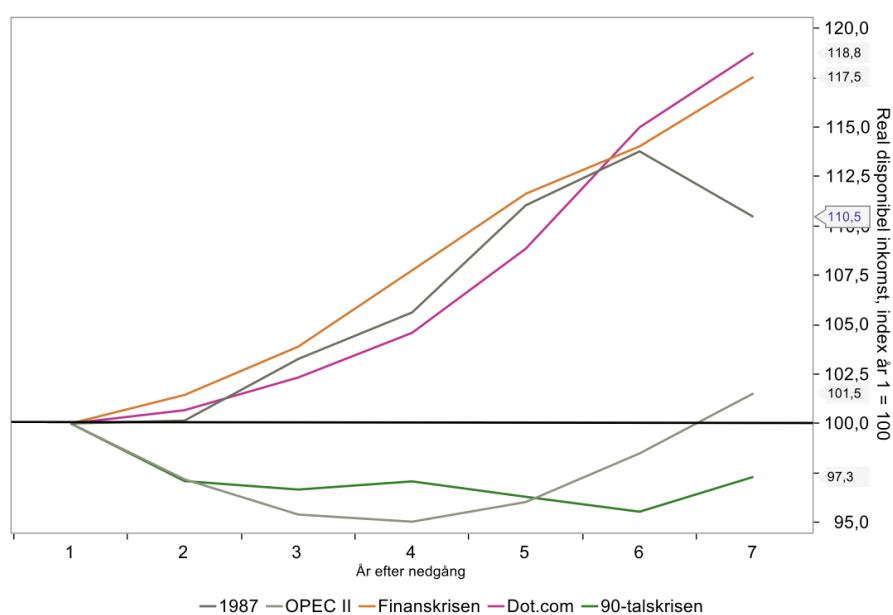
Medan företagssektorn haft motiga år har de svenska hushållen haft desto gladare dagar. Man skulle kunna säga att svenska hushåll tillhörde de kategorier i världsekonomin som klarade sig lindrigast undan finanskrisens härjningar, privat konsumtion har inte fallit under något år och har stigit ackumulerat med 12 procent sedan år 2008. Man skulle kunna säga att företagens olycka - svaga företagsvinster - till betydande del varit hushållens lycka - stark inkomstutveckling. Sålunda har hushållens reala disponibelinkomster stigit med 17 procent, eller i genomsnitt 2,8 procent/år sedan 2008, vilket händelsevis precis

motsvarar det ackumulerade vinstfallet under perioden. Nu beror den starka inkomstutvecklingen dock inte bara på att reallönerna stigit ordentligt – deflaterat med KPI har svenska reallöner ökat i genomsnitt med 1,9 procent/år – utan även på omfattande skattesänkningar som jobbskatteavdragen.

SVERIGE: SVENSKA HUSHÅLL UNDKOM FINANSKRISEN



SVERIGE: HUSHÅLLEN UNDKOM FINANSKRISEN

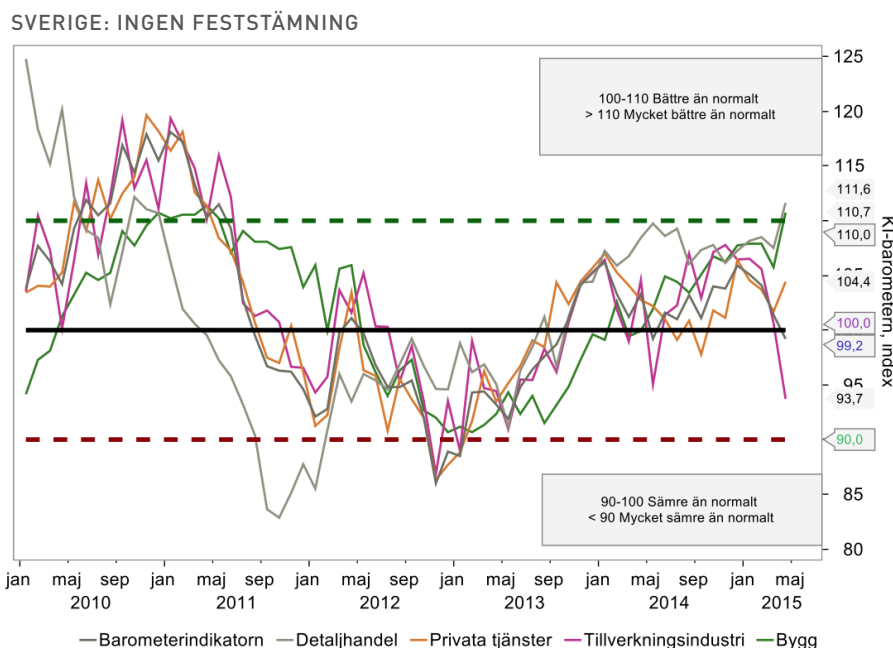
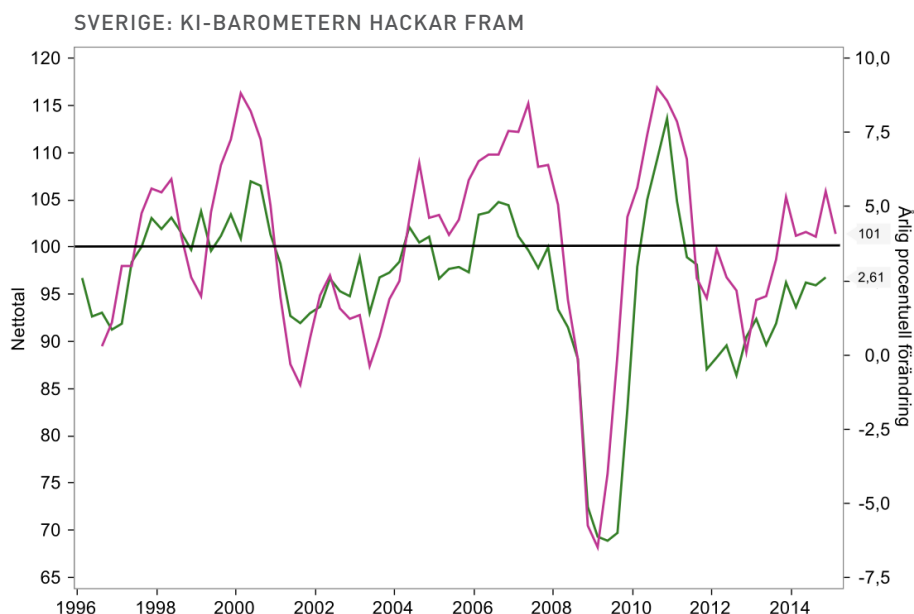


FORTSATT LJUMMEN KONJUNKTUR

Blickar vi framåt tyder det mesta på att svensk ekonomi i det korta perspektivet fortsätter att hacka fram strax över potentiell tillväxt. KI-barometern wobbler lite runt 100-strecket vilket inte antyder en snar förändring av ekonomins momentum. Studerar vi barometerdetaljerna förefaller det dessutom som om tudelningen av svensk ekonomi snarast håller på att förstärkas: Medan tillverkningsindustrin signalerade en kraftig inbromsning i april signalerade inhemska sektorer som bygg och detaljhandel en rejäl acceleration.

Det återstår fortfarande ett antal osäkerhetsfaktorer i svensk ekonomin inför de kommande åren, förutom den globala konjunkturen även den finanspolitiska

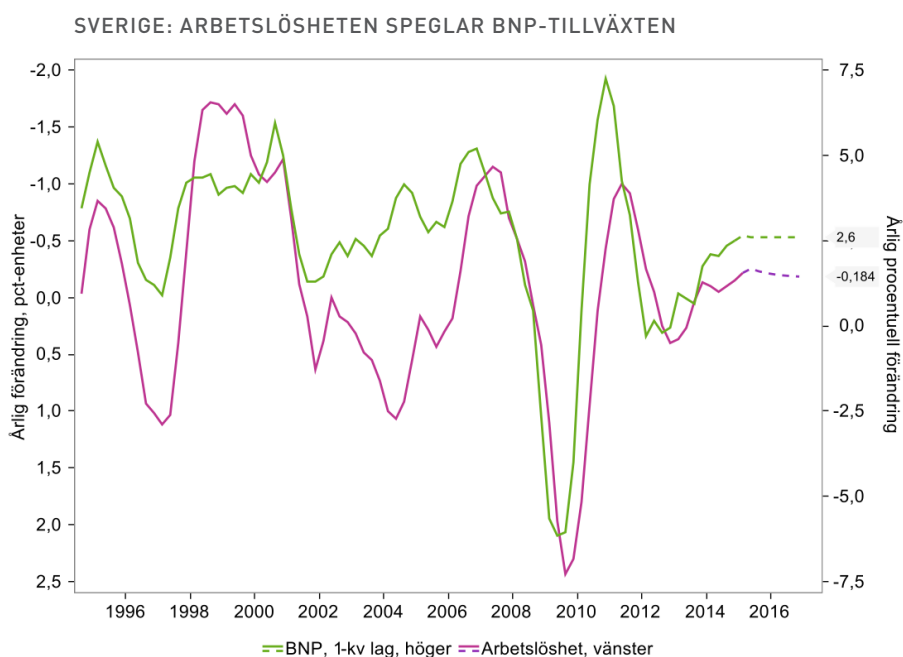
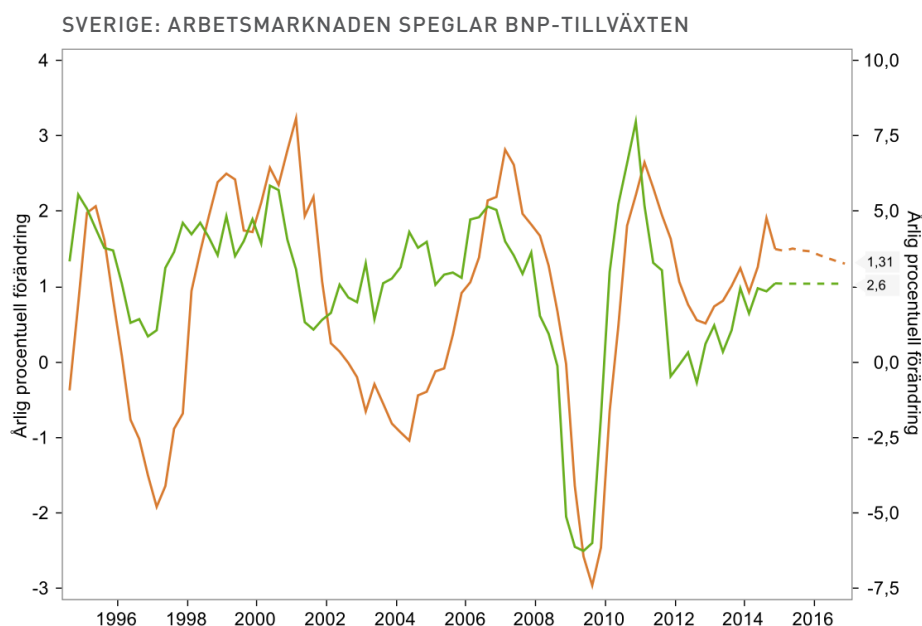
ka inriktningen. Inte förrän i samband med höstbudgeten kan vi räkna med att den dimman lättar. Det är dessutom fortfarande oklar i vilken mån Riksbanken kommer att fortsätta pumpa in gratispengar i ekonomin och vilka realekonomiska effekter det kan få. Sammantaget räknar vi ändå med att Sverige växer med c:a 2,5 procent under 2015 och 2016.



FORTSATT LÅNGSAM FÖRSTÄRKNING AV ARBETSMARKNADEN...

Svensk sysselsättning har vuxit relativt stark de senaste åren trots medioker BNP-tillväxt. De politiska reformer som genomförts, t ex jobbskatteavdragen, har sannolikt bidragit till den hyfsade utvecklingen. Samtidigt som regelförändringar och andra politiska åtgärder har betydelse är ändå utvecklingen på arbetsmarknaden i mycket en spegling av den allmänna konjunkturen. Bilderna nedan visar hur såväl sysselsättningsstillväxt som förändring i arbetslösheten hänger intimt samman med BNP-tillväxten även om styrkan i sambandet varierar en del över tid.

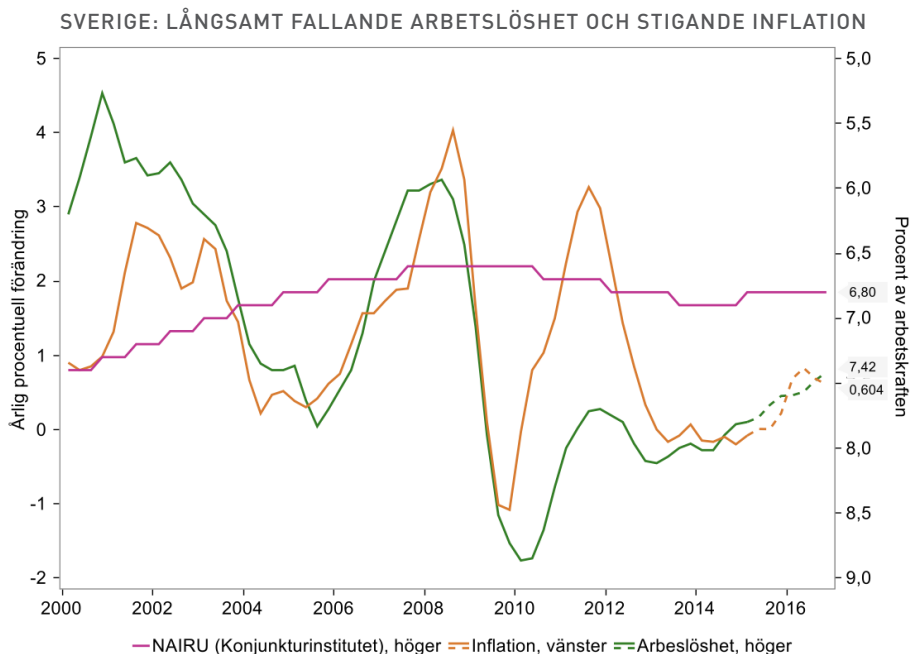
Eftersom sysselsättningen har ökat "lite för mycket" de senaste åren antyder en modell baserad på BNP-tillväxten att sysselsättningen kommer att bromsa in något till omkring 1,3 procent under loppet av 2016.



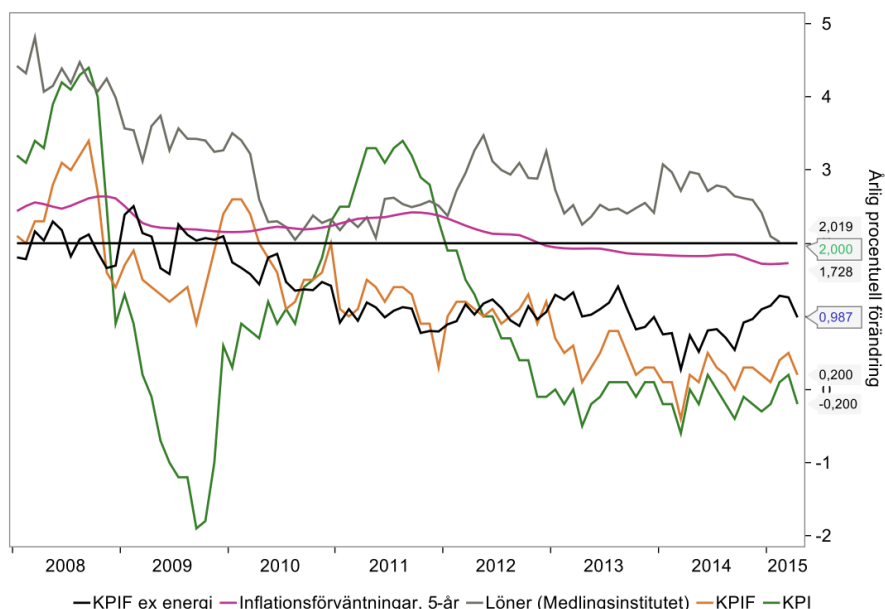
Eftersom svensk potentiell BNP-tillväxt är strax under 2 procent tenderar arbetslösheten att falla/stiga för tillväxttal däröver/därunder. BNP-prognosen på c:a 2,5 procent talar därför för att arbetslösheten sakta fortsätter att falla långsamt mot 7,5 procent mot slutet av 2016. Det betyder att det fortfarande kommer att finnas lediga resurser, d.v.s. arbetslösheten kommer fortfarande att understiga den långsiktigt hållbara (NAIRU) som enligt Konjunkturinstitutet är en bit under 7 procent.

...OCH FORTSATT LÅG INFLATION...

Det faktum att det fortfarande kommer att finnas lediga resurser talar för att det inhemska inflationstrycket förblir mycket lågt. Svensk KPI har de senaste 15 åren kunnat förklaras relativt väl av situationen på arbetsmarknaden, valutakursen och oljepriserna. Fortsatt lediga resurser samt antaganden om att oljepriset stiger mot 65 USD och att kronan förblir kring dagens nivåer, talar för att inflationen stiger mycket marginellt under prognosperioden. Vår bedömning är således att Riksbanken långt ifrån kommer att uppnå inflationsmålet till slutet av 2016.



SVERIGE: DESINFLATION SKJUTER PÅ REALLÖNERNA



...TALAR FÖR FORTSATT ULTRALÅGA RÄNTOR!

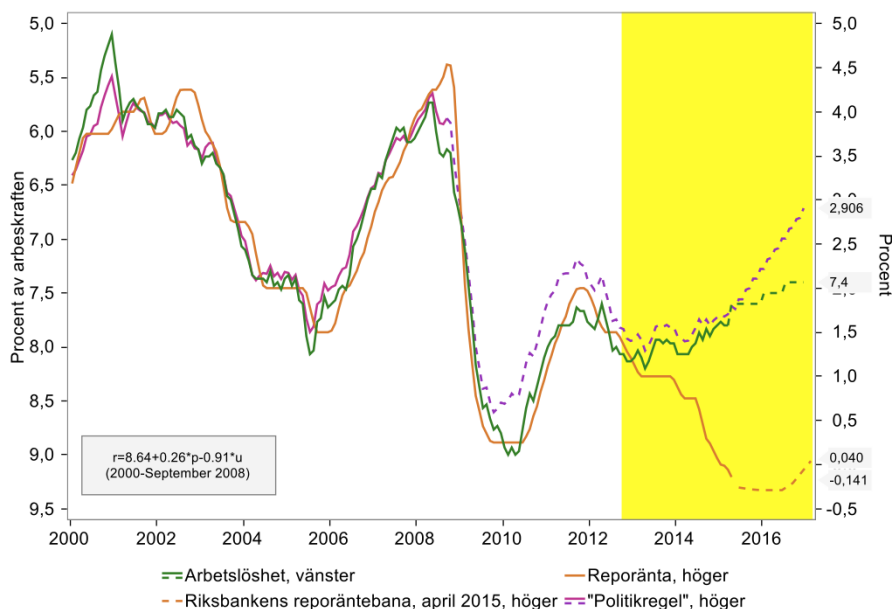
Riksbanken höjde reporäntan – allt för tidigt skulle det visa sig i efterhand – i samband med att ekonomin studsade tillbaka 2010, eftersom man gjorde bedömningen att återhämtningen och den medföljande förbättringen på arbetsmarknaden gradvis skulle leda till högre inflation. När sedan inflationen

istället systematiskt började skjuta under inflationsmålet och snabbt falla mot nollstrecket, reagerade Riksbanken sent omsider med att drastiskt sänka repo-räntan, ända ner till dagens -0,25 procent.

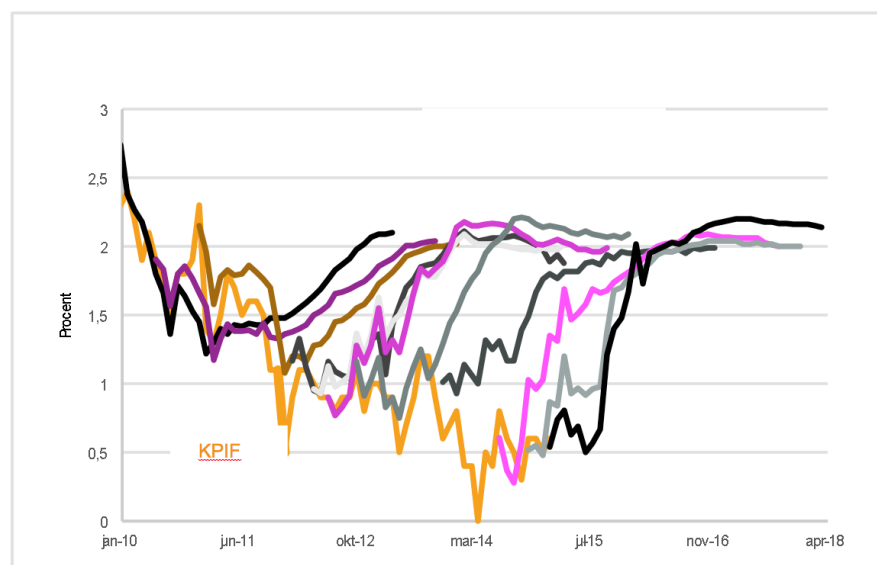
Bilden till vänster på nästa sida visar hur Riksbanken fram till 2013, liksom andra centralbanker, agerade framåtblickande och baserade politiken på resursutnyttjande/arbetslösheten. Inflationen spelade en marginell roll, på goda grunder eftersom dagens inflation är en "lagging indicator", d.v.s. reflekterar det historiska resursutnyttjandet. Det är slående hur Riksbanken sedan bytte strategi under 2012 när inflationen började falla trots fallande arbetslöshet och nu istället fokuserar helt och hållet på inflationen.

Man kan förstå att Riksbanken la om strategi med tanke på att prognoserna systematiskt började slå fel, det var uppenbart att prognosmodellerna inte fungerade. Den högra bilden på nästa sida visar inflationen rensat för ränteeffekter (KPIF) samt några av Riksbankens prognoser. KPIF-banorna har vid samtliga prognostillfällen – även dem som inte visas i figuren - pekat brant uppåt mot 2 procent, oavsett inflationen i utgångsläget.

RIKSBANKEN HAR ÖVERGIVIT PRE-LEHMAN-REGELN



RIKSBANKSPROGNOSER



Så måste Riksbankens prognosbanor se ut, om inte vore det ett indirekt erkännande att politiken inte är konsistent med inflationsmålet. Att inflationsbanorna således knappast kan betraktas som genuina prognoser innebär i sin tur att ekonomiska aktörer inte kan basera sina beslut på Riksbankens inflationsprognoser.

Betydelsen av strategibytet är tydlig i bilden ovan till vänster. Om Riksbanken följt den strategi som gällde innan 2012 skulle reporäntan i dagsläget varit c:a 1,8 procent. I takt med att arbetslösheten långsamt faller kommande kvartal talar den tidigare strategin för att reporäntan gradvis ska stiga ytterligare en procentenhet. Kontrastera detta scenario med Riksbankens räntebana från april som pekar mot negativ reporänta ända till slutet av 2016...!

Med tanke på Riksbankens bakåtblickande strategi är det rimligt att anta att man kommer att pumpa på med penningpolitisk stimulans, åtminstone så länge som inflationen inte visar tydliga tecken på att återvända mot målet. Eftersom inflationen troligen kommer att sväva långt under målet, och endast stiga långsamt de kommande kvartalen, kan vi mycket väl få se ytterligare räntesänkningar och obligationsköp redan i närtid. Vi delar därför Riksbankens bedömning är reporäntan inte kommer att börja höjas före 2016-års utgång.

SVAG GLOBAL KONJUNKTUR BESK MEDICIN FÖR BASINDUSTRIN

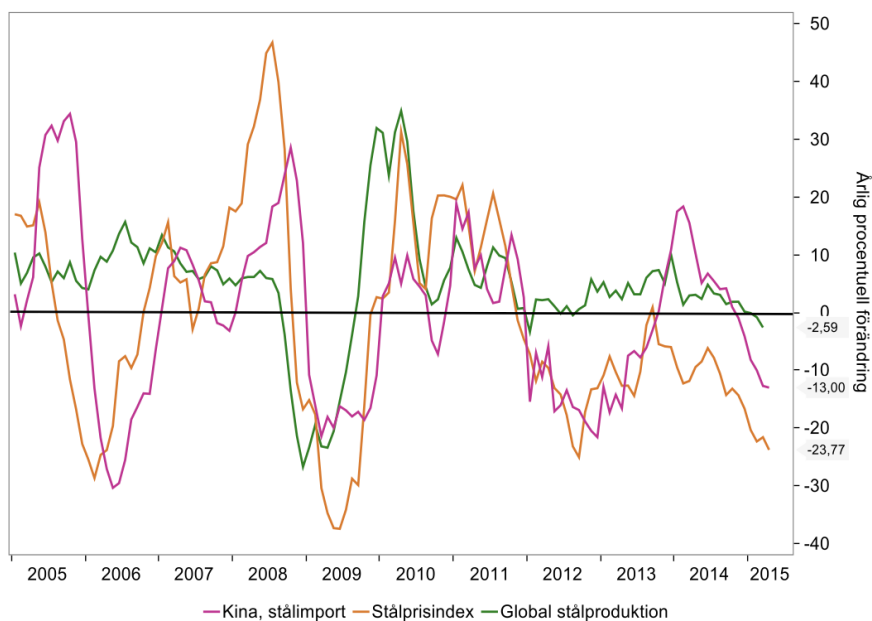
Den svaga globala återhämtningen efter finanskrisen har inneburit prövningar för den svenska basindustrin som är mycket exportorienterad och därför känslig för den globala konjunkturen. Råvarupriserna har fallit kraftigt, särskilt på metaller vilket drabbat t ex gruvindustrin hårt, medan virkespriserna har stått emot betydligt bättre. Global stålproduktion har bromsat ordentligt i spåren av den kinesiska avmattningen samtidigt som priserna faller brant vilket slagit hårt mot den svenska stålindustrin.

KOLLAPSANDE METALLPRISER



Fortsatt svag till måttlig global konjunktur, inte minst i tillväxtländerna, är således en besk medicin att svälja. Dessutom konkurrerar basindustrins företag hårt med företag i andra länder varför valutakursen är av stor betydelse.

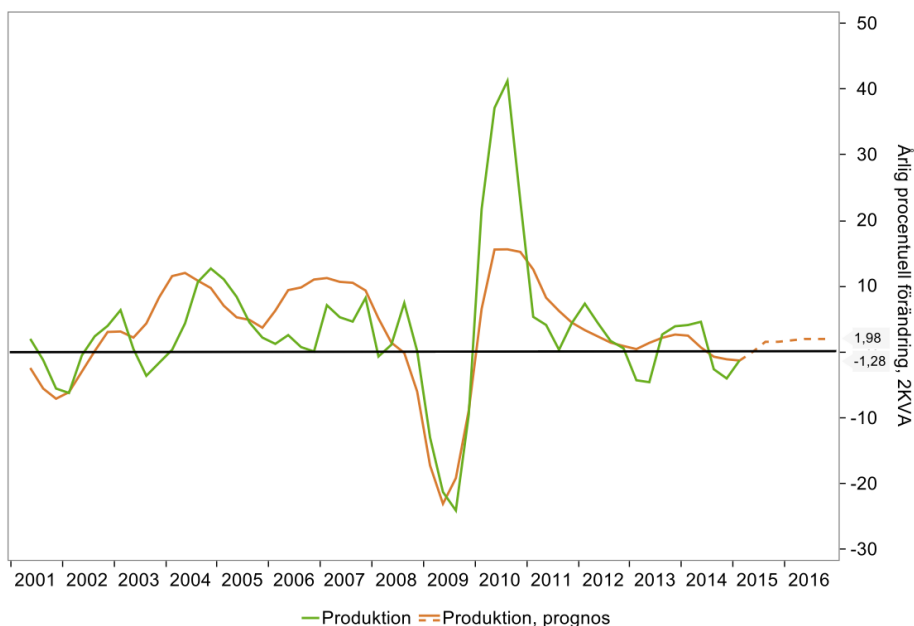
GLOBALT: STÅLMARKNADEN SVALNAR SNABBT



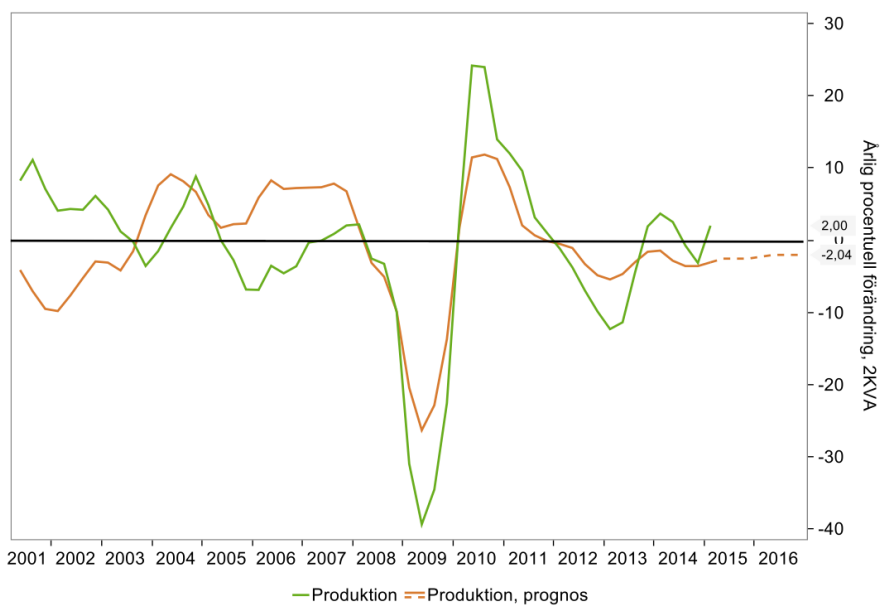
Bilderna nedan sammanfattar bedömningarna för basindustrins olika branscher, givet prognosen om tre procent årlig global BNP-tillväxt 2015-2016 och en i grunden stabil kronkurs. De gröna kurvorna visar produktionen inom respektive enligt industriproduktionsdata medan de gula kurvorna visar vad produktionen "borde varit" enligt prognosmodellen, givet global konjunktur och valutakurs. Som synes förklarar modellen en mycket stor del av variationer i basindustrins produktion, även om betydande avvikelser inträffar då och då.

Finanskrisens härjningar i svensk basindustri framstår verkligen tydligt. Efter rekylen har impulsen störts ut och produktionen hackar fram kring nollstreck- et och med fortsatt svag global tillväxt kommer detta mönster sannolikt bestå.

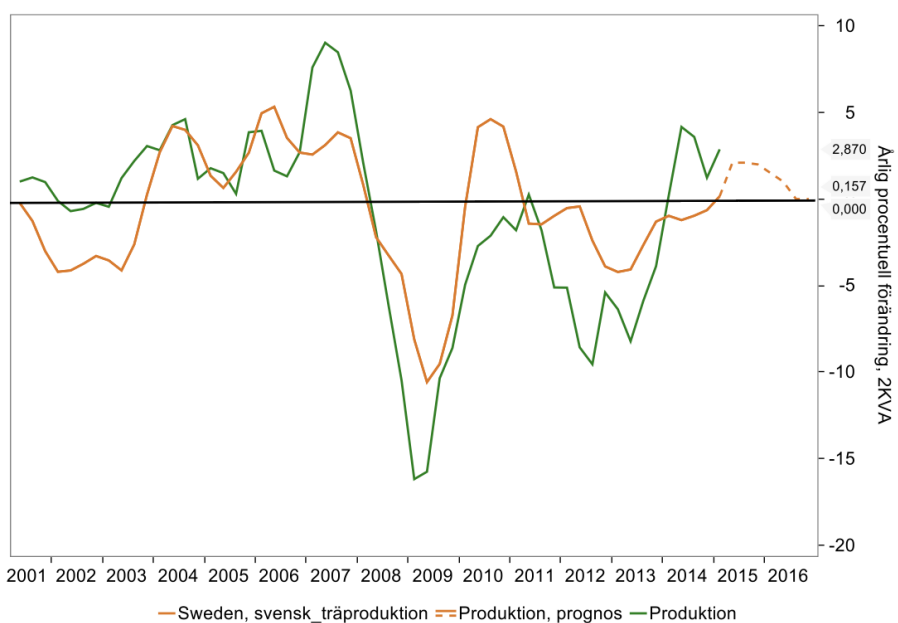
PRODUKTION I GRUVINDUSTRIN



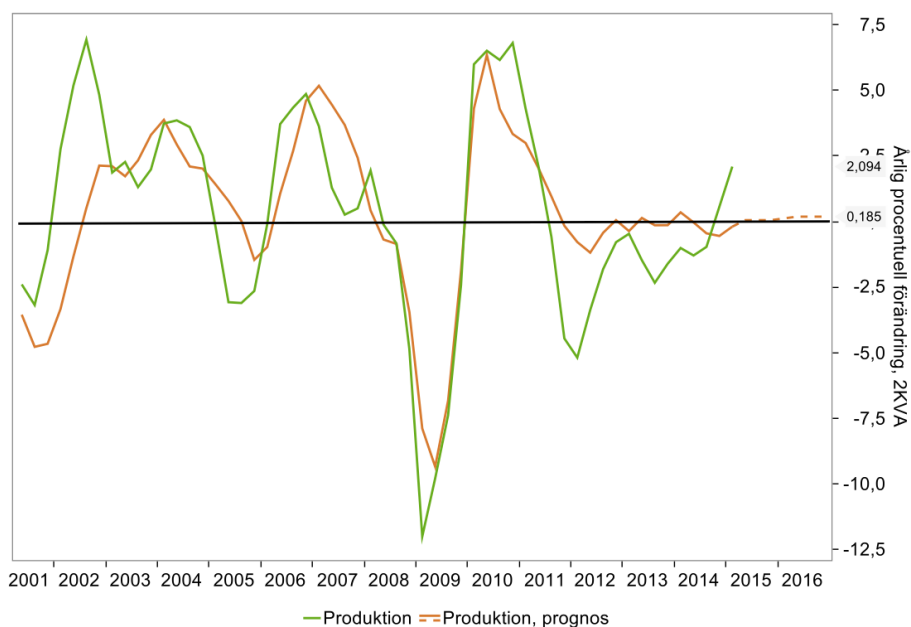
PRODUKTION I METALLINDUSTRIN



PRODUKTION AV TRÄVAROR



PRODUKTION PAPPER & MASSA



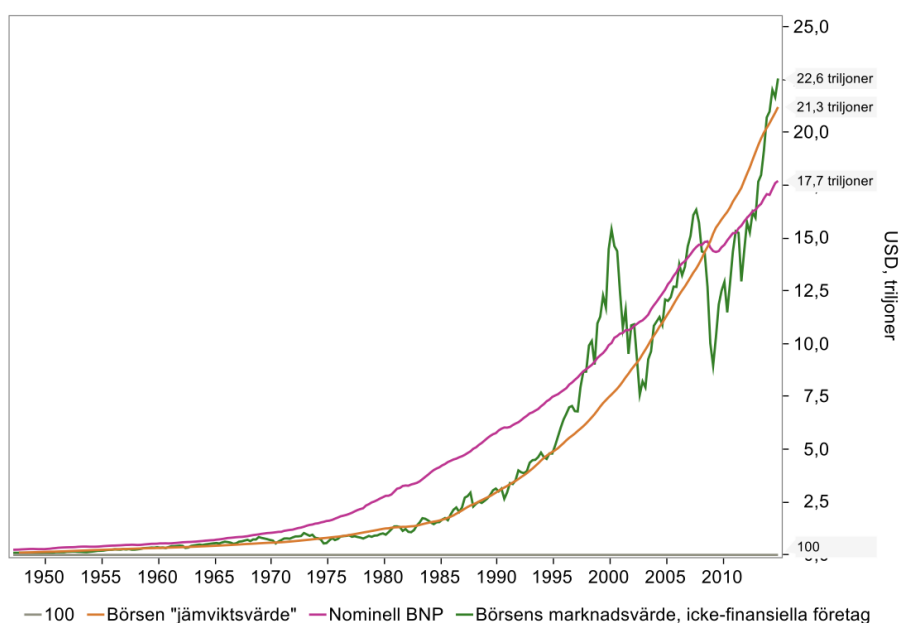
Även om modellerna inte är exakta och utfallen kan avvika från prognoserna, får man sammanfattningsvis räkna med svag om ens någon produktionsökning i de flesta branscher de kommande åren. Särskilt besvärligt verkar läget vara för stålindustrin medan situationen ser något ljusare ut för gruvindustrin.

FINANSIELLA MARKNADER

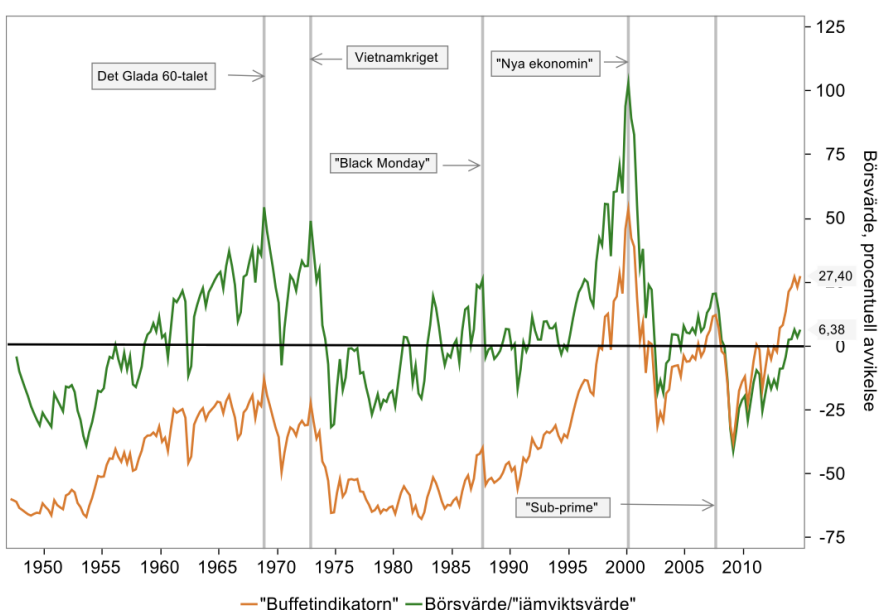
CENTRALBANKERNA BLÅSER UPP BÖRSENA

Under de senaste årens har världens börser stigit kraftigt, till synes utan stöd av en stark ekonomisk återhämtning. Det finns därför en betydande oro för att börserna ska visa sig vara en bubbla som spricker. En tumregel som "pesimisterna" brukar hänvisa till i sammanhanget är den s.k. Buffetindikatorn som relaterar USAs börsvärde till nominell BNP. Det finns en tydlig logik i Buffetindikatorn, på lång sikt är det rimligt att värdet på finansiella tillgångar utvecklas i linje med ekonomin. Bilderna nedan visar att Buffetindikatorn är historiskt hög, såväl i absoluta som procentuella termer. Endast i samband med Nya Ekonomin runt millennieskiftet har börsen varit mer "övervärderad" enligt Buffetindikatorn.

USA: BUFFETINDIKATORN BLINKAR RÖTT



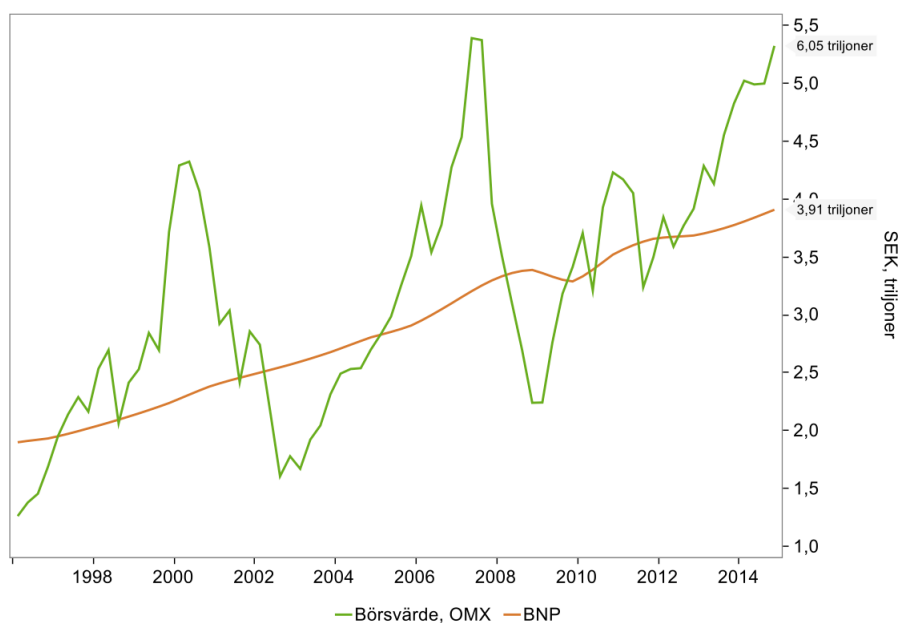
USA: BÖRSEN INTE SÄRSKILT HÖGT VÄRDERAD



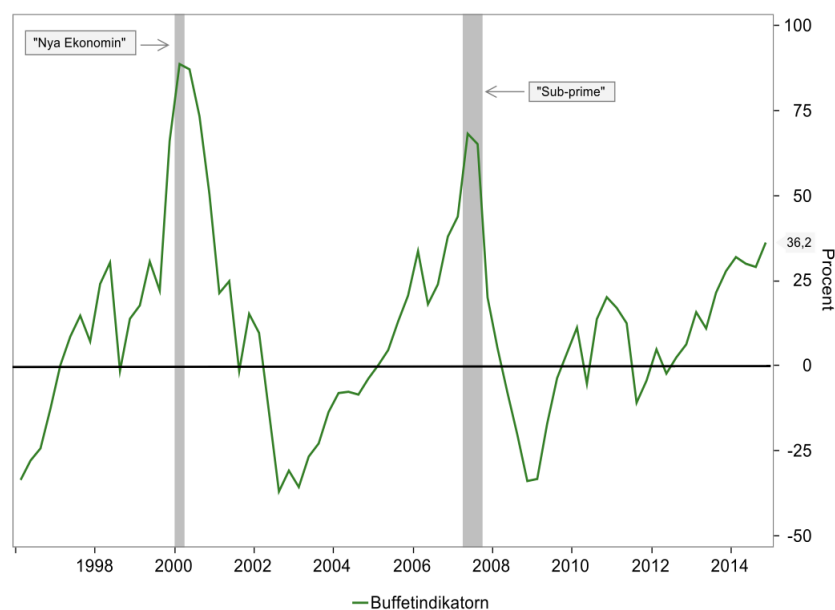
Den enkla tumregeln tar dock inte hänsyn till att börsens ”fundamentala värdering” även beror av ränteläget: Ju lägre ränta desto högre fundamental börsvärdering, allt annat lika. Tar vi hänsyn till att räntan är extrem låg framstår inte alls USA-börsen som särskilt högt värderad längre, i synnerhet inte jämfört med episoder som Svarta Måndagen 1987, Nya Ekonomin eller inför 2008-års finanskris. Man kan således hävda att Federal Reserve, med sin extremt stimulerande politik, dopar börsen och håller ekonomin under armarna.⁷

Applicerar vi Buffetindikatorn på den svenska börsen framstår även den som ”övervärderad”, även om indikatorn är långt ifrån så hög som under dot.com-bubblan och inför finanskrisen. Även här gäller dock att börsvärderingen inte framstår som extrem om vi betänker de extremt låga räntorna.

SVERIGE: BUFFETINDIKATORN LYSER RÖTT ÄVEN HÄR



SVERIGE: INGEN EXTREM BÖRSVÄRDERING



⁷Se "Centralbankernas gratispengar blåser upp börserna!", Mats Kinnwall, Blue Institute, december 2014 för detaljer.

Hur trygga kan vi då vara med att börserna inte framstår som särskilt högt värderade och att risken för en krasch borde vara liten? Som poängteras ovan måste finansiella värderingar och realekonomin gå någorlunda i takt i det långa loppet. Det betyder att Buffetindikatorn förr eller senare måste normaliseras, antingen genom att ekonomin "växer ikapp" och krymper gapet underifrån eller genom att börsvärdena faller/stiger långsammare än BNP under lång tid. Skulle vi få en kraftig börskorrektio n i dagens bräckliga världsekonomi är risken stor för en ny krasch, ett förlopp som världens centralbanker kommer att göra allt för att undvika. Varje tendens till börsoro kommer därför att mötas av en ny dos gratispengar. Fortsatt medioker global tillväxt och låg inflation, betyder därför att räntorna kommer att vara mycket låga under mycket lång tid.

VALUTOR: DOLLARRALLYT I STORT SETT ÖVER

Under det senaste året har USA-dollar n stärkts mycket kraftigt, inte minst mot euron och kronan. Huvudskälet till den stora rörelsen är skiftande penningpolitiska perspektiv på ömse sidor Atlanten: Medan europeiska centralbanker kämpat för att få fart på ekonomin och förhindra en deflationsspiral har Federal Reserve sakta försökt backa ur den extremt expansiva politik som bedrivits sedan 2008. Som diskuteras ovan har förväntningar om en första räntehöjning i USA långsamt krupit in i marknaden medan det finns förväntningar om ytterligare stimulans från ECB och Riksbanken.

Detta skulle kunna tala för en ännu starkare dollar framöver men mycket talar ändå för att dollarförstärkningen i stort sett är över. Ekonomiska data i USA har överraskat negativt på sistone samtidigt som det finns tecken på att Eurozonens ekonomi långsamt vaknar till liv, dessutom förefaller dollarrörelsen som överdriven givet ränteutvecklingen (se figuren nedan till vänster). Vi räknar därför i stort sett med en sidledes rörelse i USD/EUR framöver.

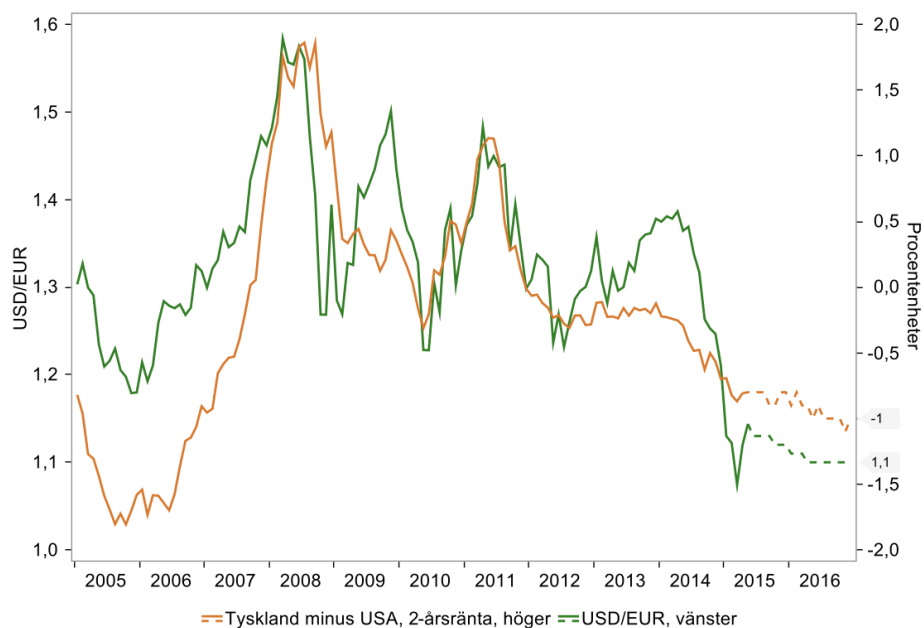
De relativa centralbanksperspektiven har även spelat en dominerande roll för SEK/EUR de senaste åren. Visserligen har svensk ekonomi utvecklats betydligt starkare än Eurozonens men Riksbanken har bedrivit en betydligt aggressivare politik, vilket fått kronan att försvagas ordentligt mot euron. Mycket talar för att Riksbanken kommer att leverera mer stimulanser framöver men detsamma gäller troligen ECB, man skulle kunna säga att Riksbanken och ECB är involverade i ett valutakrig där båda strävar efter att försvaga respektive valutor. Det är svårt att förutse utgången av denna tvekamp så huvudspåret är därför att det inte blir någon kraftig SEK/EUR-rörelse. Med tanke på vår EUR/USD-prognos innebär detta även en relativt stabil krona mot dollarn.

LÅGA MARKNADSRÄNTOR, LÄÄÄÄNGE...

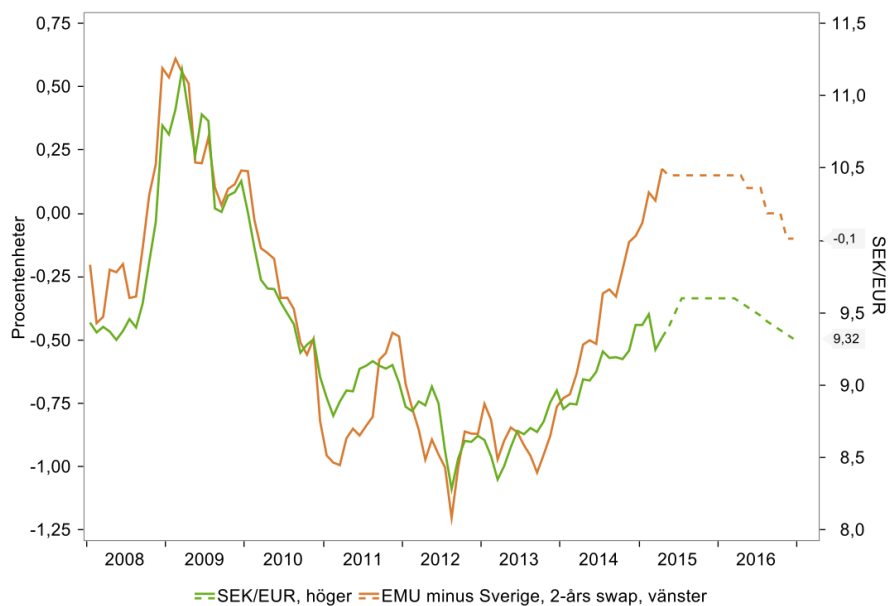
Visserligen är det troligt att Federal Reserve kommer att långsamt höja styrräntan under kommande kvartal vilket kan få globala räntor att stiga något men samtidigt kommer ECB och andra centralbanker att kämpa emot kraftigt högre marknadsräntor.

Med tanke på att världen troligen har långvarigt växlat in på ett lägre tillväxtspår finns det skäl att räkna med fortsatt låga marknadsräntor även på lång sikt. Bilden ovan till höger visar tydligt hur marknadsräntorna över tid tenderar att utvecklas i linje med BNP. Den svenska ekonomen Knut Wicksell formulerade i början av 1900-talet sin teori om den naturliga realräntan, som är nära kopplad till real BNP-tillväxt. Låg global tillväxtpotential samtidigt som det mesta talar för fortsatt låg inflation pekar på fortsatt låga marknadsräntorna, även om en viss normalisering är trolig de kommande åren.

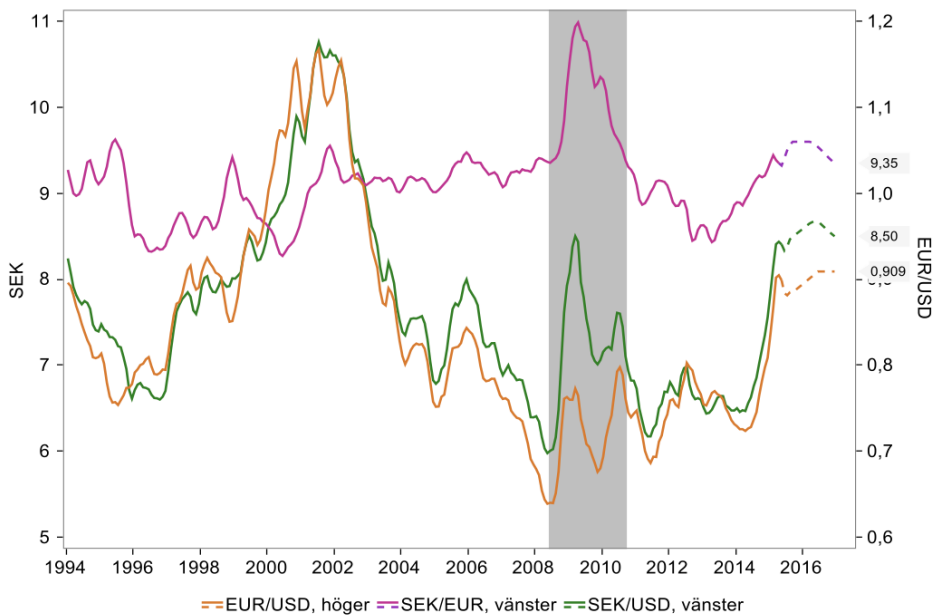
VALUTOR: DOLLARFÖRSTÄRKNINGEN I STORT SETT ÖVER



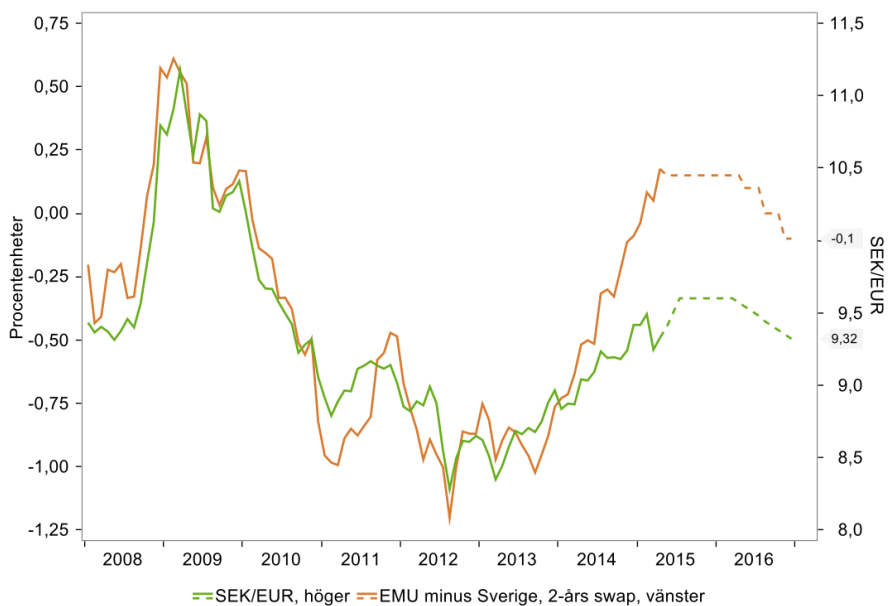
SEK/EUR: RÄNTEDIFFERENSEN REGERAR



KRONAN FÖJER EUR/USD - UTOM I KRISTIDER



USA: LÅNGRÄNTORNA FÖLJER BNP-TILLVÄXTEN



TABELL 1.
NYCKELTAL

ÅR	USA BNP	EMU BNP	KINA BNP	UK BNP	JAPAN BNP	GLOBAL BNP	BNP	ARBETS- LÖSHET	SVERIGE SYSSEL- SÄTTNING	KPI
2015	2,1	1,1	7	2,4	0,6	3	2,6	7,7	1,5	0,1
2016	2,5	1,3	6,7	2,5	0,7	3	2,5	7,5	1,3	0,7

TABELL 2.
PRODUKTION BASINDUSTRIN

ÅR	GRUV BNP	STÅL BNP	TRÄVAROR BNP	P & M BNP
2015	0,4	-2,1	2,1	0
2016	1,5	-1,6	0,6	0,2

TABELL 3.
FINANSIELLA NYCKELTAL

ÅRS- SLUT	FED	ECB	RIKS- BANKEN	SEK/ EUR	USD/ EUR	SEK/ USD	SVERIGE 10-ÅR	USA 10-ÅR	TYSKLAND 10-ÅR
2015	0,5	0,05	-0,3	9,6	1,12	8,6	0,8	2,5	0,6
2016	1,25	0,05	-0,3	9,35	1,1	8,5	1,2	2,7	1

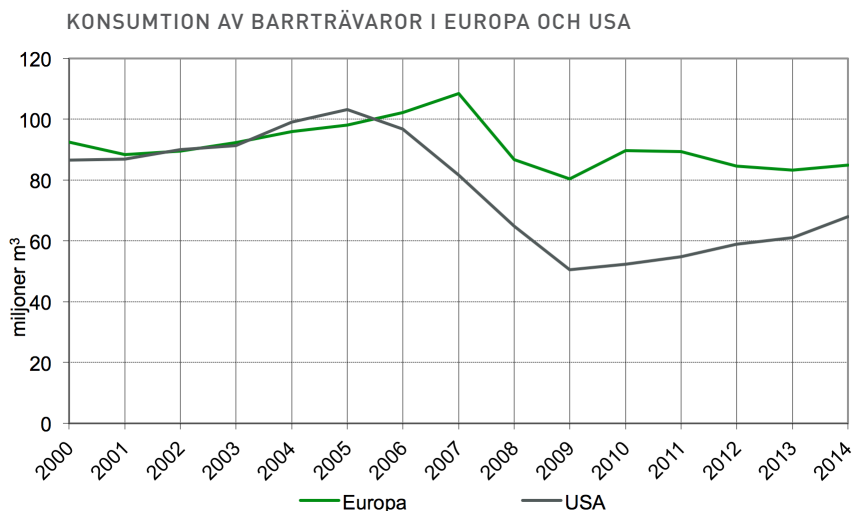
TEMA: TRÄVARUMARKNADEN

Trävarumarknaden hämmas av att produktionen har ökat lite för mycket och lite för snabbt. Det finns helt enkelt gott om trävaror på nästan samtliga marknader världen över, vilket haft en prispressande effekt. Efterfrågan har ökat något, men inte tillräckligt mycket för att förhindra ett prisfall. På lite sikt ser utvecklingen ganska bra ut med underliggande konsumtionsuppgång på de flesta marknader fram mot 2017-2018. Marknadsbalansen och därmed trävarupriserna bestäms av hur snabbt produktionen kommer att öka och därmed kunna möta den ökade efterfrågan.

EFTERFRÅGAN PÅ BARRTRÄVAROR

Recessionen drabbade världens sågverk hårt. Mellan 2006 och 2009 minskade konsumtionen med nästan 80 miljoner kubikmeter eller nästan 25 procent. Nedgången leddes av nedgången i byggande i världens största trävarumarknad USA, vilket samtidigt var starten på den globala kris som skulle kulminera ett par år senare.

Sedan 2009 har träkonsumtionen ökat endast långsamt. I Europa var konsumtionen 2014 bara marginellt högre än 2009, vilket framgår av grafen nedan. I USA har återhämtningen visserligen haft något bättre fart, men konsumtionsnivån är fortfarande historiskt låg då fallet var större här.



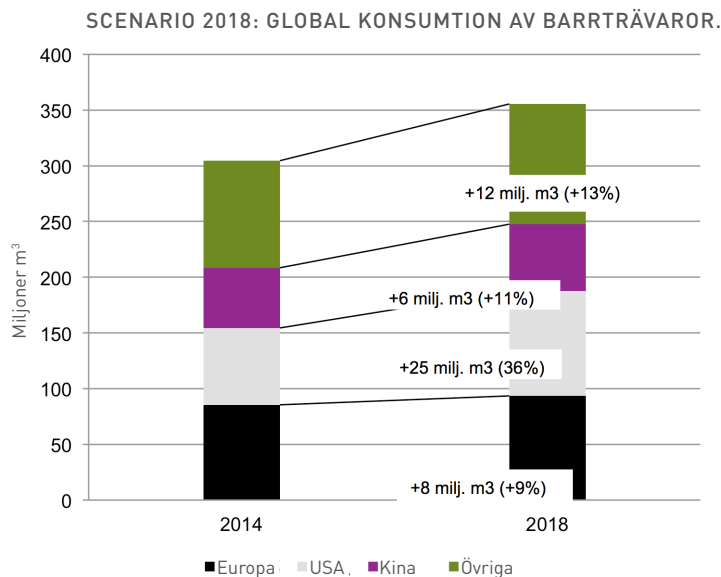
KÄLLA: SKOGSINDUSTRIERNA

Hur som helst ökar träkonsumtionen sedan förra året i både Europa och USA, vilka tillsammans konsumerar mer än hälften av alla trävaror. Denna gryende uppgång på de mogna marknaderna känns om inte snabb så stabil, vilket är viktigt för trävarumarknaden.

Mer osäker känns för närvarande utvecklingen i Kina. Landet har blivit en storspelare i världshandeln av trävaror och är med god marginal den näst största importören efter USA. Emellertid står Kina endast för mer blygsamma 15 procent av den totala konsumtionen av barrträvaror och har alltså inte samma tyngd som Europa och USA. För Sveriges del ser det dock ut att finnas stora möjligheter i Kina framöver. Mer om det längre fram.

Diagrammet nedan visar dels dagens fördelning av barrträvarukonsumtionen globalt samt vad som bedöms vara ett rimligt scenario fram till 2018. Ökningen, som till och med 2018 motsvarar ca 4 procent per år, grundar sig främst

på tron att USA ska komma igång i snabbare takt med husbyggandet. Europas ökning är mer blygsam. Scenariot innebär att USA och Europa på sätt och vis tar över stafettpipen från tillväxtmarknaderna med Kina i spetsen.



KÄLLA: FAO, SKOGSINDUSTRIERNA

I följande analys görs en genomgång ur ett Europaperspektiv av de viktigaste marknaderna. Avslutningsvis förs ett resonemang specifikt om läget för svenska sågverk.

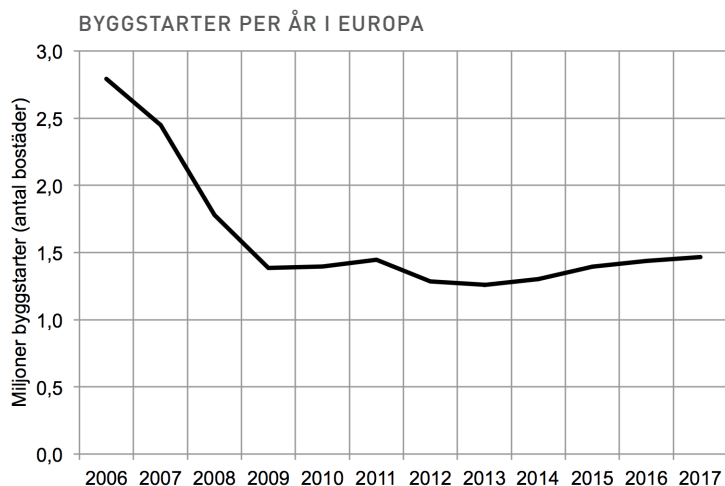
EUROPA

Det går inte att underskatta vikten av "hemmamarknaden" Europas utveckling för trävarumarknaden. Europa är den region i världen som konsumerar mest trä - ungefär 30 procent av den globala produktionen - och av Sveriges produktion konsumeras ca 60 procent i Europa.

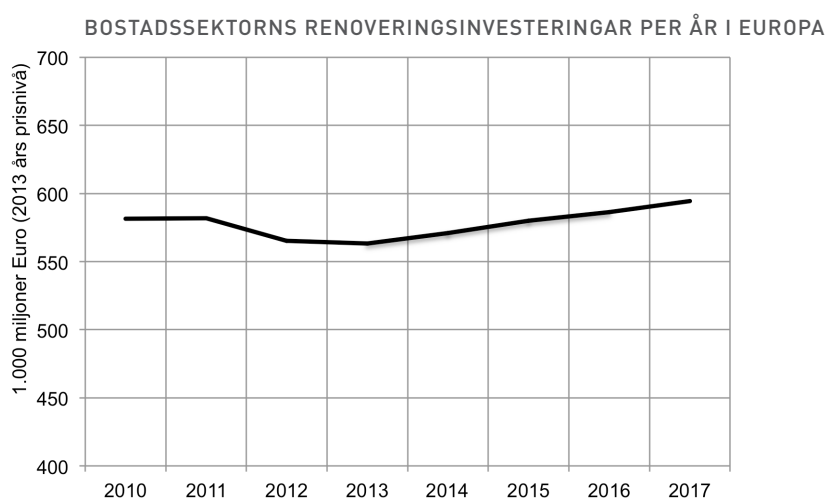
I Europa har konsumtionen av trävaror minskat med 20 miljoner kubikmeter sedan recessionen drabbade kontinenten. Produktionen har dock minskat mindre eftersom ungefär halva nedgången har kompensats av nästan fördubblad export till marknader utanför Europa. Ungefär 10 miljoner kubikmeter utomeuropeisk export har ökat till 19 miljoner kubikmeter, eller ungefär lika många procent av Europas produktion.

Sverige, och i viss mån Finland, har stått för huvuddelen av ökningen av exporten från Europa, vilken i huvudsak har gått till marknader i Nordafrika och Mellanöstern. Eftersom importen till Europa ligger ganska stabilt kring tre till fyra miljoner kubikmeter, nästan uteslutande från Ryssland, är nettoexporten från Europa i storleksordningen 15 miljoner kubikmeter. Bedömningen är att importen inte kommer att öka.

För europeiska producenter kommer alltså den europeiska hemmamarknaden troligtvis öka mer än andra marknader under de närmsta åren. Faktum är att redan i följd ökade leveranserna till Europa marginellt mer än volymerna till övriga marknader. Det innebär att andelen av den totala försäljningen av europeiskt producerade trävaror som går till utomeuropeiska marknader sannolikt kommer att plana ut på knappt 20 procent. (Detta förutsätter att exporten till USA och Kina fortsätter att öka, vilket är troligt.) Att andelen utomeuropeisk export inom överskådlig tid kommer att överstiga 20 procent av produktionen är högst osäkert.



KÄLLA: EUROCONSTRUCT



KÄLLA: EUROCONSTRUCT

Träkonsumtionen i Europa drivs till uppskattningsvis 75 procent av byggande. Av byggrelaterade aktiviteter är det renovering och tillbyggnad som är den absolut viktigaste drivkraften, viktigare än nybyggnation. Renoveringsaktiviteten svänger ungefär kring samma trender som nybyggnation, men har en betydligt stabilare utveckling. Nybyggnation varierar historiskt betydligt mer än BNP-utvecklingen och diagrammet visar tydligt den kraftiga förändringen i husbyggnation sedan 2006.

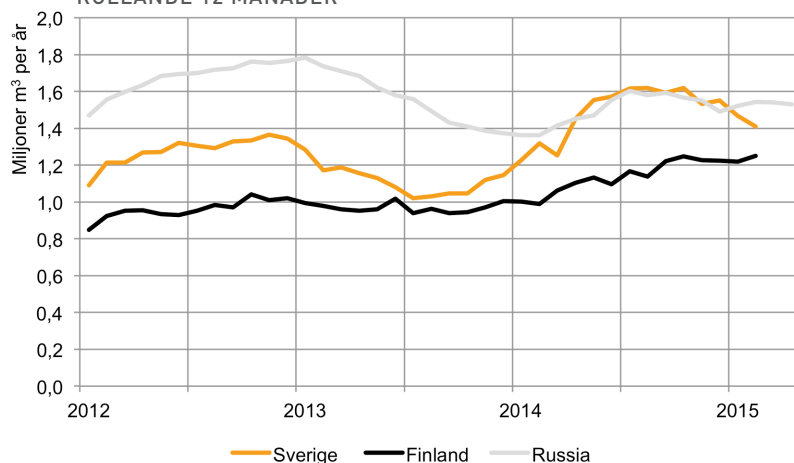
Ett rimligt scenario under åren till och med 2018 verkar vara årliga öknings-tal av träkonsumtionen i byggsektorn med i genomsnitt ca 2,5 procent, där nybyggnationen växer något snabbare och renovering (som i flera europeiska länder som de Sverige, Norge och Tyskland utgår från en hög nivå) inte förmår att växa riktigt lika snabbt. Om man utgår från att den icke byggrelaterade konsumtionen av trä växer med i snitt 2 procent skulle trävarukonsumtionen i Europa 2018 vara 8-9 miljoner kubikmeter högre än 2014.

NORDAFRIKA OCH MELLANÖSTERN

Denna region är något av en "andra hemmamarknad" för europeiska sågverk och förra året var ett rekordår. Uppskattningsvis exporterades mer än 13 miljoner kubikmeter europeiska trävaror till detta område. Egypten som är den enskilt största marknaden bedöms även framöver utvecklas bra. Det byggs mycket och behovet verkar närmast omätbart med tanke på den mycket unga och snabbt växande befolkningen och det behov av bostäder det innebär.

Oberoende av det underliggande konsumtionsbehovet går denna marknad dock mycket upp och ner. Faktorer som spelar in är bl. a. varierande lagernivå hos importörer och grossister, tillgången på betalningsmedel (dollar), geopolitisk oro samt utbudet av konkurrerande varor från Ryssland som tenderar att variera. Efter att marknaden varit extremt bra under första halvåret i fjol svängde det till att vara nästan stiltje under hösten och vintern. Prisförändringarna har varit mycket stora. I skrivande stund verkar dock en balansering åter ha skett. Även för området som helhet gör vi bedömningen att konsumtionen trendmässigt fortsätter att öka. Leveranserna till Mellanöstern och Nordafrika kan därför åtminstone nästan komma upp till rekordvolymerna från 2014.

EXPORT AV BARRTRÄVAROR TILL EGYPTEN.
RULLANDE 12 MÅNADER

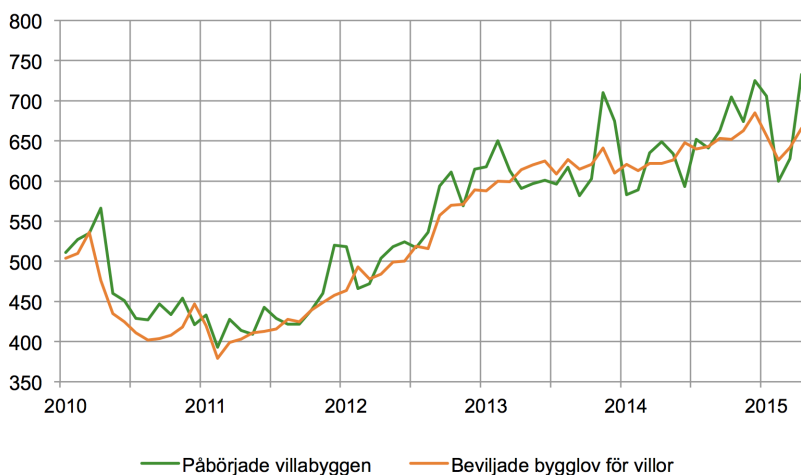


KÄLLA: SVANDATA

USA

På grund av lägre konsumtion än förväntat under vintern har det funnits gott om trävaror på USA-marknaden och priserna har fallit kraftigt under främst mars och april. Detta bakslag kom i ett läge då svenska producenter stod i startgroparna och till och med börjat att öka sin export till USA. Den kraftigt försämrade marknaden innebar dock ett tillfälligt stopp för ökningen av USA-volymer. Vi hade alltså en mer positiv syn i början på året när det gäller hur stora volymer som kommer att exporteras till USA i år. Nu bedömer vi att USA-exporten även i år kommer att ligga på en låg nivå, om än något högre än förra året.

BYGGSTARTER OCH BYGGLOV I USA



KÄLLA: NAHB

Den underliggande positiva trenden i USA känns ändå stabil. Konsumtionen fortsätter att öka 2015 och andelen virke från Europa kommer sannolikt att öka successivt. Goda förutsättningar bör finnas för ökad export till USA från Europa och Sverige. Bidragande till denna slutsats är att möjlig avverkningsnivå i Kanada är begränsad och inte kan nå tillbaka till tidigare nivåer. Å andra sidan finns gott om råvara i USA:s sydstater och där ökar nu produktionen mest. Detta virke har emellertid inte riktigt samma egenskaper som det kanadensiska virket, vilket är det som våra svenska kvaliteter påminner mest om.

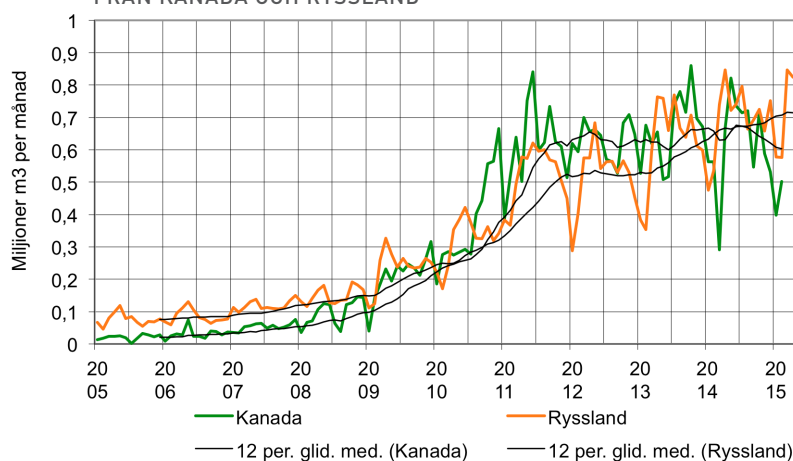
KINA

I avsnittet om makroekonomi framgick tydligt att Kina nu bromsar in. Det gäller i synnerhet byggsektorn, vilken faktiskt backar rätt rejält. Därför är det inte självklart med någon tillväxt på Kinas trävarumarknad i år.

Emellertid befinner sig marknaden i ett skede där europeiska och inte minst svenska trävaror tar marknadsandelar. Kanada har, tillsammans med Ryssland varit dominerande på Kinas importmarknad för trä, men de nordamerikanska volymerna har nu minskat. Denna utveckling tror vi fortsätter i takt med att USA efterfrågar större volymer. (Vi tror alltså att nuvarande nedgång i USA är tillfällig). Något annat som talar för svensk Kinaexport i detta läge, trots att bygginvesteringarna backar, är att svenska trävaror i mycket mindre utsträckning än t. ex. kanadensiska används som form- och anläggningsvirke. Svenska varor används mer till möbler och inredning, en marknad som bör kunna utvecklas bättre för tillfället.

Ökningen av europeiska och svenska exporten var kraftig 2013 och fortsatte under 2014 även om tillväxttakten mattades av. Marknaden har varit avvaktande under inledningen av året men europeiska leverantörer har trots det fortsatt att öka volymerna och tar marknadsandelar från kanadensiskt och till och med ryskt virke (trots rekordsvag rubel). Det är svårt att bedöma årets volym från Europa till Kina men en viss ökning verkar realistisk.

KINAS IMPORT PER MÅNAD AV SÅGADE TRÄVAROR
FRÅN KANADA OCH RYSSLAND



KÄLLA: SVANDATA, COFI

JAPAN

De japanska volymerna dök rejält förra året men bottnar sannolikt under första halvåret i år. Inget tyder idag på någon kraftig ökning av efterfrågan men på grund av mycket låg köpaktivitet under en ganska lång period och därför lägre lagernivåer bör aktiviteten kunna öka igen. Vi räknar med en liten ökning eller oförändrade volymer i år.

2015: FORTSATT ÖKNING AV UTOMEUROPEISKA EXPORTEN MEN STÖRRE VOLYMÖKNING TILL EUROPA

Summerar vi regionerna ovan hamnar vi i en ökning av den utomeuropeiska exporten från Europa i år med kanske en miljon kubikmeter, medan leveranserna till Europa kan öka med ca 2 miljoner kubikmeter.

SVERIGE

Den klart största enskilda marknaden för svenska sågverk är hemmamarknaden. Betydelsen av svenska marknaden har dock under en tid successivt minskat. Särskilt industriella kunder såsom tillverkare av träkomponenter till möbler, golv, trappor, dörrar mm, har haft en svag utveckling under många år. Det gäller även träförädlingsindustrier såsom hyvlerier med tillverkning av lister och paneler. Orsaken hittas inte minst i tuff konkurrensen från produktion i lågkostnadsländer samt substitution till andra material. Främst är det furu som drabbats av minskande efterfrågan från dessa kunder. Gransidan har känt av att småhusindustrin haft många svaga år bakom sig, vilket framgår av grafen nedan. För ett par år sedan började emellertid byggandet av småhus att öka igen från rekordlåga nivåer. Prognoserna pekar mot en fortsatt ökning av småhusbyggandet.

PÅBÖRJADE ENFAMILJSBOSTÄDER I SVERIGE

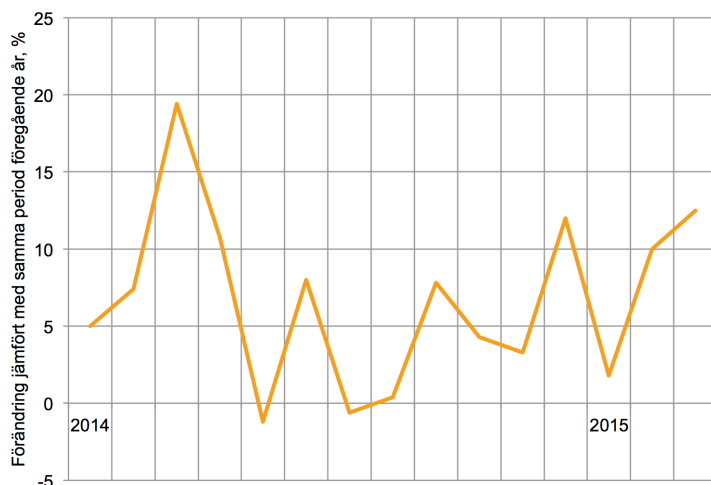


KÄLLA: SCB, TMF (PROGNOS 2015)

Det segment som vuxit under senare år är bygghandeln. Sannolikt går upp emot 60 procent av alla trävaror i Sverige idag via bygghandeln. ROT-avdraget har varit en viktig drivkraft. Då renovering och tillbyggnad – alltså de volymer som nästan helt och hållet går via bygghandeln - driver träkonsumtionen betydligt mer än nybyggnation är det intressant att titta närmare på hur bygghandeln utvecklas. Tongångarna är positiva. Grafen visar en god omsättningssökning i branschen.

Förutsatt att pall- och emballageindustrin, som konsumerar nästan 20 procent av trävarorna i Sverige, har en rimligt stabil utveckling tror vi på en ökning av volymerna till svenska marknaden på 5 procent i år, vilket skulle vara ungefär i nivå med fjolårets ökning. Förslaget om försämrat rotavdrag från och med nästa år kan komma att få en tillfälligt positiv effekt under sommaren och hösten eftersom större ROT-projekt – vilka ofta konsumerar relativt mycket trä – kan tänkas tidigareläggas.

BYGG OCH JÄRNINDEX: SVENSK BYGGHANDELS FÖRSÄLJNING
PER MÅNAD. T.O.M. MARS 2015



KÄLLA: BYGG & JÄRNHANDLARNNA

VAD BETYDER DET HÄR DÅ FÖR SÅGVERKEN I SVERIGE?

Enligt vår uppskattning ökar produktionen av trävaror i Sverige med ca 3 procent i år, vilket sannolikt är något mer än efterfrågan. Sverige måste därmed öka marknadsandelarna, vilket underlättas av det gynnsamma valutaläget.

Tabellen visar hur den svenska produktionen fördelades på olika marknader under förra året samt ett scenario för i år. Scenariot bygger bl.a. på att svenska sågverk tar hand om ungefär en tredjedel av den totala ökningen av leveranser till Europa. Scenariot förutsätter också en god ökning på den svenska marknaden.

LEVERANSER FRÅN SVENSKA SÅGVERK 2014 SAMT SCENARIO 2015

MILJONER M ³	SVERIGE	EUROPA	ÖVRIGA EXPORT-MARKNADER	TOTAL EXPORT	TOTALA LEVERANSER
2014	4.7	7.4	4.9	12.3	17.0
2015	5.0	7.8	5.1	12.9	17.9
FÖRÄNDRING (M ³)	+0.3	+0.4	+0.2	+0.6	+0.9

KÄLLA: SKOGSINDUSTRIERNA

Eftersom övriga länder i Europa förväntas ha oförändrad eller i vissa fall minskad produktion i år innebär scenariot en successiv balansering av trävarumarknaden. Förutsättningarna för någon kraftig marknadsförbättring under året verkar emellertid inte trolig. Konsumtionen är helt enkelt inte tillräckligt stark för att på kort tid suga upp tillräckligt mycket varor från marknaden. Det faktum att övriga råvaror och konkurrerande material som t.ex. stål står under överutbud och prispress hjälper inte till.

Det är i sammanhanget värt att understryka hur viktig kronans värde är för sågverken. Särskilt i detta läge då marginalerna redan i utgångsläget är små eller ofta obefintliga. De senaste veckorna har kronan stärkts relativt kraftigt – från en svag nivå visserligen – och om denna rörelse skulle fortsätta en längre tid är sågverken illa ute.

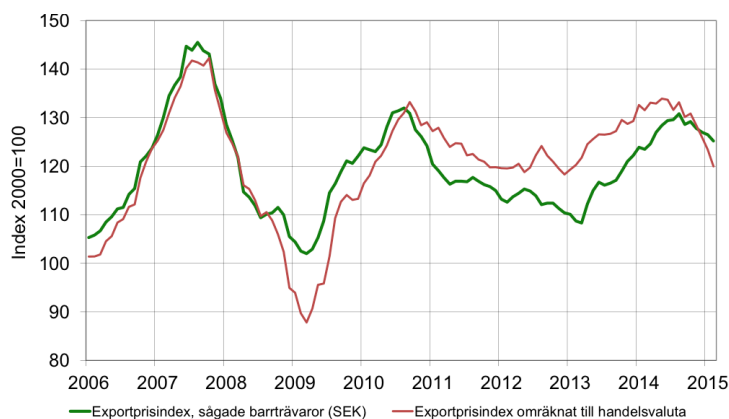
”VALUTAINDEX FÖR TRÄVARUEXPORT”, 2000 – 12 MAJ 2015



KÄLLA: SKOGSINDUSTRIERNA, SVERIGES RIKSBANK

Priset i handelsvaluta på svenska trävaror har nämligen fallit med ca 25 procent från toppen för snart ett år sedan och är tillbaka på samma nivåer, eller i vissa fall lägre än under 2011-2012; en period som beskrivits som den värsta för sågverken på fyrtio år. Priserna omräknat till svenska kronor ser klart bättre ut, men kan visa sig vara en chimär.

PRISUTVECKLING FÖR SVENSKA TRÄVAROR



KÄLLA: SCB, SKOGSINDUSTRIERNA

Vad som händer på råvarumarknaden – råvarukostnaden står för ungefär sjuttio procent av sågverkens totala kostnader – är alltid viktigt. Jämförelsen med 2011-2012 haltar något eftersom sågverken då kämpade med än högre timmerkostnader än idag. Det går dock inte att komma ifrån att råvaruförsörjningen, inte minst i södra Sverige, med dagens höga produktionstakt ser utmanande ut framöver.

Råvarusituationen är helt annorlunda för den fiberförbrukande industrin där nedläggningar de senaste åren samt ett stabilt importflöde av massaved från Norge förbättrat balansen. Följden för sågverken blir det mindre press nedåt på flispriset samt utebliven draghjälp från massaindustrin att hålla uppe

avverkningsnivån. På minussidan finns även överutbud och prispress på energisortimentsmarknaderna.

Det går alltså att skissa ett för sågverken dystert scenario. Det mest sannolika scenariot är emellertid att ökande konsumtion i Europa och USA samt och möjligheter på nya marknader innebär att sågverken kan "tuffa på" i år medan balansen succesivt förbättras inför nästa år. 2016 kan därmed bli ett bättre år för sågverken.

