



STARK KONJUNKTUR MEN SVAG TILLVÄXT

MATS KINNWALL, CHEFEKONOM

2017-11-01

INNEHÅLL

SAMMANFATTNING	3
GLOBAL EKONOMI	4
USA	10
EUROZONEN	14
KINA	17
JAPAN	19
TILLVÄXTEKONOMIER	20
STORBRITANNIEN	21
NORDEN	22
SVERIGE	23
VALUTOR	30
TABELLER	31

SAMMANFATTNING

Den globala ekonomin fortsätter sin utdragna återhämtning efter Den Stora Recessionen i finanskrisens spår 2007-2009. Den pågående konjunkturuppgången är visserligen den längsta i modern tid men också en av de svagaste i termer av BNP-tillväxt. Jämfört med de tillväxttakter som noterades under åren innan finanskrisen är nedväxlingen påtaglig.

Än mer anmärkningsvärd är den tydliga nedväxlingen i produktivitet och i synnerhet total faktorproduktivitet världen över. Rensat för effekterna av ökad kapitalinsats har global produktivitetstillväxt t o m i genomsnitt varit negativ de senaste 5-6 åren. Mycket tyder på att den svaga produktivitetstillväxlingen i betydande grad kan tillskrivas den extremt långa perioden med extremt generösa finansiella förhållanden. Genom fri tillgång till billig finansiering har lågproduktiva investeringar gjorts lönsamma samtidigt som lågproduktiva företag har kunnat fortleva. På så sätt har penningpolitiken sannolikt förstärkt den fallande potentiella tillväxttrend som präglade flertalet ekonomier sedan mitten av 00-talet.

USA:s ekonomi fortsätter att växa på med mediokra två procent de kommande åren, de förhoppningar som knöts till en ekonomisk rivstart med Donald Trump har hittills kommit på skam. Utvecklingen i Eurozonen är å andra sidan lite mer positiv, 2017 ser ut att bli det starkaste året sedan 2011, även om det inte handlar om några sensationella tillväxttal.

Den kinesiska ekonomin har växlat ner till ungefär halva tillväxten jämfört med de heta decennierna innan millennieskiftet men uppvisar ändå tredubbla tal jämfört med OECD-länderna. Bland övriga större tillväxtländer sker en konvergens där Indien, den lysande stjärnan de senaste åren, bromsar in samtidigt som tidigare krisländer som Brasilien och Ryssland lämnar recessionerna.

Storbritannien fortsätter sin gradvisa inbromsning till betydligt lägre tillväxttal än för några år sedan även om ekonomin hittills visat sig påtagligt motståndskraftig mot Brexit-chocken. Bland de nordiska länderna reagerar Finland positivt på medicinen i form av intern devalvering medan Norge får hjälp av det senaste årets rekyl i oljepriset.

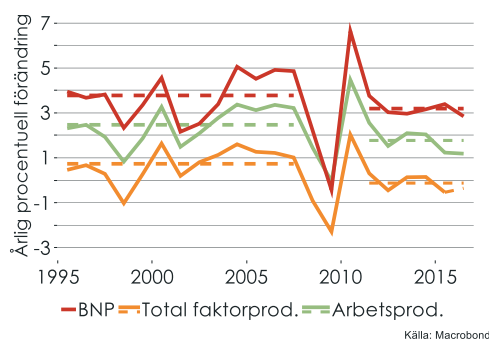
I Sverige fortsätter ekonomin att överglänsa flertalet likartade länder. Inhemsk efterfrågan drivs av extremt låga räntor medan exporten fortfarande gynnas av en lång period av svag krona. Bakom den starka svenska konjunkturen döljer sig dock att tillväxtpotentialen stadigt fallit även i Sverige. Begynnande flaskhalsar, inte minst inom byggsektorn, innebär att den svenska ekonomin sannolikt bromsar upp under nästa år. Sysselsättningen fortsätter att öka samtidigt som mycket tyder på att arbetslösheten har bottnat. Paradoxen stavas de senaste årens kraftiga flyktinginvandring som späder på arbetsutbudet. Den stora utmaningen blir att lösa upp matchnings- och integrationsproblemen och förhindra en permanent tudelning av arbetsmarknaden.

Inflationen har stigit över målet de senaste månaderna men Riksbanken kan knappast koppla av, uppgången är till stor del kopplad till tillfälliga faktorer. Mycket tyder på att inflationen faller tillbaka ordentligt under 2018. Kopplingen mellan resursanvändningen på hemmaplan å ena sidan och pris- och löneökningar å den andra har kraftigt försvagats under lång tid. Det innebär i sin tur att centralbankernas förmåga att uppfylla inflationsmålen genom att påverka efterfrågan urholkats, återstår bara att försöka styra inflationen med valutakursen. Dags att tänka nytt vad det gäller centralbankernas roll i framtiden..!

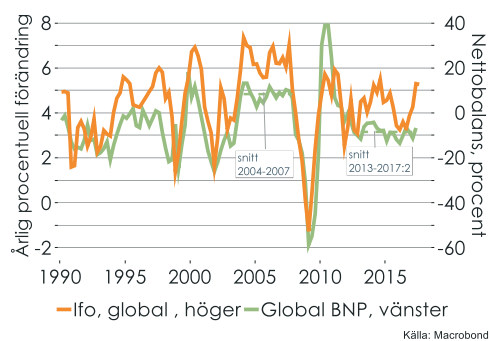
GLOBAL EKONOMI: STABIL ÅTERHÄMTNING I MEDIOKER TAKT

Det har nu gått drygt nio år sedan den globala ekonomin trillade ner i vad som riskerade att bli finanskrisens svarta hål i samband med att Lehman Brothers kollapsade i september 2008. Efter gummisnoddseffekten när väl den akuta krisen släppte greppet, har världsekonomin upplevt en av de längre expansionsfaserna i modern tid. Samtidigt har BNP-tillväxten visserligen varit anmärkningsvärt stabil – klistrad på tre procent de senaste fem åren – men betydligt svagare än under åren innan finanskrisen. Jämför vi med perioden 1995–2007 växte global BNP i genomsnitt med nästan fyra procent per år och under perioden 2004–2007 med hela fem procent (se bilden nedan till vänster).

Globalt: Fortsatt svag produktivitetstillväxt



Global konjunktur: Stabil men medioker tillväxt



Än mer anmärkningsvärd är inbromsningen i den globala produktivitetstillväxten sedan Den Stora Recessionen 2009–2010; närmare en procentenhet lägre jämfört med perioden 1995–2007 och närmare 1,5 procentenheter jämfört med de sista åren innan finanskrisen. Fokuserar vi på den totala faktorproduktiviteten har den t o m i genomsnitt varit negativ de senaste fem åren. Det betyder att all produktivitetstillväxt – och lite till – på global nivå kan tillskrivas ökade insatser av kapital. Att BNP vuxit signifikant snabbare än produktiviteten är i sin tur en spegling av att expansiva globala finansiella förhållande eldat på efterfrågan och höjt resursutnyttjandet.

Det förefaller onekligen som en gåta att total faktorproduktivitet fallit under en period då den teknologiska utvecklingen sannerligen inte bromsat upp. Nu kan man dock inte sätta likhetstecken mellan teknologisk utveckling och ekonomiskt värdeskapande, historien kan uppvisa många exempel på teknologiska landvinningar som inte varit kommersiellt gångbara: tänk bara IT-bubblan!

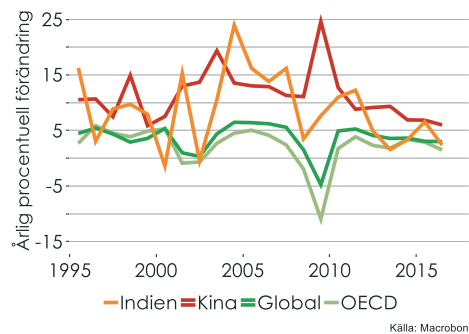
Förutom de långsiktiga faktorerna bakom Den Nya Normalen som Industrierbetsgivarna tidigare lyft fram¹ är en trolig förklaring till den vikande produktiviteten under senare år den extremt expansiva penningpolitiken. Ultralåga räntor under lång tid har "provocerat fram" icke-produktiva investeringar och möjliggjort för lågproduktiva företag att överleva. Lågränte-politiken har på sätt bidragit till att skapa en Zombie-ekonomi där enorma summor billiga krediter i första hand rusat till lågproduktiva investeringar. Här finns en tydlig parallell till Japans öde de senaste decennierna.

¹ Se Industrierbetsgivarna.se.

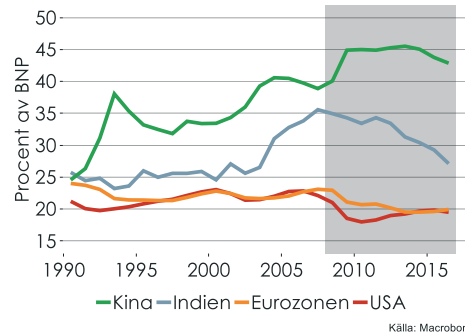
FALLANDE INVESTERINGSANDEL UNDER DEN NYA NORMALEN

Fallande produktivitetstillväxt har således kännetecknat världsekonomin under en relativt lång period, en process som för övrigt inleddes redan innan finanskrisen. Bortsett från gratispengarnas stödkorsett till lågproduktiv verksamhet är en orsak troligen att näringslivets investeringar bromsat rejält jämfört med åren innan finanskrisen. Vikande investeringstillväxt är visserligen ett globalt fenomen men det är särskilt påtagligt i de asiatiska tillväxtländerna (se bilden nedan till vänster). Exempelvis växte de kinesiska investeringar med 10-20 procent i årstakt under 00-talet, en takt som gradvis minskat till drygt fem procent, och Indien har genomgått ett minst lika dramatiskt förlopp. I de utvecklade ekonomierna har inte avmattningen varit lika dramatisk men även i OECD har investeringarna gradvis bromsat från nära fem procent i årstakt till knappt två procent det senaste decenniet.

Vikande investeringar – särskilt i tillväxtländerna



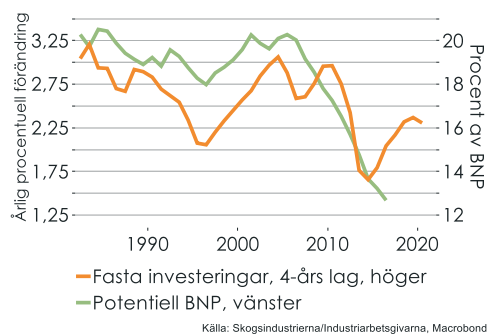
Fallande investeringsandel under New Normal



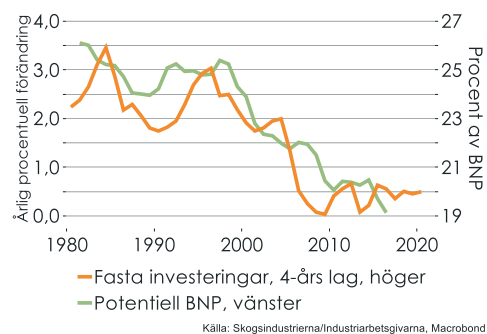
Konsekvensen har blivit att investeringsandelen av ekonomin har fallit ordentligt i många länder och planat ut även i Kina (se bilden ovan till höger). Visserligen behöver inte fallande investeringar/investeringsandel nödvändigtvis innebära lägre tillväxtpotential; jämför resonemanget om Zombie-ekonomier ovan. Dessutom är det inte självklart i vilken riktning ett eventuellt orsakssamband går: Lägre tillväxtpotential innebär ju lägre behov av kapitalackumulation, dvs lägre investeringsaktivitet.

Hur som helst har t ex USA:s och Tysklands tillväxtpotential samvarierat relativt starkt med investeringsandelen under de senaste 35 åren (se bilder nedan). I bägge ekonomierna har investeringsandelen minskat med cirka fyra procentenheter samtidigt som tillväxtpotentialen fallit ordentligt. All dramatik har för övrigt inträffat sedan millennieskiftet medan de föregående två decennierna kännetecknades av ett mer cykliskt förlopp.

USA: Potentiell tillväxt och investeringsandel



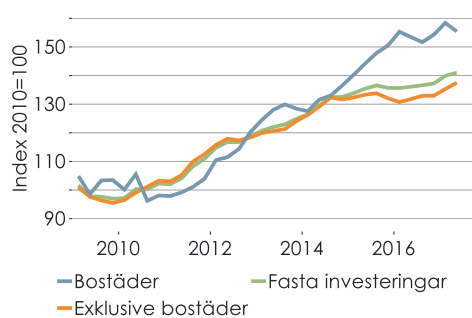
Tyskland: Potentiell tillväxt och investeringsandel



Värt att notera för USA:s del är att investeringsandelen vänt uppåt under senare år vilket, om det historiska mönstret består, skulle kunna innebära en gradvis ökande tillväxtpotential framöver. I Tyskland har inte motsvarande vändning ännu inträffat även om investeringsandelen har planat ut på sistone.

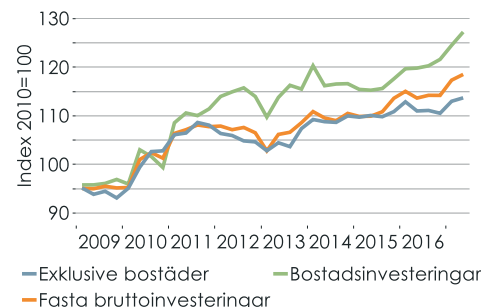
Det finns dock anledning att betvivla att vi står inför en vändning i tillväxtpotentialen. Som framgår av bilden nedan till vänster har det främst varit bostadsinvesteringarna som dragit USA:s investeringslokomotiv under senare år medan övriga investeringar i stort sett stannat upp sedan 2014.

USA: Bostadsinvesteringarna drar



Källa: Macrobond

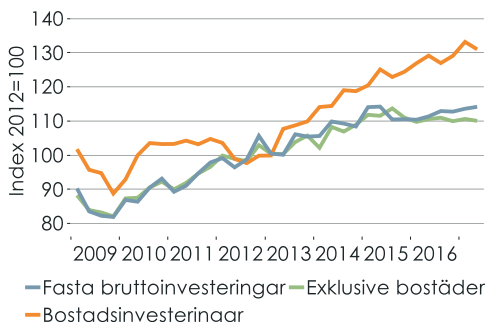
Tyskland: Bostadsinvesteringarna drar



Källa: Macrobond

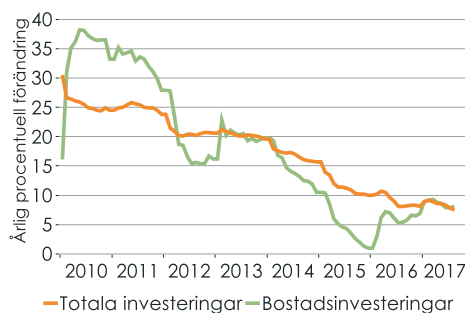
Även i Tyskland, Storbritannien och Kina har det främst varit bostadsinvesteringarna som tagit fart under senare år medan övriga investeringar utvecklats relativt svagt. Ökat bostadsbyggande är självklart inget ont i sig, det är naturligt att bostadsbyggande ökar i takt med att befolkningarna växer och människor väljer att spendera en del av sitt ökade välbefinnande på större och modernare boende. Det finns dock anledning att räkna med att investeringar i maskiner och anläggningar – för att inte tala om i forskning och utveckling – ger ett större bidrag till ekonomins produktivitet.

UK: Bostadsinvesteringarna drar - på sistone



Källa: Macrobond

Kina: Bostadsinvesteringarna motorn på sistone



Källa: Macrobond

Ännu så länge syns inte heller några tecken på att den vikande långsiktiga tillväxttenden den håller på att brytas, för detta krävs sannolikt en betydande acceleration i bredare investeringskategorier.

REKORDLÅNG GLOBAL ÅTERHÄMTNING FORTSÄTTER...

Trots vikande tillväxtpotential fortsätter således tillväxten i världsekonomin, i första hand med stöd av extremt gynnsamma finansiella förhållanden. Enligt bilden överst till höger på sid 4 har optimismen kring konjunkturen till och med ökat de senaste månaderna, Ifo:s globala index har nått den högsta nivån sedan 2014. Vi har också sett hur prognosmakare som IMF, OECD och Konjunkturinstitutet, m fl skrivit upp sina prognoser för global tillväxt. Även om man måste ta optimismen med en rejäl nypa salt, de flesta prognosmakare och konjunkturbarometrar har konsekvent överskattat tillväxten de senaste åren, finns det just nu inget som tyder på att återhämtningen kommer att brytas i närtid. Vi räknar med att global BNP växer med 3,2 procent 2017 och 3,0 procent 2018.

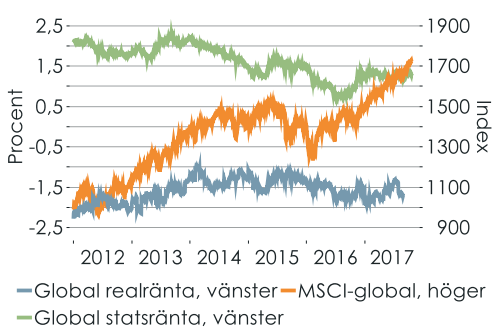
De globala finansiella förhållanden är fortfarande mycket expansiva. Visserligen har den genomsnittliga räntenivån stigit ordentligt det senaste året men räntan är fort-

farande mycket låg i ett historiskt perspektiv och likviditeten flödar fortfarande fritt. Den globala realräntan är dessutom fortfarande kraftigt negativ och har bara ökat marginellt eftersom inflationen har ökat något. Även världens börser har fortsatt att stiga under historiskt extremt låg volatilitet, vilket signalerar fortsatt starkt tilltro till konjunkturen (se bilden nedan till vänster).

Förenklat kan man säga att recessioner utlöses av endera av tre faktorer: att centralbankerna stramar åt de finansiella förhållandena med syftet att förhindra en överhettning, finansiella obalanser och att konjunkturen blir "övermogen".

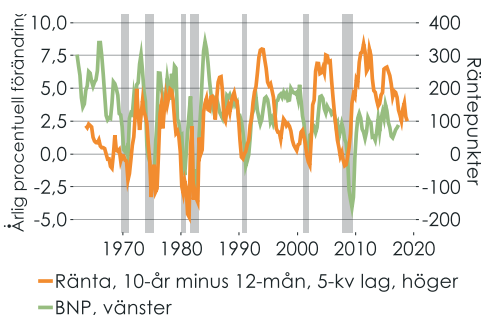
Bilden nedan till höger illustrerar hur väl den s.k. avkastningskurvan i USA:s räntemarknad har fungerat som recessionsindikator. Som framgår har "avkastningskurvan inverterats" – d.v.s. långa räntor har fallit under korta räntor – inför samtliga recessioner i USA sedan 1962. Detta har mestadels skett genom att Federal Reserve har höjt styrräntan vilket i första hand pressat upp korta räntor. Liknande historiska mönster, om än inte lika tydliga, finns t ex i Tyskland.

Globalt: Fortsatt expansiva förhållanden



Källa: Macrobond

USA: Avkastningskurvan som recessionsindikator

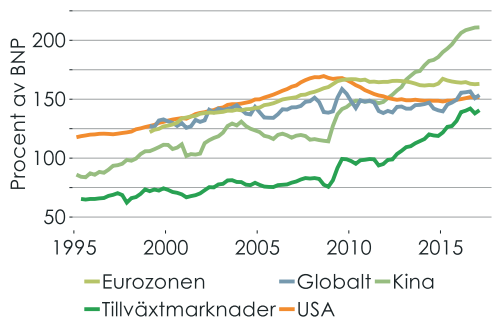


Källa: Macrobond

En viktig fördel med finansiella variabler som avkastningskurvan och i viss utsträckning även aktiebörsen, är att de är ledande indikatorer. Exempelvis har de stora rörelserna i USA:s avkastningskurva inletts flera kvartal innan recessionerna inträffat (de gråmarkerade områdena i bilden ovan till höger) och kulminerat i botten av recessionerna. Som kontrast är populära indikatorer som konjunkturbarometrar och inköpschefsindex i de allra flesta fall samtida med konjunkturen, dvs de ger en ögonblicksbild men ingen signal vad som väntar runt hörnet. Under senare år har visserligen avkastningskurvan blivit allt flackare men det är fortfarande långt kvar till en regelrätt recessionssignal. Just nu finns det således inga finansiella signaler om att den globala återhämtningen går mot sitt slut.

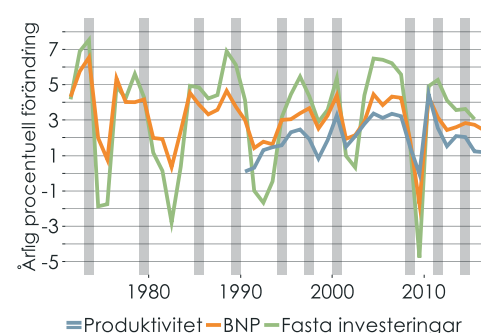
Vad det gäller finansiella obalanser och bubblor ligger det i sakens natur att de oftast inte avslöjas förrän de spricker. En varningssignal kan dock vara kraftigt stigande skuldsättning. Bilden nedan till vänster visar att den privata skuldsättningen på global nivå visserligen motsvarar höga 150 procent av BNP men varit i stort sett stabil de senaste 6-7 åren. Däremot har skuldsättningen ökat kraftigt i tillväxtekonomierna och inte minst i Kina.

Skenande privat skuldsättning i tillväxtmarknaderna



Källa: Macrobond

Globalt: Investeringarna driver konjunkturen



Källa: Macrobond

Privat skuldsättning i Kina har rusat från 150 procent av BNP 2011 till 210 procent, dvs långt högre än i USA i samband med att subprime-bubblan sprack 2008. Skuldernas fördelning är dock helt olika: I USA var det i första hand hushållen som belånade stigande fastighetsvärden medan det i Kina framförallt är näringslivets skulder som skenar. Med tanke på att den kinesiska staten fortfarande spelar en aktiv roll i ekonomin och knappast kommer att tillåta en massiv våg av konkurser i näringslivet är det trots allt inte sannolikt att en eventuell kinesisk skuldbomb kommer att brisera. Mer troligt är att trycket gradvis får pysa ut.

Slutligen kännetecknas "övermognaden" av att resursutnyttjandet blir alltmer ansträngt efter en längre tid av återhämtning. Allt trängre flaskhalsar betyder i sin tur att löne- och andra produktionskostnader accelererar och/eller att produktiviteten börjar att mattas vilket urholkar näringslivets vinster och bromsar investeringsviljan. Som framgår av bilden ovan till höger har varje global recession sedan 1970 föregåtts av en lång period av accelererande investeringar, en process som fått ett abrupt slut i samband med eller strax innan nedgången. Det är även tydligt hur produktiviteten (här finns bara globala data sedan 1990) följt samma mönster med en acceleration under uppgångsfasen följt av en snabb avmattning i samband med eller strax innan vändpunkten för investeringarna.²

De globala investeringarna har bromsat ända sedan 2011 och avmattningen tog ny fart under 2015 och sannolikt även 2016 – här finns ännu inga data tillgängliga (se bilden ovan till höger). Den pessimistiskt lagde skulle kunna hävda av vi här ser embryot till en recession i vardande.

Eftersom finansiella kriser är notoriskt svåra att förutse är bästa gissningen att det kommer att krävas en rejäl åtstramning av de finansiella villkoren världen över, läs räntehöjningar från världens centralbanker, för att konjunkturen åter ska vända kraftigt neråt. En brasklapp är dock på sin plats med tanke på den vikande investeringskonjunkturen. Hur sannolikt är det då att centralbankerna stramar åt ekonomin så hårt att man bryter nacken av konjunkturen? Federal Reserve har visserligen tagit några försiktiga steg mot en normalisering av styrräntan under det senaste året men ligger fortfarande på historiskt låga 1,25 procent. Federal Reserve signalerar också fortsatta räntehöjningar men inte i någon snabb takt. ECB och Bank of England ligger fortfarande kvar på rekordlåga "krisräntor", snart ett decennium efter finanskrisens utbrott. Inte ens Riksbanken signalerar räntehöjningar i närtid från -0,5 procent, trots god fart i den svenska ekonomin och inflation som på sistone stuckit över inflationsmålet. Risken för att världens centralbanker sätter punkt för återhämtningen i det korta perspektivet verkar alltså vara liten så länge som inflationen fortsätter att vara låg.

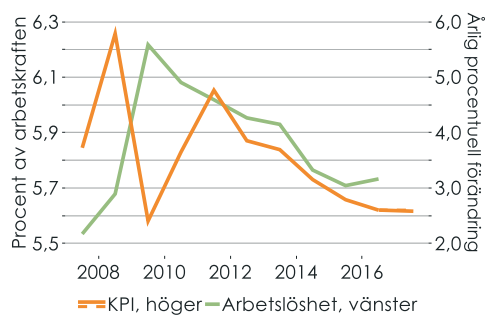
...MEN INFLATIONEN LYSER MED SIN FRÅNVARO

En vanlig definition av en ekonomisk återhämtning är att resursutnyttjandet ökar – läs arbetslösheten faller. Med den måttstocken har den globala återhämtningen pågått ända sedan 2010 med ett tillfälligt, mindre avbrott under 2016. Arbetslösheten nådde 5,7 procent under 2015-2016, endast ett par tiondels procentenheter över bottennivån 2007.

Enligt gängse ekonomisk teori ska stigande resursutnyttjande i sin tur leda till accelererande löner och priser. Paradoxalt nog har dock stigande globalt resursutnyttjande gått hand-i-hand med stadigt fallande inflation de senaste 5 åren, till förtret inte minst för vissa centralbanker som ständigt fått se sina inflationsmål spricka (se bild nedan till vänster).

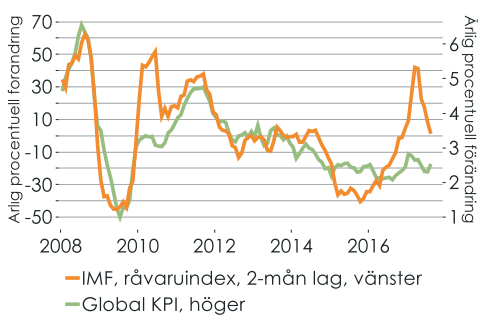
² Observera att OECD definierar 2014 som ett globalt recessionsår.

Globalt: Arbetslöshet och inflation faller i tandem



Källa: Macrobond

Globalt: Råvarupriserna drar upp inflationen – men ytterst lite



Källa: Macrobond

Visserligen tog global inflation lite fart runt senaste årsskiftet i spåren av accelererande råvarupriser men har sedan fallit tillbaka igen (se bilden ovan till höger). Man kan notera en liten krok uppåt på slutet men detta är knappast en säker indikation på att trenden vänt igen. Sammanfattningsvis kan man göra följande noteringar:

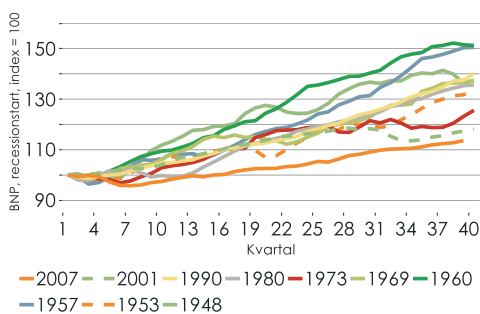
- Global inflation är rekordlåg – med undantag för 2009 – och har fallit trendmässigt sedan finanskrisen trots ökat resursutnyttjande,
- global inflation har framförallt speglat globala rörelser i råvarupriser det senaste decenniet och
- uppgången i global inflation i början av 2017 var mycket modest givet den kraftiga spiken i råvarupriserna.

Visserligen framhärskar många bedömare än så länge i att sambandet mellan resursutnyttjande och inflation gradvis kommer att återställas och att kortslutningen av Phillips-kurvan världen över mestadels beror på tillfälliga faktorer. Samtidigt sprider sig osäkerheten även inom centralbankskretsar att man håller på att förlora greppet kring inflationen. Detta gäller inte minst Federal Reserve där en betydande minoritet betonar att den låga inflationen till stor del speglar strukturella förändringar i globaliseringens spår såsom alltmer integrerade varu- och arbetsmarknader, ökad e-handel, etc. Resonemanget är bestickande vilket i sin tur innebär att utrymmet för nationella centralbanker att styra inflationen genom att påverka inhemskt resursutnyttjande kraftigt begränsats. Genom att inflationsprocessen i allt högre grad kopplas bort från nationella ekonomiska faktorer återstår bara för centralbankerna att försöka styra inflationen via valutakurserna; ett hopplöst företag och ett nollsummespel där den enes depreciering är den andres appreciering. I en värld där alla centralbanker kämpar med att få upp inflationen riskerar slutresultatet att bli ett destruktivt valutakrig utan vinnare. Eftersom varu- och arbetsmarknader i allt väsentligt är globala går "De nationella centralbankernas era" går mot sitt slut.

USA: NÄRINGSLIVETS INVESTERINGAR BÅDE HOT OCH MÖJLIGHET

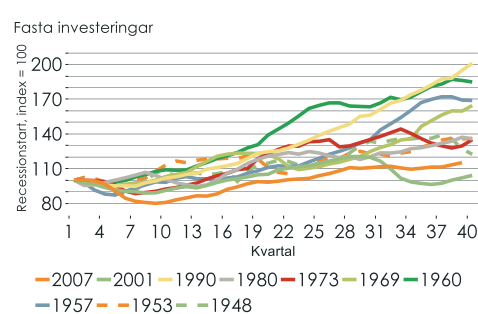
USA:s senaste lågkonjunktur 2008–2010 var den djupaste och mest utdragna sedan andra världskriget, möjligen i konkurrens med OPEC 1. Bilden nedan till vänster beskriver BNP-utvecklingen under efterspelen till de senaste 70 årens USA-recessioner, BNP föll som mest med drygt fyra procent, fem kvartal in i den senaste recessionen.³ Dessutom har återhämtningen varit den svagaste hittills, det tog t ex fyra år för BNP att återvända till nivån i slutet av 2007 och ännu nästan tio år efter kraschen står BNP endast 13 procent över startpunkten. Å andra sidan har återhämtningen också varit den klart stabilaste och även den näst mest utdragna, endast slagen av den långvariga tillväxtfasen efter Kuwaitkriget.

USA: Lång men svag återhämtning



Källa: Macrobond

USA: Historiskt svag investeringskonjunktur



Källa: Macrobond

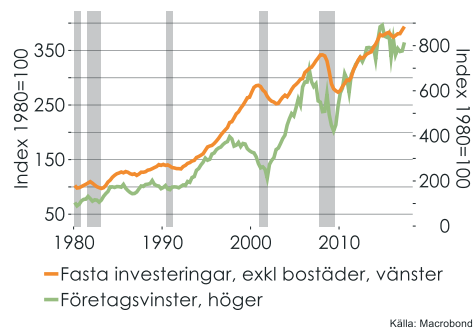
Bilden ovan till höger visar motsvarande förlopp för näringslivets investeringar (exklusive bostäder). Här sticker Den Stora Recessionen ut ännu mer markant. Investeringsrasen var det särklassigt djupaste och längsta jämfört med tidigare recessioner: Investeringsbotten noterades inte förrän 2,5 år efter att nedgången inleddes, då investeringarna hade fallit med 20 procent. Investeringarna hade inte slutit gapet förrän i början av 2013, 5,5 år efter kollapsen och har till dags dato bara stigit med 15 procent. Som poängteras i inledningen är det även anmärkningsvärt att investeringarna stått mer eller mindre still de senaste fyra åren efter ett hyfsat 2013.

Vad kan då förklara det exceptionella investeringsförloppet? Nyckeln sitter i utvecklingen för näringslivets vinster. Bilden nedan till vänster visar att vinsterna började rasa redan ett år innan starten på den förra recessionen och pågick ända till mitten av 2009 då recessionen upphörde. Vinsterna steg sedan relativt kraftigt till början av 2013, i tandem med investeringarna, för att sedan mer eller mindre plana ut de senaste åren; återigen i tandem med investeringarna.

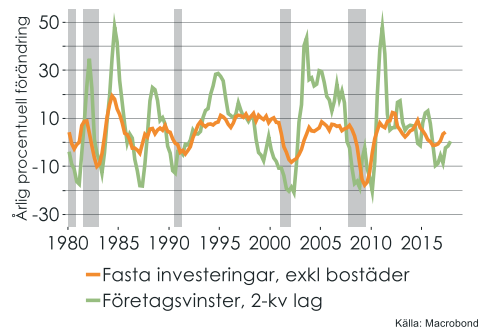
Liksom på global nivå samvarierar USA:s investeringar och företagsvinster även relativt starkt i det korta perspektivet (se bilden nedan till höger). Vinsterna har visserligen slutat att rasa det senaste året men rör sig fortfarande i knapp styrfart. Industriarbetsgivarnas tidigare rapporter har betonat att de svaga vinst- och investeringsbanorna de senaste 15 åren är en spegelbild av inbromsningen i näringslivets produktivitet. Det finns således ingen anledning att hoppas på en uthållig vändning i vinster och investeringar så länge produktiviteten inte tar trendmässig fart: Den Nya Normalen håller tillbaka investeringarna och därmed även USA:s konjunktur.

³ Kvartal 1 på horisontell axel markerar startpunkten för recessionerna. Vi indexerar BNP till 100 vid varje startpunkt för jämförbarhetens skull.

USA: Vinsterna nyckeln till investeringarna



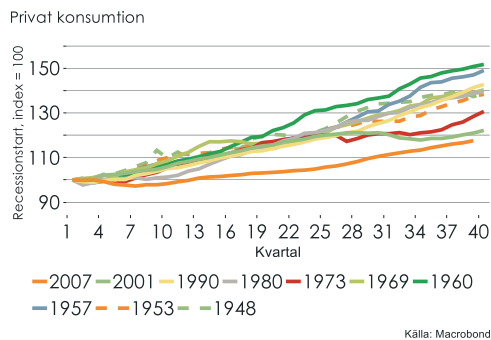
USA: Vändning för investeringarna



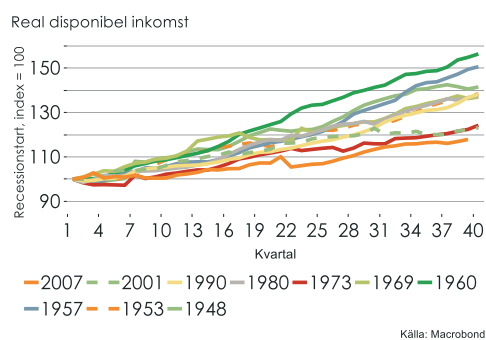
Normalt sett är det näringslivets investeringar som fungerar som startraket när USA:s ekonomi lyfter ur recessionerna. Till viss del gällde detta även den senaste recessionen men eftersom investeringsfallet var så kraftigt och startpunkten så låg blev impulsen från investeringarna mycket svagare än vanligt.

Även hushållens konsumtion har utvecklats mycket svagt under nuvarande återhämtning i ett historiskt perspektiv (se bilden nedan till vänster).

USA: Svag konsumtionsåterhämtning



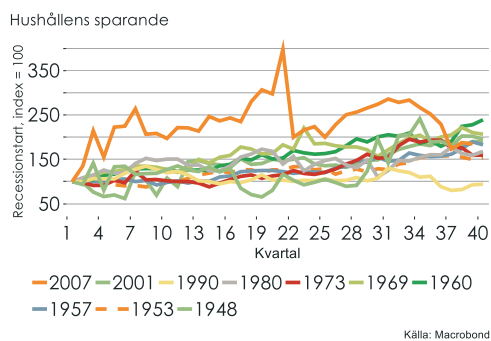
USA: Svag inkomstutveckling hämmar konsumtionen



Privat konsumtion föll visserligen inte kraftigt under recessionens inledning men detta är det normala mönstret, konsumtionen är mycket mer stabil än näringslivets investeringar. Därefter har konsumtionsbanan varit exceptionellt flack jämfört med tidigare recessioner och till dags dato har privat konsumtion bara stigit 17 procent under loppet av nästan ett decennium.

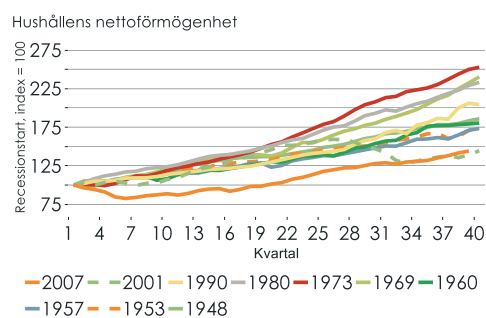
Den svaga konsumtionsutvecklingen kan bara till viss del förklaras av att realinkomsterna vuxit långsammare än under en normal återhämtning (se bilden ovan till höger), även hushållens extrema sparande har spelat en viktig roll. USA:s hushåll ökade dramatiskt sitt sparande på ett sätt som inte haft några likheter under tidigare episoder, i samband med att ekonomin dök ner i bråddjupet (se bilden nedan).

USA: Sparsamma hushåll håller i plånboken

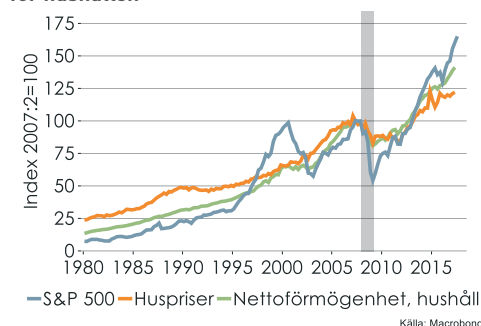


Den utlösande faktorn var sannolikt de dramatiska fallen i hushållens förmögenhet som följde i spåren av kollapsande fastighets- och börsvärderingar. Den Stora Recessionen är egentligen den enda recessionen i modern tid där hushållens förmögenhet faktiskt fallit – och det rörde sig inte om ett måttligt fall! I nominella termer rasade hushållens nettoförmögenhet med 20 procent inom loppet av fem kvartal. Både börsen och fastighetsmarknaden kollapsade samtidigt under 2008, också unikt i modern tid (se bilden nedan till höger).

USA: Fattiga hushåll drog åt svångremmen



USA: Börsras och husprisas giftig cocktail för hushållen



Under de senaste 3–4 åren har hushållens förmögenhet återhämtat sig kraftigt, driven av såväl stigande huspriser som stadig börsuppgång. Detta har i sin tur möjliggjort för hushållen att dra ner sitt sparande och bibehålla en stadig konsumtionsökning trots medioker inkomstillväxt. Slutsatsen är uppenbar: Om inte reallönetillväxten tar fart eller Trumps skattesänkningar ger en rejäl skjuts till hushållsinkomsterna, står och faller USA:s konsumtionskonjunktur med fortsatt stigande huspriser och/eller börsvärderingar. Federal Reserve är naturligtvis medvetna om att USA:s återhämtning fortfarande är bräcklig och vill inte riskera att bryta de positiva trenderna på börsen och fastighetsmarknaden. Även om Fed ofta hänvisar till den envist låga inflationen som en återhållande faktor är sannolikt omsorgen om hushållens förmögenhet en väl så viktig faktor.

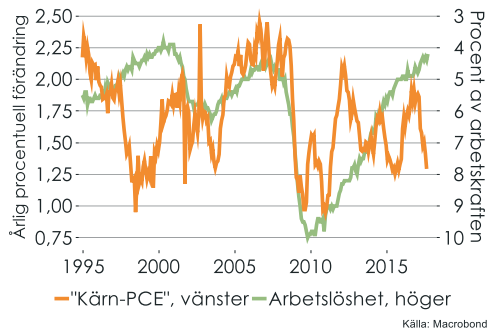
Sammantaget tyder det mesta på att USA:s BNP fortsätter att växa på i stabil och måttlig takt, prognosen hamnar på 2 procent för 2017 och 1,8 procent för 2018.

INFLATIONEN GÄCKAR FORTFARANDE FED

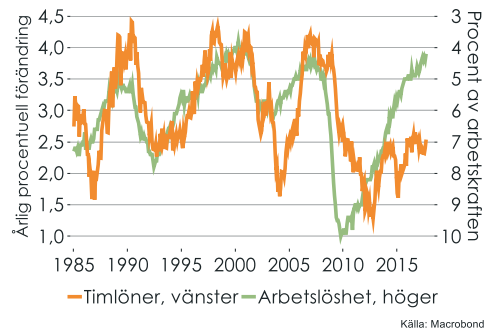
Trots att arbetslösheten fallit till 4,2 procent, den lägsta nivån sedan januari 2001, vägrar löner och priser att ta ordentlig fart. Historiskt har det funnits ett relativt stabilt samband mellan arbetslösheten och löneutvecklingen medan kopplingen till inflationen varit svagare och mindre stabil. Federal Reserves favoritindikator för inflationen, privat konsumtionsdeflator exklusive mat och energi, har fallit tillbaka ordentligt på sistone (se bilden nedan till vänster). Så sent som i början av året noterades 1,9 procent men i augusti var den skärninflationen nere på 1,3 procent. Sedan hösten 2008 har kärninflationen endast nått Fed:s 2-procentmål under några få månader 2012.

Med tanke på det historiskt starka sambandet är det måhända mer anmärkningsvärt att lönerna fortfarande bara ökar med måttliga 2,5 procent i årstakt. Löneökningstakten har fluktuerat i intervallet 1,5–2,5 procent ända sedan början av 2014 utan någon tydlig trend (se bilden nedan till höger). Phillipskurvan har således kortslutits, frågan är om det bara är tillfälligt?

USA: Inflationen gäckar FED



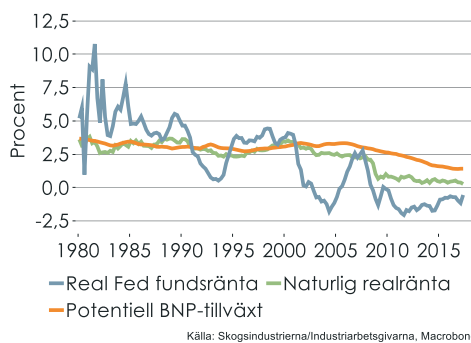
USA: Är Phillipskurvan kortsloten?



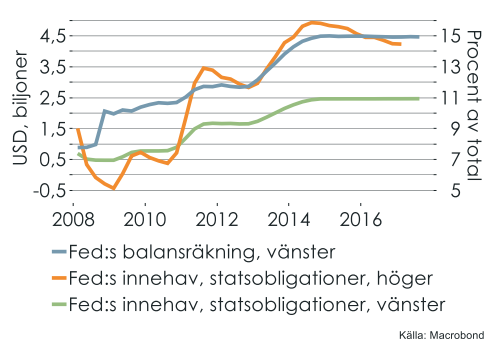
De envist låga pris- och löneökningarna har gång på gång tvingat Federal Reserve att skruva ner sina ambitioner att normalisera styrräntan. Bilden nedan till vänster visar att den reala styrräntan – styrräntan minus inflationen – fortfarande är negativ och en bit under den neutrala eller "naturliga" realräntan.⁴ Däremot har Fed sedan länge upphört med stödköpen av finansiella tillgångar även om man ännu inte inlett en avveckling. Mycket tyder på att detta kommer att ske i närtid.

Centralbankens kvantitativa lättnader har medfört att man köpt tillgångar till ett värde av 4,5 biljoner USD. Fed äger nästan 15 procent av utestående stock av statsobligationer till ett värde av 2,5 biljoner USD (se bilden nedan till höger).

USA: Fortsatt expansiv penningpolitik

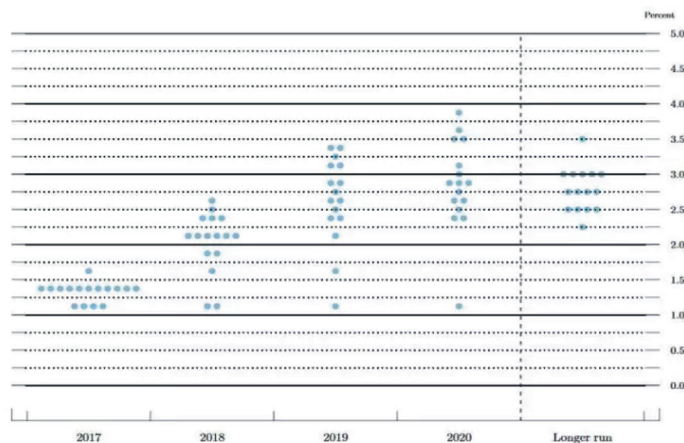


USA: FED äger en stor del av obligationsstocken



Centralbanken är fortfarande inställd på en fortsatt normalisering av penningpolitiken. Varje punkt i grafen nedan markerar en Fed-chefs prognos för styrräntan. Federal Reserves egen bedömning, eller snarare genomsnittsprognosen bland Fed:s chefer, är att styrräntan kommer att nå 2,1 procent i slutet av 2018 och 2,7 procent på längre sikt. Utgår man ifrån att inflationen i genomsnitt blir två procent i enlighet med Fed:s mål, innebär det att centralbanken räknar med en neutral realränta på 0,7 procent; inte alltför långt från den neutrala realräntan. Några ytterligare räntehöjningar är troliga men vi räknar inte med att styrräntan når högre än c:a två procent i denna konjunkturcykel.

Fed-chefernas ränteprognoser



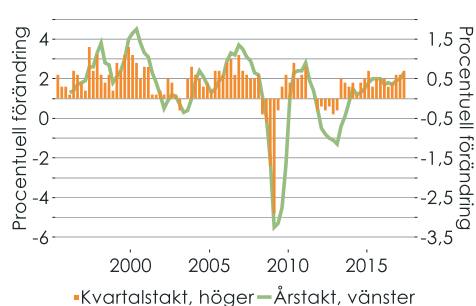
⁴ Den reala styrräntan i bilden baseras på BNP-deflatorn. Ett sätt att betrakta den neutrala realräntan är som den realränta som är förenlig med att ekonomin befinner sig i balans. Ett annat är att utgå ifrån Knut Wicksells koppling till produktivitetstrenden. Bilden nedan visar också att den neutrala realräntan och potentiell BNP-tillväxt utvecklats relativt likartat även om ett gap uppstått de senaste åren som en konsekvens av de kvarvarande finansiella obalanserna i spåren av finanskrisen.

EUROZONEN: STARKASTE TILLVÄXTEN SEDAN 2011

Eurozonens ekonomi har nu vuxit i påtagligt stabil takt i 17 kvartal i rad och mycket tyder på att 2017 blir det starkaste året sedan 2011 (se bilden nedan till vänster). Samtidigt måste man ha i minnet att det inte handlar om särskilt höga tillväxttal, hittills i år har ekonomin vuxit med drygt två procent jämfört med första halvåret 2016. Optimismen spirar dock fortfarande och konjunkturbarometrar pekar mot god tillväxt den närmaste tiden.

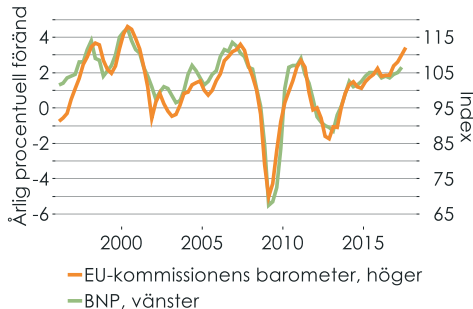
Som vi tidigare noterat har dock inte den ökande framtidstron, som t ex EU-kommissionens barometer gett uttryck för det senaste året, riktigt avspeglats i termer av BNP-tillväxten. Om historiska samband hade gällt skulle tillväxten varit ungefär en procentenhet högre vid det här laget (se höger bild nedan). Det återstår att se om tillväxten "kommer ikapp" barometern de närmaste månaderna, om gapet sluts uppifrån genom ett fall i barometern eller om gapet består.

Eurozonen: 17 kvartal i rad med tillväxt



Källa: Macrobond

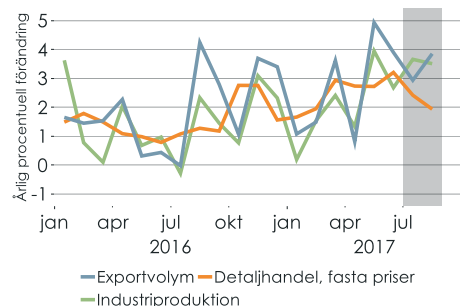
Eurozonen: Barometern håller inte riktigt vad den lovar



Källa: Macrobond

De månatliga indikator som rapporterats tyder inte på någon acceleration under sommaren. Detaljhandels omsättning har tvärtom bromsat under juli-augusti jämfört med föregående månader och detsamma gällde exportvolymen under juli, medan industriproduktionen växer på i ungefär samma takt som under andra kvartalet. Det verkar således osannolikt att BNP under tredje kvartalet kommer att accelerera till de dryga tre procent som indikeras av konjunkturbarometern.

Eurozonen: Inga tydliga tecken på acceleration

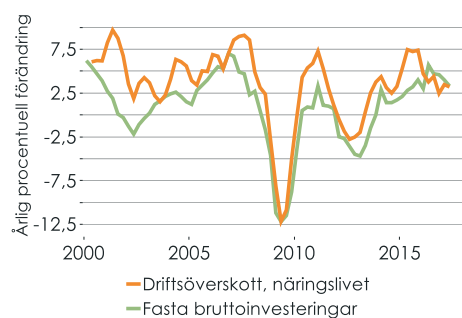


Källa: Macrobond

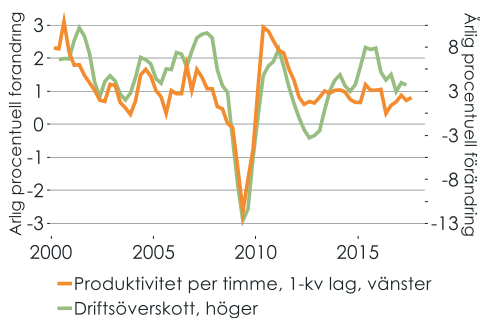
NEW NORMAL HÄMMAR INVESTERINGARNA

Liksom i många andra ekonomier är investeringsutvecklingen fortfarande relativt svag. Den främsta orsaken är att lönsamheten i näringslivet inte har tagit fart. Tvärtom har vinsterna bromsat ordentligt de senaste 1,5 åren efter en hygglig återhämtning 2012–2015 (se bilden nedan till vänster). Företagsvinsterna uttryckt i nominella termer beror självfallet delvis på spelet mellan priser och kostnader men i grunden är vinstutvecklingen nära kopplad till produktiviteten även i Eurozonen (se bilden nedan till höger).

Eurozonen: Svaga vinster hämmar investeringarna



Eurozonen: Svag produktivitetstillväxt dämpar vinsterna

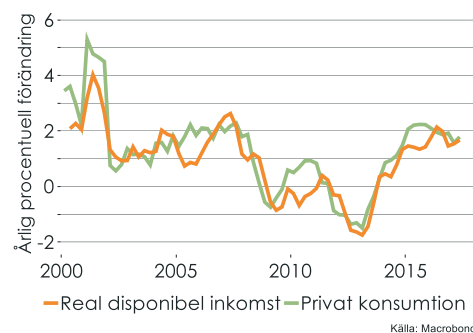


Liksom för USA kan man således konstatera att ett rejält och uthålligt investeringslyft inte är sannolikt så länge den potentiella BNP-tillväxten inte tar fart.

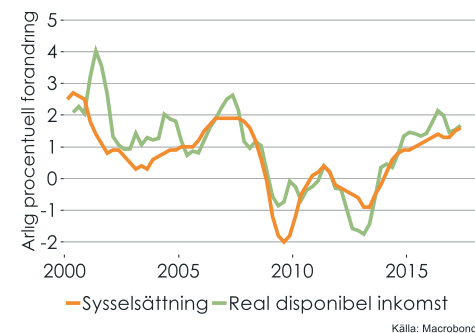
MÅTTLIG INKOMSTILLVÄXT DÄMPAR HUSHÅLLENS KONSUMTION

Optimismen bubblar bland Eurozonens hushåll liksom hos företagen, vilket visar sig i olika sentimentmätningar, hushållen har inte varit så positivt inställda sedan början av 00-talet. Ser vi till "hårda fakta" är emellertid situationen för hushållen inte lika ljus. Realinkomsterna, som nästan helt bestämmer konsumtionsökningstakten i Eurozonen, tog visserligen lite fart under åren 2013–2016 men växer bara med måttliga 1,7 procent i årstakt. Inkomsterna har också kulminerat och t o m bromsat in det senaste året (se bilden nedan till vänster).

Eurozonen: Modest inkomstillväxt dämpar konsumtionen



Eurozonen: Sysselsättningen nyckeln till inkomsterna



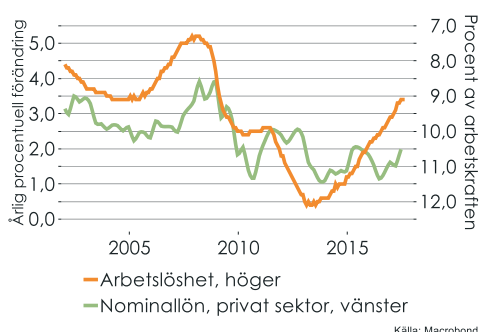
Som framgår av bilden ovan till höger sitter nyckeln till inkomst- och konsumtionsutvecklingen i arbetsmarknaden. Det är tydligt att den snabbaste förbättringen av arbetsmarknadsläget ligger bakom oss även om det fortfarande skapas jobb i relativt god takt. Arbetslösheten fortsätter också att falla och lär fortsätta att göra det så länge BNP växer med omkring två procent; potentiell BNP-tillväxt i Eurozonen är bara omkring en procent. Sammanfattningsvis räknar vi med att Eurozonen växer med 2,2 procent i år och 1,8 procent nästa år.

ECB KÄMPAR MED LÅG INFLATION

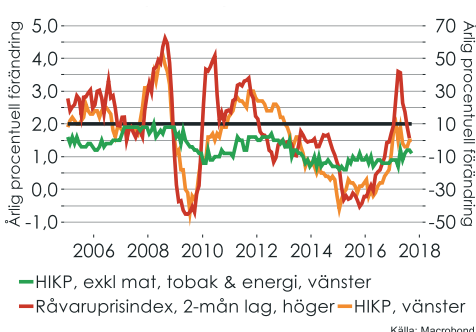
Än så länge har dock en tightare arbetsmarknad inte smittat av sig i form av tydligt accelererande löner, även om man sett en krok uppåt de senaste månaderna. Liksom i USA återstår det alltså att se om Phillipskurvan kommer att återupprättas i Eurozonen eller om globaliseringen permanent kortslutit sambandet mellan löner och nationellt resursutnyttjande. Liksom flertalet andra centralbanker har ECB länge kämpat med att få upp inflationen mot sitt mål formulerat "som strax under två procent". Hittills har uppgiften varit nästan hopplös även för en stor centralbank som ECB. Inflationen i Eurozonen har nästan helt styrts av globala råvarupriser över vilka nationella centralbanker har mycket lite inflytande (se bilden nedan till höger).

Inflationen var uppe och nosade på ECB:s mål under några månader kring årsskiftet för att sedan åter falla tillbaka. Bortsett från de råvaruprisdrivna effekterna har dock inflationen varit påfallande stabil. Den s k "kärninflationen", dvs KPI rensat för mat och energi, har inte rört sig mycket utan ligger och slår runt en procent.

Eurozonen: Arbetslösheten fortsätter att falla

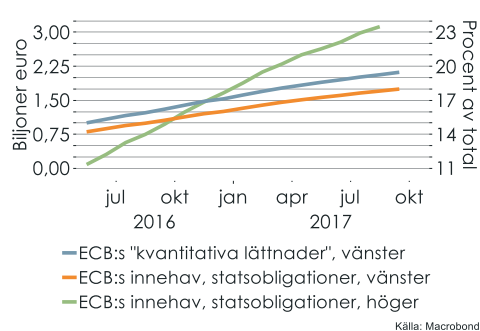


Eurozonen: Råvarupriserna styr inflationen

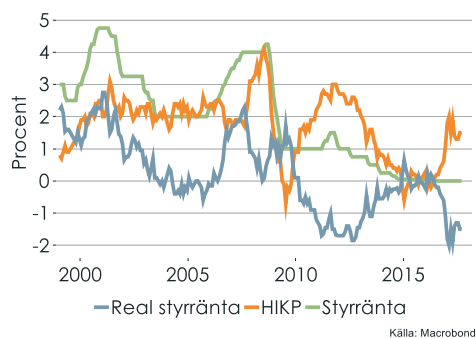


Det är också påtagligt hur försiktigt ECB har agerat på sista tiden jämfört med sitt historiska mönster, trots att inflationen steg rejält under 2016 har man legat kvar med 0-ränta. Resultatet har blivit att den reala styrräntan fallit lika djupt som i samband med eurokrisen 2011–2012. Med tanke på ECB:s fortsatta köp av finansiella tillgångar, som ackumulerat är uppe i hela 2,1 biljoner euro varav 1,75 biljoner i statsobligationer motsvarande 23 procent av stocken, måste man säga att centralbanken fortfarande har gaspedalen nära botten. Penningpolitiken kommer säkerligen att vara fortsatt mycket expansiv så länge pris- och löneökningar vägrar att ta fart. Räntehöjningar det närmaste året är helt osannolika, bästa gissningen är att stödköpen fortsätter ett tag till. En avveckling av ECB:s innehav är än mer avlägsen.

Eurozonen: ECB:s sedelpress går fortfarande het



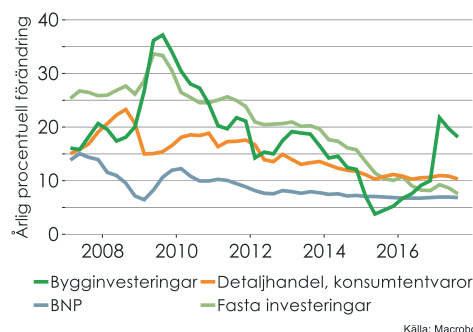
Eurozonen: ECB behåller hängslan och livrem



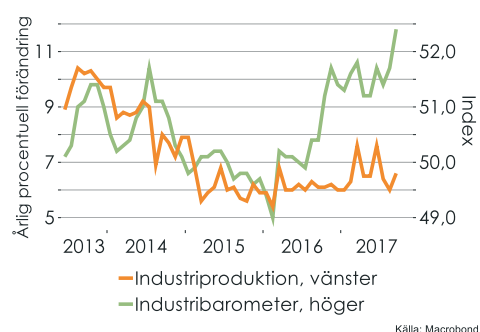
KINA: OSANNOLIKT STABIL TILLVÄXT

Ska man tro den officiella statistiken fortsätter Kinas remarkabelt stabila BNP-tillväxt även under 2017. Tillväxten har varit snörrät under flera år och bara varierat med någon enstaka tiondel från kvartal till kvartal. Det är knappast rimligt, varken att banan i verkligheten är så stabil eller att myndigheterna så exakt kan mäta den ekonomiska aktiviteten i detta enorma och i stora stycken relativt outvecklade land. Alltnog, enligt den officiella statistiken växte BNP med 6,9 procent vart och ett av årets två första kvartal och 6,8 procent tredje kvartalet (se bilden nedan till vänster).

Kina: Stimulanser gav ny skjuts till byggandet



Kina: Opålitliga industribarometrar

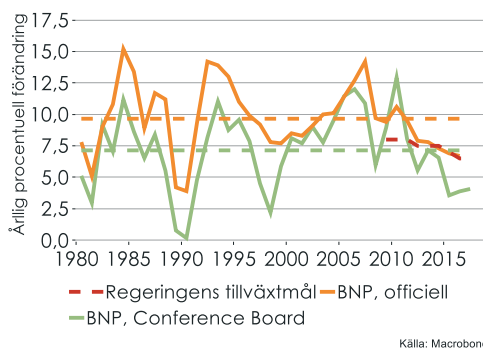


Den sektor som framförallt tagit fart de senaste kvartalen är bygginvesteringarna medan övriga investeringar och privat konsumtion utvecklats betydligt måttligare. Industriproduktionen har också bromsat rejält efter en studs i början av året (se bilden ovan till höger). Det är värt att notera att även Kina har drabbats av samma sjuka som många andra länder: Produktionsdata rimmar illa med industribarometrarna, den kraftiga uppgången i barometern som pågått ända sedan början av 2016 har inte alls motsvarats av accelererande produktion.

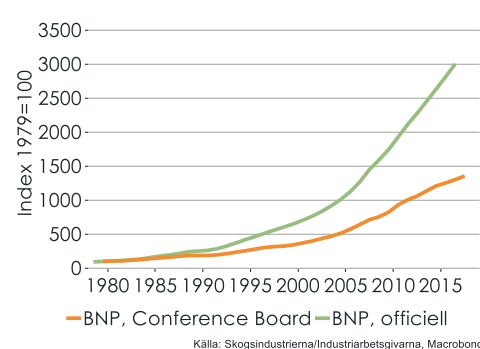
VEM SKA MAN LITA PÅ?

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

Kina: Berättigad skepsis till officiella data



Kina: Olika perspektiv på ekonomin



Under de senaste åren har gapet mellan de två estimaten varit särdeles stort, Conference Board uppskattar att BNP bara växte med 3,5 procent 2016 mot officiella

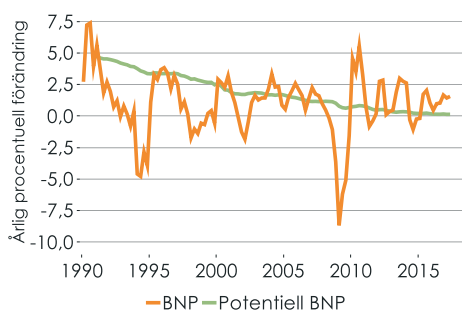
6,7 procent och förutspår fyra procent i år mot troligt rapporterad tillväxt omkring 6,8 procent. Skillnaden i tillväxtestimat ger två helt olika perspektiv på Kinas samlade utveckling sedan 1980. Enligt den officiella statistiken har Kinas BNP tre-dubblats sedan 1979 medan BNP, enligt Conference Boards skattning, inte ens vuxit hälften så mycket under motsvarande period.

Hursomhelst finns det inget realistiskt alternativ till att hålla sig till den officiella statistiken. Det är sannolikt att den gradvisa avmattningen fortsätter under kommande år – vi räknar med att BNP växer med 6,8 procent i år och 6,5 procent 2018.

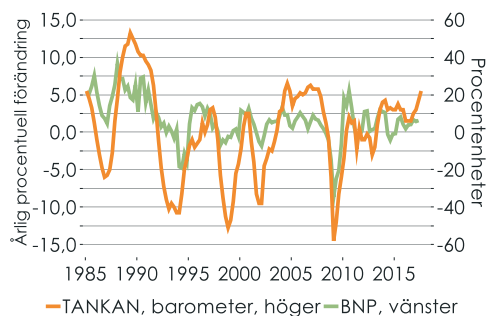
JAPAN: ÅTTA ÅR AV ÅTERHÄMTNING

Med den definition som används ovan – fallande arbetslöshet – har nu Japans återhämtning pågått i exakt åtta år och arbetslösheten har fallit till den lägsta nivån sedan 1994. Visserligen handlar det inte om några imponerande tillväxttal, BNP har vuxit med 1,5 procent under första halvåret i årstakt och med 1 procent i snitt sedan 2011, men med tanke på att den långsiktiga tillväxtpotentialen bara är omkring noll ser det ändå ganska bra ut (se bilden nedan till vänster).

Japan: Växer fortare än potentialen



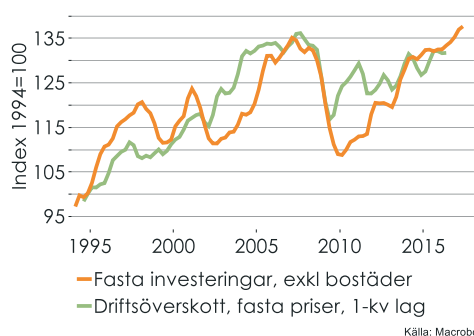
Japan: Barometrar andas optimism



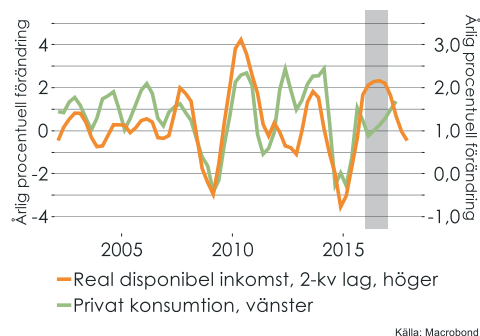
Också diverse konjunkturbarometrar pekar mot fortsatt relativt ljusa tider. Den allmänt betrodda företagsbarometern, TANKAN, har stuckit upp rejält på sistone och nått sin högsta nivå sedan innan finanskrisen (se bilden ovan till höger). Samtidigt är det uppenbart att sambandet med BNP-tillväxten inte är klockrent, TANKAN har historiskt varit betydligt mer volatil än den ekonomiska utvecklingen. Liksom i andra ekonomier är vinstkonjunkturen avgörande för investeringsutvecklingen. Tyvärr finns inte data för 2017 års företagsvinster tillgängliga men det är tydligt att lönsamheten förbättrades påtagligt under åren 2010–2016 hand i hand med ökande investeringar i näringslivet.

Liksom på andra håll styrs hushållens konsumtion över tid mycket av inkomstutvecklingen, även om andra faktorer kan påverka sparandet och därmed konsumtionen på kort sikt (se bilden nedan till höger). Exempelvis steg hushållens sparkvot kraftigt under 2016 vilket sprängde in en kil mellan inkomst- och konsumtionstillväxt.

Japan: Vinståterhämtning driver investeringarna



Japan: Inkomstdriven konsumtion även här

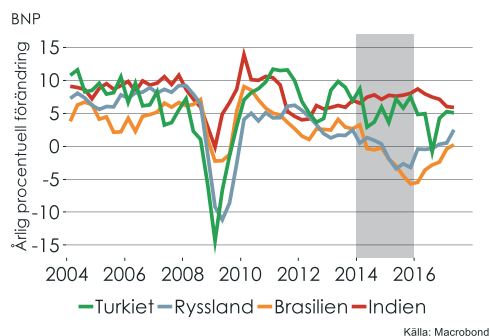


De senast kvartalen har realinkomsterna bromsat betänkligt vilket bådär för en relativt svag konsumtionsutveckling under resten av 2017. Sammantaget räknar vi med att Japans ekonomi växer med 1,5 procent i år och 0,8 procent 2018.

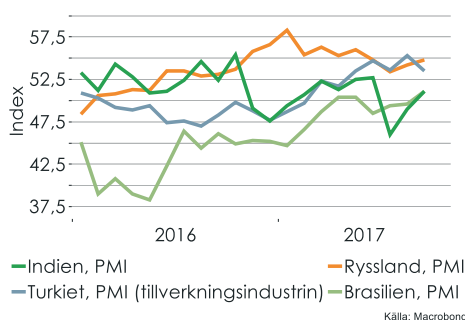
TILLVÄXTEKONOMIER: BRIST KONVERGERAR IGEN

Efter en period då det forna tillväxtklustret divergerade kraftigt har gapen mellan de stora länderna åter börjat slutas. Konvergensen har skett både genom att Indien, som varit den lysande stjärnan, bromsat och att de tidigare sorgebarnen gradvist grävt sig ur sina hål (se bilden nedan till vänster). Indien och Turkiet växer nu med anständiga men inte anmärkningsvärda fem procent medan Brasilien och Ryssland redovisar en växande BNP efter flera kvartal av negativ tillväxt.

BRIST konvergerar igen

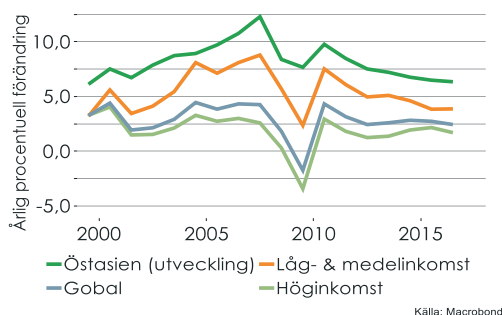


BRIST: Konvergerande barometrar

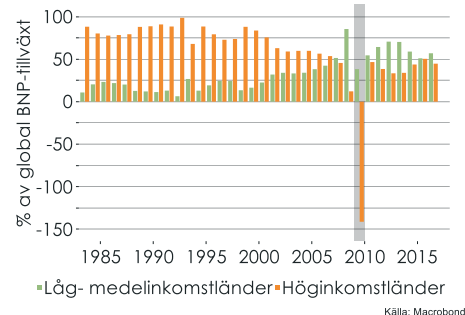


Ledande indikatorer som PMI visar måttlig optimism i samtliga länder vilket bådär för fortsatt men inte iögonfallande stark tillväxt de närmaste kvartalen. Ingenting tyder således på att något av dessa länder är på väg att "göra en Kina" och spurta iväg med två-siffriga tillväxttal. Den tendens vi sett under senare år där "den gamla världen" står för en betydligt större andel av global tillväxt jämfört med åren innan finanskrisen, kommer därmed att bestå. Bilden nedan till höger visar stafettväxlingen från den rika världen till övriga länder de senaste 35 åren. Fram till 2006 stod fortfarande rika länder för mer än 50 procent av global tillväxt, sedan har övriga länder levererat merparten av tillväxten. År 2015 var det nästan jämt lopp mellan de två kategorierna men 2016 hamnade de rika länderna återigen på efterkälken.

Global: Fortsatt revansch för de rika länderna



Global: "Gamla världen" gör comeback

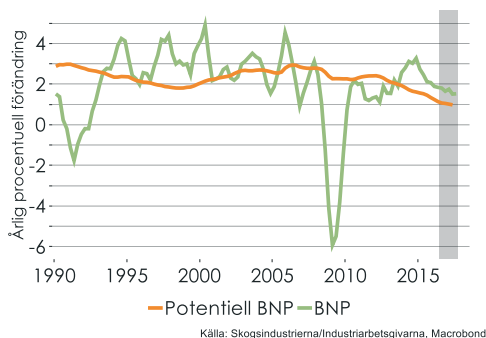


Det återstår att se om "övriga länder" förblir i förarsätet 2017 eller om den rika världen ger ett större bidrag till global tillväxt för första gången sedan finanskrisen. I vilket fall som helst finns det anledning att räkna med en jämnare fördelning av bidraget till världs-BNP framöver, eftersom Kina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

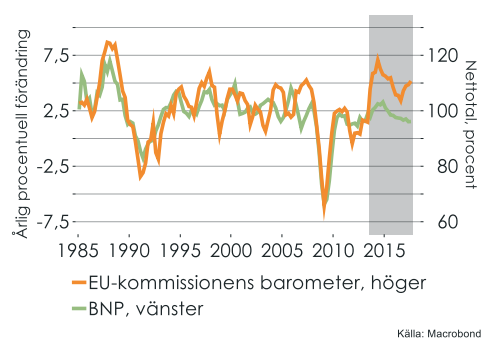
STORBRITANNIEN: BREXIT BÖRJAR KOSTA

Storbritanniens ekonomi har trotsat många olyckskorpar det senaste året, efter skrällen för Brexit-anhängarna i folkomröstningen sommaren 2016. BNP studsade t o m upp rejält under slutet av förra året, på ryggen av kraftigt fallande räntor och svagare valuta (se bilden nedan till vänster). Studsen kan dock inte dölja det faktum att BNP i årstakt stadig bromsat från över tre procent i slutet av 2014 till 1,5 procent. Våra estimat pekar dessutom på att den potentiella tillväxttakten fortsätter att falla och nu är under en procent.

Storbritannien: Långsam slippery slope

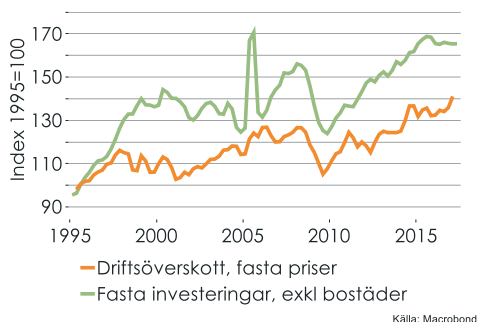


Storbritannien: Jättegap mellan kartan och verkligheten

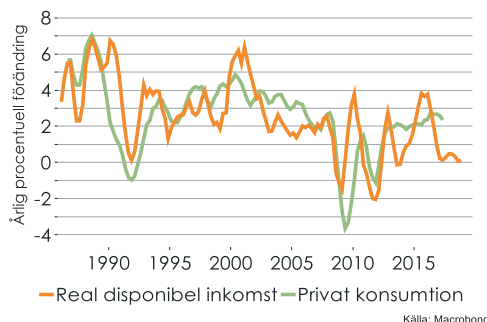


Som tidigare påpekats har det uppstått ett gap mellan normalt sett tillförlitliga konjunkturbarometrar å ena sidan och den ekonomiska realiteten å den andra sidan. Här sticker Storbritannien verkligen ut, EU-kommissionens barometer studsade upp i kölvattnet av Brexit och har fortsatt uppåt, samtidigt som BNP-tillväxten bromsat. Det är återigen uppenbart att konjunkturbarometrarna inte har varit att lita på de senaste åren, i Storbritanniens fall inte ens som riktningssindikatorer. Även i Storbritannien finns det en tydlig trendmässig koppling mellan företagsvinsterna och investeringarna även om sambandet långt ifrån är perfekt (bilden nedan till vänster). Efter vinst- och investeringsrasen i samband med finanskrisen skedde en stadig återhämtning till 2014, men därefter har utvecklingen avstannat för såväl vinster som investeringar. För tillfället finns det inte mycket som talar för att investeringarna åter ska ta fart. Inte heller för hushållen förefaller situationen särskilt ljus. Realinkomsterna som accelererade kraftigt under åren 2011–2015, har bromsat snabbt de senaste kvartalen i spåren av inte minst stigande inflation.

Storbritannien: Vinsterna driver investeringarna



Storbritannien: Svag inkomstillväxt hot mot konsumtionen

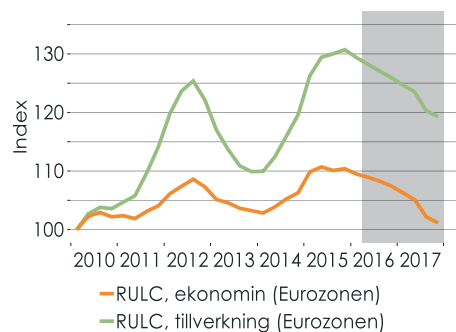


Här ser man en tydligt negativ effekt av den kraftiga deprecieringen av pundet efter folkomröstningen sommaren 2016. Vi räknar med att BNP växer 1,5 procent 2017 och 1,3 procent 2018.

NORDEN: INTERNDEVALVERINGEN LYFTER FINLAND

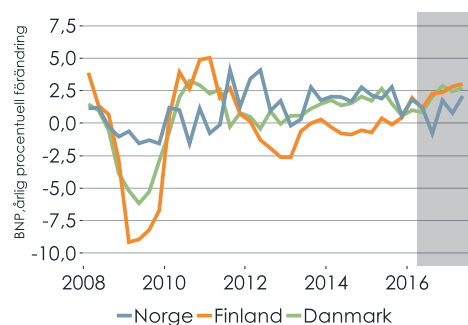
Finland har varit sorgebarnet bland de nordiska ekonomierna det senaste decenniet. Ekonomins konkurrenskraft har urholkats samtidigt som medlemskapet i Eurozonen förhindrat korrigerande valutarörelser. Bilden nedan till vänster visar att Finlands konkurrenskraft – här mätt som relativ enhetsarbetskostnad (RULC) gentemot Eurozonen – försämrades med ackumulerade 30 procent 2010-2015 i tillverkningsindustrin och 10 procent i ekonomin i sin helhet. Visserligen stannade försämringen av i slutet av 2015 men konkurrenskraften började återställas på allvar först i samband med den omfattande interndevalveringen under 2016–2017.

Finland: Interndevalveringen biter



Källa: Macrobond

Norden: Interndevalveringen biter i Finland

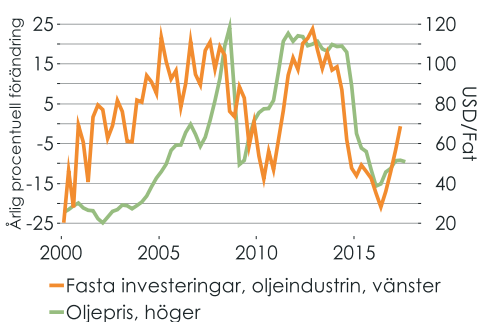


Källa: Macrobond

Det är visserligen fortfarande långt kvar innan den finska konkurrenskraften är återställd men uppenbarligen har interndevalveringen haft avsedd effekt. Den finska ekonomin har tagit fart och BNP har vuxit med tre procent hittills i år.

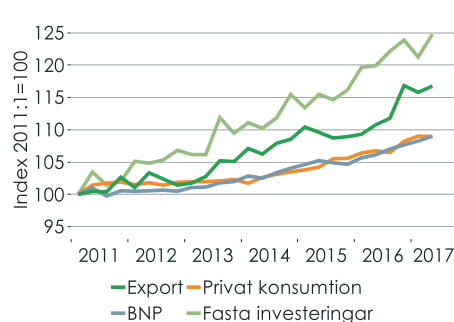
Den norska ekonomin har gynnats av att oljepriset studsat upp ordentligt, efter raset under 2015–2016. Det har funnits en stark samvariation mellan å ena sidan oljepriset och å andra sidan näringslivets investeringar i allmänhet och de oljerelaterade investeringarna i synnerhet (se bilden nedan till vänster).

Norge: Stigande oljepris ger stöd



Källa: Macrobond

Danmark: Investeringsledd återhämtning



Källa: Macrobond

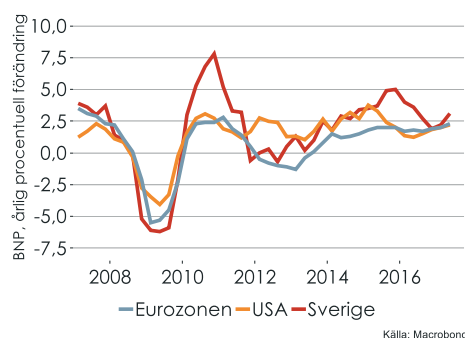
Danmark är den nordiska ekonomi med minst dramatik de senaste åren – som vanligt, är man böjd att säga. Återhämtningen efter krisen har främst drivits av en stark investeringskonjunktur men på sistone har även exporten tagit ordentlig fart.

SVERIGE: STARK KONJUNKTUR DÖLJER STRUKTURELLA SVAGHETER

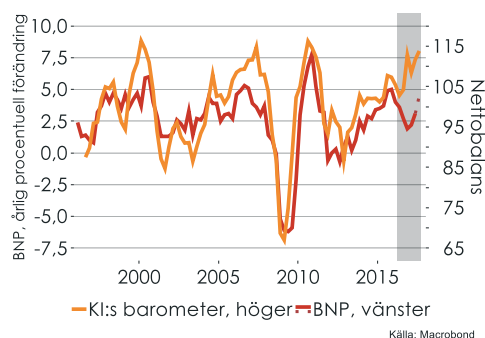
Den svenska ekonomin växer på i god takt och tillväxten kommer av allt att döma att återigen överträffa de flesta likartade länders under 2017 även om gapet har krympt rejält jämfört med föregående år (se bilden nedan till vänster). Hittills i år har BNP vuxit med 2,7 procent och att döma av konjunkturbarometrar kommer tillväxten ta ett rejält språng den närmaste tiden. Skulle historiska samband hålla borde BNP accelerera till intervallet 5-8 procent i årstakt den närmaste tiden. Att döma av månadsdata för produktion och konsumtion för juli-augusti accelererade också hemmaekonomin under sommaren medan exporten växte på i oförändrad takt.

Månadsdata visar att näringslivets produktion växte med drygt sex procent i årstakt under sommarmånaderna medan hushållens konsumtion accelererade till tre procent. Skulle data för september visa samma utveckling som augusti och historiska samband gälla, indikerar det att BNP växte närmare fyra procent i årstakt under tredje kvartalet.

Sverige: Fortsätter att överträffa peers



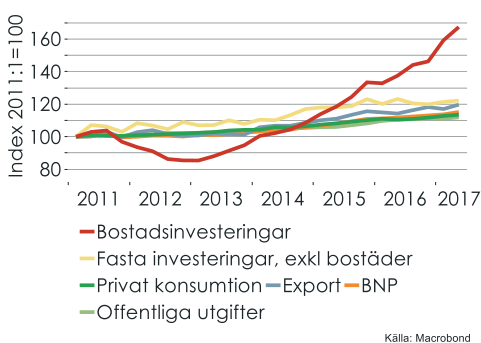
Sverige: Kartan versus verkligheten igen



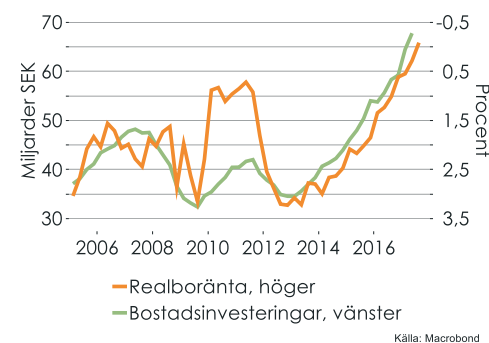
GRATISPENGAR OCH BÄTTRE VINSTER GÖDER INVESTERINGARNA

De starkaste lokomotiven under återhämtningen har varit näringslivets investeringar och exporten, i synnerhet de senaste tre åren. Bakom de starka investeringarna döljer sig dock i första hand en mycket kraftig expansion i bostadsbyggandet under senare år. I volymtermer har bostadsinvesteringarna ökat nästan 70 procent sedan början av 2014. Bilden nedan till höger visar att den reala boräntan har fallit med nästan 3,5 procentenheter under samma period, bostadsbyggandet är utan tvekan den sektor som gynnats mest av Riksbankens ultralätta politik.

Sverige: Investeringar och export drar Sverige



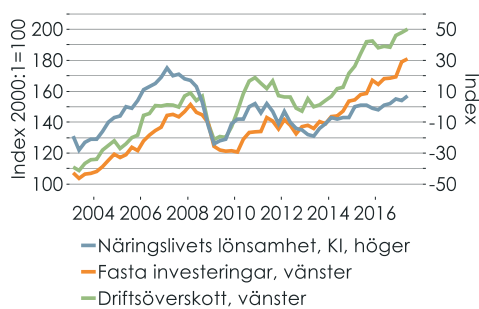
Sverige: Låga räntor eldar på bostadsbyggandet



Trots att det starka bostadsbyggandet sticker ut, har även näringslivets övriga investeringar utvecklats relativt starkt. Bilden nedan till vänster visar hur den starka vinstutvecklingen de senaste tre åren givit bränsle till investeringskonjunkturen. Konjunk-

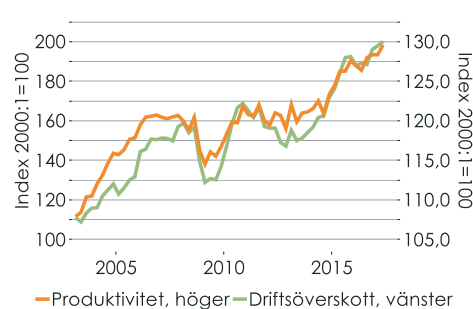
turinstitutets lönsamhetsindikator, som visserligen är en nulägesbedömning och inte framåtblickade, fortsätter också att krypa uppåt om än inte i samma takt som under 2013–2015. Av bilden nedan till höger framgår tydligt hur återhämtningen i produktiviteten drivit på näringslivets lönsamhet de senaste åren vilket alltså i sin tur givit bränsle till investeringarna. Sammantaget finns det anledning att räkna med fortsatt relativt stark investeringskonjunktur så länge som den cykliska återhämtningen i näringslivets produktivitet fortsätter.

Sverige: Vinstdriven investeringsuppgång



Källa: Macrobond

Sverige: Produktivetsdriven vinstuppgång



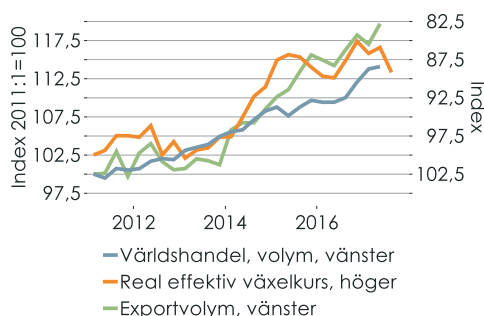
Källa: Macrobond

KRONAN EN NYCKEL TILL EXPORTEN

Exporten är en annan del av ekonomin som har fått en extra dusör från Riksbankens ymnighetshorn via en betydande kronförsvagning. I reala termer är kronan fortfarande 11 procent svagare än i början av 2011, under motsvarande period har exportvolymen vuxit 20 procent. Samtidigt har världshandeln endast vuxit 14 procent och gapet till svensk export har öppnats upp de senaste 2,5 3 åren, då också merparten av kronförsvagningen inträffat (se bilden nedan till vänster).

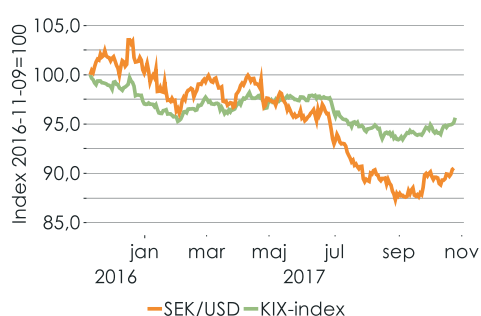
I det ljuset är det lätt att förstå att Riksbanken kastar ängsliga blickar på valutautvecklingen, kronan har stärkts med ungefär fem procent mot dollarn och med cirka 10 procent i effektiva, nominella termer sedan USA:s presidentval hösten 2016 (se bilden nedan till höger). Kronförstärkningen innebär dessutom dubbel huvudvärk för Riksbanken: Förutom att svalna av exportkonjunkturen riskerar importpriserna att dämpas med direkt bäring på svensk inflation.

Sverige: Kronförsvagningen bär exporten



Källa: Macrobond

Sverige: Kronförstärkningen ett möjligt hot mot exporten



Källa: Macrobond

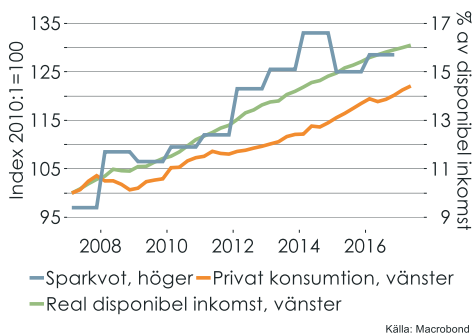
KONSUMTION: MINDRE AMMUNITION FÖR HUSHÅLLEN KOMMANDE ÅR

Det är väl bekant att svenska hushåll inte är lika förutsägbara som sina motsvarigheter i många andra länder; konsumtions- och inkomsttjänsterna är inte lika nära sammankopplade. Sedan början av 2007 har således realinkomsterna ökat med 30 procent

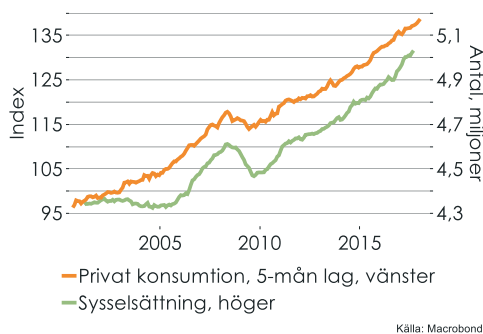
medan konsumtionen bara stigit med 22 procent, spegelbilden är en ökning i sparkvoten (se bilden nedan till vänster).

En vanlig föreställning är att privat konsumtion styrs av utvecklingen på arbetsmarknaden. I själva verket är dock sambandet dubbelriktat och där sambandet snarare verkar i motsatt riktning: När konsumtionen/BNP bromsar minskar efterfrågan på arbetskraft varvid arbetsmarknaden försvagas med viss fördröjning. Arbetsmarknadsläget är alltså ingen god ledande indikator för privat konsumtion.

Sverige: Svenskarna fortsätter att spara

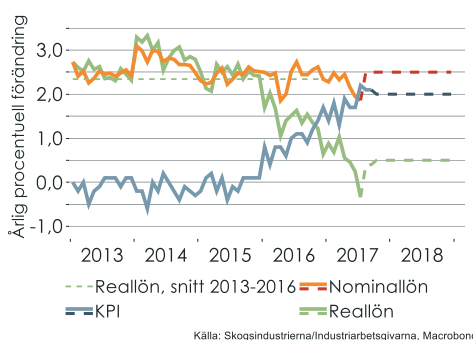


Sverige: Konsumtion och sysselsättning i slängdans

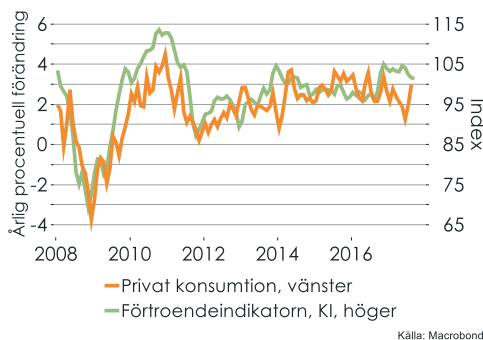


Utgår vi ändå från inkomstutvecklingen förblir förutsättningarna för hushållen goda men utrymmet för konsumtionstillväxt minskar ändå något jämfört med de senaste åren. Reallönerna kommer sannolikt att utvecklas svagare eftersom inflationen sannolikt blir betydligt högre än perioden 2013-2016 (se bilden nedan till vänster). Samtidigt ska man inte underskatta betydelsen av hushållens framtidstro. Fortsätter optimismen att frodas finns det förutsättningar för fallande sparkvot och tilltagande konsumtionstillväxt (se bilden nedan till höger).

Sverige: Lägre reallöneökningar framöver



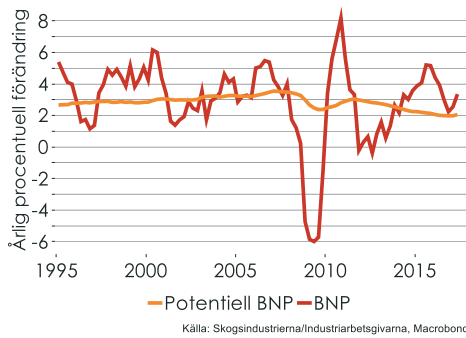
Sverige: Ska optimismen ge fart till konsumtionen?



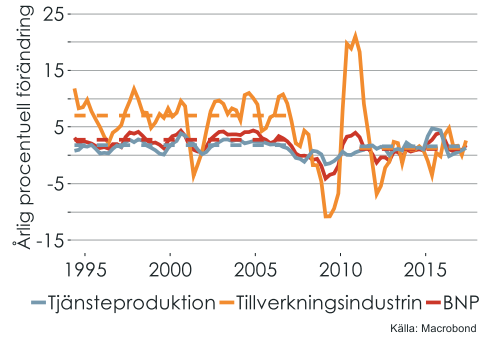
VIKANDE TILLVÄXTPOTENTIAL HOT MOT KONJUNKTUREN PÅ SIKT

Den glödheta konjunkturen döljer dock en svag underliggande tillväxtpotential. Bilden nedan till vänster visar att potentiell BNP-tillväxt stadigt rutschat neråt det senaste decenniet, från knappt 3,5 procent till cirka 1,75 procent. Tillväxten har således kraftigt överstigit den potentiella ända sedan början av 2014. Den vikande potentialen speglar i första hand kraftigt lägre produktivitetstillväxt det senaste decenniet jämfört med föregående period. Under åren innan finanskrisen var genomsnittlig produktivitetstillväxt i ekonomin i sin helhet 2,8 procent per år, för tillverkningsindustrin sju procent och för tjänsteproducenter 1,8 procent. Motsvarande siffror sedan 2011 är 1,2, 1,3 respektive 1,6 procent. Det är alltså framförallt inom tillverkningsindustrin som produktivitetstillväxten har kollapsat de senaste åren.

Sverige: Stark konjunktur men svag tillväxtpotential

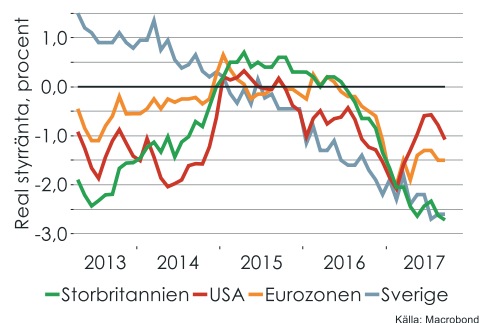


Sverige: Kraftig avmattning i produktiviteten

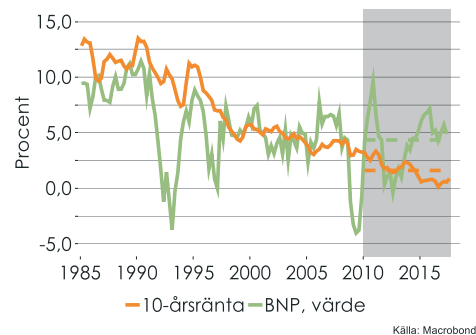


Mycket tyder också på att centralbankernas extrema politik världen över har förstärkt den långvariga tendensen till avtagande global produktivitetstillväxt och detta gäller i minst i Sverige. Det finns flera sätt att illustrera hur extraordinär penningpolitiken varit de senaste åren. Bilden nedan till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

Sverige: Riksbanken aggressivast av alla centralbanker



Sverige: Extremt expansiva finansiella förhållanden

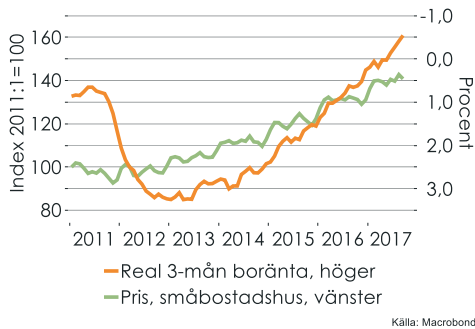


Bilden ovan till höger ger ett annat perspektiv på de svenska finansiella förhållandena de senaste åren. Över tid finns det skäl att räkna med att obligationsräntor och BNP (i nominella termer) ska utvecklas ungefär likartat även om detta inte ska förväntas gälla på kort sikt. Detta har också gällt för Sverige sedan 1950-talet. Sedan 2010 har dock ett gap öppnat upp sig där genomsnittlig BNP-tillväxt varit nästan 6,5 procent mot drygt 1,5 procent för en lång obligationsränta.

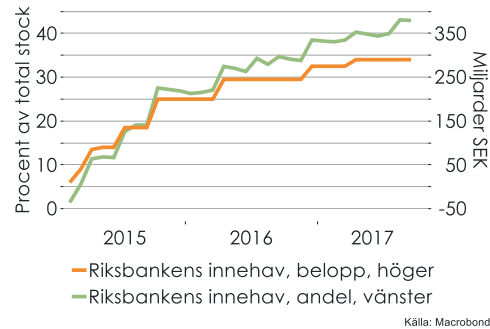
Ytterligare indikatorer på expansiva finansiella förhållanden går att finna i fastighetsmarknaden. Bilden nedan till vänster visar att småhuspriserna stod mer eller mindre stilla under åren 2011-2013. Under de åren steg de reala boräntorna kraftigt i spåren av Riksbankens räntehöjningar. När väl de reala boräntorna börja falla ordentligt fr om mitten av 2013 ökade trycket gradvis i fastighetsmarknaden och till dags dato har priserna stigit med 40 procent sedan början av 2013.

Förutom att sänka korträntan kraftigt har Riksbanken dessutom genomfört massiva stödköp av statsobligationer. För tillfället uppgår innehaven till 290 miljarder SEK, motsvarande 43 procent av utestående stock av statsobligationer, dvs långt mer omfattande än motsvarande andelar i ECB och Federal Reserve (se bilden ovan till höger). Sammantaget råder det ingen tvekan om att Riksbanken är den centralbank som tagit till det absolut grövsta artilleriet under senare år.

Sverige: Superlåga realräntor göder fastighetsmarknaden



Sverige: Riksbanken äger 43 procent av obligationerna

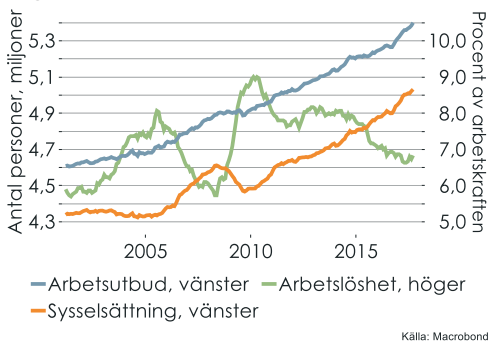


PARADOXEN PÅ ARBETSMARKNADEN: ARBETSLÖSHETEN OCH BRISTTALEN STIGER I TANDEM

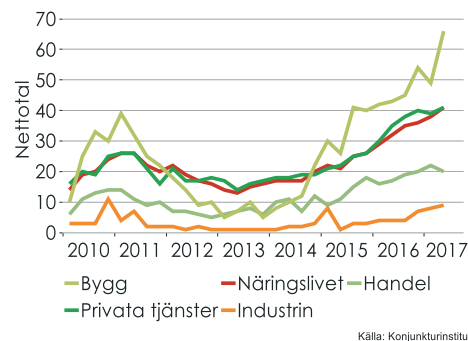
Arbetsmarknaden fortsätter att vara "urstark" som Arbetsförmedlingen har uttryckt det på sista tiden. Sysselsättningen har tagit ytterligare fart det senaste året, från redan tidigare snabb takt. Problemet är bara att arbetskraften växer ännu fortare inte minst i spåren av den stora flyktinginvandringen 2015-2016, vilket innebär att arbetslösheten snarast har börjat stiga.

Det är därför osannolikt att de prognoser om fortsatt fallande arbetslöshet som publicerats av bl a regeringen, Riksbanken, Konjunkturinstitutet, m fl kommer att infrias. Även om sysselsättningen bland utrikesfödda ökar relativt snabbt kommer det att krävas snabba, kraftfulla politiska åtgärder för att inte arbetslösheten ska öka de närmaste åren.

Sverige: Arbetslösheten & sysselsättningen stiger i tandem



Sverige: Tilltagande arbetskraftsbrist i alla sektorer



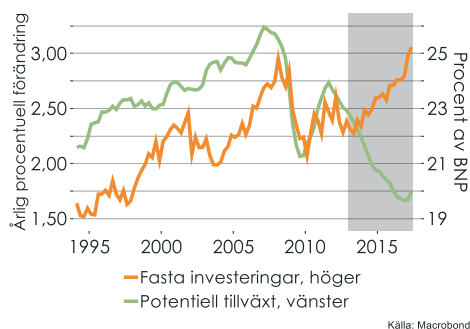
Samtidigt ökar den upplevda bristen på arbetskraft i snart sagt alla sektorer, t o m inom tillverkningsindustrin finns det tendenser till ökad arbetskraftsbrist (se bilden ovan till höger). Det är viktigt att inte tolka bristtalen mekaniskt i termer av "antal personer", det handlar sannolikt i många fall snarare om en kvalitativ bedömning om "brist på kompetens". Kombinationen stigande arbetslöshet och tilltagande arbetskraftsbrist illustrerar tydligt att den svenska arbetsmarknaden kännetecknas av stora matchningsproblem. Allt trängre flaskhalsar inom snabbväxande delar av ekonomin innebär i sin tur en broms för ekonomin de kommande åren. Vi räknar sammantaget med att svensk BNP växer 2,9 procent i år för att bromsa till 2,2 procent 2018.

SKAPAR LÅGRÄNTEPOLITIKEN EN ZOMBIEKONOMI?

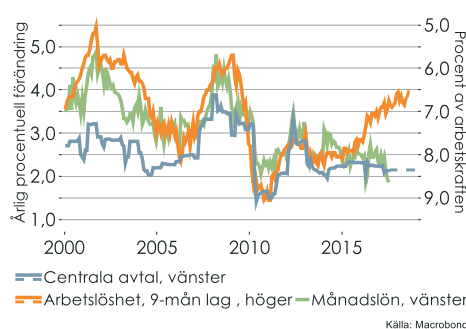
Finns det då några tecken på att den extremt expansiva politiken leder till de negativa, långsiktiga effekterna på ekonomin som beskrivs ovan? Bilden nedan till vänster visar ett likartat mönster som i t ex USA och Tyskland – investeringsandelen rör sig synkront med potentiell BNP-tillväxt – fram tills något år in på återhämtningen efter senaste

krisen. Därefter kopplar investeringsandelen loss från den potentiella tillväxtbanan, onekligen bestickande även om det självklart krävs fler indikationer än en enkel graf.

Sverige: Improduktiva investeringar på sistone



Sverige: Löne-Phillipskurvan är kortsluten



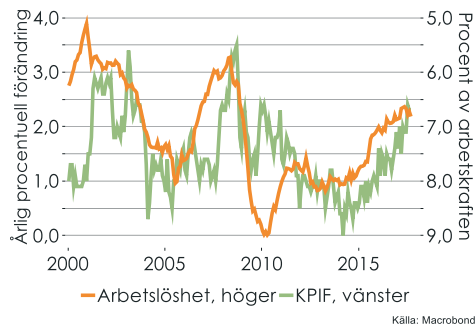
Risken är således påtaglig att den redan svaga och fallande tillväxtpotentialen kommer att falla framöver i spåren av alltför expansiva finansiella förhållanden under alltför lång tid.

PHILLIPSKURVAN FORTFARANDE UNDER KORSELD

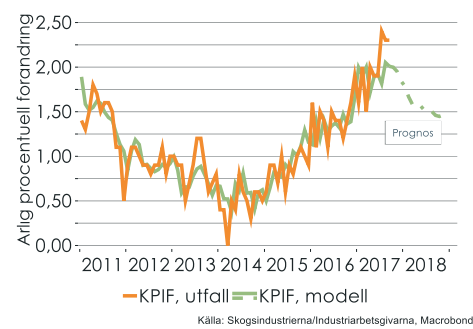
Liksom i andra ekonomier – och på global nivå för den delen – har sambandet mellan svenskt resursutnyttjande å ena sidan och löne- och prisinflation å den andra, försvagats påtagligt på sistone. Som framgår av bilden ovan till höger har arbetslösheten fallit kraftigt under de senaste fyra åren samtidigt som löneökningarna snarast modererats. Man måste ta de senaste månadernas lönestatistik med en nypa salt, enligt Medlingsinstitutets modell underskattar preliminära data de verkliga löneökningarna, men än så länge finns inga tecken på att en stram arbetsmarknad ger en allmän skjuts till lönerna. Det finns tecken på att löneökningarna tilltar i den offentliga sektorn – dvs den del av ekonomin som är minst utsatt för internationell konkurrens – men i det alltmer konkurrensutsatta näringslivet är utvecklingen fortfarande mycket dämpad. Mycket tyder på att de många prognosmakare som länge förutsett accelererande löner underskattat globaliseringens och digitaliseringens effekter på nationella arbetsmarknader.

Även om Riksbanken ännu så länge inte får någon hjälp från arbetsmarknaden har inflationen ändå krupit upp och förbi målet på sistone. En ytlig inspektion av bilden nedan till vänster kan dessutom ge intrycket att sambandet mellan inflationen och inhemskt resursutnyttjande faktiskt har återställts men det handlar nog mer om en slump. Mycket tyder istället på att inflationen kommer att dyka ner under målet igen under 2018, vilket även är Riksbankens bedömning. Huvudskälet till att inflationen stuckit upp det senaste året är inte tilltagande svenskt resursutnyttjande utan stigande råvarupriser och uppdämda effekter av tidigare kronförsvagning.

Sverige: Pris-Phillipskurvan gör tillfällig (?) comeback



Sverige: Inflationen styrs av råvarupriser & kronan

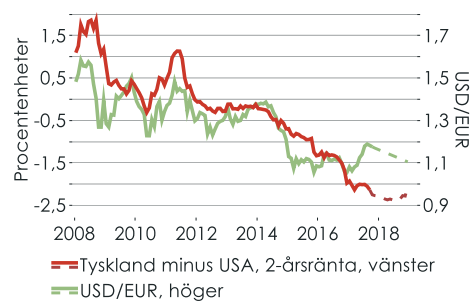


Bilden ovan till höger visar en enkel prognos där inflationen reagerar på arbetslösheten, råvarupriser och kronkursen. Prognosen bygger på vår bedömning att arbetslösheten har bottnat och långsamt stiger under 2018, samt att oljepriser och kronans kurs förblir på dagens nivå. Med dessa antaganden pekar modellen mot att inflationen kommer att gradvis falla tillbaka till 1,5 procent under våren 2018 och förbli där resten av året. Mot den bakgrunden och med tanke på att ECB fortsatt kommer att inta en försiktig hållning, räknar vi inte med att Riksbanken börjar höja styrräntan förrän tidigast hösten 2018.

VALUTOR: COMEBACK FÖR DOLLARN MEN SMÅ KRONRÖRELSER

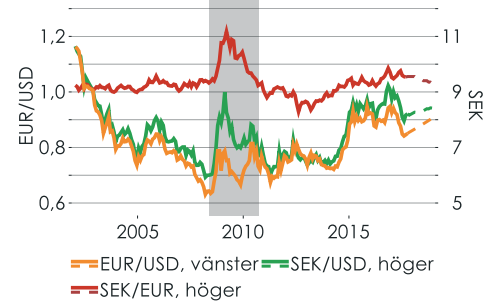
I den prognos som publicerades innan sommaren skrev Industriarbetsgivarna att man borde räkna med en viss dollarförstärkning på lite sikt med tanke på fortsatta, måttliga räntehöjningar från Federal Reserve samtidigt som ECB och Riksbanken kan förväntas vila på hanen.

Räkna med viss dollarförstärkning



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Räkna med kronförsvagning mot USD



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Även om dollarn istället försvagats ordentligt sedan i somras (se bilden ovan till vänster), i första hand driven av tvivel på Donald Trumps förmåga att få igenom sin ekonomiska politik, kvarstår det långsiktiga centralbanksargumentet. De senaste veckorna har också dollarn tenderat att återhämta sig, en tendens som vi räknar med kommer att förstärkas det kommande året.

Samtidigt är valutakursen snart sagt det enda kort som Riksbanken har kvar att spela ut med tanke på att inhemskt resursutnyttjande endast har begränsat inflytandet på löner och priser. Eftersom Riksbanken absolut inte vill riskera att en kraftig kronförstärkning mot euron återigen trycker ner inflationen, blir kronan nära kopplad till euron. Det nya regelverket, med ett variationsband inom vilket inflationen tilläts variera, innebär dock att Riksbanken inte behöver reagera lika starkt på avvikelser från inflationsmålet. Det betyder i sin tur att man kan ha lite mer is i magen och inte vara lika fixerad vid fluktuationer i valutakursen som kan tänkas påverka inflationen på kort till medellång sikt. Det är ändå svårt att tänka sig att Riksbanken kommer att tillåta mer än en måttlig förstärkning av kronan mot euron det närmaste året vilket också innebär en viss kronförsvagning mot dollarn.

TABELLER

TABELL 1. BNP, ÅRSGENOMSNIITT, %

	Global	USA	Eurozonen	Storbritannien	Norge	Finland	Danmark	Kina	Japan	Sverige
2017	3,2	2,0	2,2	1,5	1,3	3,0	2,1	6,8	1,5	2,9
2018	3,0	1,8	1,8	1,3	1,1	2,2	1,0	6,5	0,8	2,2

TABELL 2. SVENSKA NYCKELTAL

	Sysselsättning*	Arbetslöshet**	KPIF***
2017	2,0	6,8	2,0
2018	1,0	6,8	1,6

*Procentuell förändring, årsgenomsnitt

**Procent av arbetskraften, slutet av året

***Procentuell förändring, slutet av året

TABELL 3. FINANSIELLA NYCKELTAL

Årsslut	Sverige			Eurozonen		USA
	Styrränta	SEK/EUR	SEK/USD	Styrränta	EUR/USD	Styrränta
2017	-0,5	9,55	8,20	0	1,16	1,5
2018	0	9,30	8,40	0	1,10	2

