

# Vaktombyte i världskonjunkturen

*Oktober 2015*

## Innehållsförteckning

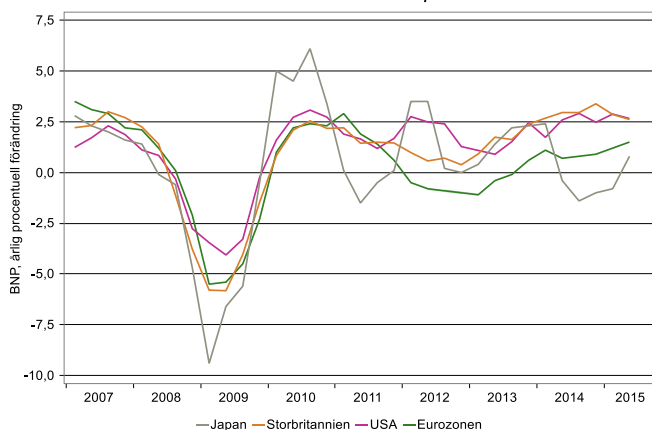
Sammanfattning: Världskonjunkturen fortsätter att hacka .....	3
Global konjunktur: BNP och världshandeln bromsar .....	6
USA: Starkast bland industriländerna .....	9
Eurozonen: Äntligen näsan över vattenytan .....	14
Storbritannien: Svängig byggkonjunktur.....	17
Norden: En spretig bild.....	18
Kina: Trenden har vänt neråt.....	19
Tillväxtländerna: En skingrad flock.....	21
Sverige.....	22
Valutakurser och centralbanker .....	29
Svensk basindustri .....	31
Trävaror .....	33
Tabeller .....	42

## Sammanfattning: Världskonjunkturen fortsätter att hacka

- Världsekonomin fortsätter att hacka fram i måttlig takt.
- Tidigare lokomotiv som Kina och andra tillväxtländer bromsar, stora delar av EU har fortsatta problem medan USA och i viss mån Storbritannien står för dynamiken.
- Svensk ekonomi klarar sig hyfsat trots svag omvärld, framförallt driven av starkt bostadsbyggande.
- Utsikterna för den svenska basindustrin varierar beroende på bransch. Trävaru- och delar av papper- och massaindustrierna går relativt bra medan delar av gruv- samt stålindustrin möter fortsatta utmaningar.

Världsekonomin har hittills under året vuxit i måttlig takt, framförallt driven av en relativt stark expansion i USA. Bland industriländerna växer även Storbritannien i skaplig takt medan tillväxten i EU som helhet fortfarande är svag, trots vissa tecken på återhämtning.

Utvecklade ekonomier: Eurozonen släpar fortfarande efter



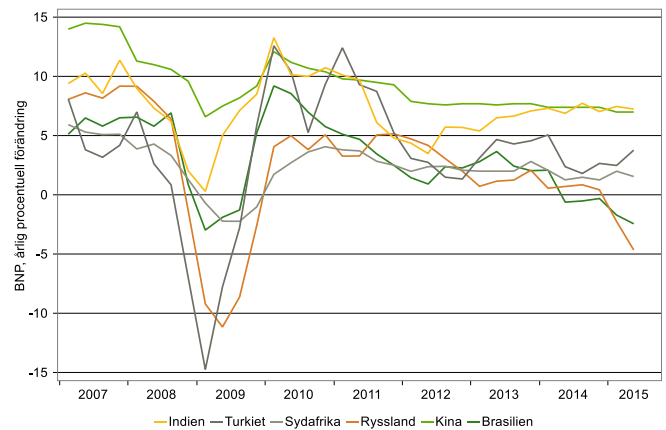
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

### BRICST viker ner sig

Samtliga länder inom det så kallade BRICST-klustret utom Indien har bromsat påtagligt under senare år. Till skillnad från under de senaste decennierna, då tillväxtländer som Kina, Indien, Brasilien, Ryssland, med

flera agerade primus motor för världsekonomin, är det för närvarande några av de utvecklade länderna som står för dynamiken.

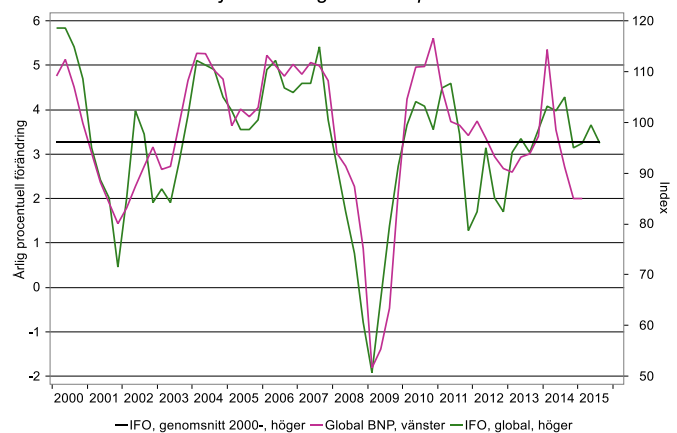
Många tillväxtländer tappar farten



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Visserligen växer Kinas ekonomi, enligt officiell statistik, fortfarande med sju procent i årstakt – en utveckling som skulle göra politiker gröna av avund i de flesta andra länder – men det är ändå en halverad takt jämfört med de heta åren innan finanskrisen. Den ekonomiska utvecklingen i Ryssland och Brasilien måste betraktas som katastrofal med kraftigt fallande BNP medan Sydafrika och Turkiet bara uppvisar tillväxttal kring 2 procent. Det enda av BRICST-länderna som visar en stigande tillväxttrend är Indien som nu nått samma tillväxttal som Kina.

Global konjunktur: Inga tecken på acceleration



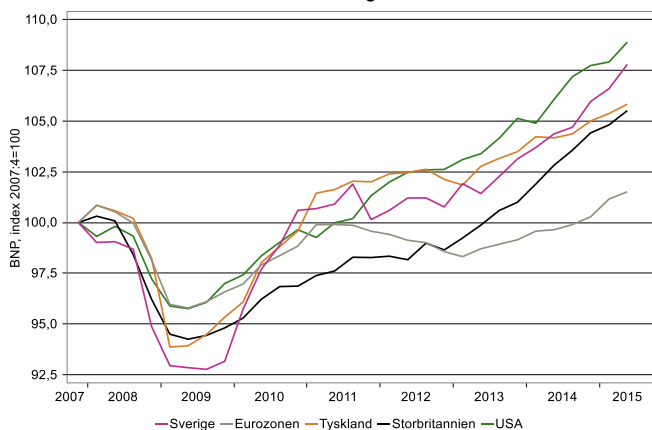
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Sammantaget finns det just nu mycket lite som tyder på att världsekonomin står inför en påtagligt bättre konjunktur de närmaste kvartalen. Den bilden bekräftas av till exempel IFO:s globala konjunkturbarometer som historiskt samvarierat tämligen väl med global BNP-tillväxt. Indikatoren för tredje kvartalet ligger exakt på genomsnittet sedan år 2000 och har fallit påtagligt jämfört med motsvarande period förra året.

### Sverige klarar sig relativt bra

Även om inte heller den exportberoende svenska ekonomin direkt rosat marknaden på sistone, i spåren av medioker global konjunktur, tillhör Sverige de länder som återhämtats sig snabbast efter finanskrisen. Visserligen dök den svenska ekonomin djupare än flertalet jämförbara länder i samband med den akuta krisen.

Efter finanskrisen: Sverige tillhör vinnarna



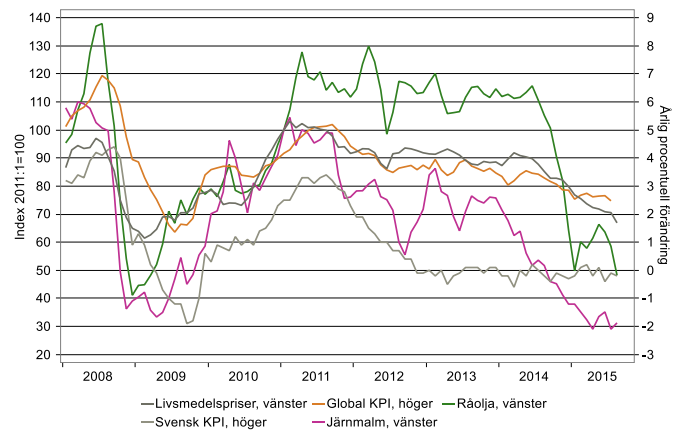
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Betraktar vi hela perioden sedan 2008 har dock svensk BNP utvecklats starkare än flertalet industriländers och är nu cirka sju procent högre än innan finanskrisen. Till skillnad från tidigare återhämtningarna är det dock inte i första hand exporten som dragit den svenska ekonomin, därtill har den globala konjunkturen varit alltför svag. I stället är det inhemsk efterfrågan och i synnerhet bostadsbyggandet som stått för kraften den senaste tiden, påeldad av extremt gynnsamma finansiella förhållanden.

### Global lågkonjunktur sänker inflationen...

Eftersom den globala återhämtningen efter finanskrisen varit så svag och produktionen av många råvaror fortsatt att öka, kännetecknas många marknader fortfarande av stora utbudsöverskott. Följden har blivit låg inflation i allmänhet och kraftigt fallande priser på många råvaror i synnerhet.

Råvaruöverskott sänker global inflation

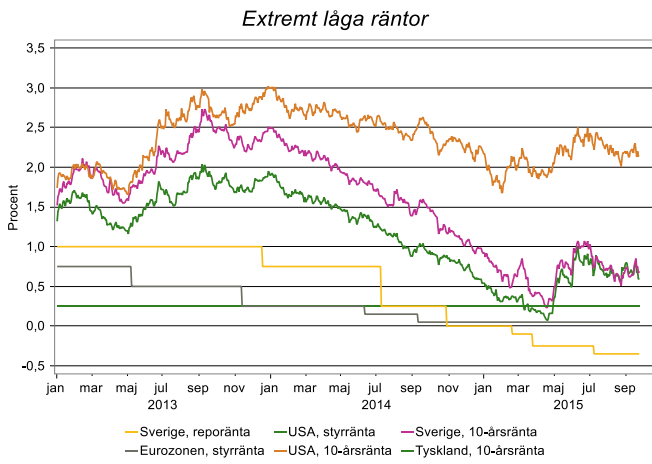


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Sålunda har till exempel järnmalmpriset fallit med 70 procent sedan 2011 medan råoljepriset fallit med nästan 60 procent sedan förra sommaren. Följden har blivit snabbt avtagande inflation i hela världen; globala konsumentpriser har bromsat in från en takt av 3,5 procent sommaren 2014 till under 2,5 procent. Sveriges KPI har tagit samma bana men bromsat ännu kraftigare. Svensk inflation har hackat kring noll-strecket ända sen slutet av 2012.

### ...och pressar ner räntorna

Konsekvensen av den envist låga inflationen har blivit att räntorna världen över låsts fast på historiskt låga nivåer.



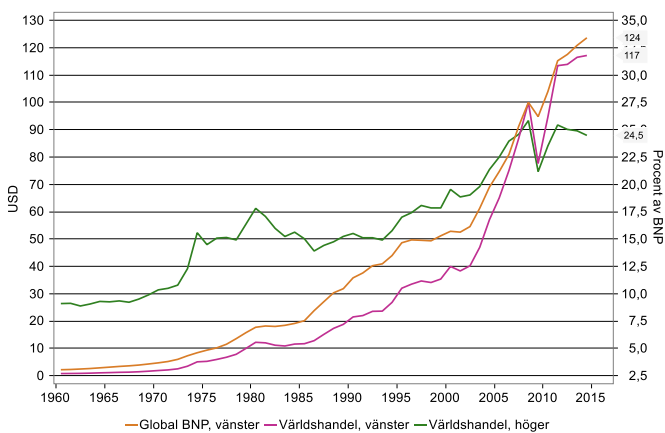
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Sju år efter Lehman Brothers kollaps finns inte mycket som tyder på att världsekonomin står inför en acceleration. Å andra sidan ser vi heller inga stora risker för en global recession. Fortsatt hackande kring mediokra tillväxttal, fortsatt låg inflation och låga räntor är därför huvudspåret.

## Global konjunktur: BNP och världshandeln bromsar

Kinas och andra tillväxtekonomiers ökande betydelse under de senaste decennierna bidrog till mycket snabb global BNP-tillväxt. Eftersom exporten i mångt och mycket var motorn för Tigerekonomiernas expansion ökade även världshandeln dramatiskt.

Världshandeln mattas av

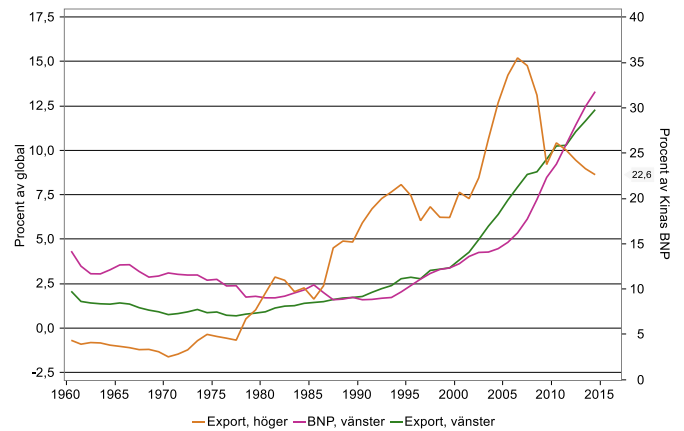


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Världshandeln växte på i samma takt som BNP under de 20 åren efter OPEC I och det var först i samband med att Kina verkligen blev en spelare att räkna med i mitten av 1990-talet som världshandeln tog fart ordentligt. Under perioden 1993-2008 ökade världshandeln som andel av global BNP från 15 till 26 procent.

Kinas vikt i världsekonomin har ökat dramatiskt de senaste decennierna och exporten har haft stor betydelse för Kinas frammarsch. Kinas andel av global BNP/världshandel har ökat från 1,5 procent 1993 till 13 procent respektive 12 procent 2014. Som jämförelse ökade exporten från cirka 5 procent av Kinas BNP 1980 till 35 procent 2006. Därefter, och i synnerhet sedan finanskrisen, har emellertid exportens andel av ekonomin fallit kraftigt och är nu nere på samma nivå som i början av seklet. I spåren av finanskrisen och i takt med att Kina och andra tillväxtekonomier har bromsat, har även utrikeshandelns andel av BNP slutat att växa.

Kinas handelslokomotiv tappar kraften

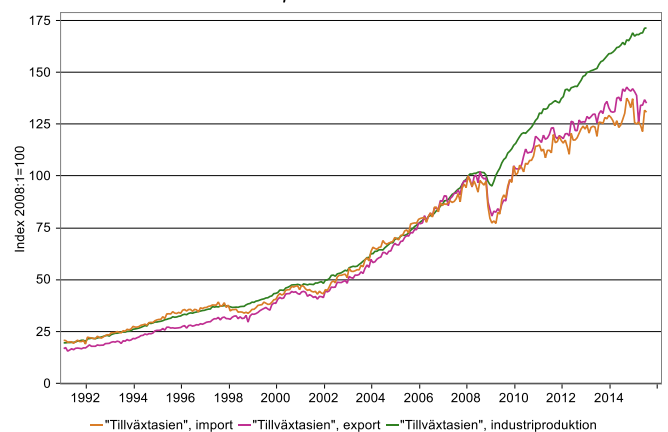


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Delvis är Kinas inbromsning och exportens minskade betydelse en direkt konsekvens av omläggningen av den ekonomiska strategin: från export och infrastrukturinvesteringar till inhemsk konsumtion. Därutöver har säkert den svaga globala konjunkturen spelat en betydande roll.

I "Tillväxtasien" växte industriproduktionen, importen och exporten i stort sett i samma takt fram till finanskrisen.

"Tillväxtasien": Ökad produktion för hemmamarknaden



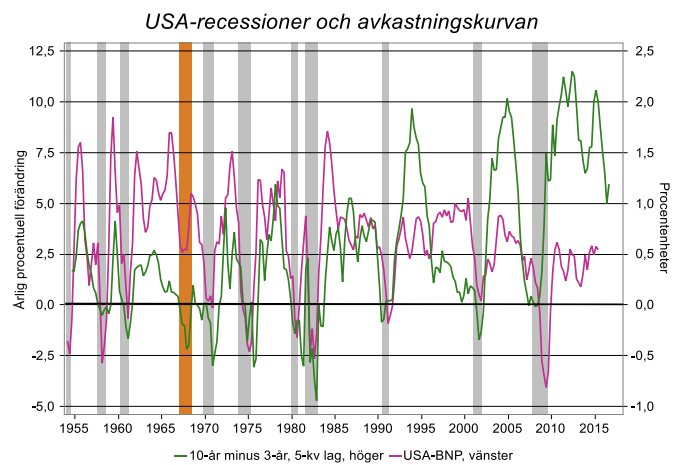
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Därefter har ett helt nytt mönster etablerats där industriproduktionen ökar betydligt snabbare än utrikeshandeln. De asiatiska ländernas beroende av utrikeshandel verkar således minska snabbt, de blir alltmer "självförsörjande". Fortfarande ökar emellertid regionens andel av världshandeln, om än i betydligt långsammare takt än under 1980- och -90-talen.

## Medioker världskonjunktur men knappast recession

Många förståsigpåare har överraskats negativt av den globala konjunkturen sedan finanskrisen. Otaliga är de tillfällen då analytiker kåren förutskickat en rejäl konjunkturuppgång för att sedan besviket tvingas revidera ner sina prognoser. Det finns inte heller för tillfället mycket som pekar på en betydande global acceleration. Tvärtom skapar de tydliga tecknen på en kinesisk avmattning förnyad oro för världskonjunkturen. Vi kan också notera hur flera prognosmakare, senast IMF i dagarna, återigen tvingas skruva ner sin prognoser. Eftersom expansionen efter Den Stora Recessionen nu har pågått i sju år, en lång period i ett historiskt perspektiv, kan vän av ordning istället fråga sig om inte världen nu närmar sig en ny lågkonjunktur.

Finns det då skäl, förutom historiska jämförelser, att på kort sikt frukta en global recession? Den bästa enskilda indikatorn för USA-recessioner är avkastningskurvans lutning, det vill säga skillnaden mellan långa och korta marknadsräntor. Visserligen kan vi inte sätta likhetstecken mellan en ekonomisk nedgång i USA och en global recession men det är svårt att undvika den kopplingen. Bilden nedan visar att USA:s BNP-tillväxt har tenderat att avta i takt med att ”avkastningskurvan blivit flackare” – korta räntor stigit relativt långa räntor. De grå markeringarna visar USA:s officiella recessioner sedan mitten av 1950-talet. Det är slående att avkastningskurvan haft en negativ lutning – korta räntor har varit högre än långa – inför varje recession, utom möjligen 1954. Endast vid ett tillfälle, 1967-68 (gulmarkerad i figuren nedan), har indikatorn falskeligen signalerat recession vilket ger den ännu större tyngd.



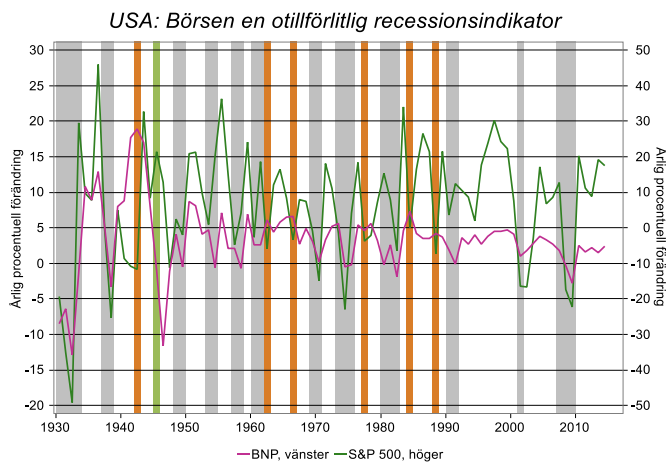
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Det finurliga är att avkastningskurvan är en ledande indikator: I genomsnitt har den haft starkast signalvärde för BNP-tillväxten med 5-6 kvartal fördröjning även om mönstret varierat över tiden. Detta betyder att om långa räntor dyker under korta finns det goda skäl att räkna med en USA-recession inom 1-1 ½ år.

För tillfället är USA:s långa räntor betydligt högre än de korta vilket alltså inte ger någon indikation om en stundande recession. Avkastningskurvan har dock blivit avsevärt flackare under 2015 i takt med växande förväntningar om en stundande räntehöjning av Federal Reserve (mer om detta i USA-avsnittet). Om centralbanken börjar höja styrräntan senare i höst och får marknaden att räkna med en relativt snabb kampanj, är det troligt att korta marknadsräntor stiger betydligt snabbare än långa – avkastningskurvan blir snabbt flackare. Blickar vi tillbaka på tidigare recessioner har de ofta utlösts av kraftiga räntehöjningar. Även denna gång är ett av de största hoten mot USA:s, och därmed världens, konjunktur ett policymisstag av centralbanken.

En annan ”populär” finansiell recessionsindikator är börsutvecklingen. Det visar sig dock att börsen har mycket sämre signalvärde för konjunkturen än räntemarknaden. Bilden nedan visar dels utvecklingen för S&P 500, dels BNP-tillväxten i samband med USA:s recessionen. Elaka tungor brukar säga att börsen förutspått 19 (de gulmarkerade områdena i bilden nedan visar falska signaler) av USA:s 13 recessioner sedan 1930,

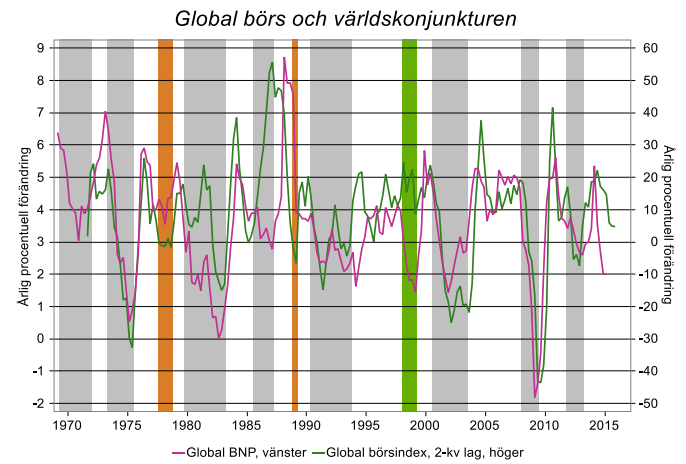
börsen har alltså en tydlig tendens att överdriva risken för recessioner<sup>1</sup>. Dessutom missade börsen att pricka in recessionen 1945, i samband med Andra Världskrigets slut.



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Om vi trots dessa brister skulle basera en bedömning av konjunkturen på börsen finns det dock inte heller här några tecken på en annalkande recession i USA eftersom USA:s börsutveckling varit god det sista året.

Låt oss på motsvarande sätt utvärdera den globala börsens signalvärde för världskonjunkturen. I detta fall begränsas analysen av att vi bara har datatillgång till en global börsindex sedan 1969.



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Världen<sup>2</sup> har genomgått 10 recessioner sedan slutet av 60-talet. Dessutom är börsen, liksom USA:s avkastningskurva, en hyfsat god ledande indikator: Börsen tenderar att röra sig före BNP-tillväxten. Global börsindex är alltså inte en oäven indikator men den har ändå förutskickat två recessioner som inte inträffat samt missat en recession. Globala börser har utvecklats betydligt svagare än i USA på sistone och närmar sig riskzonen för global recession.

Sammanfattningsvis finns det få indikationer på att den globala ekonomin står inför en snar acceleration. Tvärtom har nya orosmoln dykt upp på sistone i form av svagare utveckling än väntat i diverse tillväxtländer. Ledande indikatorer som inköpschefsindex, räntor och börser indikerar inte heller någon förstärkt världskonjunktur. Å andra sidan ringer inte heller larmklockorna för en näraliggande recession, även om den globala börsutvecklingen är värd att hålla ögonen på.

<sup>1</sup> Vad som är en recessionssignal på börsen är något godtyckligt. Här definierar vi det som att börsen faller jämfört med året innan.

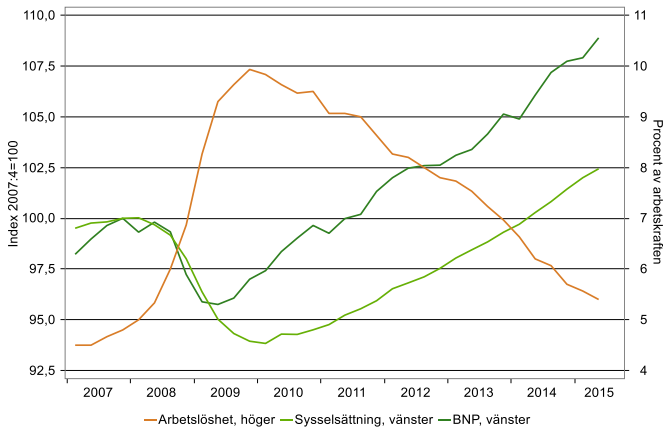
<sup>2</sup> I detta fall representerad av OECD plus sex ytterligare länder.



## USA: Starkast bland industriländerna

USA är den av större utvecklade ekonomier som har haft den starkaste utvecklingen, inte bara på senare tid utan sammantaget under återhämtningen efter finanskrisen.

USA: Hyfsad utveckling efter finanskrisen



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

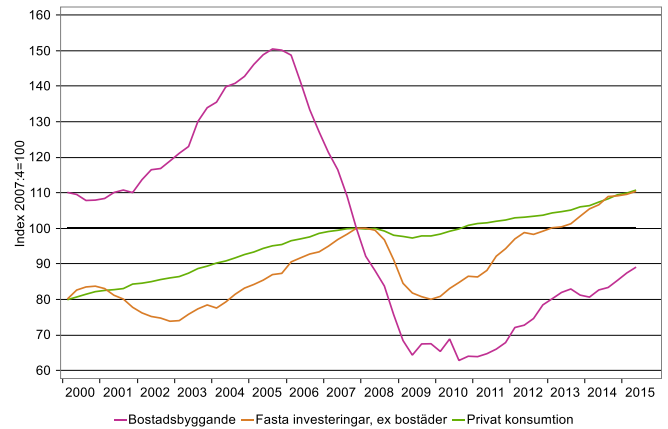
BNP står 9 procent över nivån innan krisen och sysselsättningen är drygt 2 procent högre. Samtidigt har arbetslösheten nära nog halverats sedan slutet av 2009.

Jämfört med andra industriländer har flertalet sektorer utvecklats starkare, såväl privat konsumtion som investeringar utanför bostadsbyggandet har kravlat sig cirka 10 procent över för-krisnivån. Som vi betonade i vårens rapport är dock USA:s återhämtning efter finanskrisen en av de svagaste i historien. Man skulle lite raljant kunna säga att USA visserligen har utklassat de flesta motspelare men att konkurrensen inte direkt varit mördande.

### Bostadsinvesteringarna på väg tillbaka

Bilden nedan illustrerar tydligt vad som var USA:s största problem under åren före finanskrisen och som i grunden utlöste finanskrisen och recessionen: Den extrema ökningen i bostadsbyggandet med nästan 40 procent under 2000-2005. Bostadsinvesteringarnas andel av BNP ökade kraftigt från cirka 4,5 procent till närmare 7 procent av BNP.

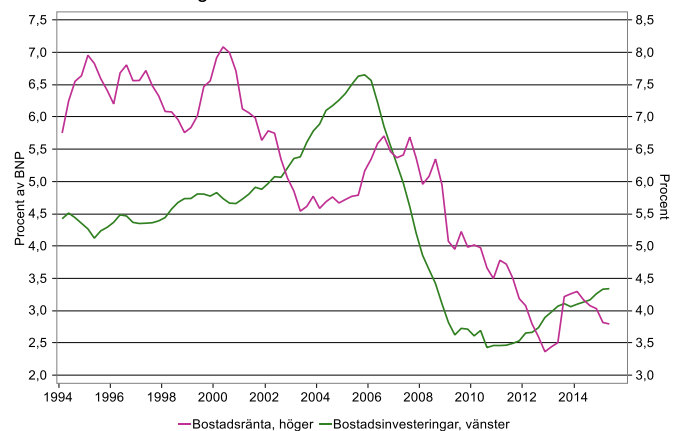
USA: Bostadsbubblan pyser fortfarande ur



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Boomen på bostadsmarknaden hade knappast inträffat utan det bränsle som pumpades in via snabbt fallande bostadsräntor. Bostadsraketens tändning sammanföll med att räntorna föll från 8 procent till 5,5 procent under loppet av tre år.

USA: Låga räntor inflaterade bostadsbubblan

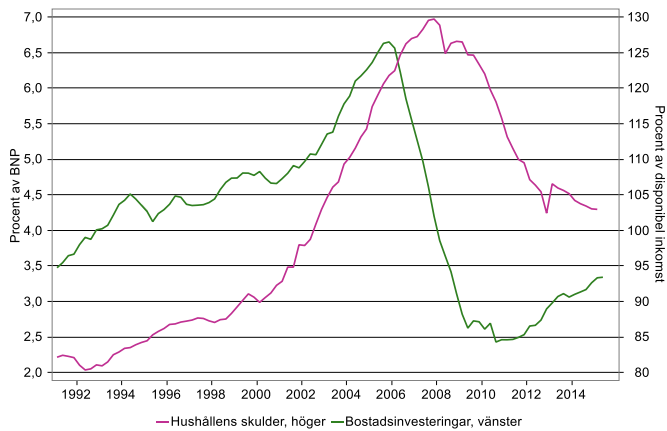


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Det är också tydligt att bostadsbubblan började pyssa i samband med att räntorna vände uppåt redan 2005, alltså långt innan finanskrisen.

Hushållen drog nytta av gynnsamma lånevillkor och hushållens skuldsättning steg kraftigt, från 90 procent av disponibel inkomst år 2000 till som mest 130 procent i samband med att lågkonjunkturen inleddes i slutet av år 2007.

USA: Skulddriven bostadsbubbla

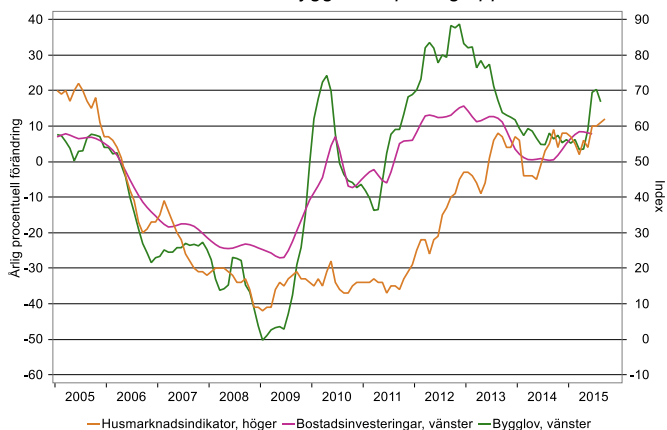


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Sedan dess har skuldsättningen minskat till drygt 100 procent av disponibel inkomst, i takt med stigande sysselsättning och inkomster.

Fallet i bostadsinvesteringarna i krisens spår var gigantiskt, till 2,5 procent av BNP år 2010. Sedan dess har marknaden stabiliserats och bostadsbyggandet bidragit positivt till återhämtningen. Fortfarande är dock investeringsandelen långt under nivån innan krisen, så givet en växande befolkning och fortsatt gynnsamma finansiella förhållanden borde det finnas utrymme för fortsatt bidrag från bostadsbyggandet. Den bilden bekräftas av att högfrekventa indikatorer som bygglov och byggstarter indikerar fortsatt återhämtning.

USA: Bostadsbyggandet på väg uppåt

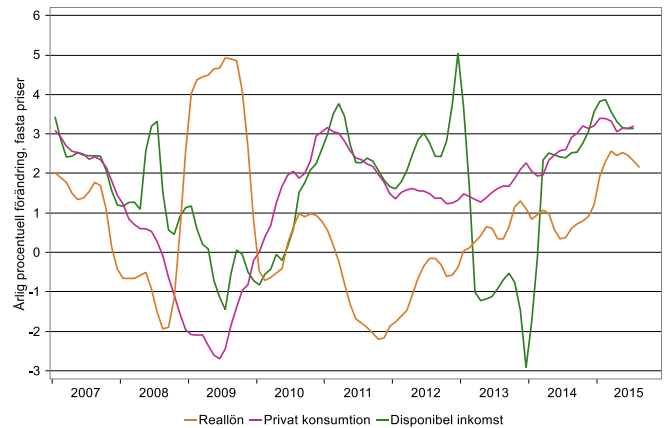


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

## Starkare arbetsmarknad stöttar konsumtionen

Privat konsumtion som står för närmare 70 procent av USA:s BNP har under senare år fått stöd av en relativt god inkomsttillväxt, framförallt driven av stigande sysselsättning men även av en skaplig reallöneökning.

USA: Skaplig inkomsttillväxt driver konsumtionen



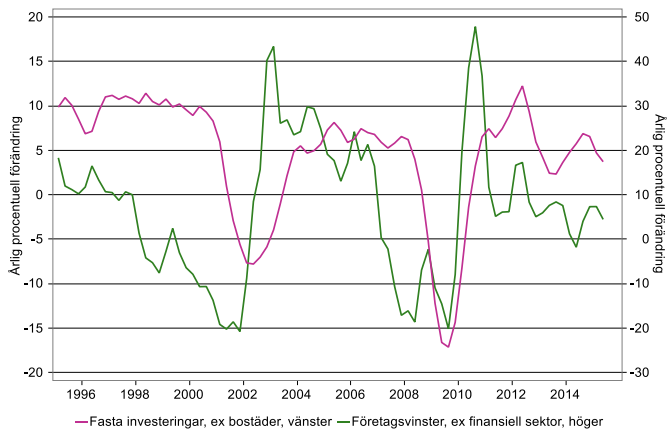
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Bakom accelerationen i reallönen det senaste året ligger dock inte en brantare bana för nominella löner utan mycket låg inflation, ett mönster som vi känner igen inte minst från Sverige. Så länge arbetsmarknaden fortsätter att förstärkas finns det goda förutsättningar för fortsatt hyfsad inkomst- och konsumtionstillväxt.

## Svaga vinster hämmar investeringarna

Läget för investeringarna (exklusive bostadsbyggande) är mindre gynnsamt. Investeringarna sköt fart med stöd av en studs i företagsvinsterna efter den akuta krisen men har sedan utvecklats svagt de senaste åren.

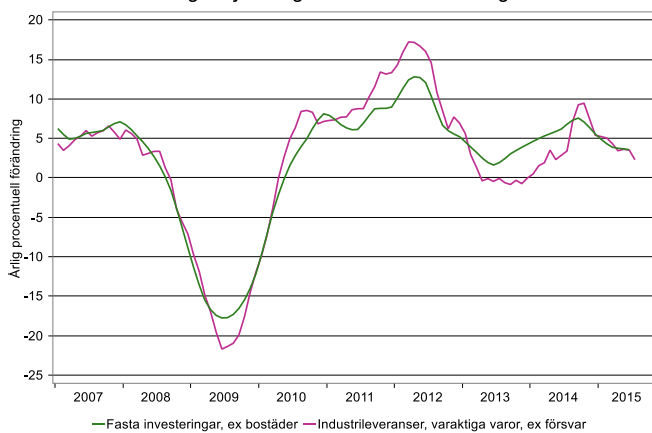
USA: Svag vinstutveckling tynger investeringarna



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Inte mycket tyder heller på påtagligt ökad investeringsaktivitet i närtid, vi ser till exempel ännu inga tecken på starkare vinstutveckling. Bilden nedan visar tvärtom på risker för ytterligare lägre investeringar under kommande kvartal.

USA: Ingen ljusning i sikte för investeringarna

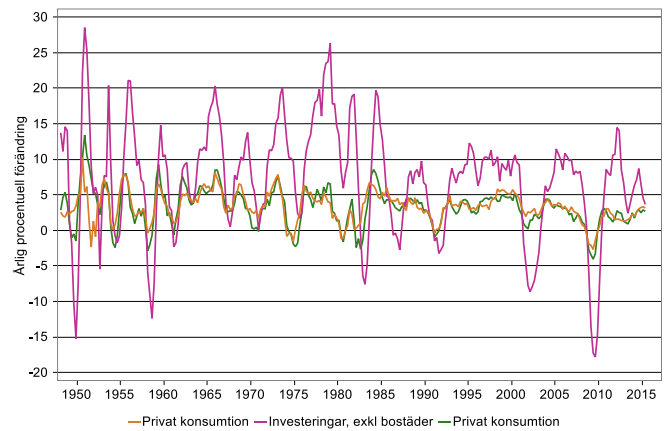


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Exempelvis har industrins leveranser, som är den främsta ledande kortsiktiga investeringsindikatorn, fortsatt att mattas av under sommaren. Det är för övrigt slående att investeringarna utvecklas så pass svagt, inte bara i USA utan världen över, trots extremt gynnsamma finansiella förhållanden.

Historiskt har den främsta motorn för USA:s återhämtningar – liksom bromsen i avmattningar – varit investeringarna.

USA: Investeringsloket på låg-växel



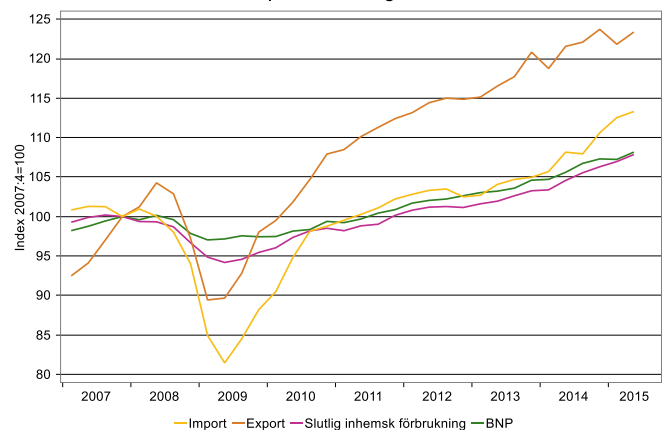
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Som framgår tydligt av bilden ovan har investeringsloket haft betydligt svagare dragkraft, inte bara under nuvarande återhämtning, utan även i samband med samtliga uppgångar sedan slutet av 1980-talet. Så länge den oro och osäkerhet som präglar såväl världsekonomin som världsläget i stort består, är en kraftig investeringsuppgång osannolik.

### Exporten primus motor

Även om hemmaekonomin repat sig har exporten varit den del av ekonomin som haft starkast återhämtning.

USA exporterade sig ur krisen

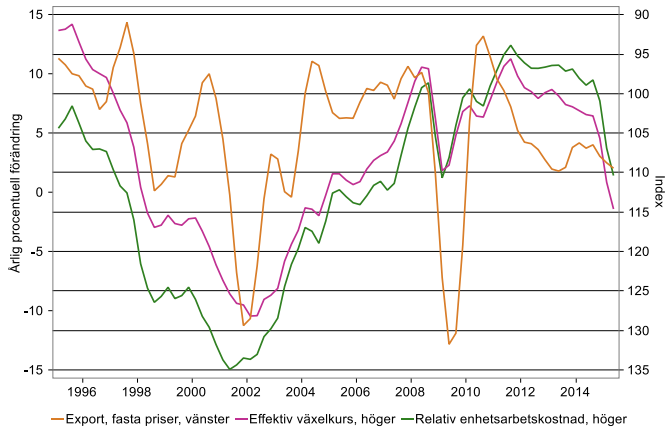


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

I volymtermer är exporten 23 procent större än strax före finanskrisen medan importen bara ökat med 13 procent. Huvudskälet till den starka exporten trots medioker omvärld är den svaga dollarn. Vid tiden för finanskrisen hade dollarn försvagats med över 30 procent sedan den

spruckna dot.com-bubblan och bidragit till en motsvarande förstärkning av konkurrenskraften.<sup>3</sup>

USA: Svag dollar sköt iväg exportraketerna



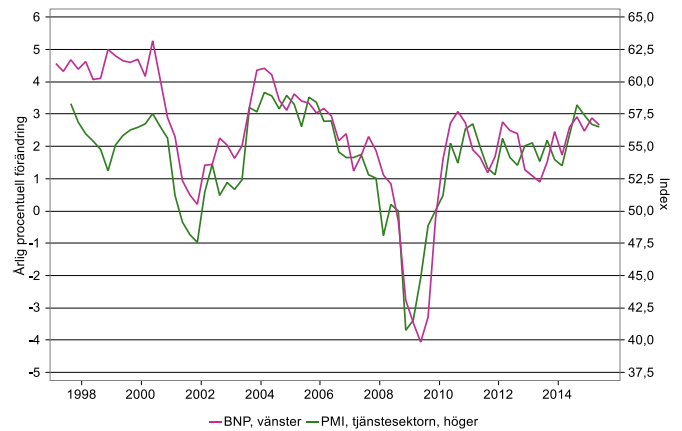
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Visserligen förstärktes dollarn tillfälligt rejält under finanskrisens akuta skede. Under 2009-2011 skedde dock en ny depreciering/konkurrenskraftsförstärkning med cirka 15 procent vilket gav rejält bränsle till exporten. I takt med en successiv dollarförstärkning/konkurrenskraftsförsämring, accentuerad det senaste året, och inbromsning i tillväxtekonomierna har även exportlokomotivet börja hosta. En fortsatt dollarförstärkning skulle därför kunna hålla Federal Reserves fingrar borta från avtryckarknappen; eller åtminstone bromsa upp processen mot högre räntor.

### Stabil tillväxt

USA:s ekonomi har tickat på i en takt av 2-2,5 procent de senaste två åren och frågan är vilken riktning vi ska förvänta oss den närmaste tiden. Enligt bilden nedan finns en obruten optimism inom den dominerande tjänstesektorn, den enskilda barometer som haft högst förklaringsvärde för konjunkturen på sistone. Den faktorn talar för fortsatt och möjligen ökat tillväxt.

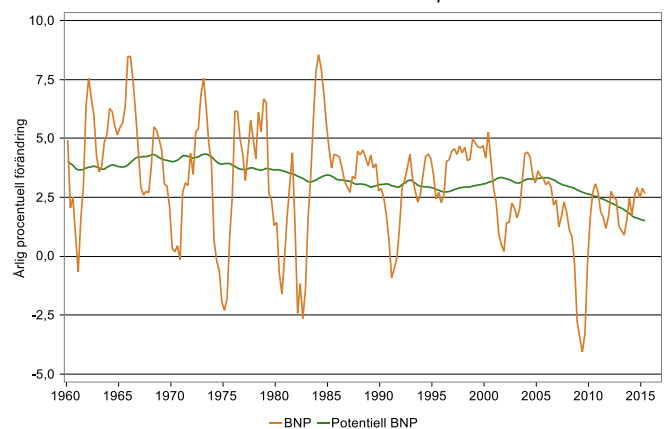
USA: Tjänstesektorn driver på



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

I andra vågskålen ligger avmattningen i tillväxtländerna och den starka dollarn som riskerar att bromsa exporttillväxten. Hittills i år har ekonomin vuxit med 2,7 procent, vi räknar med en viss inbromsning de kommande kvartalen och att helårssiffrorna för både 2015-2016 hamnar på 2,3 procent. USA:s tillväxtpotential är snabbt fallande, våra estimat pekar mot potentiell tillväxt kring endast 1 ½ procent, vilket innebär att resursutnyttjandet kommer att öka – läs arbetslösheten fortsätta att falla.

USA: Snabbt vikande tillväxtpotential



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

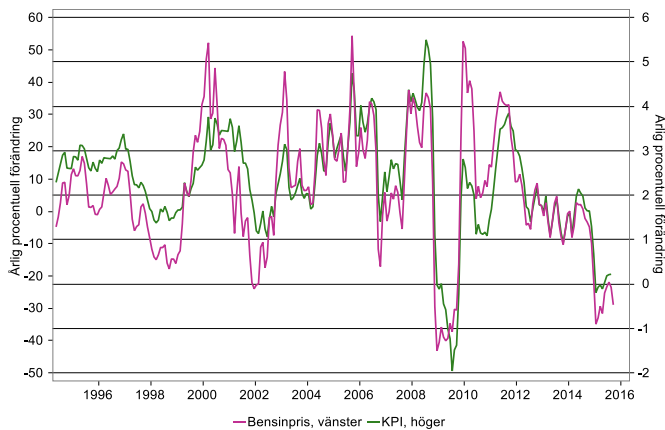
Normalt sett borde ökat resursutnyttjande innebära stigande inflation.

<sup>3</sup> I detta sammanhang använder vi relativ enhetsarbetskostnad (RULC) som proxy för konkurrenskraften.

## Någon som sett till inflationen?

Trots att arbetslösheten halverats och nått nivåer som de flesta bedömare anser vara ungefär vad ekonomin tål utan att löner och priser tar fart, finns det ännu inga tydliga inflationstecken.

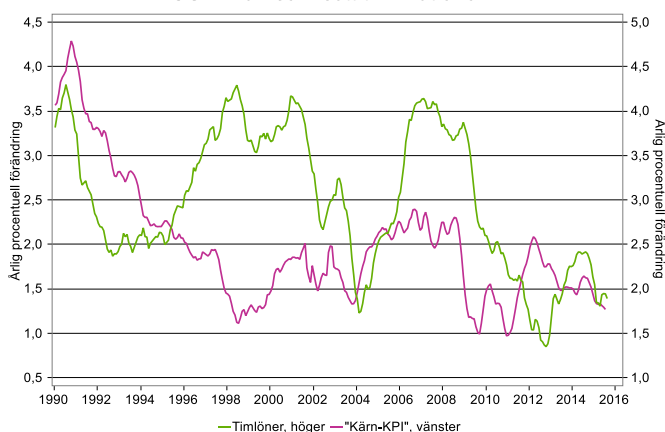
USA: Bensinpriserna driver inflationen



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Att KPI-inflationen pressats ner av fallande bensinpriser är inte så konstigt, i synnerhet som skattebelastning på bensin i USA är mycket låg. Vad som är lite mer av en gåta är den låga ”kärninflationen”, det vill säga inflationen rensad för förändringarna i energi- och livsmedelspriser.

USA: När som sett till inflationen?



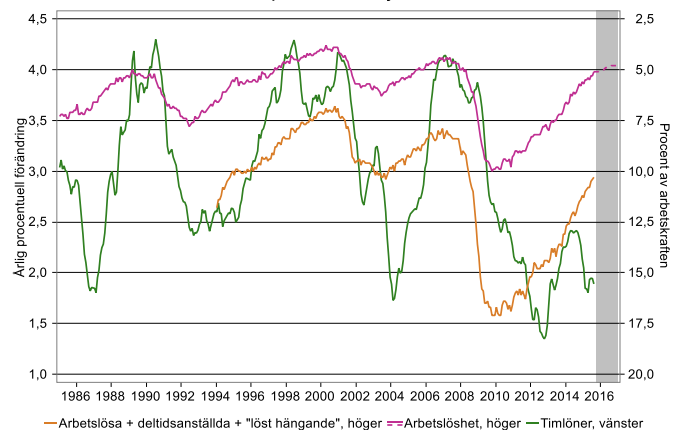
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Liksom i Sverige kopplar många bedömare samman kärninflationen med löneökningarna och vill förklara bristen på inflation med att lönerna inte tagit fart trots fallande arbetslöshet. Bilden ovan visar dock att

sambandet mellan löneökningar och kärninflationen varit mycket svagt och varierande under lång tid. Accelererande löner framstår således långt ifrån som en garanti för stigande kärninflation, uppenbarligen finns det andra faktorer – e-handel, snabb teknikutveckling, etc – som har stor betydelse i sammanhanget.

Bristen på löneinflation är en intressant fråga i sig. En teori är att fallet i arbetslösheten inte ger hela bilden av USA:s arbetsmarknad och att ”slacket” i själva verket är mycket större.

USA: Phillipskurvan bryter samman



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

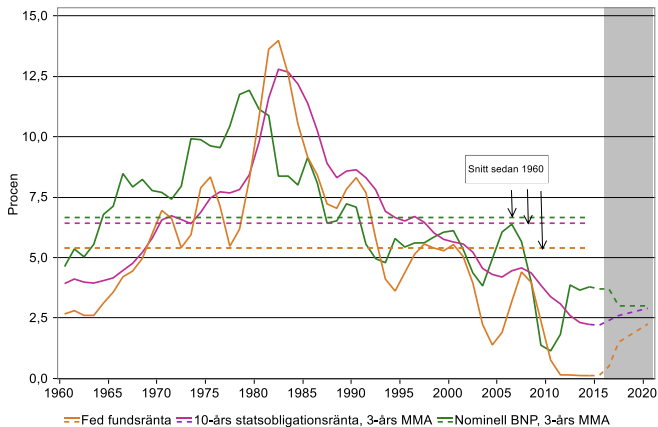
Vidare arbetslöshetsmått – arbetslösa plus deltidanställda plus människor som har en svag förankring i arbetsmarknaden – utgör fortfarande över 10 procent av arbetskraften, betydligt mer än före finanskrisen. Tidvis har löneökningarna varit nära kopplade till bägge dessa arbetslöshetsmått. Det skedde även en acceleration i lönerna i takt med fallande arbetslöshet under åren 2012-2014. Därefter har emellertid lönerna bromsat igen trots fortsatt fallande arbetslöshet, oavsett hur vi mäter den senare. De som fortfarande sätter tilltro till Phillipskurvan hänvisar till att det kan finnas betydande fördröjningsmekanismer och att löneökningarna kommer senare. Den som lever för se!

## Långsam räntehöjning till låg nivå

Mycket tyder således på att USA:s tillväxtförmåga har fallit rejält under senare år, till cirka 1 ½ procent. Samtidigt är vår bedömning att inflationen kommer att vara fortsatt låg de kommande åren. Eftersom sambandet mellan trendtillväxten i nominell BNP och räntenivån

historiskt varit starkt implicerar detta även att vi ska räkna med låga, om än något stigande, räntor de kommande åren.

USA: Lägre jämviktsränta



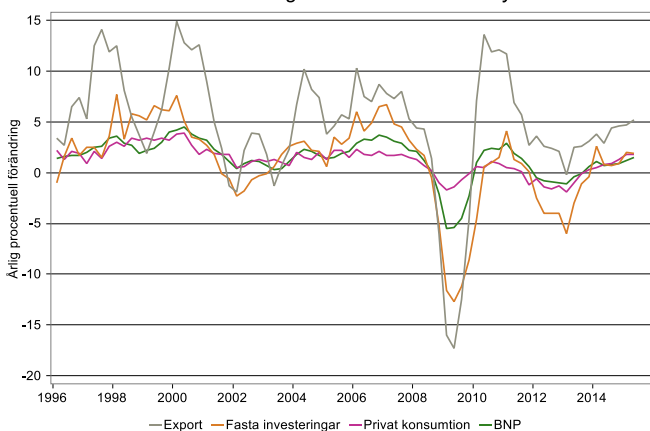
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

En rimlig bana för styrräntan är en första räntehöjning under hösten och en försiktigt stigande bana mot cirka 2,5 procent de närmaste åren.

## Eurozonen: Äntligen näsan över vattenytan

Efter flera år av stagnation har Eurozonens ekonomi piggnat till en aning. BNP har nu vuxit i årstakt under fem kvartal i rad och noterade under 1,5 procent kv2, den högsta takten sedan 2011.

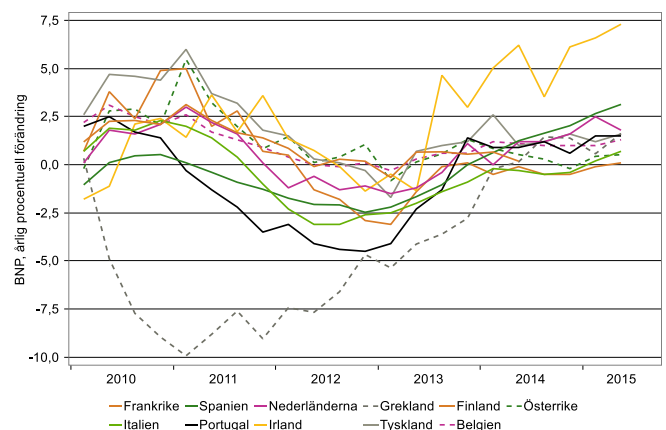
Eurozonen: Äntligen näsan över vattenytan



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Den senaste tidens återhämtning sker på bred front där alla sektorer uppvisar en positiv utveckling. Samtidigt har tyngdpunkten för Eurozonens tillväxt förflyttats på senare tid, från Tyskland och andra nordliga ekonomier till de tidigare krisekonomierna. De snabbast växande just nu är Irland, som står i särklass med över sju procent, Spanien och Portugal medan tidigare "gaseller" som Finland och Österrike ligger i botten av ligan.

Eurozonen: Skiftande tillväxtmönster



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

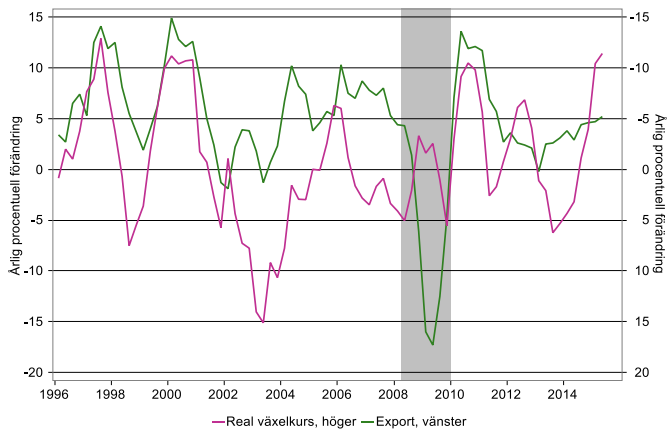
Det är naturligt att de forna krisekonomierna börjat återhämta sig med tanke på hur djup nedpressade de varit men det är ändå anmärkningsvärt att till och med Grekland tillhör de ekonomier som växer snabbast.

Tillväxtskillnaderna mellan ekonomierna har pressats ihop under senare tid, även om vi exkluderar extremerna Grekland och Irland. Nu skiljer den 3 procentenheter mellan Spanien och Finland medan gapet till exempel var över 6 procentenheter mellan Tyskland och Portugal i början av 2011.

### Svag euro motverkar svag omvärld

Även om alla delar av Eurozonens ekonomi växer är exporten den sektor som växer snabbast, understödd av en kraftigt försvagad euro, medan återhämtningen i hemmasektorerna än så länge är mer blygsam.

*Eurozonen: Euron stöttar exporten*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

*Eurozonen: Stigande inkomster stöttar hushållen*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Visserligen kan eurokursen spela en viktig roll för Eurozonens export men som framgår av bilden nedan är världskonjunkturen den absolut viktigaste faktorn.

*Eurozonen: Starkt beroende av världskonjunkturen*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

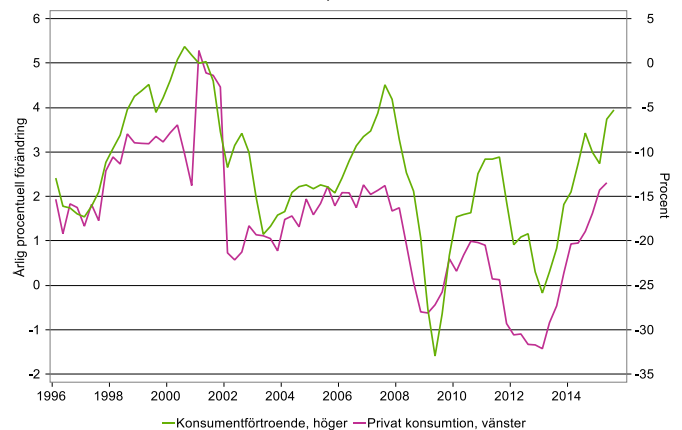
Eftersom vi räknar med fortsatt medioker global konjunktur kommer exporten knappast att accelerera ytterligare.

### Stigande inkomster stöttar hushållen

Efter att disponibla inkomster fallit nästan 4 procent 2010-2013 har hushållen kunnat åtnjuta en viss inkomstillväxt. Tack vare stigande inkomster har nu privat konsumtion vuxit sju kvartal i rad och noterar det högsta tillväxttalet sedan 2001.

Utsikterna för en fortsatt hygglig konsumtionsutveckling är hyfsat ljusa. Hushållens framtidstro har ökat på sistone samtidigt som läget på arbetsmarknaden gradvis har förbättrats om än i måttligt takt.

*Eurozonen: Ökad optimism hos hushållen*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

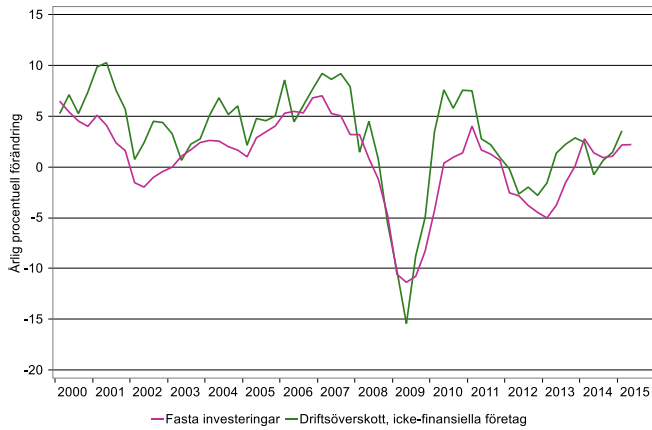
Låga räntor har förutsättningar att ge fortsatt stöd till konsumtionen men skuldsättningen är fortfarande hög bland hushållen, över 100 procent av BNP i samtliga medlemsländer. Det är därför troligt att hushållen kommer att använda en betydande del av inkomstökningarna till att skala ner skuldberget.

### Svag investeringskonjunktur

Efter en lång period med fallande investeringar har vi kunnat notera en svag men ändå ökning de senaste 1 ½ åren. Som framgår av bilden nedan är förklaringen till

den mediokra utvecklingen liksom på andra håll i världen, en svag vinsttillväxt.

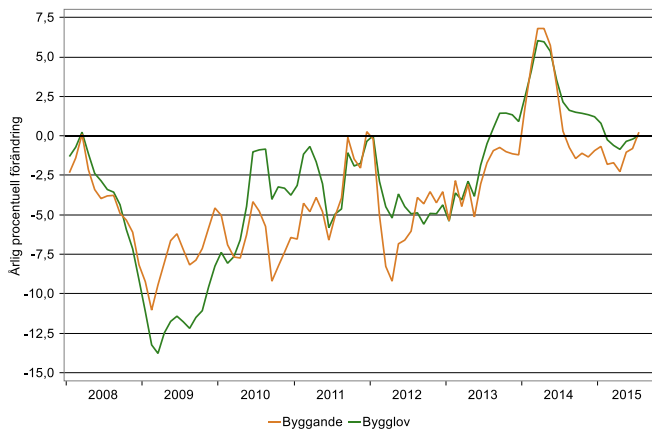
*Eurozonen: Medioker vinsttillväxt bromsar investeringarna*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Fortfarande är vinstkonjunkturen mycket svag i ett historiskt perspektiv så det mesta tyder på en fortsatt svag investeringskonjunktur. Detsamma måste sägas om byggkonjunkturen, där den negativa utvecklingen visserligen bromsats upp. Ännu syns dock inga starka tecken på att de extremt expansiva finansiella förhållandena ger en rejäl skjuts till byggandet.

*Eurozonen: Byggandet stabiliseras*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

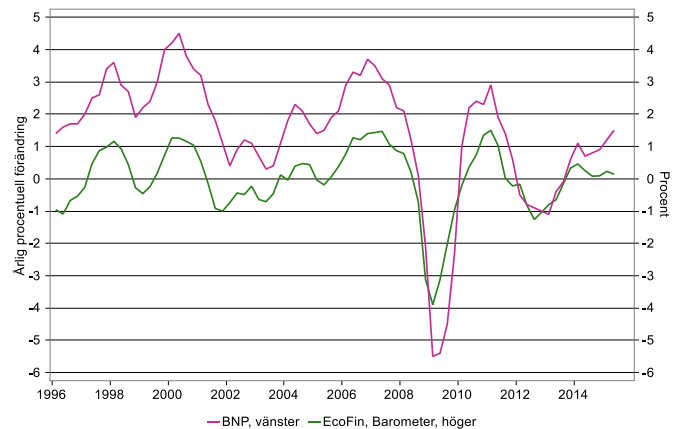
Vi kan se i bilden ovan att såväl bygglov som byggande nätt och jämt vänt den fallande trenden men ännu inte har börjat att öka.

### Har Eurozonen lekt rommen av sig?

Trots att ekonomin återhämtat sig och nu växer med 1 ½ procent finns det anledning att lägga band på

optimismen. Ledande indikatorer pekar inte mot ytterligare acceleration och utvecklingen i Asien riskerar att tappa exportlokomotivet på bränsle. Exempelvis planade EU-kommissionens barometer ut på måttlig nivå redan i början av 2014 och sedan dess fallit tillbaka något.

*Eurozonen: Utplaning i korten*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

I spåren av den senaste utvecklingen har också ECB och andra bedömare skruvat ner sina prognoser för tillväxten 2016. Samtidigt är 1,5 procent tillväxt inte så illa och i linje med Eurozonens tillväxtpotential.

*Vikande tillväxttrend i Eurozonen*

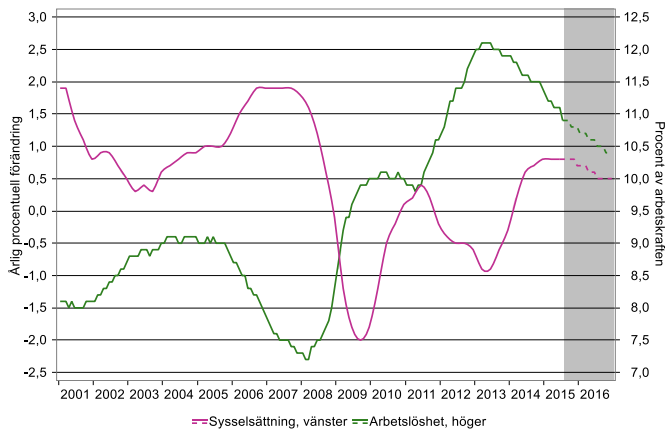


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Givet prognosticerad tillväxt strax över potentiell de kommande åren finns det förutsättningar för ett fortsatt långsamt fall i arbetslösheten.



*Eurozonen: Räkna med något starkare arbetsmarknad*



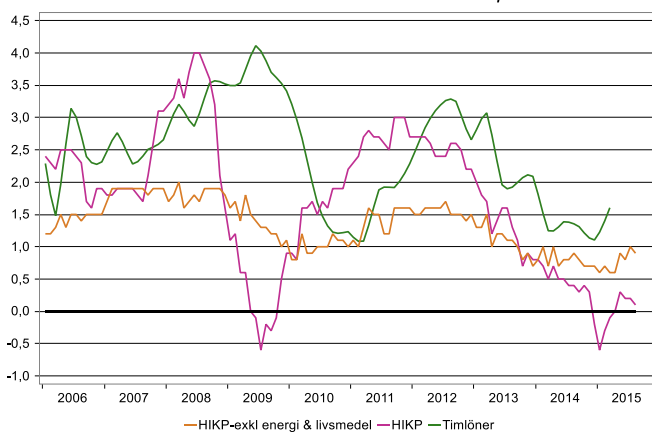
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Detta torde också innebära att deflationshotet gradvis avtar, såvida inte oljepriset gör en ny resa neråt.

### Deflationshotet nästan avvärjt

Efter att oljeprisrasen skickade inflationen långt under nollstrecket signalerar stigande prisnivå under våren och sommaren ett avtagande deflationshot.

*Eurozonen: Fortsatt deflationskamp*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

KPI-inflationen är visserligen fortfarande nära noll men rensat från energi och livsmedel stiger nu priserna i en stadig takt av cirka 1 procent. Samtidigt verkar hotet om en negativ pris-lönespiral också vara avvärjt eftersom löneökningarna har stabiliserats kring 1,5 procent det senaste året.

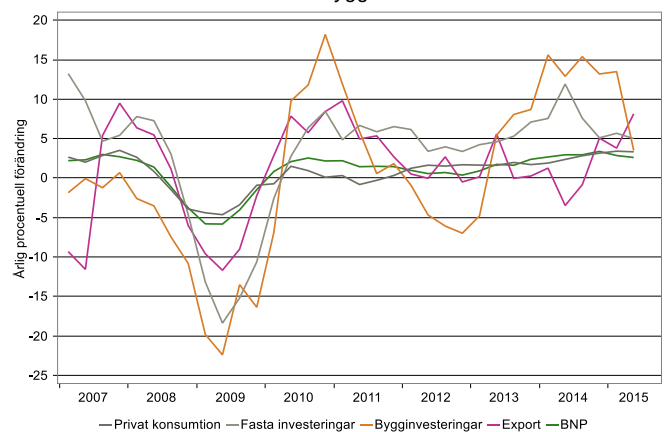
Eftersom inflationen fortfarande är en bra bit under målet och med risker för en svagare global utveckling,

svagare dollar, etc, måste ECB ha hög handlingsberedskap. Det är möjligt att redan händelserna under hösten räcker för att utlösa nya stimulanser, skulle euron börja stärkas signifikant kan vi vara övertygade om att de kommer.

### Storbritannien: Svängig byggkonjunktur

Storbritannien är ett av de industriländer som återhämtat sig starkast de senaste åren. Den främsta drivfjädern har varit en kraftig investeringsuppgång, framförallt inom byggsektorn.

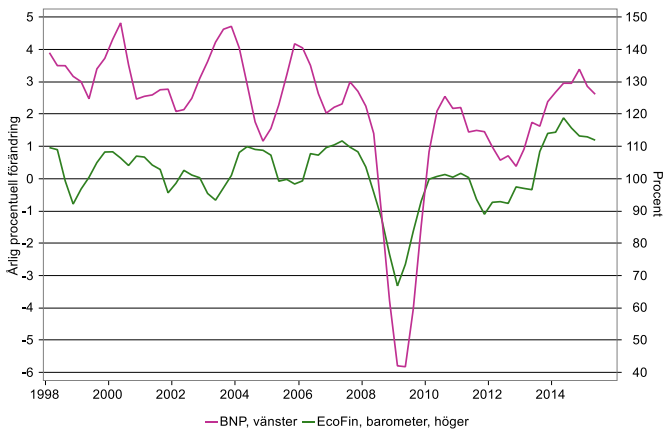
*Storbritannien: Byggandet bromsar*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Det kraftiga uppsvinget i byggandet är främsta förklaringen till att BNP accelererat från strax över nollstrecket under 2011-2012 till c:a 3 procent de senaste två åren. Nu finns tecken på viss avmattning även i Storbritannien, där konjunkturbarometrarna stabiliserats de senaste månaderna på något lägre nivåer än tidigare, samtidigt som byggandet har bromsat.

Storbritannien: Viss avmattning på gång även här



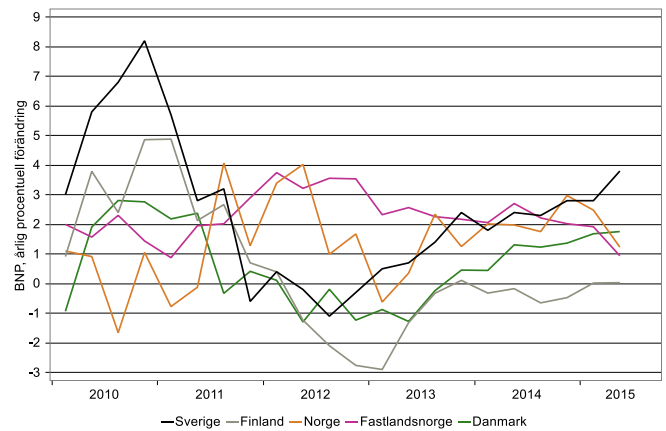
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Det är troligt att även Storbritanniens ekonomi kommer att påverkas av den svagare globala utvecklingen, även om exporten väger mindre tungt än i många jämförbara ekonomier. Exporten i förhållande till BNP är under 30 procent, att jämföra med närmare 50 procent i länder som Sverige och Tyskland. Vi räknar med att Storbritannien kommer att växa med cirka 2,5 procent åren 2015-2016, det vill säga fortsatt betydligt starkare än Eurozonen.

## Norden: En spretig bild

De nordiska ekonomierna utsätts för närvarande för olika chocker och utvecklas därmed rätt olika. I synnerhet har oljeprisrasen olika effekter på de nordiska ekonomierna: "Den enes bröd är den andres nöd". Medan fallande oljepriser sänker tillväxten i Norge, hjälper fallet till att stabilisera ekonomierna i Finland och Sverige (Danmark är faktiskt nettoexportör av olja och gas).

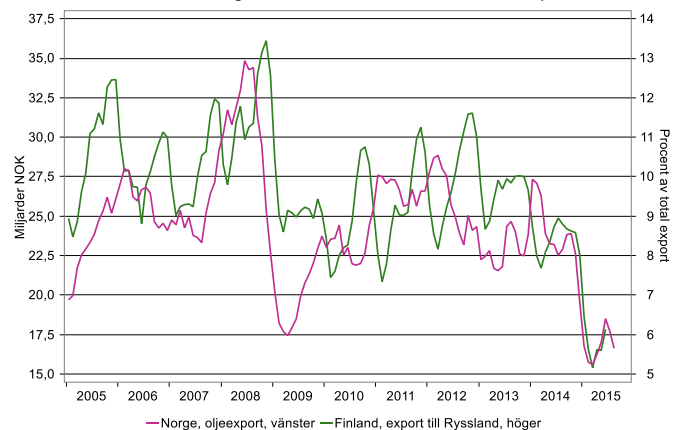
Norden: Spretande mönster



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Värdet av den norska oljeexporten har fallit med 40 procent sedan början av 2014. Även Fastlandsnorge har nu smittats av nedgången i oljepriserna och en recession verkar inte alltför avlägsen.

Finland och Norge: Externa chocker slår mot exporten



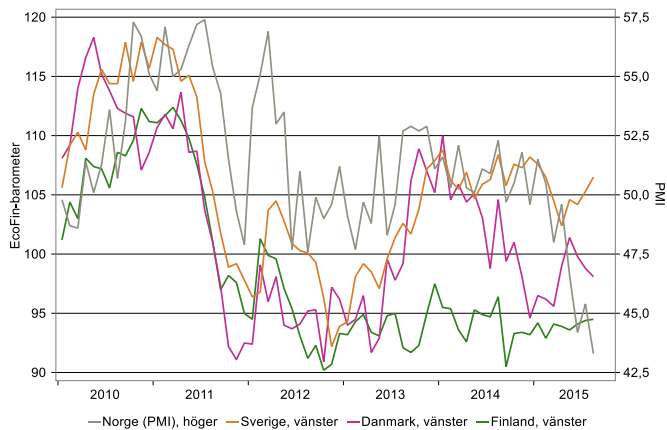
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Finland är en historia för sig, med mycket svag export- och investeringsutveckling i spåren av försvagad konkurrenskraft och EU:s handelssanktioner mot den för Finlands viktiga handelspartner Ryssland. Dessutom lider Finland av sin exportstruktur, med stark inriktning på investeringsvaror inte minst till övriga Eurozonen.

## Fortsatta problem för Finland och Norge

Ledande indikatorer pekar mot att de Nordiska ekonomierna fortsätter att gå i otakt den närmaste tiden.

Norden: Finland och Norge släpar efter

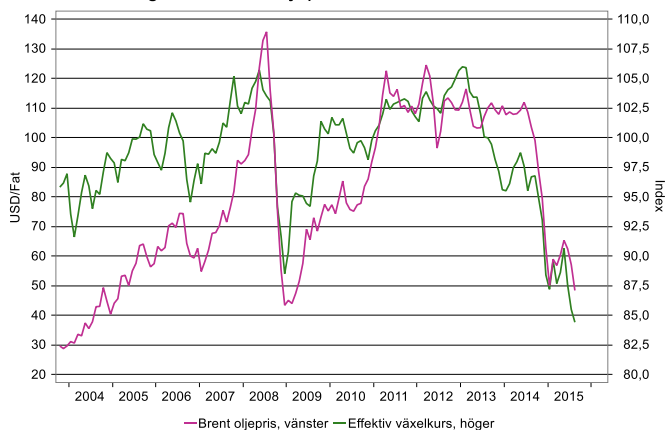


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Intressant att notera är också att Sverige är den enda nordiska ekonomin där konjunkturbarometrarna pekar uppåt.

I spåren av ett halverat oljepris har norska kronan tappat 15 procent i värde sedan början av 2014. Skulle oljepriset falla ytterligare är risken uppenbar att den norska kronan fortsätter sin kräftgång.

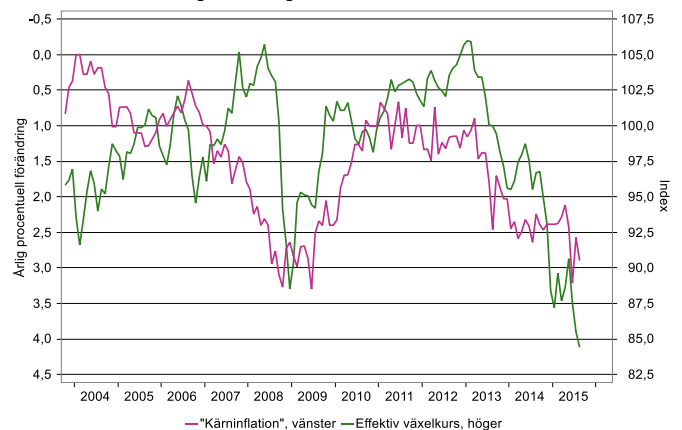
Norge: Fallande oljepris sänker norska kronan



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Valutafallet gav en initial skjuts till inflationen men prisnivån har stabiliserats på sistone, i spåren av en allt svagare ekonomi. Mot bakgrund av vikande konjunktur och måttlig inflation verkar en sänkning av Norges Banks styrränta trolig under hösten.

Norge: Måttlig inflation trots kronfallet

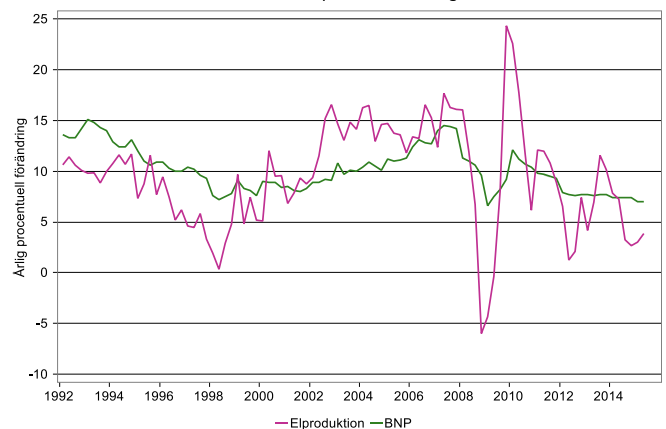


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

## Kina: Trenden har vänt neråt

Den kinesiska ekonomin har fungerat som primus motor för världsekonomin under lång tid och åttafaldigt sin andel av världs-BNP sedan 1994. Den senaste tidens fokus på kinesisk inbromsning är i det ljuset förklarlig. Samtidigt måste man komma ihåg att Kinas snabba inbromsning i tillväxttenden pågått under många år.

Kina: Skarp inbromsning

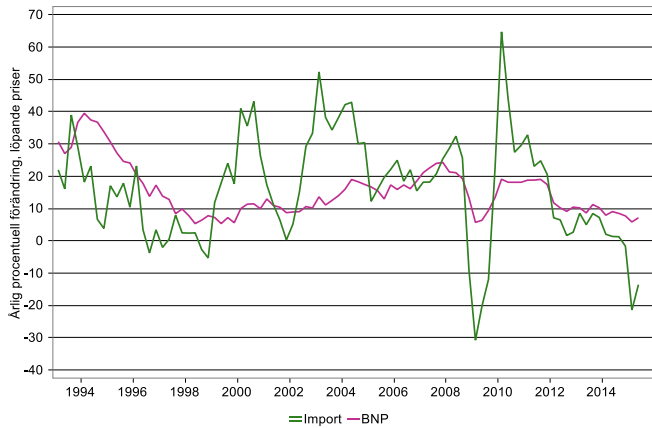


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Om vi bortser från studsens i samband med att den akuta finanskrisen släppte sitt grepp 2009 så har BNP-tillväxten halverats mer eller mindre linjärt sedan 2007. Enligt officiell statistik växer nu Kina med 7 sju procent men mycket tyder på att tillväxten är betydligt lägre än så.

Exempelvis har elförbrukningen bromsat mycket kraftigt de senaste åren, från tvåsiffriga tal till endast 2-3 procent.

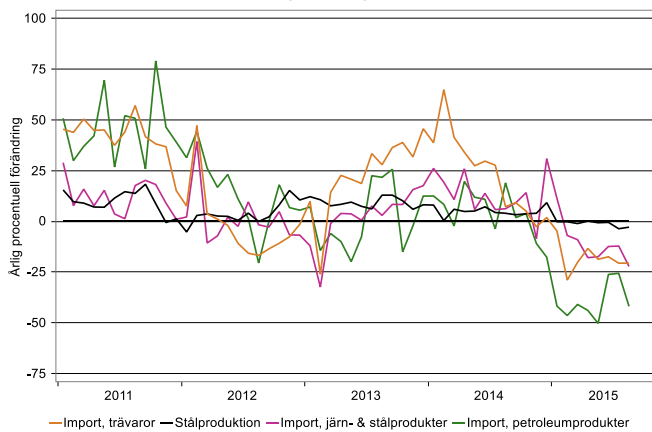
*Kina: Importras indikerar snabb avmattnig*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Dessutom har importen rasat de senaste kvartalerna, visserligen delvis som en del av regeringens tillväxtstrategi. De senaste kvartalens ras förefaller dock inte vara förenligt med sju procent BNP-tillväxt. Extra anmärkningsvärt är det mycket snabba omslaget i importen av råvaror.

*Kina: Importras på råvaror*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Visserligen har Kinas byggt upp betydande egen produktionskapacitet, till exempel av stål men de 50-procentiga importrasen i kategorier som järn- och stål, petroleumprodukter och trävaror är anmärkningsvärt stora. Det är inte heller bara importen av stål som minskat, även Kinas stålproduktion faller om än i måttlig takt.

Även i konsumentledet har aktiviteten bromsat ordentligt på sistone, i synnerhet vad det gäller bilförsäljningen som nu faller i årstakt. Detaljhandeln växer dock fortfarande på i relativt god takt även om utvecklingen inte alls är så stark som åren efter finanskrisen.

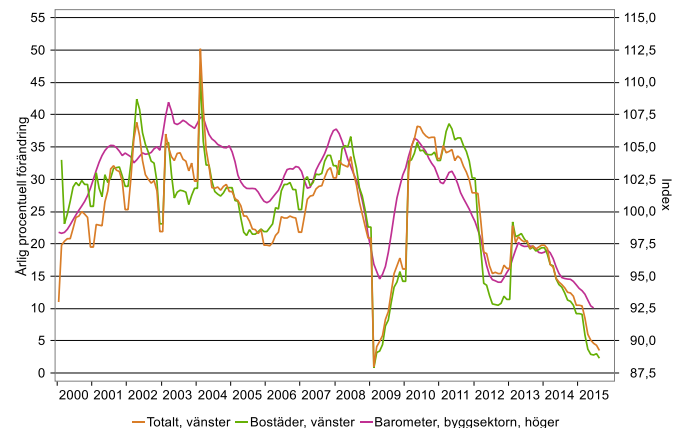
*Kina: Svalare hemmamarknader*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

En sektor som närmast kännetecknas av tvärnit är byggandet. Under de heta åren innan finanskrisen växte byggandet i en årstakt av 20-40 procent utan egentliga dippar. Efter byggraketerna efter krisen har byggandet stadigt bromsat.

*Kina: Kraschande byggkonjunktur*

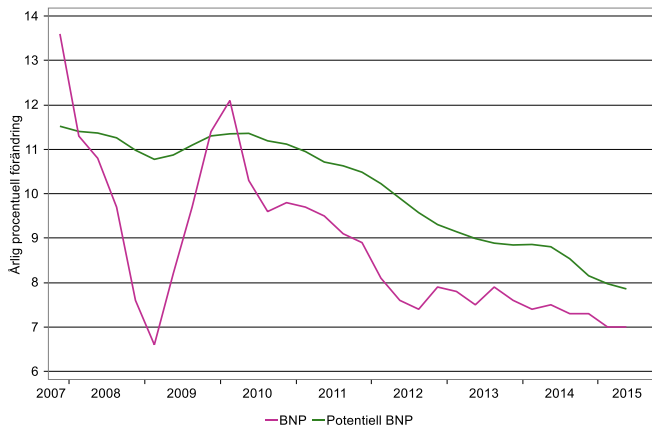


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Ett fortsatt fall i byggbarometern antyder inte att någon stabilisering är att vänta i närtid. Mycket tyder på att Kina blåste upp en fastighetsbubbla under den långvariga expansionen och att denna nu har börjat att pysa ur.

Att Kinas konjunktur håller på att mattas av råder det knappast någon tvekan om, hur snabbt och hur djup svackan blir återstår att se. Att Kina dessutom befinner sig i en trendmässig inbromsning komplicerar bilden ytterligare.

*Kinas tillväxtpotential faller snabbt*

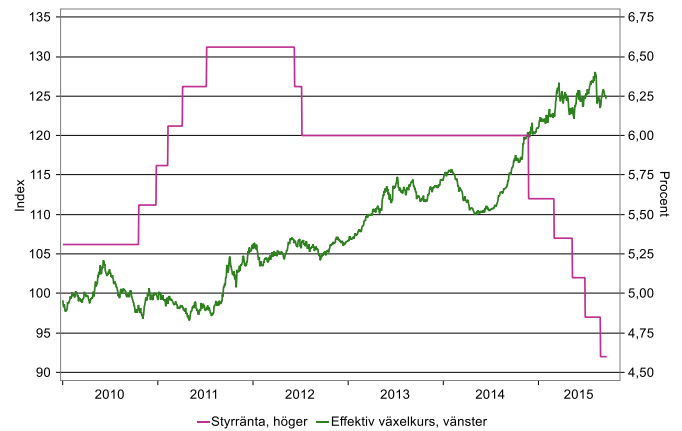


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Utgår vi ifrån officiella BNP-data ger vår modell vid handen att Kinas tillväxtpotential minskat från cirka 12 procent till cirka 8 procent de senaste åren och fortsätter neråt. Mycket tyder alltså på att man måste räkna med gradvis lägre tillväxttal framöver, även om en konjunkturåterhämtning den närmaste tiden naturligtvis inte kan uteslutas.

Den fallande trendtillväxten gör det svårt för myndigheterna att identifiera konjunkturreffekten och därmed behovet av stimulans av ekonomin. Man kommer dock säkert att göra allt för att undvika en snabb ekonomisk inbromsning med risk för vikande stöd i befolkningen. Vänder inte ekonomin upp snart är därför ytterligare stimulans sannolik i form av likviditetstillskott, sänkta kapitalkrav för banker och/eller devalveringar.

*Kina: Mer stimulans i korten?*



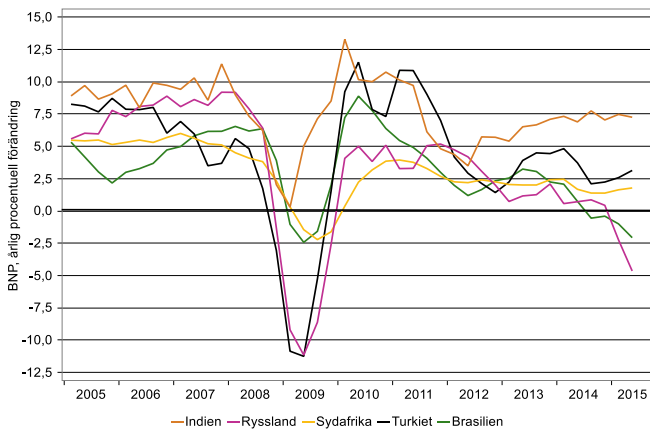
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

I ett längre perspektiv har valutan stärkts kraftigt i effektiva termer – med 25 procent sedan 2010 – och devalveringarna i augusti framstår i sammanhanget som försumbara. Med tanke på den kinesiska ledningens strategi att vrida ekonomin i riktning mot inhemsk efterfrågan är det dock troligast att eventuell ytterligare stimulans i första hand kommer i form av räntesänkningar eller sänkta kapitalkrav för bankerna.

## Tillväxtländerna: En skingrad flock

Det är inte bara Kina som har bromsat in kraftigt de senaste åren. Flertalet av de ekonomier – undantaget Indien – som gav kraft till världsekonomin under decennierna före finanskrisen har tappat farten och förtjänar inte längre epitetet tillväxtekonomier.

*BRIST tappar tempo*



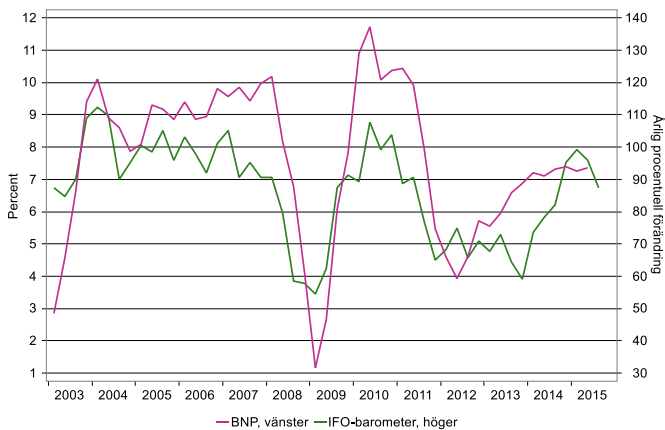
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Med undantag av Kina, som uppvisade ännu högre tillväxttal, växte BRICST-klustret på i intervallet 5-10 procent under åren innan finanskrisen. Efter krisen har det gått brant utför. Ryssland och Brasilien befinner sig av olika skäl i djup recession medan Sydafrika och Turkiet hackar fram i en takt som motsvarar den industrialiserade världens.

Så länge ett land bedriver angreppskrig mot grannländer eller plågas av korruption och inre politiska kraftmätningar är det inte särskilt troligt att man kan återta sin status som tillväxtekonomi. Räkna alltså inte med att dessa ekonomier kommer att driva världskonjunkturen de närmaste åren.

För Indien ser läget ljusare ut, ekonomin har fortsatt att accelerera trots svag omvärld.

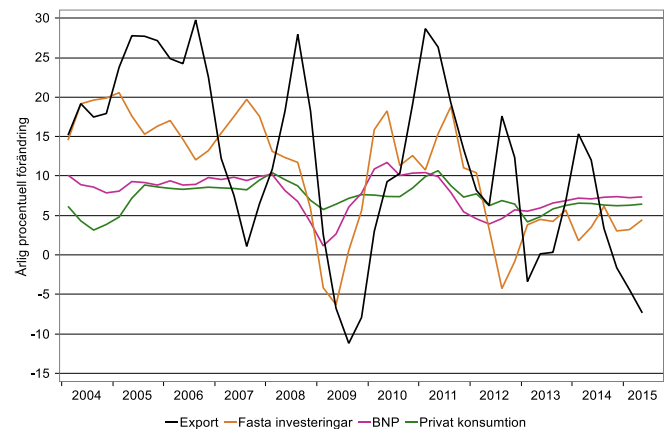
*Indien: Planar ut på hög takt*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Det är dock tydligt att avmattningen i övriga Asien också har en negativ effekt på Indien. BNP har planat ut och exporten, som visserligen är mycket volatil, har slagit om från snabb tillväxt de senaste åren till ett fall som är nästan lika dramatiskt som under finanskrisen.

*Indien: Privat konsumtion driver BNP*



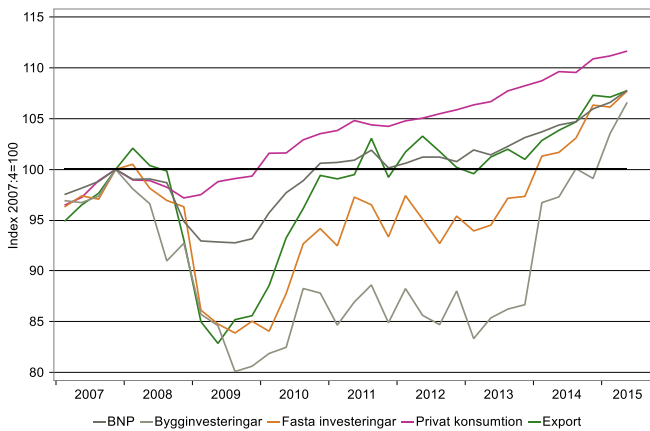
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Än så länge hålls tillväxten igång av stark hemmaefterfrågan men ledande indikatorer pekar mot en viss avmattning framöver. Just nu verkar det således inte som om Indien ska kunna nå de explosiva tillväxttal som vi såg i Kina under tidigare decennier. Risken på kort sikt är snarare att ekonomin får en släng av "Asiaten" och bromsar.

## Sverige

Sverige tillhör de industrialiserade länder vars ekonomier utvecklats starkast sedan finanskrisen. BNP står nu nästan 8 procent över för-krisnivån och samtliga delar av ekonomin har lyft jämfört med läget innan krisen.

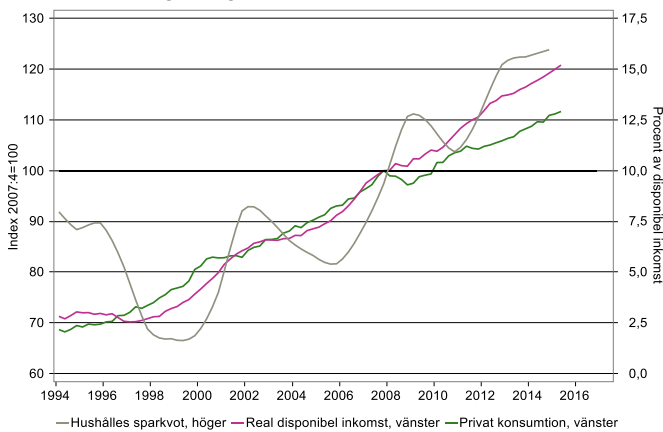
Sverige: Samtliga sektorer växer



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Hushållens konsumtion har vuxit i årstakt under varje kvartal sedan början av år 2009, sporrade av en god inkomstutveckling och expansiv penningpolitik. Samtidigt indikerar stigande sparkvot att konsumtionsutvecklingen inte matchat ökande inkomster sedan finanskrisen. Hushållens sparkvot har ökat från 11 procent 2011 till 16 procent och med nästan 15 procentenheter sedan millennieskiftet.

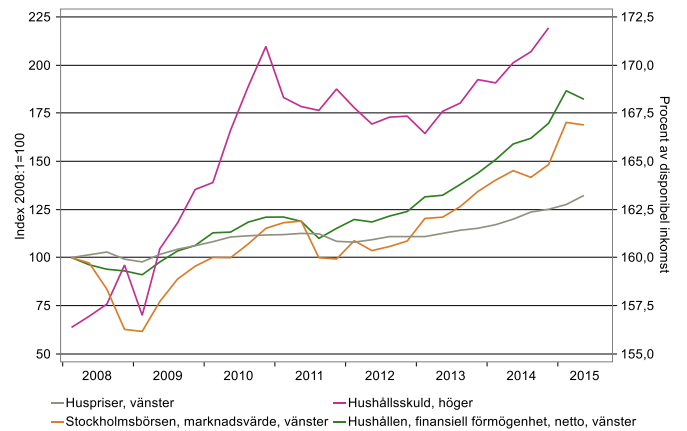
Sverige: Stigande inkomster stöttar hushållen



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Real disponibel inkomst har alltså stigit nästan dubbelt upp jämfört med konsumtionen sedan finanskrisen. Det är troligt att den oro som kännetecknat världsläget under senare år förmått hushållen att hålla igen på utgifterna. Den relativt måttliga konsumtionsökningen framstår som än mer påtaglig med tanke på hushållens starka förmögenhetsutveckling.

Sverige: Skuldkvot och förmögenhet ökar i tandem

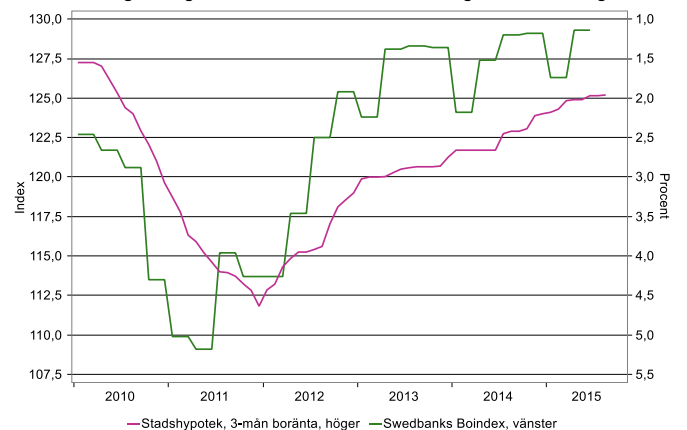


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Hushållens finansiella nettoförmögenhet har fördubblats sedan början av 2009 i takt med att börsvärderingen på Stockholmsbörsen tredubblats. Dessutom har huspriserna stigit med 35 procent under samma period. Samtidigt har hushållens skuldkvot, som stabiliserades i samband med att recessionen släppte greppet, återigen börjat stiga.

Eftersom ränteläget är extremt lågt har hushållen i allmänhet inga problem i dagsläget att bära boendekostnaderna. Swedbanks boindex ligger betryggande över 100, vilket innebär att hushållen i genomsnitt använder mindre än 30 procent av disponibel inkomst till boendekostnader.

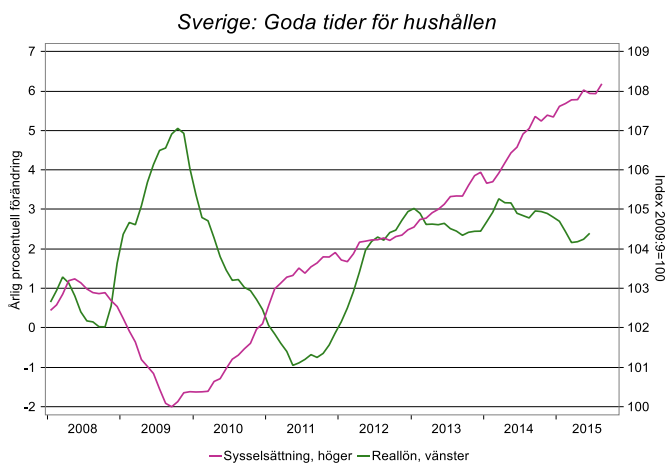
Sverige: Låga boendekostnader trots hög skuldsättning



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Däremot innebär naturligtvis den höga skuldsättningen att hushållen är sårbara i fall räntorna skulle ta rejäl fart utan motsvarande acceleration i inkomsterna. Ett sånt scenario är dock inte särskilt troligt med tanke på Riksbankens starka strävan efter att få upp inflationen.

Hushållens inkomster har fått bränsle från flera källor de senaste åren.



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

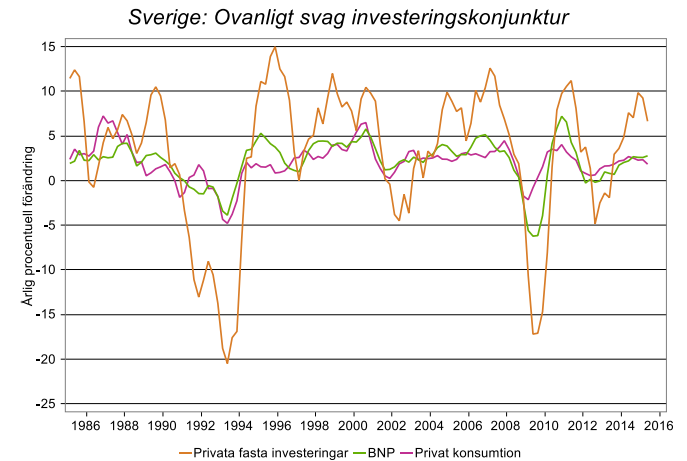
Utöver jobbskatteavdragen har sysselsättningen ökat med över 8 procent sedan botten 2009 och faktiskt accelererat de senaste åren. Överraskande låg inflation har dessutom inneburit mycket stark reallönetillväxt; 2,5 procent i genomsnitt sedan 2012.

Regeringens budget som lades fram i september kommer att påverka hushållens finansiella situation, såväl på inkomst som utgiftssidan. Enligt regeringen kommer 60 procent av *individerna* att få lägre disponibla inkomster på grund av budgetförslagen medan andra beräkningar pekar mot att cirka 80 procent av *hushållen* kommer att förlora. Det betyder alltså att hushållen blir av med en källa till ökad köpkraft det kommande året. Håller regeringen fast vid både ambitionen att tillföra ytterligare resurser till offentlig sektor och krona-för-krona ansatsen vad det gäller finansiering, lär finanspolitiken ge läckage i hushållens plånböcker även de följande åren.

### Svaga vinster bromsar investeringarna

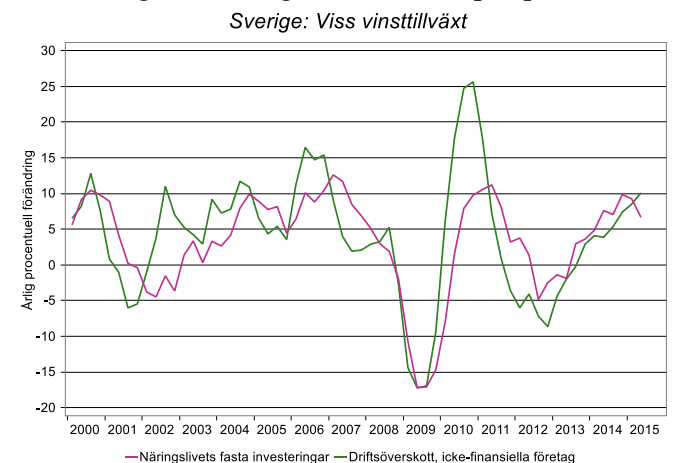
Medan hushållen haft förhållandevis goda tiden sedan finanskrisen, har företagets situation varit betydligt

mindre gynnsam. Liksom i USA har näringslivets investeringar historiskt varit den mest volatila sektorn av ekonomin och fungerat som primus motor under återhämtningarna. Bilden nedan visar till exempel att näringslivets investeringar ofta ökat med två-siffriga tal under återhämtningarnas inledningsfas.



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Så skedde även i inledningsfasen av nuvarande återhämtning men, som vi noterade i vår rapporten, har investerings- och vinståterhämtningen efter finanskrisen sammantaget varit svag i ett historiskt perspektiv.

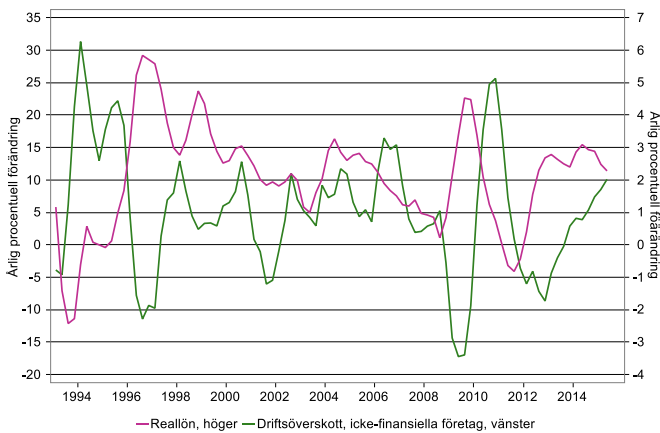


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Ett skäl till den relativt svaga vinstutvecklingen är säkert hårdnande konkurrens och global lågkonjunktur som pressat vinstmarginalerna. Som nämnts ovan syns ett liknande mönster också i flertalet industriländer. Ett annat skäl är att de svenska reallönerna stigit snabbt de senaste åren och bidragit till att "äta ur" företagsvinsterna.



Sverige: Den enes bröd den andres nöd



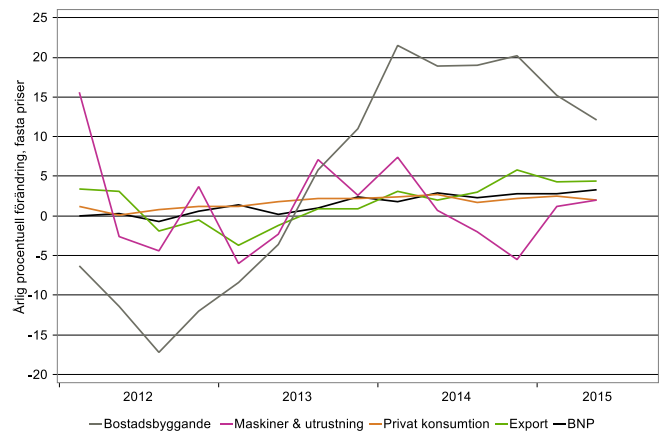
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Bilden ovan visar att vinsterna och reallönerna ofta fungerat som kommunicerande kärl, inte minst under perioden sedan finanskrisen: perioder med kraftiga reallöneökningar har sammanfallit med svag vinstutveckling, osv. Man kan således hävda att hushållens goda tider på sistone varit på bekostnad av företagens vinster. De senaste två åren har investeringarna och vinsterna gradvis återhämtat sig men växer fortfarande i en långsam takt jämfört med tidigare återhämtningar.

### Bostadsinvesteringarna ger skjuts till ekonomin

Bostadsinvesteringarna har ännu inte riktigt hämtat sig efter raset i samband med 90-talskrisen och är som andel av BNP fortfarande två procentenheter lägre än i början av 1990-talet. Under de senaste två åren har dock investeringarna tagit rejält fart och varit en viktig motor till ekonomin.

Sverige: Bostadsbyggandet eldar på ekonomin



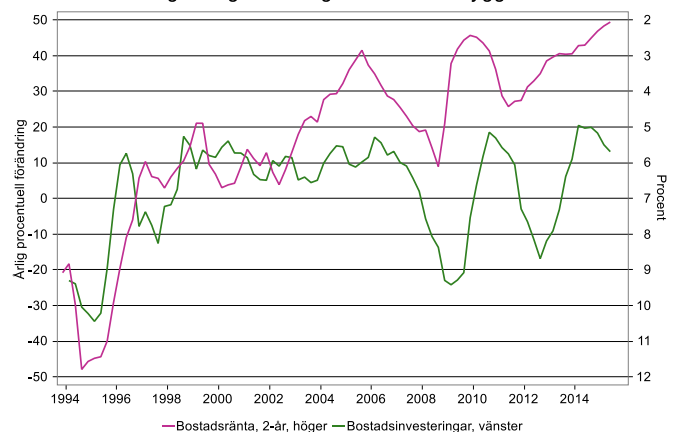
Källa: Skogsindustrierna, Macrobond

Visserligen har byggandet mattats en aning de senaste kvartalen men vi talar fortfarande om en två-siffrig årstakt. Det mesta talar för fortsatt mycket låga räntor under lång tid, vilket ger fortsatt stöd till bostadsinvesteringarna. I regeringens budgetproposition finns åtgärder med potentiellt olika effekter:

- Stora investeringsstöd till bostadsbyggande
- Minskade ROT-avdrag

Summa summarum är en rimlig prognos att dessa åtgärder påverkar nybyggnationen positivt medan ROT-verksamheten antagligen kommer att minska; åtminstone den "vita delen".

Sverige: Låga räntor göder bostadsbyggandet

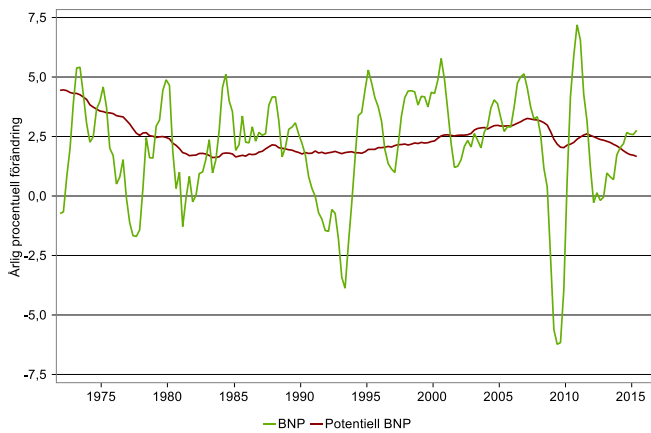


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

### Sverige behöver ökade investeringar

Det senaste decenniet har svensk BNP-tillväxtpotential fallit ordentligt och är nu tillbaka på de låga takter vi noterade under 1980-talet.

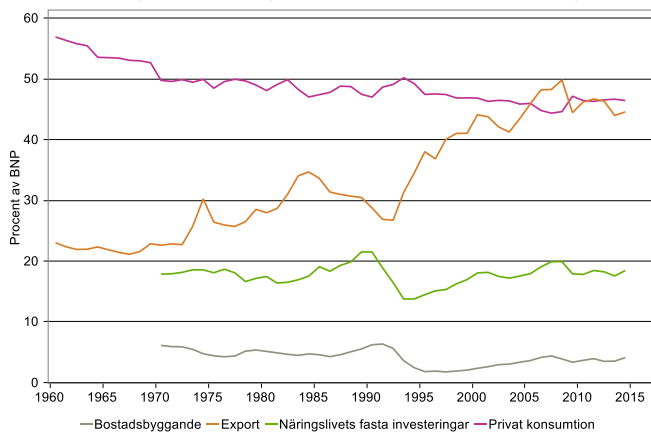
Sverige: Snabbt fallande tillväxtpotential



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Det är svårt att föreställa sig att den nedåtgående trenden ska kunna brytas utan en ordentlig investeringsökning. Investeringarnas andel av ekonomin är fortfarande under nivån före finanskrisen och betydligt under de tal som gällde i slutet av 1990-talet. En förutsättning för att trenden mot fallande tillväxtpotential ska kunna brytas är att investeringsandelen åter stiger. Detta förutsätter i sin tur stigande företagsvinster och ett allmänt gott företagsklimat.

Sverige: Investeringsandelen fortfarande relativt låg



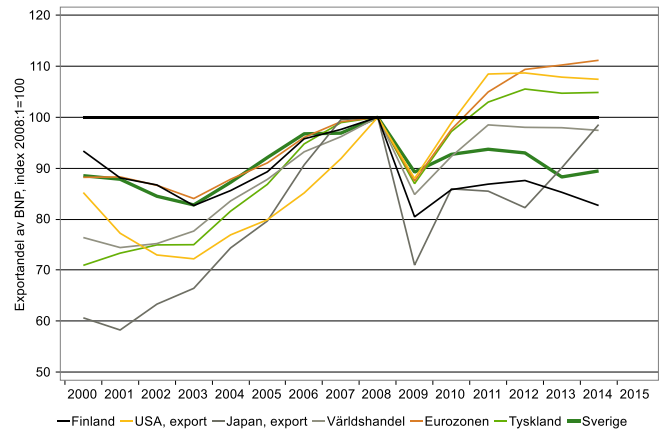
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

### Svensk export: Sämre utveckling än konkurrentländerna

Under åren som följde på 90-talskrisen och i takt med en rejäl kronförsvagning, ökade exporten från motsvarande 27 procent av BNP 1990 till 50 procent år 2008. Därefter har exportandelen minskat betydligt. Till stor del kan

minskningen förklaras av den inbromsning i världshandeln som skett sedan finanskrisen (se avsnitt ovan).

Sverige: Större exportras än för andra



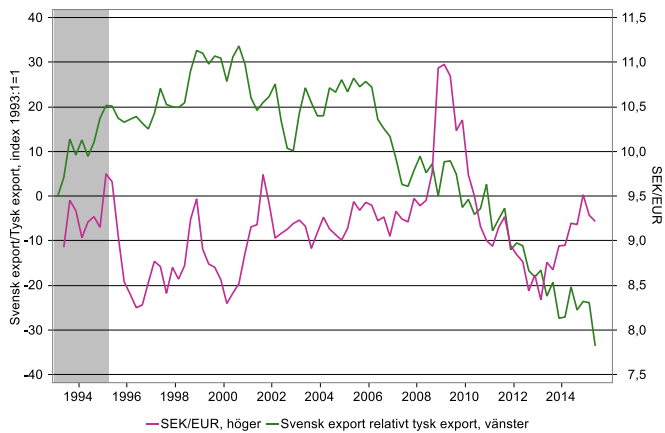
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Sverige har dock råkat ut för ett större exportras i förhållande till BNP än de flesta likartade länder. Exportandelen av BNP har sedan 2008 minskat från 50 procent till 45 procent, motsvarande cirka 11 procent (se bild ovan). Visserligen har "värstingen" Finlands exportandel minskat med cirka 17 procent. Eurozonen, Tyskland och USA har dock ökat sina andelar med 5-10 procent av BNP medan världshandeln som andel av BNP har minskat marginellt.

Mätt som andel av världshandeln är USA ett av få industriländer som faktiskt ökat sin andel under senare år. Sveriges andel har sedan 2008 minskat från 1,30 procent till 1,08 procent, en minskning med knappt 18 procent. För Tyskland är motsvarande tal en minskning från 8,3 procent till 7,4 procent, motsvarande 11 procent.

Vad kan då ligga bakom Sveriges relativt svaga exportutveckling, i synnerhet mot Tyskland, sedan finanskrisen? En naturlig kandidat är valutakursen. Bilden nedan illustrerar relativ svensk och tysk exportutveckling och dess samband med eurokursen.

Sverige: Vad händer med exporten?



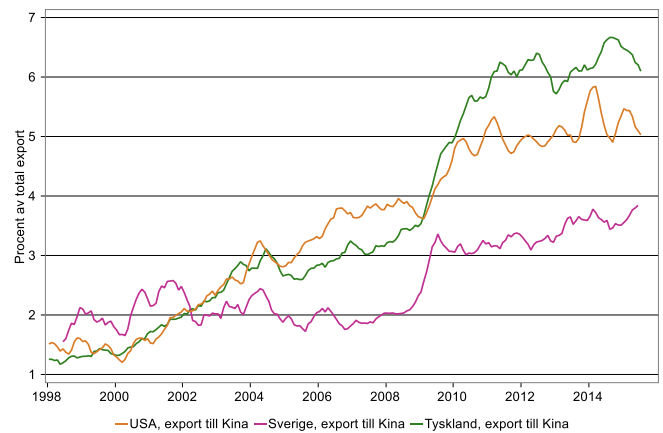
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Svensk export i fasta priser ökade med 30 procent de två första åren efter devalveringen 1992, att jämföra med tysk export som ökade med 10 procent; en skillnad på 20 procentenheter (se bild ovan). Vid tidpunkten för finanskrisens akuta skede hade svensk export tappat sitt försprång gentemot Tyskland; båda hade vuxit med 180 procent sedan början 1993. Tappet i relativa termer för svensk export från och med mitten av 00-talet inträffade för övrigt trots att kronkursen faktiskt försvagades något.

Under de första åren efter finanskrisen är det inte förvånande att tysk exporttillväxt var starkare än svensk, i ljuset av euroförsvagningen. Mer anmärkningsvärt är utvecklingen de senaste två åren då det svenska relativa exportfallet fortsatt trots en rejäl kronförsvagning.

I ett längre perspektiv tycks alltså valutakursen ha spelat en begränsad roll i sammanhanget. Kan vi då finna andra relevanta faktorer? Vi har tidigare pekat på den relativt svaga svenska exportutvecklingen till tillväxtländerna, i bilden nedan representerade av Kina.

Sverige: Svårt att slå sig in i Kina



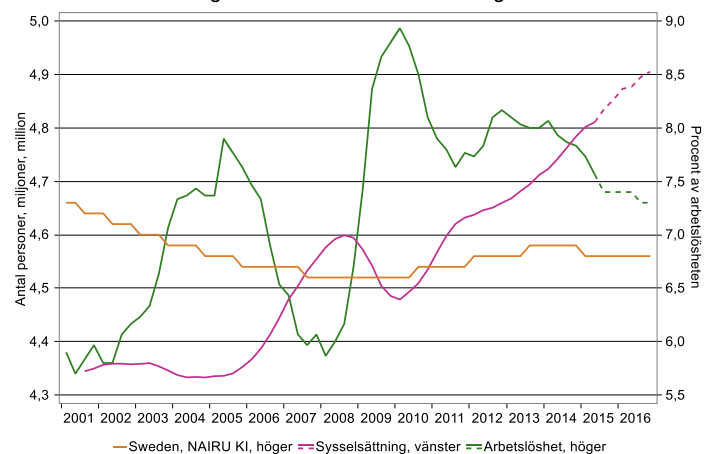
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Vi kan se att Sverige började tappa mark i Kina jämfört med till exempel Tyskland just i mitten av 00-talet, då total tysk export också började växa snabbare än svensk. Det förefaller således som att svenska företag var mindre framgångsrika vad det gällde att penetrera nya snabbväxande marknader. Under de senaste åren antyder dock bilden ovan att det svenska relativt exporttappet till Kina upphört. Svensk exportandel till Kina har ökat med nästan en procentenhet sedan 2010 medan Tysklands och USA:s andelar varit stabila.

### Fortsatt stabilisering på arbetsmarknaden...

Trots att BNP-utvecklingen har varit måttlig under återhämtningen så har läget på arbetsmarknaden ljusnat ordentligt.

Sverige: Arbetslösheten faller långsamt

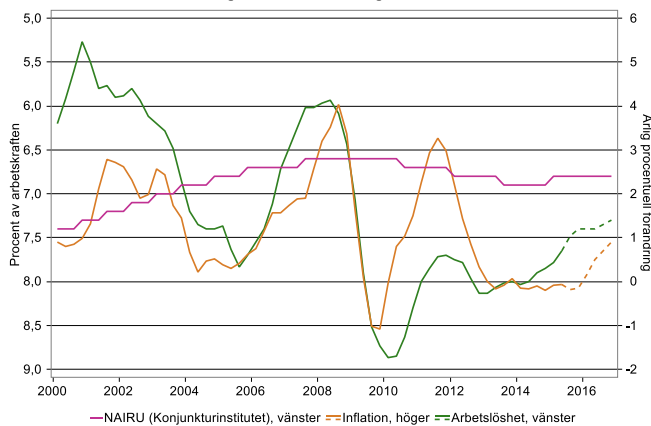


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Sysselsättningen har ökat med över 350.000 personer och arbetade timmar med nästan åtta procent sedan botten 2010. Under samma period har arbetslösheten fallit betydligt måttligare, från 9 procent till 7 procent, speglade ett stigande arbetsutbud.

”Jobbhämmande” åtgärder i budgetpropositionen till trots innebär fortsatt måttlig BNP-tillväxt att vi ändå räknar med fortsatt sysselsättningstillväxt de närmaste åren. Arbetslösheten faller dock bara långsamt och ligger strax över sju procent under 2016.

Sverige: Fortsatt lediga resurser



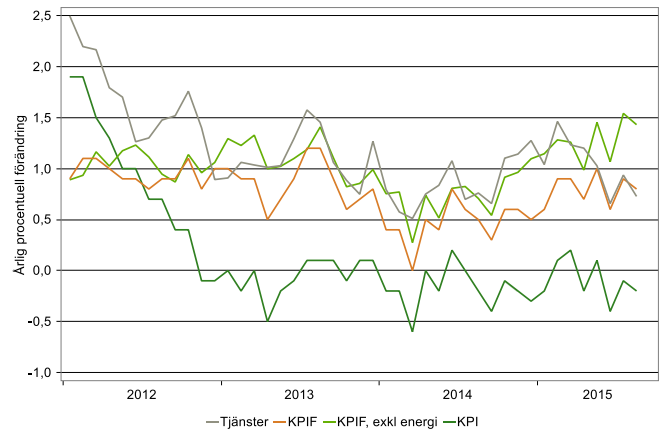
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

### ...och inflation under målet

Enligt de flesta bedömningar kommer det därför att finnas lediga resurser i ekonomin även de kommande åren vilket talar starkt emot ett stigande pris- och lönetryck. Relaterar vi till exempel, som i bilden ovan, vår arbetslöshetsprognos till Konjunkturinstitutets NAIRU-estimat så kommer gapet att bestå.

Inflationen har fortsatt att gäcka Riksbanken det senaste året och inte mycket tyder på att inflationsmålet kommer att nås under 2016.

Sverige: Inflationen fortfarande långt under målet

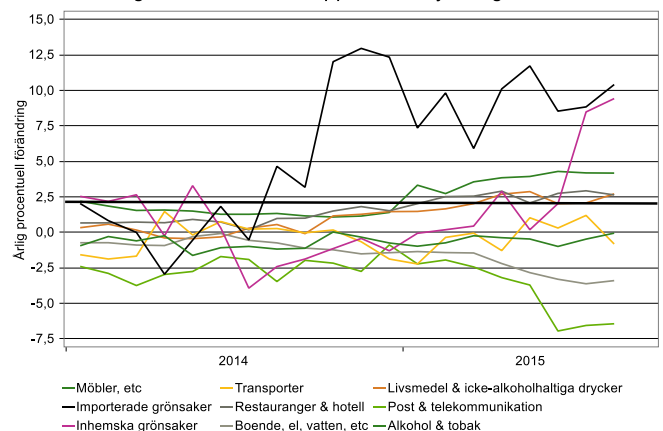


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Visserligen har en del varugrupper börjat stiga i pris och pressat upp underliggande inflationsmått, Riksbanken har på sistone, med hänvisning till måttet KPIF-ex, hävdad att inflationen i själva verket är nära målet, rensat för fallande oljepriser och Riksbankens egna räntesänkningar. Man hävdar även att tjänstepriserna ”är på väg uppåt”. I själva verket har tjänsteinflationen avtagit från 1 ½ procent i vintras till 0,7 procent.

Detaljgranskar man data finner man att inflationen understiger målet i åtta av SCB:s tolv huvudgrupper i KPI. De kategorier där inflationen överstiger målet är livsmedel, alkohol och tobak, restauranger och hotell samt utbildning. Sammanlagt utgör dessa grupper cirka ¼ av totala KPI.

Sverige: Riksbankens hopp står till dyrare grönsaker!

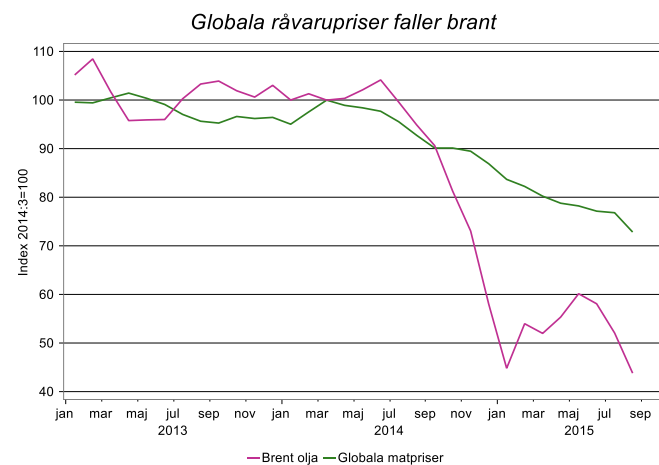


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Gör vi en ytterligare finfördelning visar det sig att det framförallt är priserna på inhemskt producerade

grönsaker – den enda kategori där pristrycket tilltagit på sistone – och importerade grönsaker som stiger snabbt. Dessa kategorier utgör bara en procent av KPI och är notoriskt volatila. En svagare krona och sval försommar trycker således upp priserna på grönsaker vilket gör det dyrare att gå på krogen. Prishöjningarna på alkohol och tobak speglar i sin tur höjda skatter 1/1 2015.

Riksbankens argument att inflationen egentligen är betydligt högre, rensat för fallande globala oljepriser, vilar med andra ord på en smal pelare.

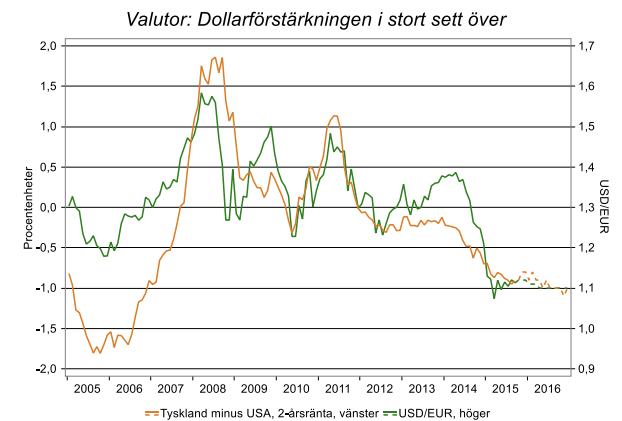


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Värt att notera är för övrigt att det inte bara är priserna på råolja och diverse metaller som fallit brant de senaste åren. Även globala livsmedelspriser har rasat med nästan 30 procent sedan 2011. Det mesta tyder på att utbudsöverskotten på de globala marknaderna kommer att bestå den närmaste tiden och att olje- och andra råvarupriser kommer att utvecklas fortsatt svagt. Sammantaget räknar vi därför med att KPI-inflationen endast långsamt stiger för att nå cirka 1 procent i slutet av 2016.

## Valutakurser och centralbanker

USA-dollar förstärktes kraftigt mellan sommaren 2014 och vintern 2015.



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

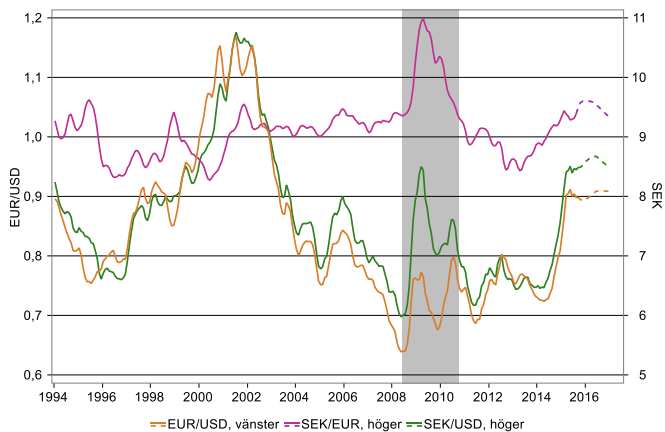
Som framgår att bilden ovan gick dollarförstärkningen mot euron hand i hand med en betydande amerikansk ränteuppgång gentemot Tyskland. Dollarns rörelse var alltså i första hand driven av förväntningar om att Federal Reserve skulle inleda en period av räntehöjningar. Dollarförstärkningen har kommit av sig det senaste halvåret, först i takt med relativt svaga makrodata från USA under vintern. Under sommaren och hösten har också finansiell turbulens och oroande signaler kring tillståndet i Kinas ekonomi hållit tillbaka dollarn. Dessa faktorer har fått marknaderna att gradvis skruva ner förväntningarna på Fed-höjningar de senaste månaderna.

Även om Federal Reserve avstod från räntehöjning i september och fortfarande svävar på målet kring framtida politik, är vår prognos fortfarande att styrräntan kommer att börja höjas inom det första halvåret. Vi räknar dock inte med någon större förstärkande effekt på dollarn eftersom mycket måttliga Fed-höjningar redan ligger inbyggda i marknadernas förväntningar.

Den svenska kronan har en stark tendens att följa rörelsen i EUR/USD, åtminstone i tider av relativt finansiellt lugn och vi räknar inte med någon större och ihållande finansiell oro det närmaste året. Visserligen skulle man kunna hävda att kronan "borde" stärkas mot

euron med tanke på att Sveriges ekonomi är betydligt starkare än Eurozonens. Samtidigt är fokus för Riksbanken just nu helt och hållet på inflationen och inte ekonomisk tillväxt. Varje tendens till betydande kronförstärkning kommer därför säkerligen att mötas av fler stimulanser från Riksbanken. En kurs för svenska kronan kring dagens nivåer mot såväl euron som dollarn framöver är därför bästa gissningen.

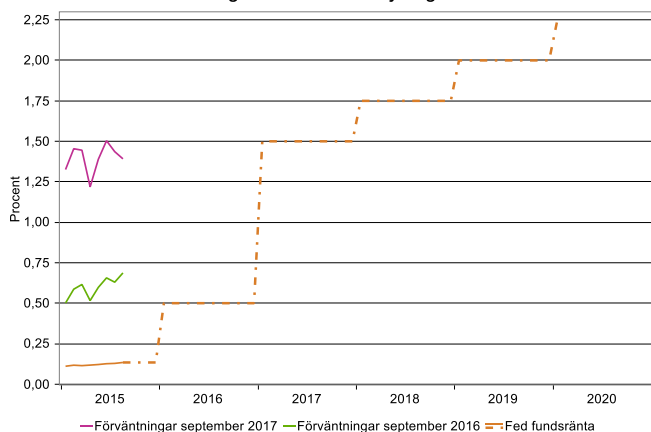
*Ingen större dramatik för kronan*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Som nämnts räknar vi med att Federal Reserve kommer att börja höja styrräntan de närmaste månaderna. Vi delar dock marknadens bedömning att räntehöjningarna blir mindre aggressiva än Fed egna prognoser.

*USA: Långsamma räntehöjningar i korten*



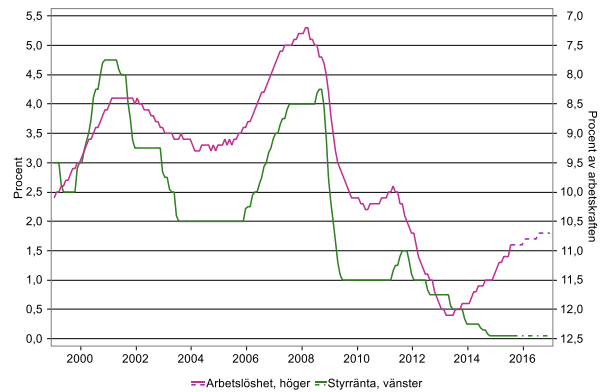
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

I bilden ovan visas dels marknadens förväntan om styrräntan om ett år (grön) respektive två år (lila), dels vår prognos (gul) för de kommande åren. Tolkningen är att de finansiella marknaderna just nu räknar med att styrräntan kommer att vara 0,7 procent respektive 1,4

procent om ett respektive två år; i stort sett identiskt med vår prognos.

För ECB:s och Riksbankens del har de senaste årens inneburit tid för omvärdering av gamla beteendemönster. Vi beskrev i vårens prognos hur man tvingats/valt att överge sina tidigare framåtblickande strategier, med fokus på resursutnyttjandet, i takt med att inflationen fallit brant. Istället har fokus helt riktats mot inflationsutvecklingen och det är osannolikt att man kommer att släppa sina bakåtblickande strategier innan inflationen tydligt närmar sig målet.

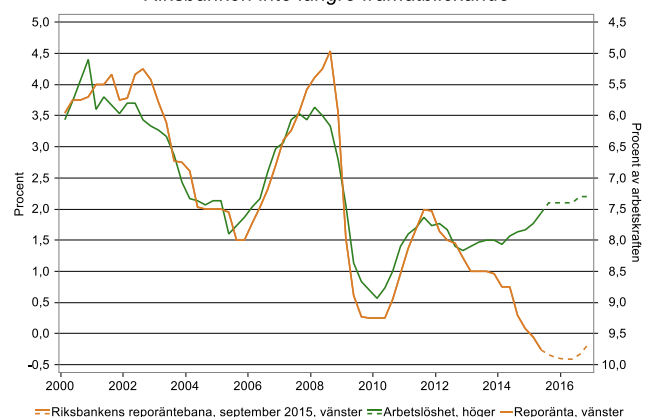
*ECB: Inga räntehöjningar på evigheter*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Mycket litet tyder på att ECB eller Riksbanken kommer att överraskas av en kraftig uppgång i inflationen de närmaste åren, tvärtom kommer troligen inflation att bli lägre än vad centralbankerna prognosticerar.

*Riksbanken inte längre framåtblickande*



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Det finns därför ingen anledning att räkna med någon ECB-höjning de närmaste åren. Snarare finns det en

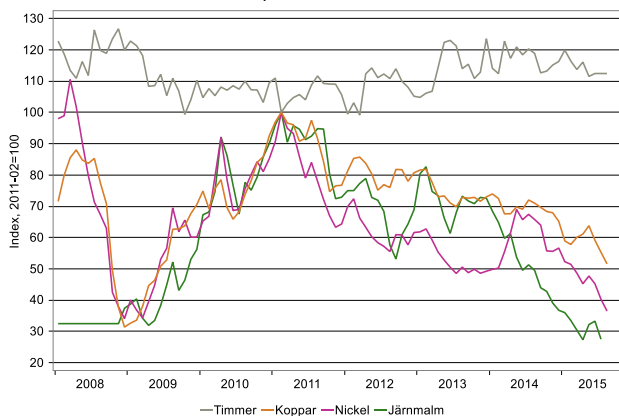
betydande sannolikhet att man väljer att ta till fler stimulanser med tanke på riskerna för en försvagad internationell konjunktur.

Vad det gäller Riksbanken flaggar man för en första räntehöjning mot slutet av 2016 men med en viss sannolikhet för ytterligare en räntesänkning i närtid. Det är hugget som stucket om det verkligen kommer ytterligare Riksbanksåtgärder och saken avgörs dels av inflationsutvecklingen och dels av utvecklingen globalt. För bägge centralbankerna blir dessutom valuta-utvecklingen av stor vikt, skulle vi se en betydande försvagning av dollarn kommer mer stimulanser som ett brev på posten.

## Svensk basindustri

I vårens rapport beskrev vi de utmanande förhållandena för svensk basindustri, i synnerhet delar av gruv- och stålindustrin. Bilden har inte ändrats påtagligt de senaste månaderna, i synnerhet har råvarupriserna fortsatt att falla.

Metallprisaset fortsätter

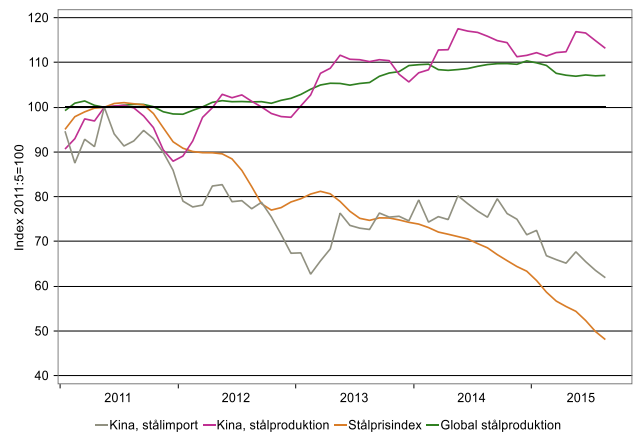


Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Global stålproduktion är på samma nivå som hösten 2013 och Kinas stålimport har rasat med nästan 40 procent sedan 2011. Samtidigt fortsätter stålpriserna att falla.

<sup>4</sup> Intressant att notera är att för gruv- och metallbranscherna är det global BNP-tillväxt som "biter"

Globala råvarumarknader fortsätter att kylas av



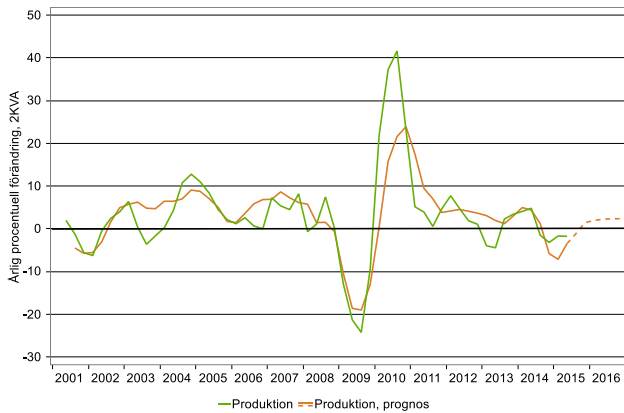
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Bilderna nedan sammanfattar bedömningarna för basindustrins olika branscher, givet våra BNP-prognoser och antagandet om en i grunden stabil kronkurs.<sup>4</sup> De gröna kurvorna visar produktionen inom respektive bransch enligt industriproduktionsdata. De gula kurvorna visar vad produktionen "borde varit" enligt prognosmodellen, givet 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. Sedan rekylen efter krisen har produktionen hackar fram kring nollstrecket och med fortsatt svag global tillväxt kommer detta mönster sannolikt bestå.

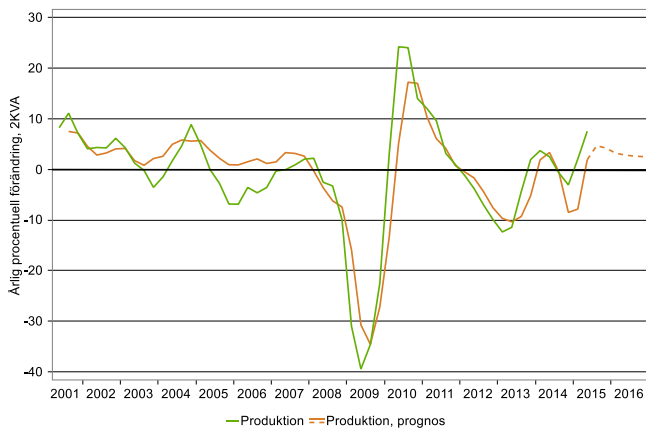
medan svensk tillväxt är mer relevant för skogsindustrin.

Produktion i gruvindustrin



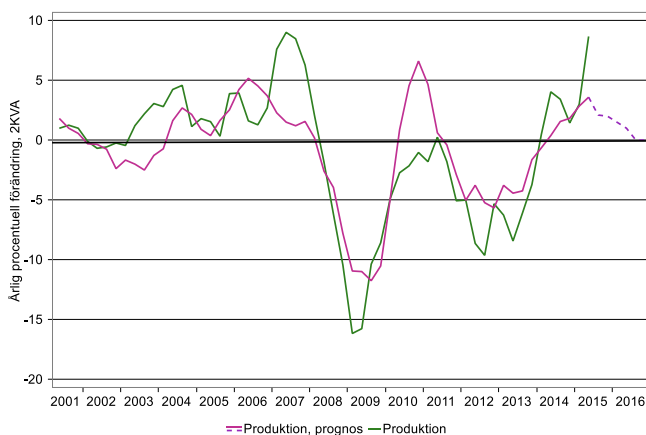
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Produktion i metallindustrin



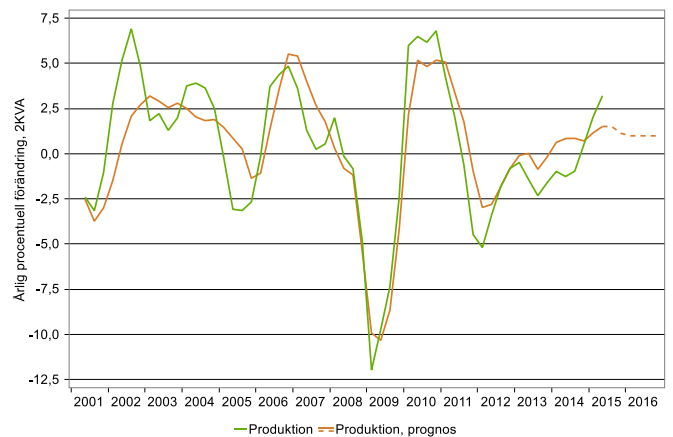
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Produktion av trävaror



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Produktion papper & massa



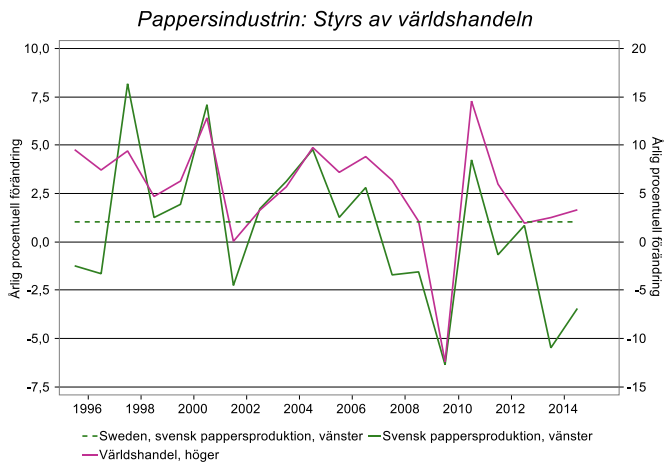
Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Modellernas prognosförmåga är inte exakt, produktionen i alla branscher utom papper och massa har till exempel hittills i år varit starkare än modellerna förutspått. Med beaktande av bristen på exakthet pekar våra prognoser ändå på måttlig och avtagande produktionsökning i samtliga branscher de kommande åren. Vi kan dock samtidigt konstatera att en global och svensk BNP-tillväxt kring tre procent normalt räcker för att "våra" branscher ska öka produktionen.

Fokuserar vi på pappersindustrin visar bilden nedan att produktionen nära följer världshandeln.<sup>5</sup> Här syns också tydligt effekterna av de stora minskningar av kapacitet som genomfördes 2012-2013: "ett gap" öppnades mellan global konjunktur och svensk pappersproduktion.

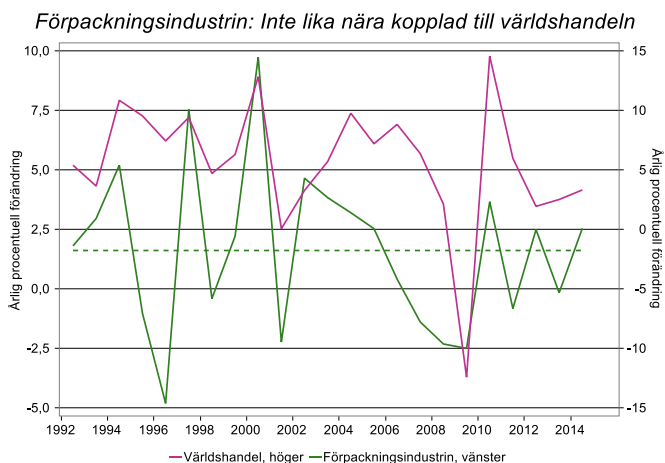
<sup>5</sup> I bilden visas samvariationen med en global konjunkturbarometer men global BNP-tillväxt fungerar lika bra.





Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

Något överraskande samvarierar produktionen i förpackningsindustrin inte lika starkt med världshandeln. Däremot har förpackningsindustrin vuxit nästan dubbelt så snabbt som pappersindustrin i sin helhet under perioden och tillväxtgapet har vidgats de senaste åren.



Källa: Skogsindustrierna/Industriarbetsgivarna, Macrobond

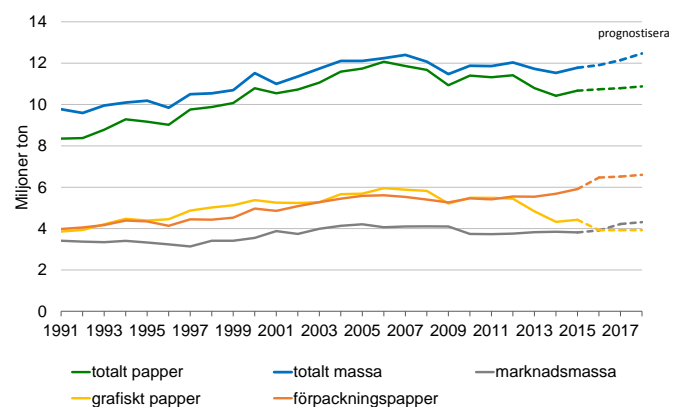
## Betydande investeringar inom massa- och pappersindustrin

Pågående strukturella skift i pappersmarknaden leder till betydande investeringar framöver. De tidigare aviserade investeringarna på cirka 6 miljarder kronor inom massaindustrin beräknas ge effekt under slutet av 2016 och kommer att göra avtryck i produktionen först under 2017 och 2018. Fram till 2018 förväntas produktionen av marknadsmassa öka med 12 procent jämfört med 2014

års produktion. Det är framförallt en ökad kapacitet för blekt sulfatmassa, men det även ökning av textilmassa.

Även på papperssidan har det skett investeringar samt förändringar av produktsegment. Det är framförallt på förpackningssidan som vi ser en kommande uppgång av ny kapacitet. Produktion läggs om från finpapper till kartong. Vi räknar med en uppgång av den totala pappersproduktionen med fyra procent och förpackningsmaterial förväntas stiga med 15 procent jämfört med 2014 års produktion, medan nedgången av grafiskt papper fortsätter.

*Sveriges produktion av massa och papper 1991-2014, samt prognos 2015-2018*



Industrin satsar på nya produkter genom att bygga en pilotanläggning för nanokristallin cellulosa. De centrala funktionerna för uppförande och drift av anläggningen, beräknas vara på plats under 2016.

Det har även aviserats investeringar hos ett flertal sågverk. Det sker investeringar i såglinjer och sågutrustningar, produktionsförbättringar, nya produktionslinjer.

## Trävaror

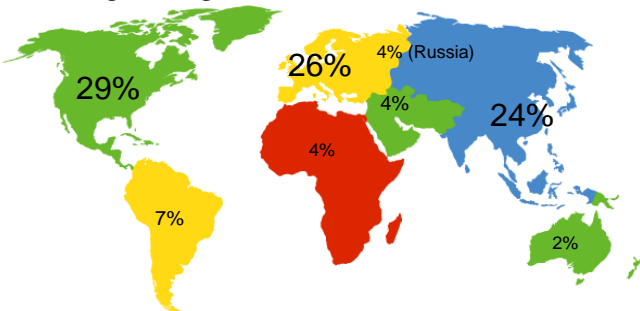
### Den globala bilden

Ökad oro och osäkerhet över utvecklingen i Kina samt valutaproblem i Egypten har förvärrat läget en del jämfört med senaste konjunkturrapporten. Läget i Kina

påverkar idag de flesta trävarumarknader världen över, inte minst USA-marknaden. Exporten till Kina har mattats av och priserna där – särskilt på de lägre kvaliteterna av virke – har fortsatt falla. Stora mängder kanadensiskt virke hamnar därför i USA istället, och priserna där har därför fallit tillbaka och är idag på den lägsta nivån sedan 2011. När det gäller problemen i Egypten kan dess betydelse för svenska furuproducenter knappast överskattas eftersom cirka 25 procent av furuexporten går till denna marknad.

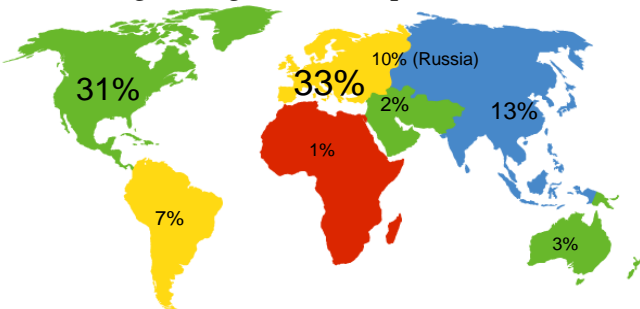
Längre fram görs en bedömning av nuläget för svenska sågverk, men först görs en genomgång av de mer långsiktiga trenderna i olika regioner med tyngdpunkt på regionerna utanför Europa. Europa beskrevs mer ingående i förra rapporten. En uppskattning av konsumtion och produktion per region görs för 2015.

Fördelning av den globala barrträvarukonsumtionen 2015.



Källa: FAO och Skogsindustrierna

Fördelning av den globala barrträproduktionen 2015.



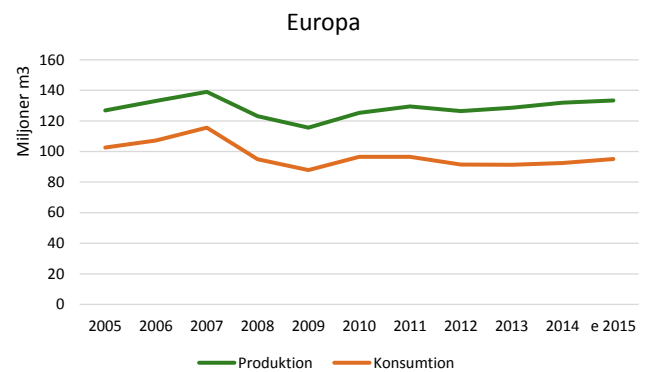
Källa: FAO och Skogsindustrierna

### Europa

2015 är åttonde året med svag konsumtion av trävaror. Europa är visserligen i en återhämtningsfas men det går

långsamt. Om man bortser från de åtta åren som gått sedan krisen inleddes i Europa får man gå tillbaka till mitten av nittiotalet för att hitta lika låg konsumtion.

Konsumtionen förväntas i år öka med knappt två procent till 95 miljoner kubikmeter medan produktionen (inklusive Ryssland) ökar något mindre, med drygt en procent till 133 miljoner kubikmeter.



Källa: FAO och Skogsindustrierna

### Nordamerika

Trots att konsumtionen i år ökar mer i Nordamerika än i någon annan region är det i skrivande stund mörka moln och överutbud som dominerar bilden av den amerikanska trävarumarknaden. Grundorsakerna är kinaoro och en stark dollar.

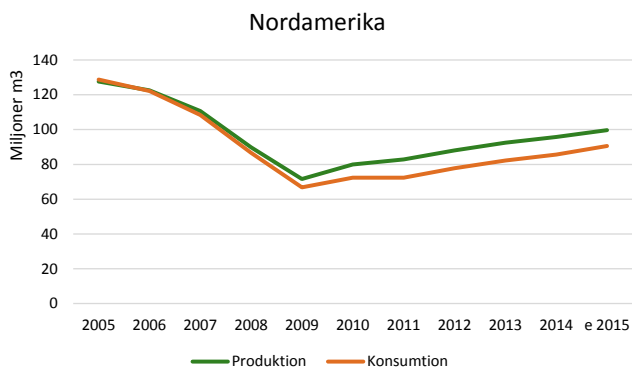
När fastighets- och finanskrisen drabbade USA slog den hårdare mot konsumtionen än produktionen. Sågverken, främst i västra Kanada, kunde nämligen utnyttja den snabbt växande marknaden i Kina och översjöexporten ökade kraftigt. Exporten från västra Kanada gynnades dessutom av stor tillgång på mycket billig råvara från skogar som drabbats av barkborren Mountain Pine Beetle.

Nu vänder dessa flöden tillbaka till USA-marknaden i ganska snabb takt; lite snabbare än konsumtionen ökar. Förra året minskade Kinaexporten för första gången och denna trend tar fart ytterligare i år då kanske drygt en miljon kubikmeter går till USA-marknaden istället för Kina, Den kanadensiska exporten till USA gynnas också av att exportskatten på kanadensiska trävaror upphör från och med 12 oktober. Till det ska läggas att importen

från Europa sannolikt ökar med några hundra tusen kubikmeter. Trots relativt god konsumtion blir det då överutbud och priserna pressas.

Den starka USA-dollar innebär också i sig ett ökat exporttryck från Kanada och Europa. Indirekt påverkar även dollarns styrka gentemot rubeln då ryska exporten pressar priset i US-dollar i Kina och därigenom konkurrerar ut nordamerikansk export.

Men höjer man blicken se man långt ifrån bara mörker. Konsumtionen ökar som sagt snabbare än i någon annan region i världen. Uppskattningsvis ökar konsumtionen i år med knappt sex procent. Produktionen ökar inte lika mycket utan ökar i en takt av drygt fyra procent. Men detta räcker inte för att skapa balans på marknaden idag även om det sprider lite ljus över de långsiktiga förutsättningarna.

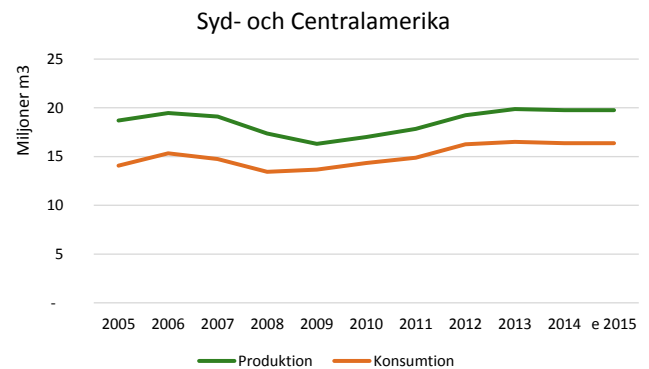


Källa: FAO och Skogsindustrierna

Diagrammet ovan visar att innan finanskrisen var produktionen och konsumtionen ganska precis lika stora i Nordamerika. På lite sikt kan man förvänta sig att konsumtionen, som fortfarande bara är 60 procent av nivån 2005, åter blir större än produktionen i Nordamerika. Traditionellt har Kanada och Nordvästra USA varit de stora sågverksregionerna i USA. I takt med att utbudet av råvara från dessa regioner nu minskar flyttas nu industrins tyngdpunkt mot USA:s sydstater där det finns ett stort och uthålligt utbud av råvara.

### Sydamerika

Även om denna världsdel har relativt liten betydelse för trävarumarknaden ska den inte glömmas bort. Det är främst tall från plantager i Brasilien och Chile som sågas. Produktionen är totalt 20 miljoner kubikmeter (lika mycket som Tysklands produktion), varav drygt nio miljoner kubikmeter produceras i Brasilien och 7,5 miljoner kubikmeter i Chile.



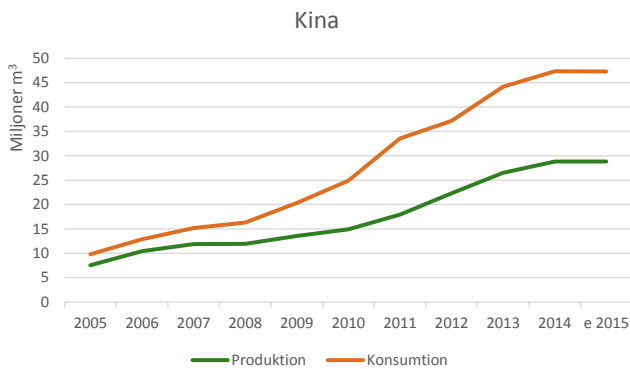
Källa: FAO och Skogsindustrierna

Kontinenten är nettoexportör av barrträvaror. Men exporten har minskat en del i takt med att de inhemska marknaderna sugit upp mer trä utan att produktionen ökat lika mycket. Nettoexporten från Sydamerika uppgick 2014 till ungefär 3,5 miljoner kubikmeter. Det är i huvudsak Chile som exporterar. Varorna går till Kina, andra länder i Sydostasien samt USA. Bortsett från ca 50 000 kubikmeter per år till Spanien exporteras nästan inget till Europa från Sydamerika.

När nu de sydamerikanska ekonomierna visar stora problem och kanske till och med minskar konsumtionen skulle en möjlig utveckling vara att exporten ökar något. Den långsiktiga tillgången på sågtimmer bedöms dock inte vara lika god här som i till exempel USA:s sydstater.

## Kina

Utvecklingen för trävaror i Kina är svårbedömd.



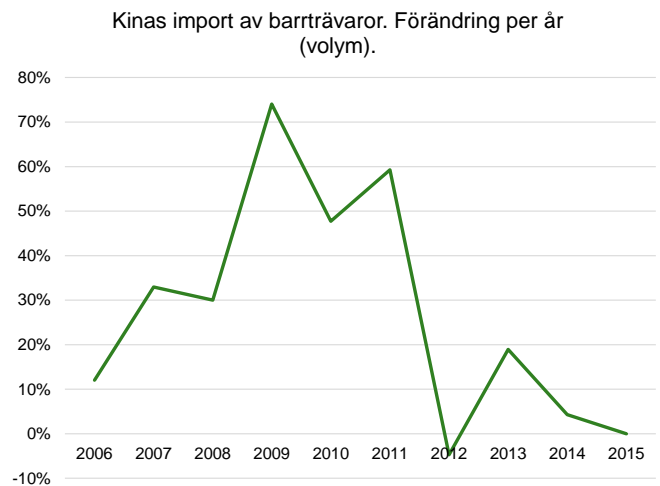
Källa: FAO och Skogsindustrierna

Problemen beror i grund och botten på den svaga byggkonjunkturen. Tittar man på tillgänglig byggstatistik är det mycket möjligt att byggandet mätt i påbörjade antal bostäder minskar med så mycket som tio procent, kanske mer i år. Efterfrågan på trävaror – åtminstone trävaror från Norden – faller emellertid inte lika mycket. En stor del av totala träkonsumtionen, och en huvuddel av den svenska kinaexporten, går till konsumtionsvaror som möbler där tillväxten fortfarande bedöms vara god, troligtvis över 5 procent. En rimlig bedömning är att den totala trävarukonsumtionen för 2015 blir relativt oförändrad jämfört med året före.

Kinas inhemska produktion av barrträvaror är om möjligt än svårare att bedöma. Eftersom mer än hälften – uppskattningsvis nära 75 procent – av produktionen baseras på importerat sågtimmer säger timmerimportstatistiken en del. Timmerimporten har hittills i år minskat mycket kraftigt, ungefär 20 procent. Å andra sidan har stora lager råvara byggts upp under en period och dessa betas nu av. Om man tittar på den kinesiska produktionsstatistik som finns (vilken är bristfällig) så ser man en klart avtagande tillväxt i år. Vi bedömer att produktionen blir oförändrad jämfört med förra året.

Bilden nedan visar hur tillväxten i trävaruimporten tvärbromsade redan 2012; från nivåer på 30-70 procent under de fem föregående åren till högst nolltillväxt. Visserligen studsade importen upp till en ökning med nära 20 procent 2013, men bilden visar ändå tydligt hur handelsledet i Kina fått anpassa sig till en helt annan

verklighet under de senaste åren. De sämre tiderna har tårt hårt på importörsledets lönsamhet och finanser och när osäkerheten nu ökat ytterligare är de kinesiska handelshusen uppenbarligen mycket försiktiga och begränsade i sin handlingsfrihet.

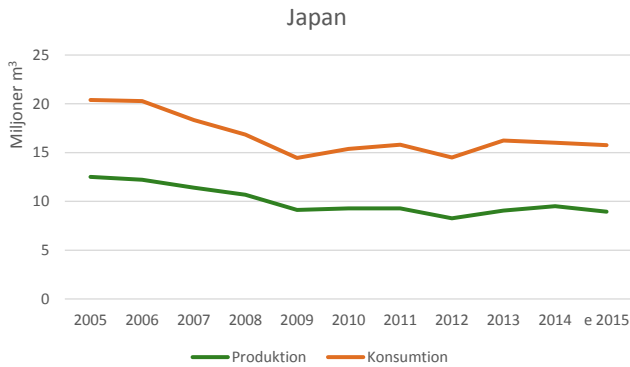


Källa: SvanData/Skogsindustrierna

Med tanke på den stora vikt kinamarknaden har fått under senaste femårsperioden är det givetvis viktigt att följa utvecklingen. Landet står ändå "bara" för 15 procent av världens konsumtion. Det är en hel del men betydligt mindre än både Europa och USA och kan vara värt att komma ihåg när man bedömer den globala utvecklingen framåt; allt står inte och faller med utvecklingen i Kina även om det skapas kortsiktiga chockvågor.

## Japan

Japan är en stor nettoimportör av trävaror och en viktig marknad för många svenska sågverk. Japan öppnades som marknad i början av nittio-talet när den ryska trävaruexporten kollapsade tillsammans med Sovjetunionen. Så sent som på åttiotalet producerade Japan dessutom själva över 30 miljoner kubikmeter trävaror, då i nivå endast med jättarna Ryssland, USA och Kanada. Höga kostnader, inte minst dyr råvara, har gjort att produktionen successivt minskat till under tio miljoner kubikmeter. Importbehovet har därför fortsatt att öka trots att konsumtionen har en långsiktigt nedåtgående trend, beroende på åldrande och krympande befolkning.

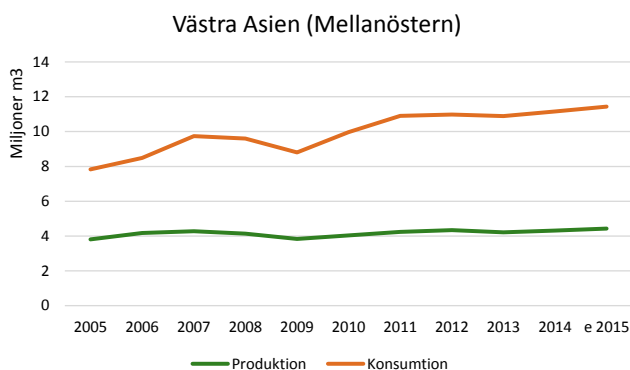


Källa: FAO och Skogsindustrierna

Den till synes eviga utförlöpan för produktionen såg ut att få ett slut när myndigheterna härom året aktivt började stimulera inhemsk produktion. Men på grund av svag marknad minskar nu återigen produktionen, och första halvåret var nedgången sex procent. Även konsumtionen, som nästan helt drivs av byggsektorn, backar sannolikt en del i år.

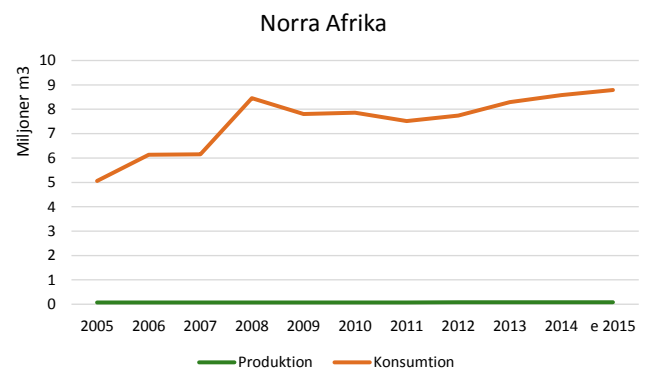
#### Mellanöstern och Nordafrika

Denna region är tillsammans med Kina världens största nettoimportområde för sågade trävaror. Trävarorna importeras främst från Europa. Sverige och Finland är en stor aktör på främst furumarknaderna i regionen, vilka i huvudsak är inriktade mot snickeri- och möbelsegmentet. Ryssland exporterar mycket till Egypten och Iran där de är dominerande. Centraleuropeiska producenter dominerar exporten av gran, vilken i huvudsak används som anläggningsvirke.



Källa: FAO och Skogsindustrierna

Regionen har varit en starkt växande marknad under den senaste tioårsperioden. Ett högt oljepris som gynnar regionens ekonomier och demografiska förutsättningarna är två faktorer som eldat på efterfrågan. Många av länderna har en extremt hög andel ung befolkning ofta kombinerat med hög arbetslöshet och behovet av nya bostäder är mycket högt. Myndigheterna är också angelägna om att stötta byggandet och i flera av länderna finns ambitiösa byggprogram.



Källa: FAO och Skogsindustrierna

Geopolitisk oro och senaste årets oljeprisras bidrar förstås till betydande osäkerhet inför framtiden för denna region.

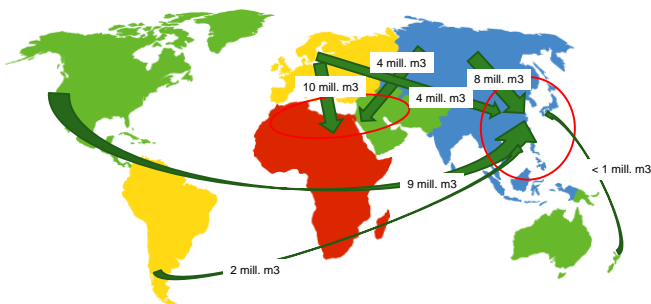
Osäkerheten är i skrivande stund särskilt stor när det gäller regionens största marknad Egypten där exportörer stöter på svårigheter på grund en ny valutareform. I korthet innebär den att myndigheterna har begränsat insättningar och uttag av amerikanska dollar på egyptiska banker. Importörer av trävaror har helt enkelt inte haft pengar att betala sina varor med och flödet längs distributionskedjan har stoppats upp. Det återstår att se om detta är ett tillfälligt problem eller om den viktiga Egyptiska marknaden kan komma igång på normalt sett snart igen.

Produktionen i regionen är låg och härstammar nästan enbart från Turkiet (Iran ingår inte i FAO:s definition av västra Asien).

#### Den globala bilden – sammanfattning

Bilden nedanför visar de stora interkontinentala handelsflödena. Det är Ostasien och MENA som är de

stora nettoimportregionerna medan exporten sker från främst Europa och Nordamerika. Jämfört med för tio år sedan har samtliga dessa flöden ökat medan handeln inom kontinenterna minskat. Det enda översjöflödet som minskat är exporten från Europa till USA som var betydande för tio år sedan men minskat kraftigt och idag inte längre kvalar in som stort flöde. De "gamla" västekonomiernas beroende av snabbt växande tillväxtekonomier har alltså ökat.



Källa: FAO och Skogsindustrierna

Men det som nu händer är en återgång till att länderna i den "gamla" världen återigen agerar motorer. Att det främst är tillväxtekonomierna (i huvudsak Kina) som bromsar in snarare än att västvärlden accelererar skapar dock oro. Fokus riktas mot flödet av trävaror från Nordamerika till Kina som nu styrs hemåt igen och skapar överutbud och prispress.

Sammanfattningsvis: Världen konsumerar i år enligt Skogsindustriernas uppskattning 317 miljoner kubikmeter barrträvaror, vilket är en ökning med 2,4 procent eller 7,5 miljoner kubikmeter. Nästan hela denna ökning, eller 6,5 miljoner kubikmeter härstammar från Nordamerika (+5 milj.) och Europa (+1,5 milj.) Konsumtionsökningen är något mer än den totala produktionsökningen som stannar vid 1,9 procent.

### Prognos trävaror 2015, %

	Produktion	Konsumtion
<b>Europa</b>	1,2%	1,8%
<b>Nordamerika</b>	4,2%	5,8%
<b>Kina</b>	0,0%	-0,1%
<b>Japan</b>	-6,0%	-1,5%
<b>Övriga Asien (exkl. MENA)</b>	4,0%	4,0%
<b>MENA</b>	2,5%	2,5%
<b>Övrigt</b>	1,5%	1,5%
<b>Totalt</b>	1,9%	2,4%

Man ska dock inte förledas att tro att läget är frid och fröjd inför senhösten och vintern. Tvärtom; i utgångsläget präglas många marknader av överutbud och det saknas generellt sett rejäl optimism när det gäller konsumtionsutvecklingen. Det finns därför inte mycket som talar för att ett litet men förvisso underskott i balansen mellan produktion och konsumtion i år är tillräckligt för att vända marknaderna under kommande halvår. Förutsättningarna för marknaderna generellt sett första halvåret 2016 är något sämre än före sommaren.

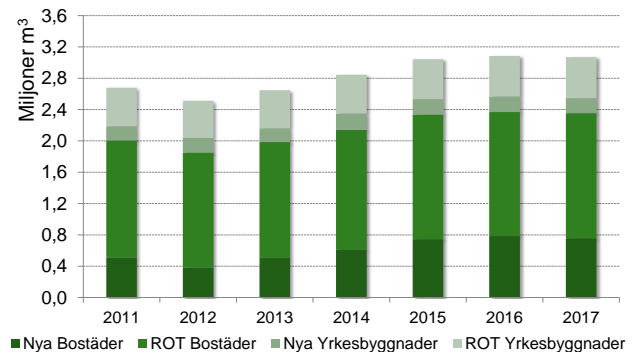
## Marknadsläget för svenska sågverk

Läget har försämrats en del jämfört med förra konjunkturrapporten. Priserna har pressats på viktiga marknader och försvagningen av kronan har avstannat. Lönsamheten i branschen bör därmed vara lägre för de flesta under andra halvåret än under årets första del. Problemen i USA och Kina har berörts tidigare. En liknande situation som den vi ser i USA finns även på Sveriges största exportmarknad Storbritannien där konsumtionen visserligen är god, men ett överutbud av varor pressar priserna.

Även likviditetsproblemen kopplade till valutahantering i Egypten har berörts. Alternativen till Egyptenmarknaden för svenska (och finska) furuproducenter är begränsade och furulagren på svenska sågverk är ganska höga. Särskilt utmanande blir läget på furusidan om även övriga marknader i Mellanöstern och Nordafrika skulle få bestående problem. Det låga oljepriset – ett högt oljepris är viktigt för ekonomierna i hela regionen – inger i detta sammanhang viss oro. Det geopolitiska läget i Mellanöstern har knappast förbättrats, vilket innebär uppenbara risker.

Bilden är dock inte entydigt mörk. Som vi tidigare sett så lutar det inte mot att produktionen i år skulle överstiga konsumtionen, varken i Europa eller globalt. Den svenska marknaden, vilken är den enskilt största för svenska sågverk, utmärker sig positivt. Byggsektorn förväntas förbruka sju procent (200 000 kubikmeter) mer trä i år. Totalt sett pekar det mot att leveranserna till Sverige kan öka med gott och väl fem procent i år. Tillväxten bedöms däremot minska nästa år på grund av försämringen av ROT-avdraget.

Svenska byggbranschens totala konsumtion av trävaror (prognos 2015-2017).

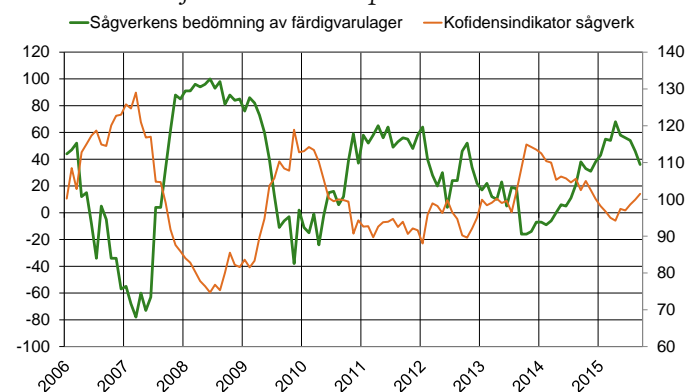


Källa: Prognoscentret AB

Lagerutvecklingen är normalt sett en tillförlitlig indikator när trävarukonjunkturen ska bedömas; stigande lager brukar betyda försämrad konjunktur och vice versa. Rentat för säsongvariationer och produktionstakt hade vi helt klart ett relativt stort lager på de svenska sågverken under första kvartalet. Åtminstone granlagret har nu kommit ner till helt normala nivåer räknat i antal produktionsdagar och om trenden fortsätter går branschen mot låga lagernivåer för gran.

Konjunkturinstitutets indikatorer kan också tolkas som att sågverken är på rätt väg. Branschens förtroendeindikator visar en positiv trend och indikatorn för lagernivån är fallande.

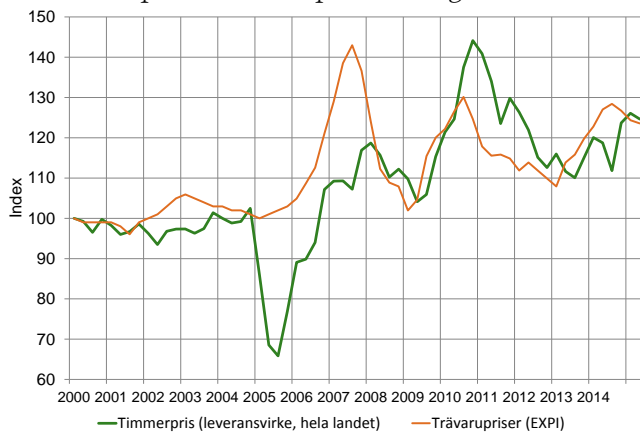
"Sågverk och träimpregneringsindustri: Konfidensindikator samt bedömning av färdigvarulager" januari 2006 – september 2015



Källa: Konjunkturinstitutet

Förutom trävarupriserna är timmerpriset och valutakursutvecklingen extremt viktiga faktorer för lönsamheten. Bilden över timmer- och trävarupriset visar att de bottnade under 2013. En utveckling liknande 2010 då timmerpriserna fortsatte upp efter det att trävarupriserna vänt neråt vore förödande.

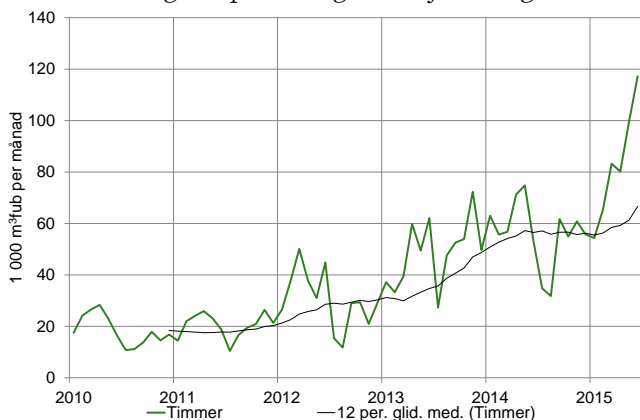
Timmerpris- och trävaruprisutveckling sedan 2000.



Källa: SCB, Skogsstyrelsen, Skogsindustrierna

När det gäller timmerförsörjningen finns dock en möjlighet idag som inte var lika etablerad för några år sedan, nämligen import av timmer från Norge. Sedan några månader har denna import ökat till nya rekordnivåer. Den rekordsvaga norska kronan gör svenska timmerköpare mer konkurrenskraftiga. Det är främst importen till södra Sverige, där också trävaruproduktionen ökar mest, som ökar.

Sveriges import av sågtimmer från Norge



Källa: SCB

Valutaförändringarna får särskilt stor inverkan på flödena eftersom marknaden är i det närmaste helt oreglerad och trävaror från olika producenter/länder är utbytbara i stor utsträckning. Sedan två år har valutautvecklingen spelat svenska sågverken i händerna men det kan förändras fort.

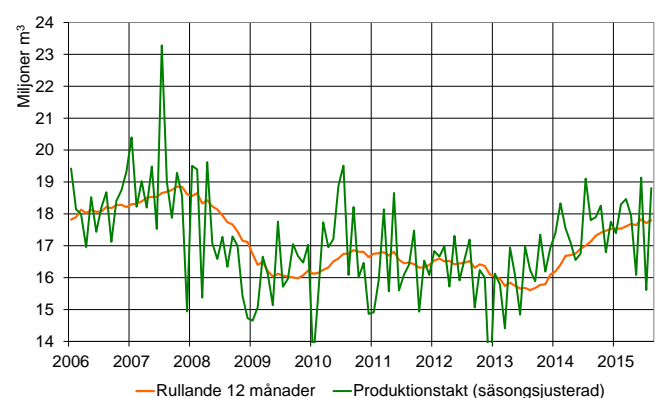
Svenskt "valutaindex för trävaror". Ju högre index desto svagare SEK. (Uppdaterad 2015-09-29)



### Produktion

Bedömningen att Sveriges produktion fortsätter att öka, från bottenivån 2012 till cirka 17,9 miljoner kubikmeter i år, ligger kvar. Jämfört med förra året avtar dock ökningstakten successivt under året. Årets ökning är nästan enbart hänförlig till södra Sverige.

Produktion av sågade trävaror i Sverige, 2006–augusti 2015



Summa summarum är det alltså en motsägelsefull bild vi ser idag. Det är på den marknad där konsumtionen



växer bäst – USA – som det kanske största överutbudet finns och bedömarna i USA flyttar fram tidpunkten för då den amerikanska trämarknaden ska dra iväg uppåt. Det viktigaste för svenska sågverk på lite längre sikt är dock hur konsumtionen i Europa utvecklas. På kortare sikt är emellertid snarare vad som händer i Kina, Egypten och – som alltid – valutautvecklingen avgörande.

## Tabeller

**Tabell 1. Nyckeltal**

År	USA	EMU	Kina	Global	Sverige			
	BNP	BNP	BNP	BNP	BNP	Arbetslöshet	Sysselsättning	KPI
2015	2,4	1,4	6,8	3	2,8	7,4	2	-0,2
2016	2,3	1,3	6,5	2,8	2,6	7,3	0,4	0,5

**Tabell 2. Produktion basindustrin<sup>6</sup>**

År	Gruv	Stål	Trävaror	P och M
2015	-2	3	2,5	2
2016	2	1	1	1

**Tabell 3. Finansiella nyckeltal**

Årsslut	Fed	ECB	Riksbanken	SEK/EUR	USD/EUR	SEK/USD	Sverige 10-år	USA 10-år	Tyskland 10-år
2015	0,5	0,05	-0,35	9,5	1,12	8,5	0,7	2,2	0,6
2016	1,25	0,05	-0,35	9,35	1,1	8,5	1,1	2,5	0,8

<sup>6</sup> Vi utgår ifrån industriproduktionsdata.

#### Om svensk skogsindustri

Skogsindustrin är en av Sveriges viktigaste basindustrier. Av svensk industris sysselsättning, omsättning och förädlingsvärde svarar skogsindustrin för 9 – 12 procent. Andelen av den svenska varuexporten är 11 procent, vilket motsvarade 124 miljarder kronor år 2014. Den svenska skogsindustrin är starkt exportinriktad. Av massa- och pappersproduktionen exporteras nära 90 procent, och motsvarande för sågade trävaror är nära 75 procent. Sverige är världens tredje största exportör sammanlagt av papper, pappersmassa och sågade trävaror.

#### Om branschorganisationen Skogsindustrierna

Skogsindustrierna är massa- och pappers- samt den trämekaniska industrins bransch- och arbetsgivarorganisation. Skogsindustrierna företräder ett 50-tal massa- och papperstillverkare i sammanlagt ett 20-tal företag/koncerner och cirka 120 sågverk i ett 60-tal koncerner/företag. Inom Skogsindustrierna ingår verksamheten Svenskt Trä och sekretariatet för BioInnovation. Organisationens uppgift är att stärka företagens konkurrenskraft och verka för en ökad användning av skogsbaserade produkter.

Konjunkturprognosen ges ut av Skogsindustrierna och Industriarbetsgivarna två gånger per år. Denna version har ett särskilt fokus på skogsindustrin.

Rapporten finns på <http://www.skogsindustrierna.org/branschen/statistik/konjunkturprognos>

#### Kontakt:

Mats Kinnwall

Skogsindustrierna

Box 55525

10204 Stockholm

[mats.kinnwall@skogsindustrierna.org](mailto:mats.kinnwall@skogsindustrierna.org)

Telefon: +46 8 762 72 66